

TRANSAKSJON

HØSTEN 2024



UNION

Markedet ser ut til å trosse rentene. Priser inn høyere leier?

Markedsrenter som falt gjennom sommeren, samtidig som frykten for hard landing fortsatt er relativt liten, har ført til gradvis mer optimisme i transaksjonsmarkedet. Det er flere transaksjoner som indikerer at yeldene har kommet *litt* ned gjennom sommerhalvåret. Dette gjelder kanskje særlig yelden på sekundæreidommer, som spredet mest ut da det sto på som verst.

Vårt anslag på prime yield **holdes under tvil uendret på 4,75 prosent**, men også dette anslaget er under press. Og det til tross for renteoppgangen de siste ukene. **De siste signalene fra markedet indikerer at vi er svakt på vei nedover, også i den skarpeste delen av markedet.**

Dersom vi ser på den siste renteutviklingen, trekker altså markedet og rentene i motsatt retning:

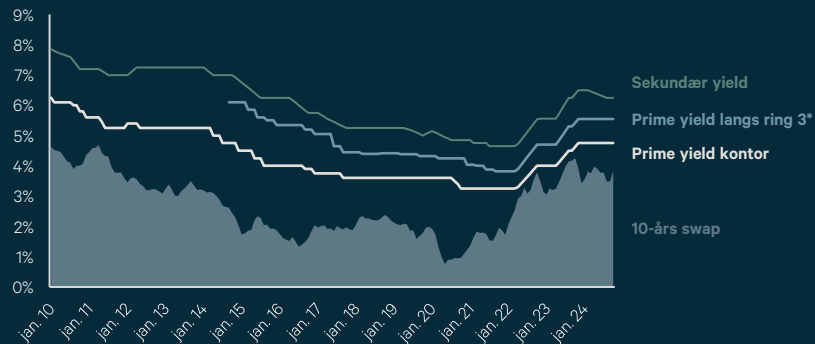
- Prime yield er **i den lave enden målt mot rentene.**
- «10-åringen» kan naturligvis falle noen titalls basispunkter etter oppgangen de siste ukene, **men i så fall får vi et normalisert yieldgap, ikke et høyt.** Og man kan selvfølgelig ikke utelukke at det motsatte skjer, altså at rentene stiger fra dagens nivå.

Litt forenklet: Eiendoms-yeldene steg aldri så mye som renteoppgangen isolert sett skulle tilsi, og markedet har dermed allerede tatt høyde for lavere renter (slik vi så i sommer). Og etter den siste renteoppgangen ser markedet ut til å trosse rentene.

Samtidig: Dersom markedet forventer god vekst i inntjeningen på sikt, vil det bidra til å holde yelden nede i dag. Det er kanskje nettopp det som skjer nå, altså at det prises inn høyere leier. Sammenhengen mellom renter og utviklingen i eiendomsverdier er for øvrig en sammensatt sak, noe du kan lese mer om i [denne gjestekommentaren i Kapital](#).

Selv om markedet trolig er i ferd med å prise yelden litt ned, **indikerer vår langsiktige realrentemodell at en prime yield på 4,75 prosent er svært nære en langsiktig likevekt og «fair value».**

Yielder vs. renter



Realrentemodell vs. prime yield kontor i Oslo



Prising vs. andre aktiva og land

I markedet for næringsseiendom er sammenligning med (risikofri) rente det vanligste målet på relativ prising. For en del investorer **bør det også være interessant å se hvordan eiendomsprisingen er sammenlignet med en aktivklasse som aksjer eller eiendomsinvesteringer i andre land.**

I grafen øverst til høyre har vi «earnings-yielden» på amerikanske aksjer og «kontor-yielden» i Oslo opp mot amerikanske realrenteobligasjoner med ti års løpetid. Etter dot.com-smellen, har «risikopremien» for amerikanske aksjer i snitt vært 5,4 prosentpoeng (mot realrenten). I samme periode var den 4,0 prosentpoeng for kontoreiendom i Oslo. **Nå er nivået nesten identisk på rundt 2,7 til 2,9 prosentpoeng.**

Det er i prinsippet mulig å forsvare, dersom det er sannsynlig at veksten i inntjening blir god fremover. Men i dette enkle perspektivet **ser begge deler litt dyrt ut, særlig amerikanske aksjer.**

Dersom man tar høyde for rentenivået, er eiendoms-yielden i Norge relativt lav sammenlignet med de fleste andre markeder. I Sverige er for eksempel «tiåringen» i skrivende stund 2,47 prosent, mens prime yield er rett nord for fire.

