



# RAPPORT

## Lønnsomhet og risiko for utbyggere i Lillestrøm

For

Lillestrøm Eiendomsforum og Kunnskapsbyen

07. juli 2023

# Innhold

<b>Kort sammendrag .....</b>	<b>3</b>
<b>1 Innledning og bakgrunn .....</b>	<b>5</b>
<b>2 Utbyggingsprosjekter innebærer høy risiko for utbyggere.....</b>	<b>7</b>
2.1 Avkastningskrav innen utbyggingsbransjen .....	7
2.2 Tomtebelastningsmetoden .....	8
2.3 Overordnet om risikofaktorer for eiendomsutbygging.....	9
<b>3 Lønnsomhet og risiko i de ulike fasene av et utbyggingsprosjekt .....</b>	<b>10</b>
3.1 Fase 1: Prosjektutviklingsfasen.....	10
3.2 Fase 2: Reguleringsprosess .....	12
3.3 Fase 3: Forprosjekt .....	13
3.4 Fase 4: Oppføring og salg.....	14
3.5 Eksempelberegninger .....	14
<b>4 Markedsbildet har endret seg .....</b>	<b>15</b>
<b>5 Vedlegg.....</b>	<b>17</b>
5.1 Intervjuliste .....	17
5.2 Litteraturliste .....	17

# Kort sammendrag

Lillestrøm kommune har de siste årene opplevd en bemerkelsesverdig vekst og utvikling, noe som er forventet å fortsette også i årene fremover. Vekstpotensialet skyldes blant annet en strategisk beliggenhet nær Oslo, med gode veiforbindelser og som eneste stopp langs flytogets linje mellom Oslo og Gardermoen. Lillestrøm sine positive fremtidsutsikter tilsier et stort behov for en bærekraftig by- og boligutvikling fremover.

For å realisere vekstpotensialet i kommunen er man avhengig av et godt samspill mellom kommune, innbyggere og næringsliv. Byggenæringen i kommunen er i dag under sterkt press, der utviklingen i makroøkonomiske trender legger press på lønnsomheten ved utbyggingsprosjekter. Bransjen opplever at kommunen har begrenset forståelse for utfordringsbildet som bransjen står ovenfor, og hvordan kommunen selv påvirker dette.

Med dette som bakgrunn har BDO blitt engasjert av Lillestrøm Eiendomsforum og Kunnskapsbyen for å skrive et notat om utfordringene bransjen står ovenfor. Notatet er basert på innsikt fra intervjuer med åtte utbyggere med aktivitet i Lillestrøm, supplert med egne vurderinger basert på økonomisk teori og tilgjengelig statistikk.

Gjennom intervjuene fremkommer det at det er stor usikkerhet rundt igangsettelsen av fremtidige utbyggingsprosjekter i Lillestrøm, særlig på kort sikt. Eiendom er en svært risikoutsatt bransje, og investorer er generelt risikoaverse. I et kompetitivt kapitalmarked vil investorer som hovedregel alltid foretrekke sikre over mer risikable investeringer med samme lønnsomhet.<sup>1</sup> Utbyggingsprosjekter er derfor avhengig av høy forventet avkastning for å kunne sikre nødvendig finansiering for å realisere prosjektene. Den nevnte risikoen kan grovt sett deles inn i makroøkonomiske risikofaktorer og regulatorisk risiko.

Utbyggingsprosjekter strekker seg over flere år, noe som gjør at man er svært utsatt for utviklingen i byggekostnader og boligpriser gjennom perioden. Disse er igjen avhengig av utviklingen i makroøkonomiske faktorer som rente, valutakurs og internasjonale priser på innsatsfaktorer. Perioden 2011 til 2020 representerte en lang oppgangskonjunktur, der boligprisene konsekvent steg raskere enn byggekostnadene, noe som blant annet bidro til en god lønnsomhet i bransjen i denne perioden. Etter 2020 har dette bildet endret seg, der blant annet høye strømpriser, inflasjon og økte materialpriser som følge av krigen i Ukraina, sammen med høy rente og en svak norsk krone, har bidratt til høy vekst i byggekostnader. Samtidig har man opplevd en lavere veksttakt i boligpriser, mens markedet for utleie av næringseiendom har vært gjennom en solid knekk. Samlet sett er lønnsomhetsutsiktene for utbyggingsprosjekter betydelig lavere nå enn for bare noen år siden.

Med lavere lønnsomhetsutsikter er prosjektene også mer utsatt for utfall av reguleringsprosessen, eksempelvis i form av bestemmelser som påvirker utnyttelsesgrad eller ved kostnader forbundet med utbyggingsavtalen. Ettersom store deler av kostnadene, eksempelvis i form av totalentreprisen og tomttekostnaden<sup>2</sup>, allerede enten er låst eller optimalisert, vil kostnader som pådras gjennom reguleringsprosessen ha en

---

<sup>1</sup> Dette gjør også at man skal være forsiktig med å sammenligne lønnsomhet på tvers av bransjer uten å adressere risikospørsmålet.

<sup>2</sup> Våre undersøkelser indikerer at det i praksis ofte er vanskelig å sikre god risikoavlastning gjennom opsjoner eller earnout-kontrakter, fordi selger i mange tilfeller ikke er interessert i å leve under stor usikkerhet, eller fordi fleksibiliteten i kontraktene er begrenset.

tilnærmet direkte virkning på prosjektets marginer, og dermed også på sannsynligheten for at prosjekter igangsettes.

For å sikre en bærekraftig by- og boligutvikling fremover, uttrykker bransjen, gjennom intervjuene, et ønske om en bedre dialog mellom kommunen og bransjen. Det pekes særlig på behovet for en dialog rundt hvordan man kan få til en større forutsigbarhet rundt innhold og omfang på utbyggingsavtalene og en dialog rundt hvilket detaljeringsnivå som er hensiktsmessig på de ulike stadiene i reguleringsprosessen.

# 1 Innledning og bakgrunn

Lillestrøm kommune har i de siste årene opplevd en bemerkelsesverdig vekst og utvikling, og denne veksten er forventet å fortsette også i årene fremover.<sup>3</sup> Ifølge SSB forventes det at befolkningen i Lillestrøm kommune skal øke med 21,3 prosent fra 2020 og frem mot 2050.<sup>4</sup> Kommunens økende popularitet skyldes til dels den strategiske beliggenheten nær hovedstaden Oslo, som Lillestrøm drar utnytte av gjennom gode veiforbindelser og ikke minst en svært effektiv jernbaneforbindelse. Lillestrøm er per i dag Flytogets eneste stopp på strekningen mellom Oslo og Oslo lufthavn. Dette har gjort det enkelt og attraktivt for både pendlere og bedrifter å etablere seg i Lillestrøm. Dersom OsloMet etablerer sin nye campus på Lillestrøm og flytter 20 prosent av virksomheten sin dit, slik Kunnskapsdepartementet har uttalt at de ønsker, vil dette høyst sannsynlig medføre at en stor andel studenter tilflytter kommunen også.<sup>5</sup> Lillestrøm sine positive fremtidsutsikter tilsier et stort behov for by- og boligutvikling i kommunen fremover.

