

Kommunal- og moderniseringsdepartementet

Lønnsomhet i tilvisningsprosjekter

Oslo, 15. desember 2017



Rapporten skal kun benyttes av Kommunal- og moderniseringsdepartementet og skal ikke distribueres til andre parter uten vårt skriftlige samtykke. Rapporten er ment som en oppsummering av vårt arbeid med lønnsomhet i tilvisningsprosjekter. EY er ikke ansvarlig for rapportens innhold overfor kommunal- og moderniseringsdepartementet. Vi viser for øvrig til avtalte tids- og ressursbegrensninger.

Innledning

Innhold

Innledning	2
Oppsummering.....	3
Anbefalinger	4
Angrepsvinkel	5
Problemstilling 1	8
Problemstilling 2	13
Problemstilling 3	16
Appendiks	20

Bakgrunn

Tilvisningsavtaler er et virkemiddel som Kommunal- og moderniseringsdepartementet (KMD) kan benytte for å skape incentiv til utbygging av utleieboliger til vanskeligstilte. Tilvisningsavtaler er et viktig samfunnsøkonomisk tiltak som er med på å legge til rette for et godt tilbud og en god spredning av boliger i den enkelte kommune. Gode incentivordninger er viktig for at ordningen skal benyttes av kommunene som ofte vil være presset for å prioritere bruken av sine midler, og for å legge til rette for at ordningen er attraktiv for private utleiende/eiere/forvaltere. I Norge er tilbudet av utleieboliger fra profesjonelle aktører relativt begrenset da utbyggere velger alternative investeringer som salg av eierboliger og næringsutleie.

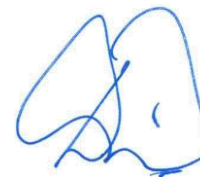
Formål

Hvordan kan KMD stimulere utbyggere, i form av gunstige finansieringsbetingelser i Husbankens grunnlån, til å investere i utbygging av flere utleieboliger som kan benyttes av vanskeligstilte på mest mulig effektiv måte? For å besvare dette spørsmålet ønsker KMD innsikt i de tre følgende problemstillingene:

- 1) Hva er lønnsomheten i tilvisningsprosjekter, sammenlignet med lønnsomheten i tilsvarende investeringer?
- 2) Hvilke finansieringsbetingelser kan private kredittinstitusjoner tilby tilvisningsprosjekter?
- 3) Hvor mye har grunnlånets lånebetingelser å si for lønnsomheten i tilvisningsprosjekter, sammenliknet med lånebetingelsene tilbudt på det private kredittmarkedet?



Krister Paulsen
Partner



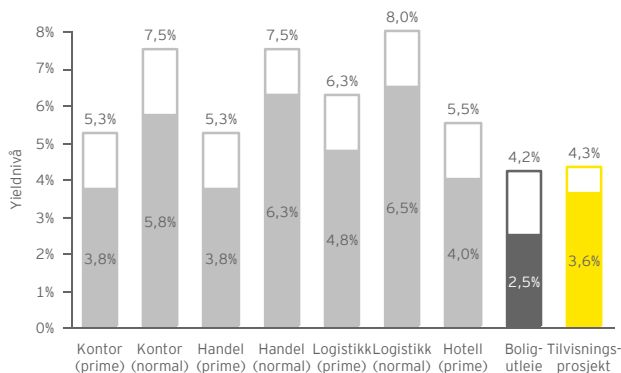
David Åmot
Prosjektleder

Oppsummering av resultatene

Husbankens grunnlån gir incentiv til å investere i tilvisningsprosjekter ved at en investor kan gå inn med lite egenkapital og få lang nedbetaling. Det gir en høy årlig avkastning på egenkapitalen i avtaleperioden til tilvisningsavtalen. Vesentlig lavere finansieringskostnad kan gjøre at avkastningen til et tilvisningsprosjekt med subsidiert finansiering vil bli høyere enn en alternativ, mer lønnsom investering som næringsutleie. I hvilken grad tilvisningsprosjektet blir mer lønnsomt avhenger av investors kredittscore. For de mest kredittverdige investorene, som kan få tilsvarende finansiering hos private, vil ikke fordelene være stor nok til at tilvisningsprosjektet blir lønnsomt nok kontra alternative investering.