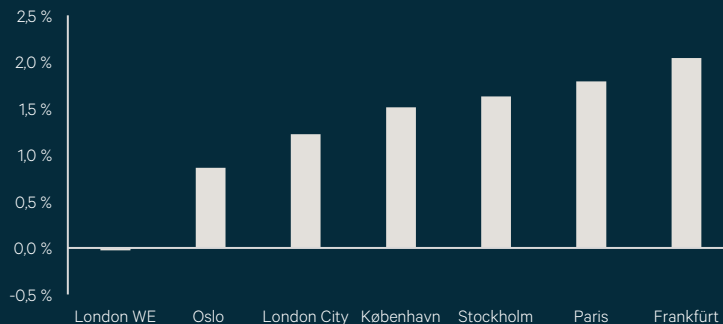
Forskjellen i prising mellom eiendomsmarkeder i ulike byer og land, **ligger nok i betydelig grad i ulik forventning til fremtidig inntjening, altså hvordan leiemarkedene utvikler seg.**

En rimelig tolkning av begge grafene, er dermed at de **illustrerer at risikoaktiva prises relativt skarpt sammenlignet med renter for investeringer der investorene har tro på god inntektsvekst.**

Risikopremie mot amerikanske realrenter: S&P 500 vs. Prime kontor Oslo



Yieldgap: Prime yield kontor minus 10-års swaprente



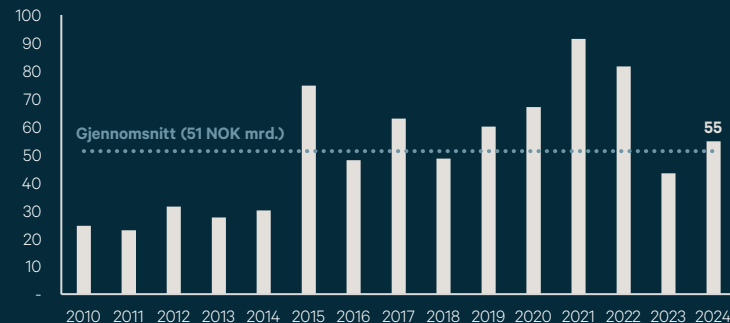
Økende volum fra et lavt nivå

I årets tre første kvartaler har vi hittil telt opp et transaksjonsvolum på 55 milliarder kroner. Sammenlignet med samme periode i fjor er dette en økning på nesten 30 prosent. Den økte aktiviteten er trigget av flere forhold:

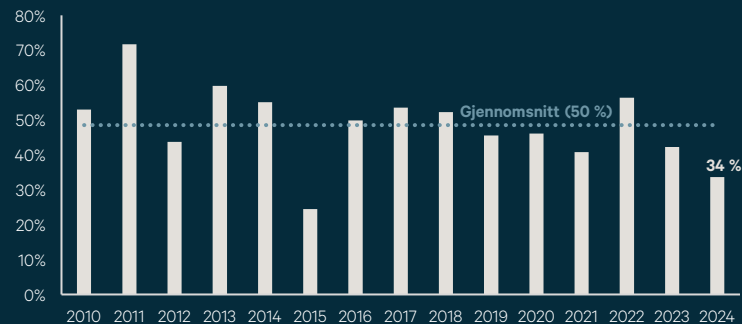
- **Bedre finansieringsvilkår** i både bank- og obligasjonsmarkedet, i kombinasjon med fallende renter, i hvert fall inntil nylig.
- **Stabile yields** over en lengre periode
- **Lav sannsynlighet for resesjon** og økt tro på leiemarkedet
- **Selgere som har måttet foreta grep** i forbindelse med refinansieringer eller for å styrke balansen

Hittil i år er det i stor grad de store transaksjonene som har drevet volumet. Transaksjoner under MNOK 500 står for omtrent 34 prosent av totalt transaksjonsvolum. Dette er det laveste siden 2015 som var et år preget av spesielt mange store transaksjoner.

Transaksjonsvolum Q1-Q3 (NOK mrd.)



Andel av transaksjonsvolum under MNOK 500



Har syndikatmarkedet bunnet ut?

Etter to år hvor kontor har hatt en fallende andel av transaksjonsmarkedet, **så har det gjort et sterkt comeback i år**. Økningen er i stor grad drevet av større transaksjoner. Siden 2010 har transaksjoner på over én milliard kroner stått for omtrent 30 prosent av volumet innen segmentet, mens **hittil i år er omtrent 75 prosent av transaksjonsvolumet drevet av milliardtransaksjoner**. Av de store transaksjonene er minimum 85 prosent trigget av enten refinansiering eller behov for å styrke balansen.