For at Lillestrøm skal kunne utnytte sitt fulle vekstpotensial, er det avgjørende at sentrale aktører, både fra offentlig og privat sektor, jobber aktivt og riktig sammen. Byens utvikling krever tett samarbeid mellom lokale myndigheter, eiendomsutbyggere, investorer, næringslivsorganisasjoner og samfunnsengasjerte innbyggere. Ved å samle deres kompetanse, ressurser og visjoner kan Lillestrøm sikre en bærekraftig og vellykket vekst som kommer innbyggerne til gode. For å sikre at eiendomsutviklingen i Lillestrøm er i tråd med behovene og ønskene til lokalsamfunnet vil et godt samspill mellom kommunen og eiendomsutbyggerne være særlig viktig, og to sentrale premisser for et godt samspill er god kommunikasjon og gjensidig forståelse.

Lillestrøm kommune har vedtatt en byutviklingsplan for Lillestrøm by frem mot 2060 og i den forbindelse ble Samfunnsøkonomisk Analyse (SA) engasjert for å utarbeide en ekstern rapport som tar for seg sentrale aspekter ved utbyggingsøkonomi relatert til byplanleggingen av Lillestrøm. I rapporten «Bygg i Lillestrøm by», som ble levert januar 2022, skriver SA blant annet om hvordan lønnsomheten ved boligprosjekter påvirkes av kommunale rammebetingelser og om utviklingen i lønnsomhet til større boligutbyggere med betydelig aktivitet på Lillestrøm. Rapporten er i stor grad basert på nasjonal statistikk og informasjon, og flere av resultatene er utdatert i lys av dagens markedssituasjon. Dette gjør at aktørene i bransjen ikke kjenner seg igjen i rapportens konklusjoner og implikasjonene disse har for samspillet mellom kommunen og bransjen.

BDO er engasjert av Lillestrøm Eiendomsforum og Kunnskapsbyen for å se nærmere på lønnsomheten og risikoen i utbyggingsprosjekter i Lillestrøm. Notatet er basert på en kartlegging av forholdene i regionen, gjennom intervjuer med åtte utbyggere med aktivitet i Lillestrøm, supplert med egne vurderinger basert på økonomisk teori, tilgjengelig statistikk og kjennskap til næringen. BDO finner det riktig å presisere at vi ikke kan påta oss ansvar for fullstendigheten eller riktigheten i det grunnlagsmaterialet som vi har blitt fremlagt og som har vært utgangspunkt for våre vurderinger. Dersom vi har mottatt uriktige eller ufullstendige opplysninger, har vi ikke hatt anledning til å avdekke dette ut over overordnede rimelighetsvurderinger. Det er ikke gjort spesifikke analyser av forholdene i Lillestrøm, utover det som fremkommer gjennom intervjuene. Vi

---

<sup>3</sup> <https://www.ssb.no/statbank/table/01222/tableViewLayout1/>

<sup>4</sup> <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/befolkningsframskrivinger-fram-til-2050-for-hver-enkelt-kommune-sok-i-kart>

<sup>5</sup> <https://ansatt.oslomet.no/siste-nytt/-/nyhet/kd-vil-etablere-oslomet-pa-lillestrom>

har derfor ikke grunnlag for å gjøre egne vurderinger av samspillet mellom kommunen og utbyggingsbransjen.

Notatet består av fem kapitler. I kapittel 2 ser vi nærmere på hvorfor risiko og forventninger til lønnsomhet går hånd i hånd. I kapittel 3 ser vi nærmere på den typiske gangen i et utbyggingsprosjekt, og hvordan kostnader og inntekter på ulike stadier i prosessen danner grunnlag for både risiko og endelig lønnsomhet i prosjektene. I kapittel 4 ser vi nærmere på hvordan konjunktursituasjonen i eiendomsbransjen har snudd.

## 2 Utbyggingsprosjekter innebærer høy risiko for utbyggere

I rapporten «Bygg i Lillestrøm by» presenteres det en analyse av lønnsomheten for byggebransjen i Lillestrøm. Her ser man nærmere på ulike lønnsomhetsmål for til sammen ni utbyggere og entreprenører som har aktivitet i Lillestrøm, og det konkluderes med at lønnsomheten for utbyggere har vært god siden 2013, mens lønnsomheten for entreprenørene har vært mindre god. Fra et finansfaglig perspektiv vil en slik sammenligning av lønnsomhet på tvers av bransjer være problematisk, fordi risikobildet for de to bransjene er svært forskjellig.

I økonomisk teori er det en tydelig og etablert sammenheng mellom forventet lønnsomhet og risiko. Mennesker er generelt risikoaverse i investeringsammenhenger, og foretrekker trygge investeringer over mer risikoutsatte investeringer med samme forventet avkastning (e.g. Kahneman og Tversky, 1979).

Allerede i 1921 argumenterte Frank Knight (1921) for at profitt er belønningen for entreprenørskap i møte med usikkerhet, og at entreprenører blir kompensert for sin evne til å håndtere risiko og usikkerhet. Denne sammenhengen har siden vært grunnleggende innen finansierings- og investeringsfag. Her opererer man ofte med begrepet avkastningskrav, altså det en investor vil kreve i avkastning for en investering med en gitt risiko. Den mest utbredte formelen for avkastningskrav er kjent som kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model). I kapitalverdimodellen er avkastningskravet for en gitt investering avhengig av risikofri rente, altså avkastningen man kan få for en helt risikofri investering, og et påslag for risikoen ved det aktuelle investeringsobjektet.