1. Lønnsomhet i investering

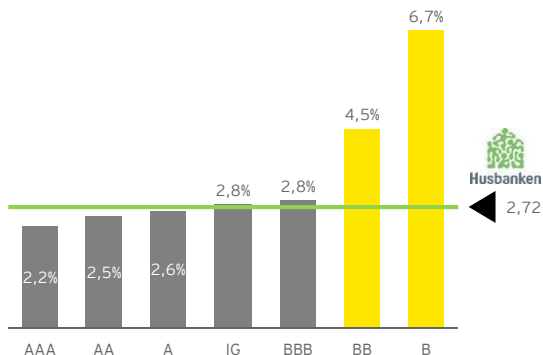
- ▶ En investor vil få lavere avkastning på en investering i boligutleie sammenlignet med en tilsvarende investering i næringsutleie som følge av lavere yield. Gitt lik risiko i investeringene, vil det si at boligutleie har lavere lønnsomhet enn næringsutleie.
- ▶ Strukturelle forhold som høyt privat utleie, høy andel eierboliger, ingen fradragsrett for inngående MVA på bolig, og ingen skattemessige avskrivninger vil gjøre boligutleie mindre lønnsomt kontra næringsutleie.



Lønnsomhet i tilvisningsprosjekter

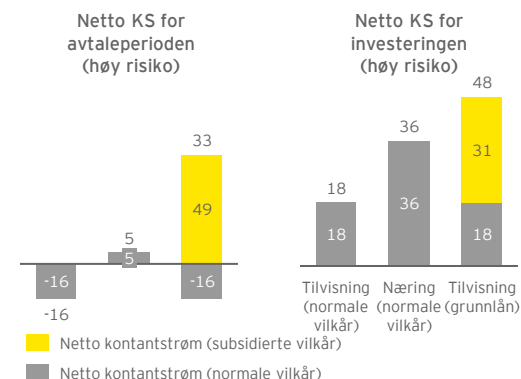
2. Finansieringsbetingelser (private)

- ▶ Private kredittinstitusjoner kan trolig tilby tilsvarende rentebetingelser som Husbanken for svært sikre debitorer. For disse debitorene vil ikke Husbankens grunnlån alene gi incentiv til å investere i tilvisningsprosjekter.
- ▶ De største forskjellene går på nedbetalingstid og låntype, hvor Husbanken tilbyr 50 år og annuitetslån kontra private kredittinstitusjoner med 20-30 år og serielån. Rentebetingelsene vil avhenge mer av debitors risiko.



3. Finansieringsbetingelser (Husbanken)

- ▶ For debitorer med høyere risiko vil grunnlånet kunne gi en vesentlig lavere finansieringskostnad enn private kredittinstitusjoner kan tilby. For mindre kredittverdige debitorene, vil denne effekten bli så betydelige at alternative investeringer i næringsutleie, vil være mindre gunstige enn et tilvisningsprosjekt med subsidiert finansiering, til tross for at tilvisningsprosjektet i utgangspunktet har lavere yield og lønnsomhet.
- ▶ For avtaleperioden har avdragsprofilen størst betydning for lønnsomheten i prosjektet, men for investeringen som helhet vil renten ha størst effekt.



Anbefalinger

Tabellen beskriver observasjoner, mulige konsekvenser og våre forslag til tiltak/forbedringer.

Tema	Observasjon / risiko / konsekvens	Mulige tiltak
Vilkårssett	Husbanken tilbyr et vilkårssett som inneholder lang nedbetalingstid (50 år), annuitetslån, lav fastrente og høy belåning (maks 85% belåning). Kombinasjonen av disse vilkårene gjør at en investor kan gå inn med lav egenkapital i investeringen, betale ned minimalt av lånet (25%) i avtaleperioden på 20 år og selge etter 20 år. Da man har gått inn med lav egenkapital og betalt ned minimalt av lånet, vil Husbanken sitte på mye risiko. Hvis eiendomsmarkedet om 20 år er bra, vil investor få en stor gevinst. Hvis det er dårlig, vil tapet til investor være lavt pga den høye gjeldsgraden, og Husbanken vil dermed være mer eksponert for tap.	Husbanken bør balansere vilkårene for å sikre fornuftig risikoeksponering samtidig som man tiltrekker seg tilstrekkelig med investorer/kapital. Lav rente gir en løpende «subsidiert», mens høy gjeldsgrad og lang nedbetaling gir høy risiko i nedgangskonjunkturer med fall i eiendomsverdiene. For å sikre at investor tar en større andel av risikoen, kan nedbetalings-tiden reduseres til eksempelvis 30 år. Da kan man beholde tilbudet med annuitetslån (som sikrer en jevn kontantstrøm) og belåningsgrad på 85%. Kontantstrømmen i avtaleperioden svekkes, men avkastning på investeringen påvirkes i mindre grad (ref side 18-19=. Hvis Husbanken ønsker investorer med lavere risiko, kan tilskudd vurderes da fordelene av tilskuddet ikke vil være avhengig av investors kredittrisiko.
Kategorier av investorer	Fordelen av vilkårene gjennom lavere finansierings-kostnad avhenger av kredittscoren investoren har. Fordelen gir lite incentiv til investorer med svært god kredittscore, mens det er en fordel for investorer med svakere kredittscore, da alternative investeringer må gjøres med vesentlig dyrere finansiering. Husbanken risikerer at investorene med høyest sannsynlighet for å gå i mislighold er de som investerer i tilvisningsavtaler. Det kan gi høyere tap for Husbanken.	Husbanken bør ta sikte på å nå ut til investorer og prosjekter med middels risiko da finansieringsbetingelsene gir større incentiver til å investere i tilvisningsprosjekter for disse kontra investorer med lav risiko, uten at kredittrisikoen til Husbanken blir vesentlig økt. Husbanken bør forsikre seg om at deres scoringsmodell stiller nok kvalitative krav til solid utbyggingserfaring for å kunne eliminere useriøse aktører som kan øke risikoen. Hvis Husbanken ønsker investorer må lavest risiko må tilskudd vurderes (ref anbefaling 1)
TEK10	Byggekostnad knyttet til TEK10 er beregnet til å være 100 000 kr høyere enn nye byggekrav. Ved å fjerne kravene om TEK10 vil utbygger få en rimeligere investering, noe som vil gi høyere lønnsomhet.	Erstatte TEK10-krav med TEK17-krav for å redusere investorenes byggekostnad. Dette vil bedre økonomien i prosjektene og gjøre den «kommersiell» delen av utbyggingen mer lønnsom. En mellomløsning kan være å stille TEK10-krav kun til en andel av leilighetene.