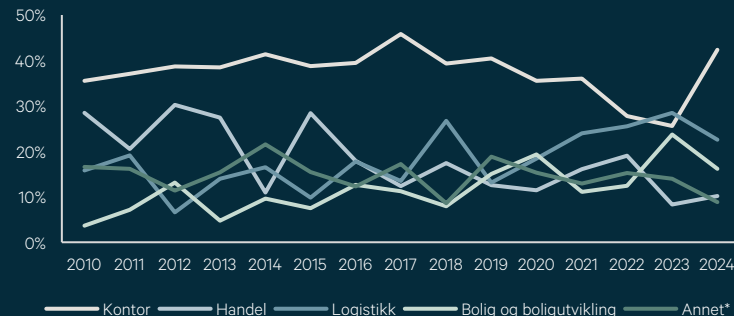
Det har vært svært vanskelig å hente egenkapital til nye eiendomsprosjekter de siste par årene. Det illustreres tydelig ved **at syndikatørene har vært netto selgere av eiendom siden desember 2023** (på 12-mnd løpende basis). Dette skyldes ikke at syndikatørene har solgt i stor stil, men snarere mangel på kjøp. Det kan imidlertid se ut som aktiviteten i syndikatmarkedet også har bunnet ut, ettersom **det allerede er syndikert eiendom for mer i år enn i hele fjor**.

Selv om syndikatene ikke har solgt i stor stil de siste to årene, sammenlignet med hva vi har sett historisk, er det verdt å ha med seg at de selger av andre grunner. Der man tidligere typisk «flippet» eiendommer videre med gevinst, **skyldes mange av salgene nå problemer i forbindelse med refinansieringer**.

I mangel på syndikatører som likviditetsdriver i transaksjonsmarkedet; har andre aktører kommet til.

- **Norske eiendomsselskaper har størst markedsandel hittil i år med cirka 43 prosent.** De to største transaksjonene står imidlertid for omtrent 40 prosent eiendomsselskapenes volum. Altså Reitans kjøp av Trondheimsporteføljen til Entra og NPROs kjøp av Martin Linges vei 33.
- **Som i 2023 fortsetter internasjonale aktører å stå for en relativt stor andel av det norske transaksjonsmarkedet, med en markedsandel på omtrent 22 prosent.** Utlendingene har primært kjøpt logistikk og boligrelatert eiendom det siste halvåret.

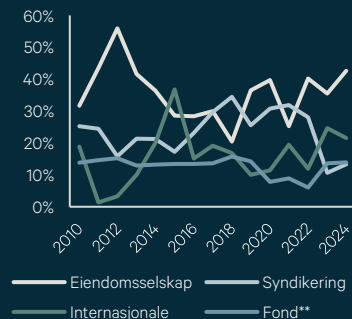
Andel av transaksjonsvolum



Netto kjøp syndikatører (12 måneder rullerende)



Andel av transaksjonsvolum etter type kjøper



Flere må trolig selge ...

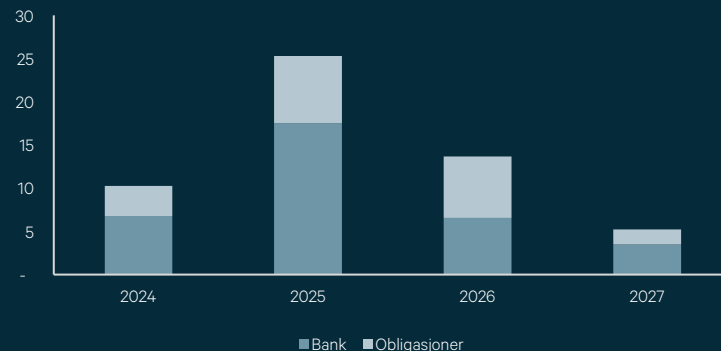
Markedssentimentet er i klar bedring, og risikoen for at vi får en gjeldskrise virker liten. Det innebærer imidlertid ikke det samme som at det ikke er mange som fortsatt kjenner på rentene.