### 2.1 Avkastningskrav innen utbyggingsbransjen

Kapitaleiere vil altså konsekvent kreve en høyere avkastning for mer risikable investeringer. Utbyggingsprosjekter er risikable investeringer. Dette støttes av samtlige intervjuobjekter - også av representanter for selskap som har eiendomsutvikling og entreprenørvirksomhet i samme bransje. Her oppgis det at interne avkastningskrav på eiendomsutviklingsprosjekter konsekvent er høyere enn for entreprenørvirksomhet, som oppleves som mindre risikable. Dette underbygges også av tall fra professor Damodaran<sup>6</sup>, der bransjen «engineering/construction» er oppgitt med et egenkapitalkrav på 10,99 prosent, mens bransjen «real estate (development)» er oppgitt med et egenkapitalkrav på 12,89 prosent, uten at disse størrelsene nødvendigvis er direkte overførbare til forhold i Norge og Lillestrøm.

I Norge er det, etter hva vi er kjent med, vanlig praksis at eiendomsutbyggere opererer med forventet årlig avkastning på 15 prosent for tomtekjøp. Dette fremkommer eksempelvis av årsrapporter fra Veidekke Eiendom AS (nå Nordr AS) i 2018 og 2019, der 15 prosent er målsatt årlig avkastningskrav for utviklingseiendom, og intervju med tidligere Selvaag-sjef Bård Schumann der han oppgir at en boligbygger bør ha en årlig avkastning på 15 prosent. Det fremstår derfor ganske tydelig at ulike risikobilder for utbyggings- og entreprenørvirksomhet i hvert fall forklarer noe av den observerte forskjellen i

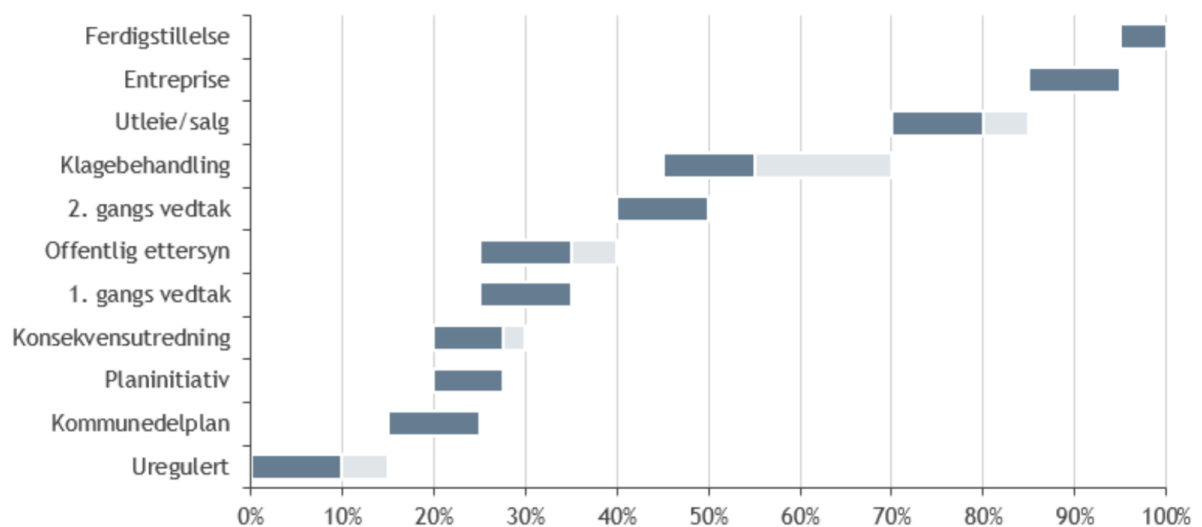
---

<sup>6</sup> Professor Ved NYU Stern, og en mye brukt kilde innenfor verdsettelsesfeltet. Se: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/wacc.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.html)

lønnsomhet i rapporten fra Samfunnsøkonomisk Analyse. I tillegg vil konjunkturbildet, som vi kommer tilbake til i kapittel 4, og tilfeldigheter på grunn av et svært begrenset utvalg av selskaper, trolig også bidra til å forklare noe av de observerte forskjellene.

## 2.2 Tomtebelastningsmetoden

Risiko for utbyggerne oppstår fordi man pådrar seg store kostnader i en tidlig fase av prosjektet, typisk i forbindelse med tomtekjøp, mens det fremdeles er stor usikkerhet rundt fremtidige kostnader og inntekter, og dermed lønnsomheten av prosjektet. Dette kan illustreres ved hjelp av tomtebelastningsmetoden<sup>7</sup>, som er en mye brukt metode i fastsettelsen av tomteverdier, basert på potensialet for inntektsgenerering fra eiendomsutbygging. Metoden tar hensyn til den forventede inntekten fra eiendommen, samt kostnadene ved å utvikle og bygge på tomten. Etter hvert som de ulike usikkerhetsfaktorene avklares vil verdien i større grad allokere til tomten (dvs. tomten blir mer verdt når usikkerheten knyttet til prosjektet blir lavere).



Figur 1: Eksempel på bruk av tomtebelastningsmetoden (residualmetoden). Figuren viser hvor stor prosentandel av profittpotensialet fra en tomt som kan tilskrives tomten, avhengig av hvor langt i prosjektet man er kommet på transaksjonstidspunktet.

Figuren ovenfor reflekterer tomtebelastningsmetoden brukt ved en konkret tomtetransaksjon i Lillestrøm. La oss anta at profittpotensialet (inkludert tomtekostnaden) til tomten i eksempelet er 200 millioner kroner. Dersom tomten omsettes helt uregulert, vil risikojusterte verdien av tomten estimeres til et sted mellom 20 og 30 millioner kroner (mellom 10 og 15 prosent), ettersom det på dette tidspunktet er stor usikkerhet rundt utfallet av reguleringsprosessen. Dersom tomten derimot omsettes etter ferdig klagebehandlingsprosess, vil verdien av tomten i dette eksempelet kunne estimeres til rundt 160 millioner kroner (omtrent 80 prosent). På dette stadiet er usikkerheten og risikoen betraktelig redusert, og man vil være sikrere på at man klarer å realisere den potensielle profitten fra tomten.

Metoden illustrerer hvordan utbygger skal ha en større andel av prosjektets samlede verdi desto tidligere man kommer inn, som en kompensasjon for risikoen man påtar seg.