Angrepsvinkel



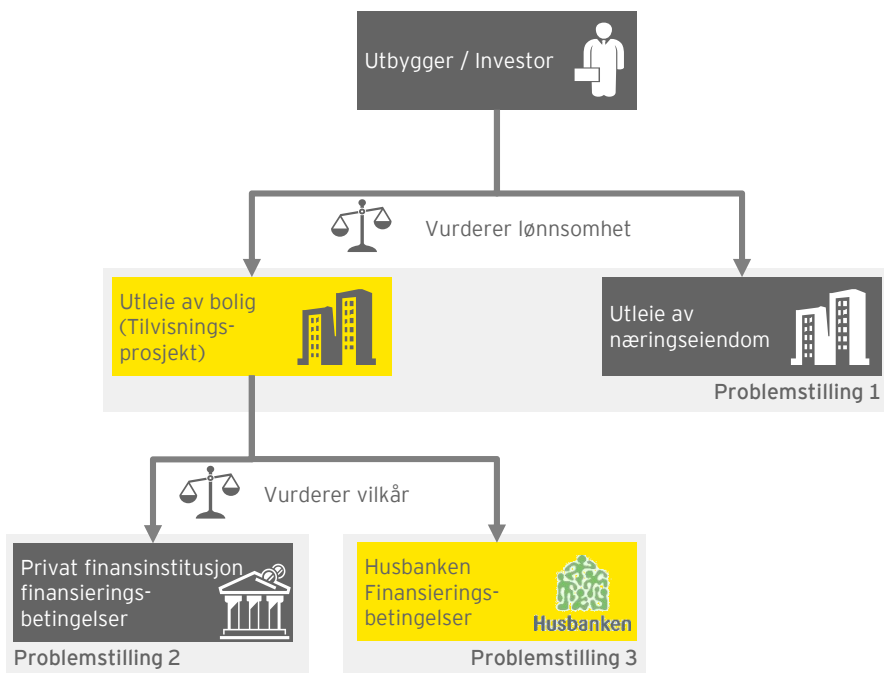
Angrepsvinkel: En beskrivelse av hvordan problemstillingene er løst og innføring i eksempelpaset som brukes i rapporten

Angrepsvinkel

EY har gjort en utredning av tre problemstillinger for Kommunal- og moderniseringsdepartementet knyttet til 1) lønnsomhet i tilvisningsprosjekter sammenlignet med alternative investeringer, 2) finansieringsbetingelser private kredittinstitusjoner ville tilbudt tilvisningsprosjekter, og 3) hvor mye finansieringsbetingelsene i Husbankens grunnlån har å si for lønnsomheten i tilvisningsprosjektene. Disse problemstillingene er løst ved bruk av en kontantstrømmodell, offentlige data og EYs bransjekunnskap knyttet til bank og eiendom.

Illustrasjon av angrepsvinkel

Hvordan kan KMD stimulere utbyggere, i form av gunstige finansieringsbetingelser i Husbankens grunnlån, til å investere i utbygging av flere utleieboliger som kan benyttes av vanskeligstilte på mest mulig effektiv måte?