Det er flere ting som trolig **vil trigge salg fremover**:

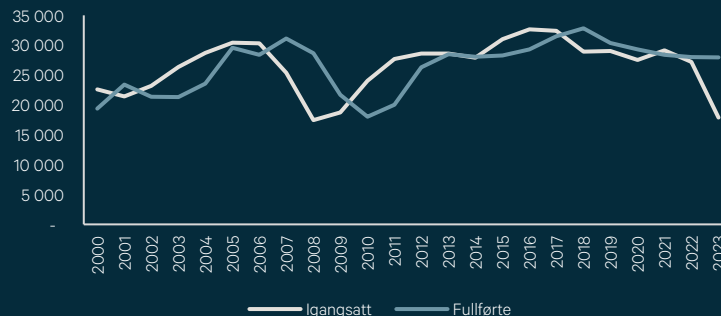
- Det er fortsatt mye **gjeld som kommer til forfall i 2025 og 2026**, blant annet i syndikatene.
- Selv om renter og bankmarginer faller, **vil gjennomsnittlig rentekostnad i mange eiendomsporteføljer og SPV-er øke**. Eldre og gunstige fastrenteavtaler må erstattes av nye, som er på et høyere nivå, selv med fallende renter fra dagens nivå.
- Selv om bankene er i ferd må lette litt på låneutmålingen, er den fortsatt på et lavt nivå. Lavere eiendomsverdier og belåningsgrad vil i mange tilfeller fortsatt **gi et «funding gap» som må dekkes gjennom emisjoner, salg eller alternative finansieringskilder**.
- **Mange vil møte betydelige investeringsbehov i porteføljene sine i årene som kommer**. Det skyldes både at bygge- og tilpasningskostnadene har økt på generell basis de siste årene, men også investeringer relatert til ESG og taksonomikrav. **Det blir trolig mer krevende enn tidligere å gjeldsfinansiere slike investeringer**. I så fall må flere skaffe kapital på andre måter.
- Etter at antall igangsatte boliger bunnet ut i 2008, gikk det to år før antall ferdigstilte prosjekter bunnet ut. Og først i 2012 var man tilbake til et «normalt» nivå med tanke på ferdigstillinger. Det samme bilde vil vi se denne gangen. **Det er først i 2025 og 2026 det virkelig ferdigstilles få prosjekter som følge av manglende igangsetting de siste årene**. Det vil påvirke likviditeten til boligutviklerne fremover.

I tillegg har vi aktører som har utsatt salg de siste årene i påvente av bedre markedssentiment, for eksempel fond med begrenset levetid.

Gjeldsforfall i syndikater (NOK mrd.)*



Antall igangsatte og fullførte boliger



... mens andre kan kjøpe

Et eiendomsmarked som har falt, og et aksjemarked som har steget, **har endret vektingen av investeringene i mange porteføljer**. Dette gjelder ikke minst de institusjonelle investorene.

Ved inngangen til 2021 hadde norske pensjonskasser en **vekting rundt 10 prosent av forvaltningskapitalen** (inkludert fondsinvesteringer). Gitt utviklingen i total forvaltningskapital og verdiendringene i eiendomsmarkedet, har vektingen trolig **falt til rundt 7,5 prosent**, før man tar høyde for ny kapital som eventuelt er skutt inn. Det innebærer at det må allokeres 12,9 milliarder kroner dersom man skal tilbake til vektingen man hadde ved inngangen av 2021.

En røff opptelling indikerer at om lag halvparten av dette allerede er investert i perioden fra 2021 og frem til idag. **Dermed må det investeres ytterligere 6 til 7 milliarder kroner** hvis målet er å komme tilbake der eiendom utgjør 10 prosent av forvaltningsporteføljen. En betydelig andel av dette er allerede **tegnet opp i fond som nå sitter med tørt krutt**.

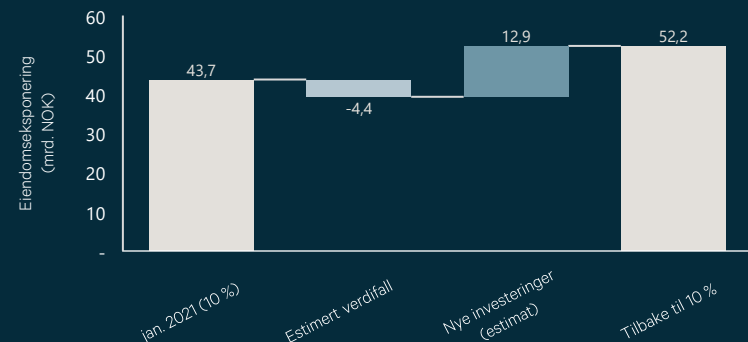
Den samme trenden gjelder livselskapene. Norske livselskaper hadde en gjennomsnittlig andel eiendomsinvesteringer på 10,5 prosent i kollektivporteføljen per første halvår. Til sammenligning var andelen 12,8 prosent på toppen i 2022, mens den var på 11,8 prosent i 2020. **Dersom livselskapene skal tilbake til 2020-nivå tilsier det at de må øke eiendomseksponeringen med rundt 18 milliarder kroner**.