<sup>7</sup> Tomtebelastningsmetoden er en mye brukt og bredt akseptert metode for eiendomsverdivurdering, som beskrives i detalj i seksjonen «Residual Valuation» i RICS Red Book (<https://www.rics.org/profession-standards/rics-standards-and-guidance/sector-standards/valuation-standards/red-book/red-book-global>)



## 2.3 Overordnet om risikofaktorer for eiendomsutbygging

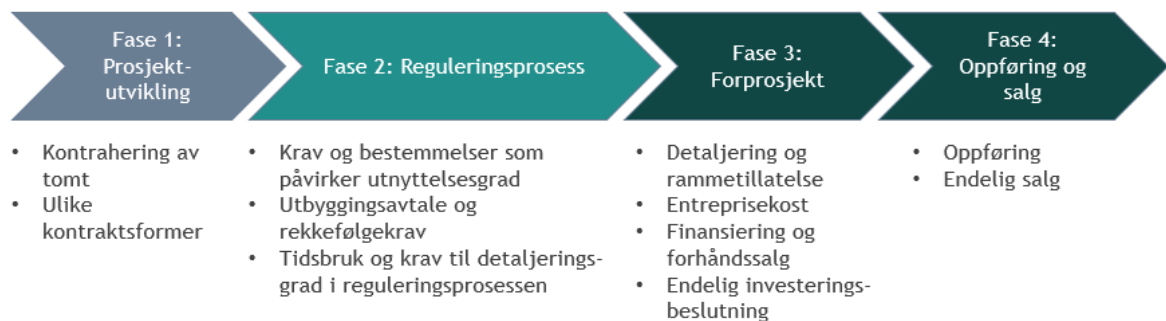
Risikoen som utbyggerne møter kan grovt sett deles inn makroøkonomiske og regulatoriske risikofaktorer.

Med makroøkonomiske risikofaktorer refererer vi til overordnede økonomiske trender som påvirker kostnads- og inntektsbildet, og som ligger utenfor både utbyggers og kommunens kontroll. På kostnadssiden vil utviklingen i eksempelvis rentenivåer, valutakurser og kostnadsnivået på viktige innsatsfaktorer som materialer og lønn, spille inn på prosjektets endelige lønnsomhet. På inntektssiden vil utvikling i nyboligpriser og/eller utviklingen i leiepriser for næringsvirksomhet være avgjørende. Ettersom realiseringstidspunktet for prosjektet er flere år frem i tid, vil utbygger på et tidlig stadium i prosjektet måtte basere seg på egne prognoser knyttet til fremtidig utvikling av disse faktorene. Avvik mellom prognoser og faktisk utvikling har potensial til å påvirke lønnsomheten i prosjektene i stor grad. Vi kommer nærmere tilbake til utviklingen i enkelte makroøkonomiske faktorer i kapittel 4.

Videre vil utfallet av reguleringsprosessen kunne ha stor påvirkning på den samlede lønnsomheten i prosjektet, og representerer derfor også en stor risiko i tidlig fase av prosjektet. Hvordan reguleringsprosessen, og utfallet av denne, påvirker både kostnads- og inntektssiden i prosjektene kommer vi nærmere tilbake til i kapittel 3.

### 3 Lønnsomhet og risiko i de ulike fasene av et utbyggingsprosjekt

For å illustrere lønnsomheten og risikoen som utbyggerne står ovenfor, vil vi i dette kapitlet gå gjennom et typisk utbyggingsprosjekt fra tomtekjøp til endelig salg. Her vil vi ha særlig fokus på når de ulike kostnadene og inntektene inntreffer, for å synliggjøre hvilken usikkerhet man står ovenfor når man fattet investeringsbeslutninger på de ulike tidspunktene i prosjektperioden. Overordnet kan et utbyggingsprosjekt deles inn i fire faser, som illustrert i figuren nedenfor.



Figur 2: Illustrasjon av de ulike fasene i et utbyggingsprosjekt, samt hvilke kostnader og inntekter som avgjøres i de ulike fasene. Kilde: BDO, inspirert av Konkurransetilsynet (2015).

#### 3.1 Fase 1: Prosjektutviklingsfasen

Kontrahering av en tomt markerer i de fleste tilfeller starten på et utbyggingsprosjekt.

Gjennom intervjuer har utbyggerne oppgitt at tomtekostnaden typisk utgjør et sted mellom 10 til 20 prosent av prosjektets totale omsetning.<sup>8</sup> For uregulerte tomter er det på dette stadiet stor usikkerhet knyttet til utfall av reguleringsprosessen, samtidig som lang tid til realiseringstidspunkt gjør at man er utsatt for konjunktursvingninger.

På grunn av denne usikkerheten vil en utbygger som utgangspunkt ønske å kontrahere tomter etter en kontrakts-/oppgjørsform som reduserer utbyggers risiko knyttet til utfallet av reguleringen. Det finnes utallige variasjoner av kontraktsformer som kan bidra til dette. I en rapport for Kommunal- og distriktsdepartementet har Samfunnsøkonomisk Analyse (2022b) kartlagt bruken av ulike kontraktsformer i eiendomstransaksjoner i Norge, gjengitt i tabellen nedenfor.

<sup>8</sup> I rapporten fra Samfunnsøkonomisk Analyse oppgis kostnader til tomt og fortjeneste å utgjøre 50 prosent av de samlede kostnadene i et byggeprosjekt. Dette er ikke et tall som noen av utbyggerne vi intervjuer kjenner seg igjen i og de oppgir videre at et mer realistisk anslag på denne størrelsen vil være et sted mellom 30 og 35 prosent.

Figur 3: Ulike oppgjørsformer i utbyggingsprosjekter. Kilde: Samfunnsøkonomisk Analyse (2022b).

	Fullt oppgjør i dag – uregulert	Fullt oppgjør i dag – ferdig regulert	Earn-out	Samarbeid	Opsjon på kjøp
Oppgjør	Eiendom kan være i påbegynt reguleringsprosess eller helt uregulert. Fullt oppgjør betales ved inngåelse av kjøpsavtale.	Selger har gjennomført reguleringsarbeidet på tomten og oppgjør gjennomføres ved inngåelse av kjøpsavtale.	Totalt oppgjør avhenger av reguleringsgrad. Endelig pris kan også justeres etter rekkefølgekrav, KPI, mfl. Basert på gjennomførte intervjuer fremstår dette som den vanligste oppgjørsstrukturen	Kjøper og selger inngår et partnerskap og går sammen om utvikling og oppføring av boliger. Ofte etableres et felles selskap som står for utvikling og salg av boliger hvor kjøper og selger har sin rettmessige eierandel. Her får selger noe betalt for tomten i tillegg til sin del av prosjektets gevinst.	Kjøper inngår en opsjonsavtale med selger som gir kjøper rett til å kjøpe tomten på et senere tidspunkt. Kjøper betaler et reservasjonsgebyr for muligheten til å kjøpe tomten i fremtiden. Når opsjon innløses, kan oppgjørsmodell for gjennomføring av selve tomtekjøpet variere.
Risiko	Kjøper sitter med all risiko. Dette gjør det til en mindre vanlig oppgjørsstruktur for uregulerte tomter.	Kjøper sitter med all risiko, men den er lavere enn når tomten er uregulert.	Risiko deles mellom kjøper og selger, men nøyaktig fordeling er avhengig av forhold i den spesifikke kjøpskontrakten.	Risiko deles mellom kjøper og selger, men nøyaktig fordeling er avhengig av forhold i den spesifikke samarbeidskontrakten.	Opsjonsavtale reduserer kjøpers risiko gjennom muligheten til å avvente og gjennomføre kjøp kun om det viser seg lønnsomt i fremtiden. Men akkurat hva risikoen er, avhenger av oppgjørsmodellen ved kjøp.