Angrepsvinkel og avgrensninger

- ▶ **Problemstilling 1:** Hva er lønnsomheten i tilvisningsprosjekter, sammenlignet med lønnsomheten i tilsvarende investeringer?
- ▶ Det er utarbeidet en kontantstrømmodell for å beregne lønnsomhetsmål for ulike scenarioer av utleieprosjekter. Input i modellen er basert på kvadratmeterpriser, faktiske prosjekter og selskaper som driver utleieprosjekter. Yelden på disse scenarioene er sammenlignet med observerte yelder på næringsutleie. Videre er det gjort en vurdering av hvorfor en investor vil foretrekke boligutvikling fremfor utleie.
- ▶ **Problemstilling 2:** Hvilke finansieringsbetingelser kan private kredittinstitusjoner tilby tilvisningsprosjekter?
- ▶ Det har blitt gjort en kredittfaglig vurdering på hvilke betingelser private kredittinstitusjoner vil tilby eiendomsutleieprosjekter basert på arbeid med andre utleieprosjekter og noteinformasjon i større eiendomsutleieselskaper. Utstedte obligasjoner i 2017 danner basis for fastrente.
- ▶ **Problemstilling 3:** Hvor mye har grunnlånets lånebetingelser å si for lønnsomheten i tilvisningsprosjekter, sammenliknet med lånebetingelsene tilbudt på det private kredittmarkedet?
- ▶ Ved bruk av kontantstrømmodell har det blitt simulert hvordan ulike variabler påvirker diskontert netto kontantstrøm. Denne har blitt brukt til å sammenligne lønnsomhet i prosjektene.
- ▶ **Avgrensning** - Det er ikke mottatt noe data på lønnsomhet for prosjekter. Rapporten er derfor basert på offentlig tilgjengelige data og EYs bransjeinnsikt.
- ▶ **Forankring** - Utkast til rapport er oversendt og gjennomgått med KMD før utsendelse av endelig rapport.

Eksempelcase og sentrale forutsetninger

I rapporten benyttes et tenkt eksempel på utleieprosjekt. Dette eksempelet tar utgangspunkt 2016-regnskapet til tilvisningsprosjektet Bjørnåsen Syd 3 AS, hvor bygget, leieinntekter og kostnader er nedskalert til en investering på 100 MNOK. Lønnsomhet i utleie av boliger er svært kompleks da både tomtepriser, leieinntekt og andre parametere varierer i stor grad knyttet opp til lokalisering, type bygg, leietakerkvalitet, kontraktslengde og generell markedsrisiko. Det er derfor satt opp noen forutsetninger for å forenkle modellen, blant annet at vedlikeholdskostnaden er med på å opprettholde byggets tilstand og at parameterne er konstant i hele perioden.

Eksempelcase



Investering:

- ▶ Byggekostnad 80 MNOK
- ▶ Tomtekostnad 20 MNOK

Leieinntekter:

- ▶ 55 enheter
- ▶ 12000 kr/mnd
- ▶ 100% utleid

Kostnader:

- ▶ FDV-kost tilsvare 30% av leieinntektene

Kjøp og salg:

- ▶ Net initial yield er lik exit yield (løpende vedlikehold opprettholder standarden)

Finansiering grunnlån:

- ▶ LTV = 85%
- ▶ Rente = 2,7%
- ▶ 20 års fastrenteaftale
- ▶ Avdragsprofil = 50 år
- ▶ Lånetype = annuitet

Sentrale forutsetninger

- ▶ Det antas at bygget er fullstendig utleid til enhver tid, det vil si en utleiegrad på 100%. Kontraktslengde er derfor ikke relevant.
- ▶ Det eksisterer ingen formues- og eiendomsskatt.
- ▶ Inflasjonen tilsvare inflasjonsmålet på 2,5% som Norges Bank styrer mot.
- ▶ Skattesatsen på alminnelig inntekt på 24% i hele perioden.
- ▶ Forvaltning-, drift- og vedlikeholdskostnadene utgjør 30% av leieinntektene. I virkeligheten vil andelen variere fra prosjekt til prosjekt, og den kan være på opp mot 50% for enkelte boligprosjekter. Dette gjelder gjerne for eldre bygg med høyt vedlikeholdsbehov. I rapporten antas det normal leietakerkvalitet, og at utleie til vanskeligstilte ikke øker vedlikeholdskostnadene sammenlignet med generell utleie.
- ▶ Diskonteringsrente på 5%.
- ▶ Det antas at net initial yield (yield ved kjøp /oppføring av bygget) er lik exit yield (yield ved salg av bygget). Gitt at eiendommen leies ut til markedspris, har normaliserte kostnader og løpende vedlikeholdes slik at standarden opprettholdes, vil initial yield være lik yield i forecastperioden og lik exit yield. Det forutsettes at yielden er konstant i perioden, og at boligens salgspris (exitverdi) er definert slik:

$$\text{Salgspris (exitverdi)} = \frac{\text{Leieinntekt} - \text{eierkostnad}}{\text{Exit yield}}$$

- ▶ Net intial yield vil være lavere enn yield basert på virkelig verdi da net intial yield baseres på byggekost. Virkelig verdi av bygget vil i dette tilfellet være større enn byggekost, og er mer riktig ved sammenligning av lønnsomhet pga ulike utbyggingsår.