Nå er det selvfølgelig ingen naturlov som tilsier at man skal tilbake til tidligere vekting. I tillegg var kanskje vektingen noe høy på toppen av sykelen. **I sum er det uansett god grunn til å anta at den ubelånte delen av markedet, som primært består av pensjonskasser og livselskaper, vil ha god kjøpskapasitet fremover**. Og det henger godt sammen med det vi opplever i transaksjonsmarkedet for øyeblikket.

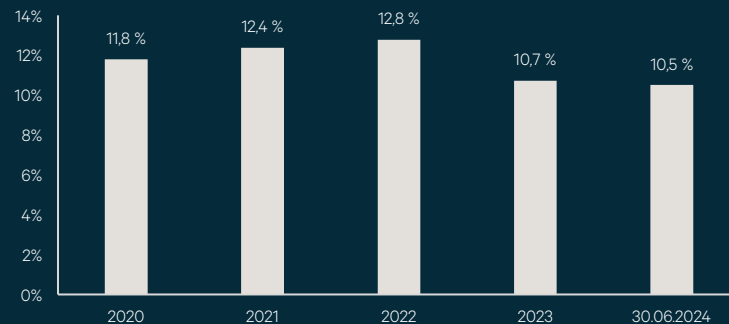
I tillegg har vi andre kapitalsterke kjøpergrupper:

- **Store familieeide eiendomsselskaper** med sterk balanse
- **Norske, nordiske og internasjonale fond** som sitter med tørt krutt
- **Investorer** som har hatt høy inntjening i andre sektorer, som for eksempel sjømat og shipping

Pensjonskassenes allokering til eiendom



Livsforsikringsforetakenes allokering til eiendom (kollektivporteføljen)

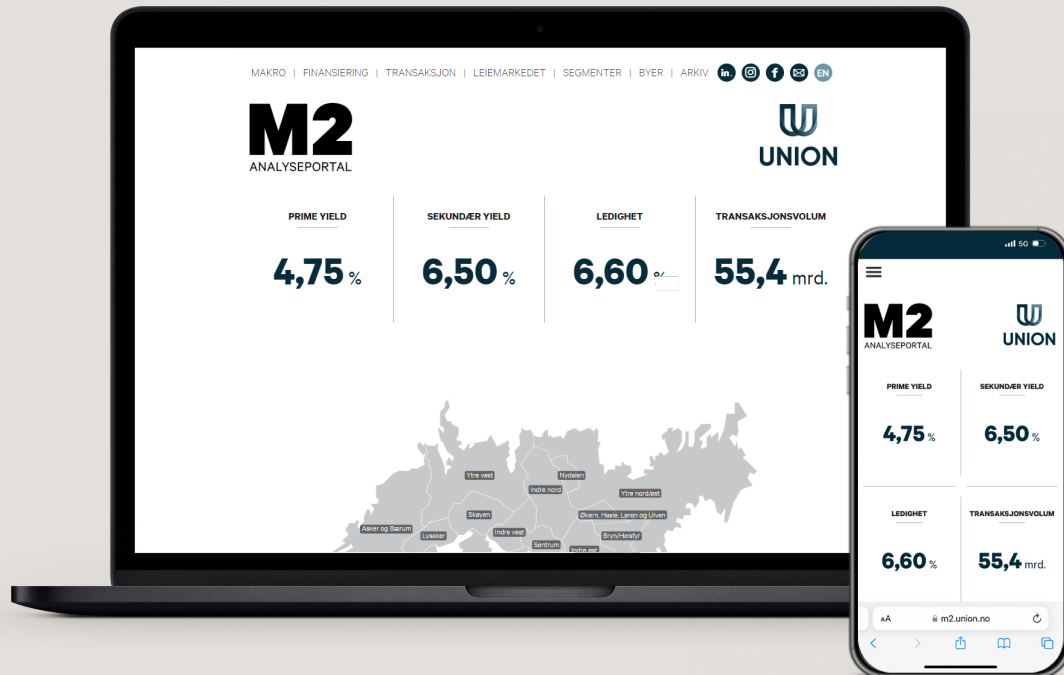


M2

ANALYSEPORTAL

Hold deg oppdatert på
eiendomsmarkedet

www.m2.union.no





UNION

SKAPER VERDIER AV EIENDOM