I rapporten skilles det mellom fire hovedtyper av oppgjørsformer, nemlig fullt oppgjør i dag, earn-out, samarbeid og opsjon på kjøp, og at hvilken oppgjørsform som benyttes ofte må ses i sammenheng med reguleringsrisikoen.

Rapporten oppgir, basert på en gjennomgang av kontrakter fra 148 eiendoms-transaksjoner i perioden 2010 til 2020, at omtrent 78 prosent av kontraktene har et variabelt priselement (earn-out), og 18 prosent har elementer av utsatt oppgjør eller opsjoner. Andelen opsjonskontrakter har vært noe fallende i løpet av perioden, mens andelen kontrakter med variable priselementer har, ifølge rapporten, økt kraftig.

Gjennom intervjuer med utbyggere som er aktive i Lillestrømregionen har vi undersøkt bruken av ulike kontraktsformer i forbindelse med tomtekjøp. Her fremkommer det at det ofte er kjennetegn ved selger som avgjør hvilken kontraktsform som er mulig å få til.

I intervjuene oppgis det at selgere i mange tilfeller ikke er interessert i å bære usikkerhet over tid, og dermed ikke er interessert i verken earnout-kontrakter eller opsjonskontrakter med lang varighet. Dette gjelder særlig for tomtekjøp i boligstrøk, der eier selv bor på den aktuelle tomten. Dette fordi en bolig som regel utgjør en stor del av privatpersoners økonomi, og at man som privatperson ofte ikke er interessert i å leve under stor usikkerhet om hvor man skal bo x antall år frem i tid. Som et resultat av dette oppgir intervjuobjektene at man i slike tilfeller ofte må betale hele summen med en gang for å få kontroll over tomten.

I tilfeller der selger av tomten er en mer profesjonalsert aktør er det derimot vanligere med såkalte earnout-kontrakter. Disse kontraktene struktureres gjerne slik at selger får et fast beløp per kvadratmeter ved inngåelse, kombinert med en etterbetaling basert på antall kvadratmeter regulert til riktig formål utover ett visst nivå. Selv om elementer i kontrakten er variable og avhengig av reguleringsutfall, oppgir utbyggerne at det som regel er store begrensninger på hvilken risikoavlastning disse avtalene gir. Selv med en

earnout-kontrakt vil kjøper være utsatt for reguleringsutfall som påvirker kostnadene i prosjektet, ettersom kontraktene vanligvis betinges på utfall som i hovedsak påvirker inntekspotensialet (utnyttelsesgraden). I tillegg er det som regel kun deler av kontraktsverdien som er avhengig av reguleringsutfall, og selger vil nært sagt alltid være garantert en minstesum som reflekterer tomtens alternativverdi i markedet.

Opsjonskontrakter benyttes oftest i situasjoner der tomten er helt uregulert (ikke områderegulert), samtidig som alternativnyttens av tomten for selger er lav. Alternativt brukes opsjonskontrakter med korte løpetider i situasjoner der man er avhengig av flere tomtekjøp for å kunne realisere verdi, der realisering av opsjonen avhenger av om man klarer å kontrahere også de tilgrensende tomtene.

Samlet sett er det vår klare oppfatning, basert på intervjuene, at bruken av opsjons- og earnout-kontrakter ikke er så utstrakt i Lillestrøm som det gis inntrykk av i de to rapportene fra Samfunnsøkonomisk Analyse. Videre fremkommer det at risikoavlastningen ved earnout-kontrakter er begrenset. Resultatet av dette er at lønnsomheten av utbyggingsprosjektene i mange tilfeller er utsatt for utfallet av reguleringsprosessen.

## 3.2 Fase 2: Reguleringsprosess

Etter at de aktuelle tomtene er kontrahert, starter arbeidet med å få tomten regulert. Reguleringsprosessen er et samarbeid mellom utbygger og kommunen, der detaljreguleringsplanen utarbeides av utbygger og behandles av kommunen gjennom flere omganger. Denne fasen av prosjektet strekker seg ofte over flere år.

I reguleringsprosessen avgjøres flere faktorer som har betydning for prosjektets inntekspotensial. Ofte vil det i reguleringsprosessen stilles krav til eller fattes bestemmelser om faktorer som:

- maksimalt tillatt høyde
- krav til næringsareal på bakkeplan
- krav til parkeringsplasser
- krav til grøntareal
- krav til annen offentlig infrastruktur på tomt

Dette er faktorer som påvirker eiendommens utnyttelsesgrad, altså andel salgbare kvadratmeter som en andel av tomtens størrelse, som igjen er helt avgjørende for prosjektets inntekspotensial. Flere har i intervjuene oppgitt at de opplever at Lillestrøm kommune ikke alltid synes å skjønne konsekvensene av summen av krav som stilles, der det i praksis vil være umulig å tilfredsstille alle kravene samtidig og fremdeles realisere prosjektet.

En reguleringsprosess vil i de fleste tilfeller innebære en utbyggingsavtale. Kommunen sin oppgave er å sikre felleskapets interesser, og i utbyggingsavtalen avgjøres hvilke investeringer og bredere tiltak som gagnar felleskapet som utbygger forplikter seg til å gjennomføre i forbindelse med utbyggingen. Dette innebærer eksempelvis bidrag til offentlig infrastruktur, som veier, parker og parkeringsplasser. I tillegg vil kommunen også stille rekkefølgekrav, hvor de angir rekkefølgen for når de ulike delene av prosjektet skal ferdigstilles. Flere intervjuobjekter oppgir at prosessen rundt utbyggingsavtalene og omfanget av disse oppleves som svært uforutsigbart, der man vet at noe kommer, men man aner ikke omfanget.