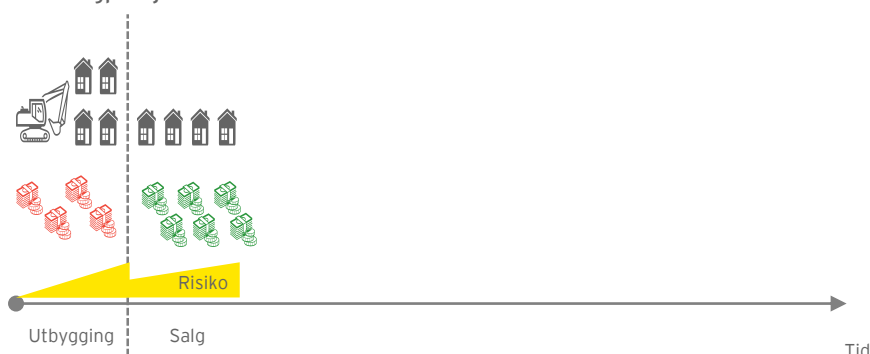
Problemstilling 1: Hva er lønnsomheten i tilvisningsprosjekter, sammenlignet med lønnsomheten i tilsvarende investeringer?

Etterspørsel etter å eie bolig gjør utleie mindre lønnsomt

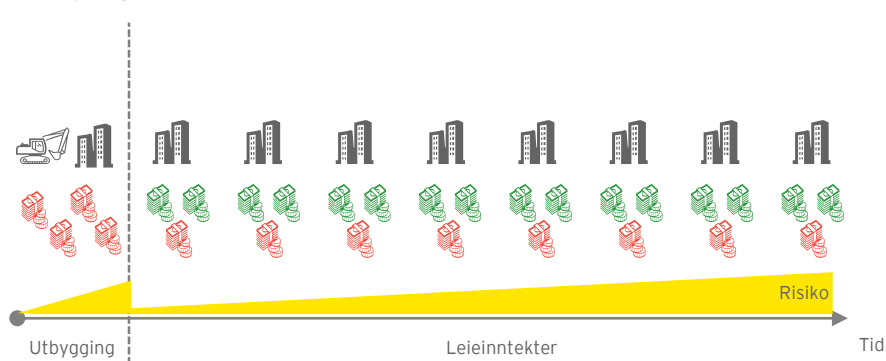
Det er fundamentale faktorer i det norske boligmarkedet som gjør at det er høyere etterspørsel etter å eie bolig enn å leie. Boligprisutviklingen har vært sterkere enn utviklingen i utleieprisene og skatteincentiver gjør det mer lønnsomt for en privatperson å eie bolig. Det er også kulturelt viktig for nordmenn å eie bolig. Disse faktorene bidrar til økt etterspørsel etter bolig for salg og dermed kraftigere økning i boligprisene enn i utleiepriser. Dette er med på å påvirke lønnsomheten i utleieboligprosjekter.

Risiko- og tidsprofil gir ulikt avkastningskrav

Eierboligprosjekt



Utleieprosjekt



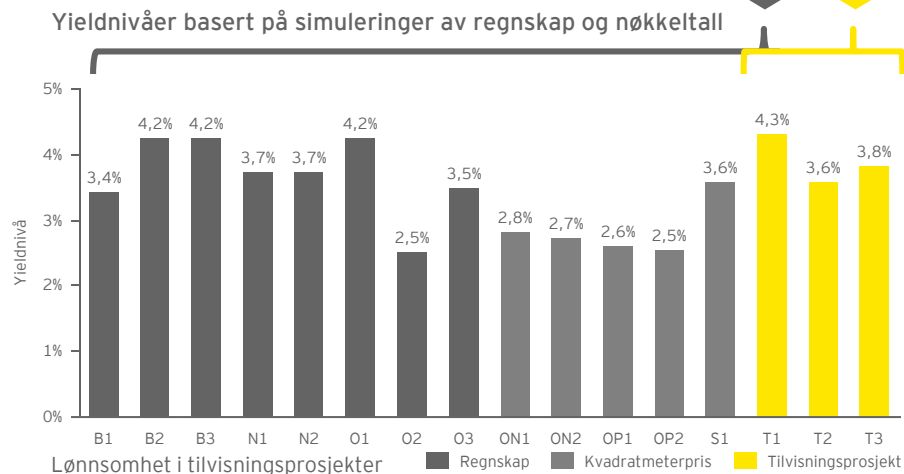
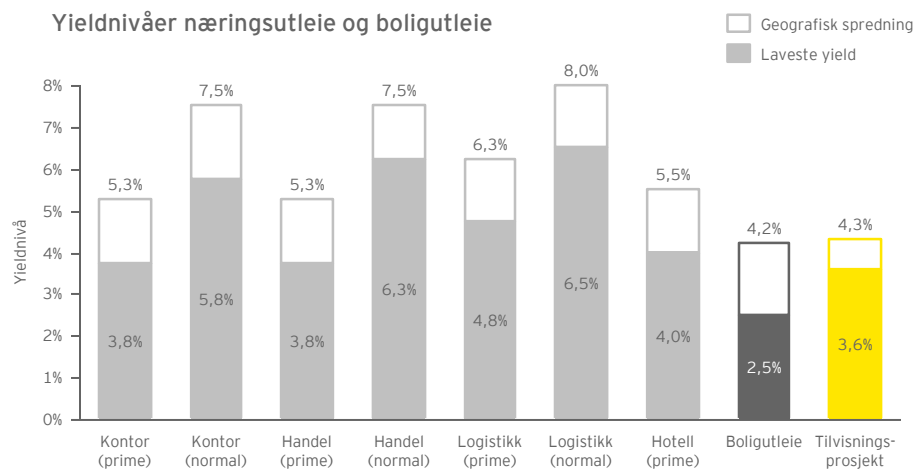
Sentrale observasjoner

- **Risikoprofil** - Det er vesentlige forskjeller på tids- og risikoprofil på eierbolig- og utleieprosjekter, noe som gir ulikt avkastningskrav. Mens eierboligprosjekter selges kort tid etter utbygging og dermed får realisert inntjeningen raskt, vil det ta tiår før tilvisningsprosjekter realiserer inntjeningen gjennom leieinntektene. Dette vil påvirke avkastningskravet som kreves av prosjektene, som sier hvilken lønnsomhet man bør ha i prosjektene gitt prosjektets risiko. Det er misvisende å utføre en direkte sammenligning av avkastningen til prosjekter med ulik risiko. Derfor sammenlignes boligutleie mot næringsutleie.
- **Prisutvikling** - Boligprisutviklingen har vært betydelig høyere enn leieprisutviklingen. Forholdet mellom boligpriser og leiepriser er 75% større enn historisk snittnivå (Lorch-Falch, 2016). Gitt stabil kostnadsside, vil dette gi incentiv til å selge boligen i stedet for å leie ut, siden salgsprisen har økt mer enn leieprisen.
- **Skatteincentiver** - For privatpersoner er det skatteincentiver som taler for å eie bolig fremfor å leie. Skattefradrag på 24% for rentekostnad reduserer den relative kostnaden av å eie bolig i forhold til å leie. I tillegg er det skattefri gevinst på salg av bolig hvis man har bodd i boligen i over ett år. Disse incentivene bidrar til å øke etterspørselen for å eie bolig som privatperson.
- **Kultur** - I Norge eier 77% egen bolig sammenlignet med 62% i Sverige og 50% i Danmark (Marschhäuser, 2016). 90% av nordmenn ønsker å eie bolig. Dette reduserer etterspørselen etter å leie bolig. Videre er det en skjevfordeling mot at det er de svakerestilte i samfunnet som leier. Det reduserer etterspørselen etter middels til dyre utleieboliger, noe som vil påvirke lønnsomheten i å bygge ut nye leiligheter for utleie.

Yield for boligutleie er lavere enn næringsutleie

Yielden for boligutleie og tilvisningsprosjekter er lavere enn for tilsvarende investeringer i næringsutleie. En investor vil dermed få lavere avkastning på en investering i boligutleie sammenlignet med en tilsvarende investering i næringsutleie da yielden er lavere. Gitt lik risiko i investeringene, vil det si at boligutleie har lavere lønnsomhet enn næringsutleie.