Kommunen har også mulighet til å påvirke lønnsomheten i prosjektet gjennom tidsbruk og detaljeringskrav i behandlingsprosessen. Flere av intervjuobjektene opplever at kommunen har urealistiske krav til detaljnivå på tidlige faser i søknadsprosessen. Dette gjelder eksempelvis krav til støyundersøkelser og grunnundersøkelser, før man i det hele tatt har bestemt hvordan selve bygget skal se ut. Videre oppgis det at slike krav vil kunne medføre at hele prosjektet må detaljeres på et nivå som oppleves som lite hensiktsmessig

på et tidlig stadium. Dette fører igjen til høye kostnader til arkitekter og konsulenter og lang tidsbruk i forbindelse med utarbeidelse av underlagsdokumentasjon. Et resultat av dette er også at det samlede underlagsmaterialet blir mer komplekst og omfattende, som igjen vil gjøre det vanskeligere og mer tidkrevende for kommunen å behandle.

Lang tidsbruk i reguleringsprosessen vil også medføre økte kostnader for utbygger, i form av finansieringskostnader.<sup>9</sup> Dette gjelder særlig for prosjekter hvor tomtekjøpet er gjort med et kontantoppgjør. Ifølge SSB var gjennomsnittlig medgått tid i reguleringsaker, fra et oppstartsmøte til endelig vedtak i kommunestyret, 820 dager for saker fullført i Lillestrøm kommune i 2022, noe som ikke er langt unna gjennomsnitts- og medianverdier for landet for øvrig. Som et eksempel vil finansieringskostnadene til en tomt som er kjøpt med et kontantoppgjør til 200 millioner kroner, fort kunne utgjøre over 10 millioner kroner i løpet av denne perioden.<sup>10</sup>

Samlet sett avgjøres en stor del av prosjektets inntektspotensial og samlede kostnader i reguleringsfasen. Gjennom intervjuer oppgis det at summen av kostnader man pådrar seg gjennom reguleringsprosessen (arkitekter, konsulenter, finansieringskostnader, etc.) og kostnader som avgjøres gjennom reguleringsprosessen (utbyggingsavtale, gebyrer og avgifter, etc.) fort kan utgjøre et sted mellom 5 til 15 prosent av prosjektets samlede kostnader.

### 3.3 Fase 3: Forprosjekt

Ved en eventuell godkjenning av reguleringsplanen, går man over i neste fase av utbyggingsprosjektet. I denne fasen detaljeres prosjektet ytterligere, inn mot byggesaksprosessen og søknad om rammetillatelse. På dette stadiet har man betydelig større oversikt og sikkerhet rundt prosjektets endelige lønnsomhet, og i løpet av fasen gjøres endelige beslutninger rundt igangsettelse.

I denne fasen av prosjektet innhenter man gjerne tilbud fra entreprenører på totalentreprise. Intervjuobjektene oppgir at det i dagens markedssituasjon er vanskelig å få til en entreprisekost på under 55 000 kroner per salgbare kvadratmeter (BRAs), noe som med en estimert salgspris i Lillestrøm by på 95 000 kroner per kvadratmeter utgjør over 55 prosent av samlede salgsinntekter.

Før man kan sette i gang selve prosjektet er man avhengig av å sikre finansiering til utbyggingen, gjennom en kombinasjon av egenkapital og lån i markedet (de færreste har egenkapital til å finansiere prosjekter av dette omfanget selv). Banken vil normalt stille krav om at en betydelig andel (typisk 50 til 60 prosent) av prosjektet er dekket inn gjennom forhåndssalg for boligprosjekter eller utleieavtaler for næringsprosjekter for at man skal få innvilget lån. I tillegg vil både egenkapitalinvestorer og långivere gjøre en grundig vurdering av prosjektets lønnsomhet og soliditet før man er villige til å finansiere. Aktørene i bransjen oppgir at det, som en tommelfingerregel, vil være vanskelig å sikre finansiering for et prosjekter med en forventet lønnsomhet på under 10 prosent. Selve finansieringskostnadene, i form av rentekostnader ved tomte- og byggelån, oppgis å normalt ligge et sted mellom 4 og 8 prosent gjennom prosjektperioden.

---

<sup>9</sup> Med finansieringskostnader mener vi i denne rapporten kostnader knyttet til betjening av gjeld.

<sup>10</sup> Gitt en rente 4,5 prosent og 50 prosent tomtelånsfinansiering. Resten vil måtte finansieres med «dyrere» egenkapital. I enkelte tilfeller vil man kunne dekke inn deler av disse kostnaden gjennom leieinntekter i perioden, slik at bildet ikke nødvendigvis er helt rett frem.

### 3.4 Fase 4: Oppføring og salg

Etter vellykket finansiering vil man sette i gang byggeprosessen, gitt at prognosene viser en tilfredsstillende lønnsomhet. Selv om de fleste usikkerhetsmomentene er avklart på dette stadiet i prosjektet, vil det fremdeles være noe usikkerhet knyttet til utvikling i byggekostnader gjennom byggeperioden.

### 3.5 Eksempelberegninger

I det forenklete regneeksempelet nedenfor har vi sammenstilt noe av informasjonen fra kapitlene ovenfor, for å synliggjøre hvordan utfallet av en reguleringsprosess direkte påvirker marginene i prosjektet.<sup>11</sup>

I eksempelet i tabellen under har vi lagt til grunn at tomtekostnader utgjør 15 prosent av de samlede salgsinntektene, mens totalentreprisen utgjør 55 prosent. Videre vil finansieringskostnader og andre kostnader (eks. byggherrekostnad, salg og markedsføring) fort utgjøre 10 prosent av de samlede inntektene. Samlet sett utgjør disse kostnadspostene da utgifter tilsvarende 80 prosent av de samlede salgsinntektene i prosjektet. Anslagene er basert på informasjon fra intervjuene med aktørene i Lillestrøm.

De resterende kostnadene kan sies å avgjøres i løpet av reguleringsprosessen, i form av kostnader ved utbyggingsavtalen, rekkefølgekrav, gebyrer og avgifter og utgifter til eksterne rådgivere i forbindelse med utarbeidelse av underlagsdokumenter. Dersom disse kostnadene samlet sett ender med å utgjøre 5 prosent av prosjektets samlede inntekter, noe som er et relativt lavt anslag, vil prosjektrengskapet vise en margin på 15 prosent før skatt. Dette vil i de aller fleste tilfeller være nok til å sikre finansiering og realisering av prosjektet. Dersom de samme kostnadene derimot hadde vist seg å ende på 15 prosent, eksempelvis ved at reguleringsprosessen drar ut i tid og utbyggingsavtalen ender med å bli svært omfattende, ender prosjektmarginen på 5 prosent. På dette nivået vil det, ifølge intervjuobjektene, bli vanskelig å sikre finansiering av prosjektet, og det vil trolig heller ikke bli realisert i nåværende form og på nåværende tidspunkt.