Sammenligning av yield i ulike eiendomsinvesteringer



Sentrale observasjoner

- **Lønnsomhetsvurdering** - Yield brukes av investorer til å vurdere lønnsomhet i ulike utleieinvesteringer. For næringsutleie, herunder kontor, handel og logistikk, er det er det benyttet erfaringstall fra bransjen for de fire største byene i Norge, hvor Oslo har lavest yield og Stavanger høyest (DNB Næringsmegling, 2017). Dette skyldes at Oslo regnes som mindre konjunkturutsatt, og derfor er avkastningskravet og dermed yielden lavere.
- **Lønnsomhet boligutleie** - Boligutleie regnes som mindre konjunkturutsatt enn næringsutleie, og det forventes at yieldnivåene er lavere. Simuleringer basert på regnskapene til utleieselskap og nøkkeltall knyttet til tomtepriser, utbyggingskostnad og utleiepriser, viser at boligutleie har betydelig lavere yield enn normal næringsutleie og lavere enn prime næringsutleie.
- **Lønnsomhet tilvisningsprosjekter** - Basert på de tre tilvisningsprosjektene med drift i 2016, er lønnsomheten tilsvarende boligutleie, men lavere enn for næringsutleie. Da tilvisningsprosjektene er i første driftsåret der vedlikeholdskostnadene trolig fremdeles er relativt lave og byggene var fullt utleid fra starten av prosjektet. Det er derfor sannsynlig at denne yielden kan bli noe redusert med tiden.
- **Sammenligning** - Yieldnivå må ses i sammenheng med lokasjon og standard. Dermed vil en direkte sammenligning av næringsutleie prime lokasjon i Oslo mot et tilvisningsprosjekt være misvisende. Da tilvisningsprosjektene er lokalisert utenfor bykjernene, mens boligutleieselskapene i analysen opererer i bykjernene, indikerer det at lønnsomheten i tilvisningsprosjektene er lavere enn boligutleie med tilsvarende yield.

Lønnsomheten avhenger av egenskaper med prosjektet

Det er hovedsakelig fire variabler som påvirker lønnsomheten i en investering: Byggets verdi, leieinntekt, forvaltning-, drift- og vedlikeholdskostnader (FDV-kostnader) og avkastningskravet. For leieinntekten vil en endring på 5% bidra til en endring med 0,3 prosentpoeng. For FDV-kostnad, som er en andel av leieinntekten, vil en endring på 5% bidra til en endring på 0,4 prosentpoeng.

Sensitivitet i lønnsomhetsmål basert på inntekt og kostnad

Net initial yield

Yield		FDV-kostnad				
		25%	30%	35%	40%	45%
Leieinntekt	+5%	+0,70%	+0,28%	-0,14%	-0,56%	-0,98%
	100%	+0,40%	5,60%	-0,40%	-0,80%	-1,20%
	-5%	+0,10%	-0,28%	-0,66%	-1,04%	-1,42%
	-10%	-0,20%	-0,56%	-0,92%	-1,28%	-1,64%
	-15%	-0,50%	-0,84%	-1,18%	-1,52%	-1,86%

Internrente for investeringen

IRR		FDV-kostnad				
		25%	30%	35%	40%	45%
Leieinntekt	+5%	+0,53%	+0,21%	-0,11%	-0,42%	-0,74%
	100%	+0,30%	6,46%	-0,30%	-0,61%	-0,91%
	-5%	+0,08%	-0,21%	-0,50%	-0,79%	-1,08%
	-10%	-0,15%	-0,42%	-0,70%	-0,97%	-1,24%
	-15%	-0,38%	-0,64%	-0,89%	-1,15%	-1,41%

Fri kontantstrøm med 20 års drift

Fri KS		FDV-kostnad				
		25%	30%	35%	40%	45%
Leieinntekt	+5%	8 338 922	3 335 569	-1 667 784	-6 671 138	-11 674 491
	100%	4 765 099	66 711 379	-4 765 099	-9 530 197	-14 295 296
	-5%	1 191 275	-3 335 569	-7 862 413	-12 389 256	-16 916 100
	-10%	-2 382 549	-6 671 138	-10 959 727	-15 248 315	-19 536 904
	-15%	-5 956 373	-10 006 707	-14 057 041	-18 107 374	-22 157 708