Tabell 1: Overordnede eksempelberegninger for økonomien i et utbyggingsprosjekt, gitt ulike utfall knyttet til kostnader som pådras gjennom reguleringsprosessen.

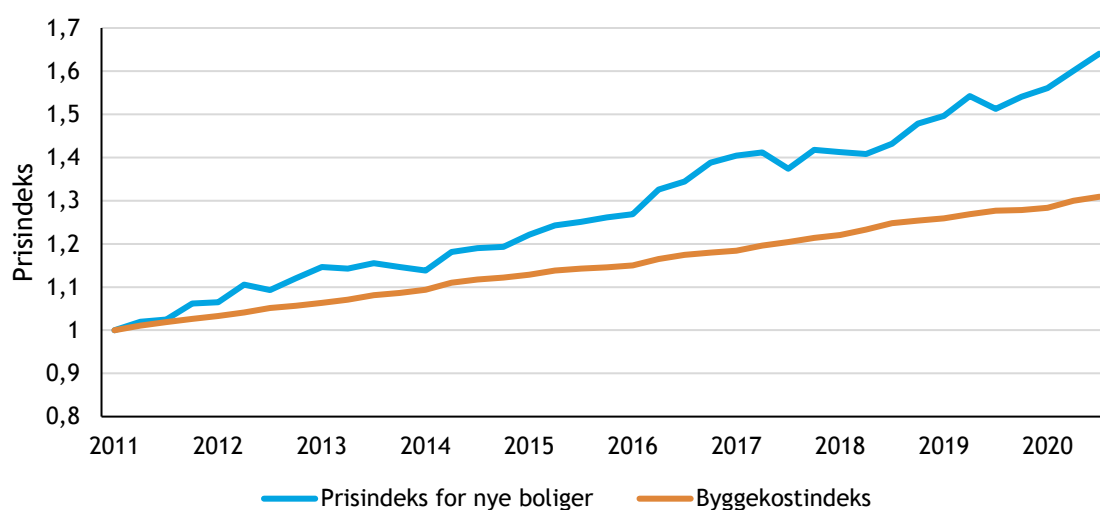
	Lavt anslag	Middels anslag	Høyt anslag
Salgsinntekter	100 %	100 %	100 %
Tomtekjøp	15 %	15 %	15 %
Totalentreprise	55 %	55 %	55 %
Kostnader fra reguleringsprosessen	5 %	10 %	15 %
Andre kostnader	5 %	5 %	5 %
Finanskostnader	5 %	5 %	5 %
Resultat før skatt og risikopåslag (uforutsett) <sup>12</sup>	15 %	10 %	5 %

<sup>11</sup> Merk: Regneeksempelet ovenfor er ment å illustrere effekten av hvordan kostnader gjennom reguleringsprosessen gir mer eller mindre direkte utslag i prosjektets marginer, under forutsetning om tomtekjøpet er gjort med fullt oppgjør med en gang og at alle andre kostnader allerede er optimalisert. Regneeksempelet er ikke ment til å si noe normativt om hva som er et hensiktsmessig nivå på kostnader fra reguleringsprosessen (eksempelvis omfanget av utbyggingsavtalen).

<sup>12</sup> Flere av intervjurespondentene oppgir at investeringsbeslutningen gjøres basert på estimert resultat etter skatt og et risikopåslag for uforutsette kostnader, noe som ville redusert resultatet i eksempelberegningene ytterligere.

## 4 Markedsbildet har endret seg

I rapporten fra Samfunnsøkonomisk Analyse (2022a) konkluderes det med at lønnsomheten i byggebransjen generelt er god, basert på regnskapstall for ni utbyggere og entreprenører i perioden 2013 til 2020. Den aktuelle perioden sammenfaller med en historisk sett svært god periode for utbyggere i Norge, kjennetegnet av at boligprisene jevnt over steg raskere enn utviklingen i kostnader. I perioden 2011 til 2020 steg prisindeksen for nye boliger over dobbelt så fort som byggekostnadsindeksen, som vist i figuren nedenfor. Utbyggingsprosjekter med tomtekjøp tidlig i denne perioden har dermed fått en solid lønnsomhetsboost gjennom den gunstige markedsutviklingen, noe som bidrar til å forklare mye lønnsomheten for utbyggere som vises i rapporten fra Samfunnsøkonomisk Analyse.



Figur 4: Utvikling i prisindeks for nye boliger og byggekostnadsindeks fra 2011 til 2020. Kilde: SSB, kildetabell 11386 og 08651.

Årskiftet 2020/2021 markerte en tydelig slutt på den lange høykonjunkturen for utbyggingsbransjen i Norge, og historisk lønnsomhet frem til 2020 er ikke lenger en god indikator på lønnsomheten i byggebransjen, verken i dag eller fremover.

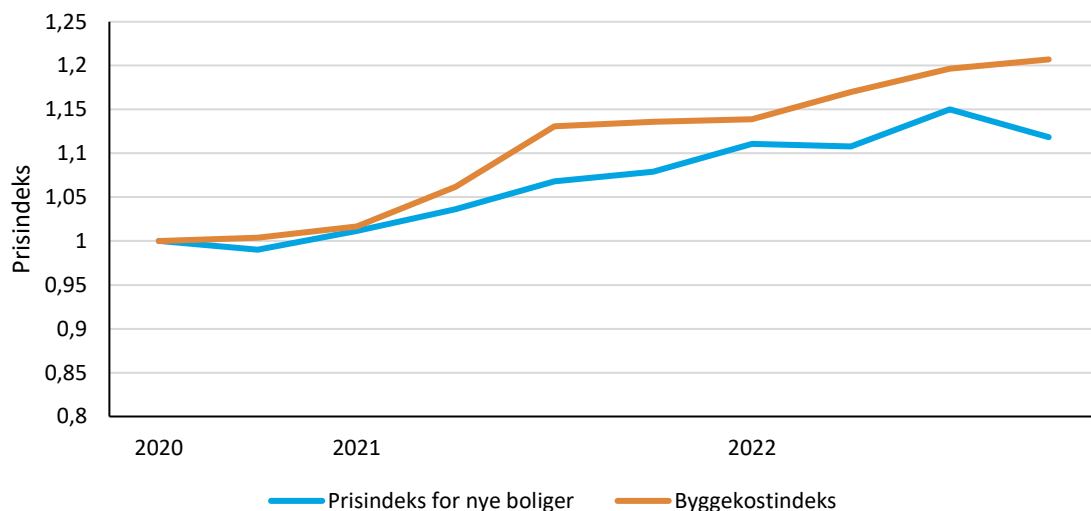
Flere makroøkonomiske utviklingstrekk har bidratt til å betydelig øke kostnadene ved utbyggingsprosjekter siden 2020. Verdikjede- og logistikkproblemer i kjølvannet av Covid-19 medførte økte priser på trevarer, mens siste års energikrise og inflasjon har ført til en bred prisoppgang på ulike innsatsfaktorer som ofte benyttes i boligbygging. Det siste årets svake kroneutvikling har også bidratt til å øke prisen på innsatsfaktorer som importeres fra utlandet, mens økte renter medfører en betydelig vekst i finansieringskostnadene for utbyggingsprosjekter. Samlet sett har dette bidratt til å betydelig øke kostnadssiden for boligutbyggere de senere årene, der særlig de to siste effektene er såpass ferske at de trolig ikke vises fullt ut i offentlige regnskapstall enda.

Samtidig som kostnadssiden til utbyggere er under sterkt press, har ikke inntektssiden, i form av boligprisvekst for nye boliger, hatt den samme sterke utviklingen som tidligere. Økte renter og høy inflasjon bidro til å senke boligprisene i andre halvdel av 2022, og selv om prisene har hentet seg noe inn igjen etter dette, har ikke den samlede utviklingen reflektert utviklingen i byggekostnader. Videre har også markedet for næringsbygg opplevd en skikkelig trøkk de siste årene, som følge av økt yield ved verdsettelse og enda

større fall i aksjekurser for børsnoterte selskaper som driver med utleie av næringseiendom og dermed er eksponert for avkastningskravene i kapitalmarkedene.<sup>13</sup>

Trendskiftet i de makroøkonomiske utviklingstrekkene gjenspeiles også i statistikken fra SSB, vist i figuren nedenfor. Her ser man at byggekostnadsindeksen har økt med over 20 prosent siden midten av 2020, mens prisindeksen for nye boliger har økt med rett under 12 prosent i samme periode.

Figur 5: Utvikling i prisindeks for nye boliger og byggekostnadsindeks fra 2020 til 2023. Kilde: SSB, kildetabell 11386 og 08651.



Ifølge SSBs makroøkonomiske prognoser (SSB, 2023) er boligprisene ventet å flate ut eller synke for året som helhet og for 2024 (henholdsvis -1,4 og 0,1 prosent), mens den generelle prisveksten er ventet å være fortsatt høy (5,6 prosent i 2023 og 3 prosent i 2024). I tillegg er Norges Banks tilsier Norges Banks rentebane to ytterligere rentehevinger, og en fortsatt høy rente de neste årene (Norges Bank, 2023).

Konsekvensen av utviklingen drøftet ovenfor er at lønnsomheten ved utbyggingsprosjekter i dag er forventet å være betydelig lavere enn tidligere perioder, noe som gjenspeiles av at både nyboligsalget og igangsettingen av nye prosjekter har falt betydelig. Ifølge ECON Nye boliger er boligsalget i februar og mars i 2023 ned med over 50 prosent, sammenlignet med samme periode i 2022, og statistikk fra Boligprodusentenes landsforening viser samme trend.<sup>14</sup> I samme publikasjoner rapporteres det om at igangsettingen av nye prosjekter er betraktelig redusert, og at flere igangsatte prosjekter har blitt stoppet opp.

<sup>13</sup> Eksempelvis har aksjekursene til Entra, Castellum og Fabege alle falt med rundt 50 prosent siden august 2021.

<sup>14</sup> <https://www.samfunnsokonomisk-analyse.no/enb> og <https://www.boligprodusentene.no/artikkelarkiv/pressemelding-19.4/>



# 5 Vedlegg

## 5.1 Intervjuliste

- Skanska Eiendomsutvikling AS v/ Karl Moriggi
- OBOS Eiendom AS v/ Harald Gründel
- Taraldset Eiendom AS v/Tor Taraldset
- Eiendomsgruppen Utvikling AS v/ Lorentz Kvalvik
- ØIE Gruppen AS v/ Ronny Engebretsen
- Lillestrøm Delta AS v/ Rolf Holm
- Stor-Oslo Eiendom AS v/ Karsten Hjertholm og Kenneth Johansen Skaarud
- AF Gruppen ASA v/ Tormod Søbyskogen

## 5.2 Litteraturliste

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*, 47(2), 263-291.

Knight, F.H., 1921. *Risk, uncertainty and profit* (Vol. 31). Houghton Mifflin.

Konkurransetilsynet (2015). *Konkurransen i boligutviklermarkedet*.

Norges Bank. *Pengepolitisk rapport*. 2/2023. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/contentassets/afd298a18fc04b3a984b12993c9610dc/ppr-2-23.pdf?v=06/22/2023164759>

Samfunnsøkonomisk Analyse (2022a). *Bygg i Lillestrøm by*

Samfunnsøkonomisk Analyse (2022b). *Utredning om tomteprisfastsettelse og sammenhenger mellom priser og kostnader i boligbygging*

SSB. *Økonomiske analyser*. 2/2023. Hentet fra: [https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/statistikk/konjunkturtendensene/artikler/svak-kronekurs-gir-nok-et-ar-med-reallønnsnedgang/\\_/attachment/inline/a1f73dbf-f919-4606-927d-48769e80ac11:5cb8384cd262f841b846c20bb8131d0cac730dc5/OA2023-2.pdf](https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/statistikk/konjunkturtendensene/artikler/svak-kronekurs-gir-nok-et-ar-med-reallønnsnedgang/_/attachment/inline/a1f73dbf-f919-4606-927d-48769e80ac11:5cb8384cd262f841b846c20bb8131d0cac730dc5/OA2023-2.pdf)



BDO AS, et norsk aksjeselskap, er deltaker i BDO International Limited, et engelsk selskap med begrenset ansvar i henhold til garanti, og er en del av det internasjonale BDO-nettverket, som består av uavhengige selskaper i de enkelte land. Foretaksregisteret: NO 993 606 650 MVA. Medlem av Den Norske Revisorforening.

Leveransen er utarbeidet for oppdragsgiver, og dekker kun de formål som med denne er avtalt. All annen bruk og distribusjon skjer for oppdragsgivers regning og risiko. BDO AS eller BDO Advokater AS vil ikke kunne gjøres ansvarlig overfor en tredjepart.

Kontakt

Øistein Harsem

Partner

e: [oistein.harsem@bdo.no](mailto:oistein.harsem@bdo.no)