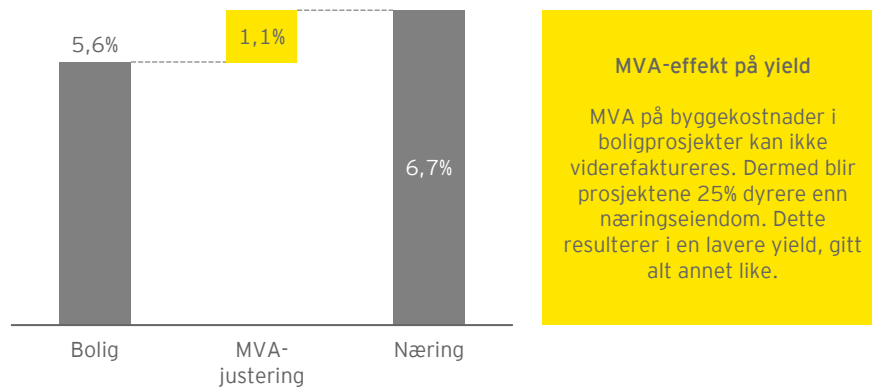
Sentrale observasjoner

- ▶ Det er hovedsakelig fire variabler som påvirker lønnsomheten i en investering: Byggets verdi, leieinntekt, FDV-kostnader og avkastningskravet. Ved å holde avkastningskravet og byggets verdi konstant, kan en simulere hvordan endring i leieinntekt og FDV-kost påvirker lønnsomheten.
- ▶ **Leieinntekt** - Varierer basert på leieprisnivå, utleiegrad og utbyggingskrav:
 - Redusert leie per enhet: Prispress kan før til lavere pris per enhet. I eksempelet er pris per enhet 12000 kr/mnd. En reduksjon til 10 000 kr/mnd tilsvarer -15% reduksjon, som gir lønnsomhetsmålene på nederste rad i tabellen.
 - Ledighet: Ineffektive prosesser for å få inn nye leietakere kan gi en kraftig reduksjon i lønnsomheten.
 - Dyrere utbygging: Det er estimert at TEK10-kravene gjør byggeprisen til en normal leilighet 100 000 kr dyrere (Pressemelding 2016), og det vil ikke nødvendigvis dekkes inn av økt leie. I caseeksempelet hvor investert kapital holdes fast, innebærer det en reduksjon i antall bygde leiligheter med 3 enheter og dermed reduksjon av leieinntekter med 5%. Dette gir lavere lønnsomhet i form av -0,3% redusert yield.
- ▶ **FDV-kostnad** - Variere mye basert på byggets standard og driftsorganisasjonen. Det er ikke uvanlig at FDV-kostnaden er vesentlig høyere enn 30%.
 - Byggets standard: Vedlikeholdskostnaden vil øke med alderen på bygget, og det er ikke uvanlig at denne øker utover det som regnes som standard vedlikehold. Utleie til vanskeligstilte kan gi dårligere leietakerkvalitet som igjen kan øke vedlikeholdskostnadene.

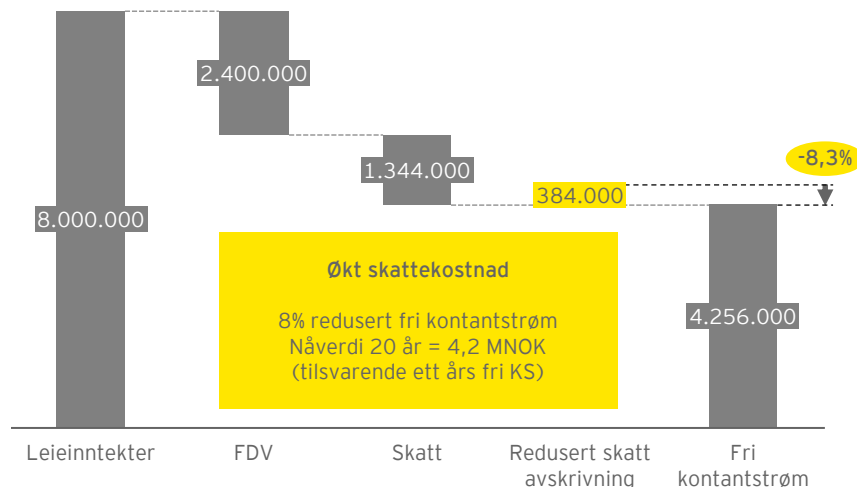
Faktorer som påvirker lønnsomheten for boligutleie

Det er egenskaper ved boligutleie som påvirker lønnsomheten negativt sammenlignet med utleie av næringseiendom. Ved utleie av næringseiendom er det mulig å viderefakturere merverdiavgiften. Ved boligutleie er det ikke i tilstrekkelig grad mulig å lempes merverdiavgiften over på leietakerne, da private aktører skaper et høyt leieprispress i markedet ved at deres arbeidskostnader ikke er like synlig. I tillegg er det for næringseiendom mulig å gjøre skattemessige avskrivninger, noe som reduserer skattekostnaden.

MVA-effekt på investeringsyield



Effekt på fri kontantstrøm av ingen skattemessig avskrivning



Lønnsomhet i tilvisningsprosjekter

Sentrale observasjoner

- ▶ **Merverdiavgift (MVA)** - Boliger selges og leies ut uten MVA. Dette gjør at man som investor ikke kan viderefakturere MVA fra utbygger. For næringsbygg vil utleier kunne fakturere med MVA til leietakerne. Dermed låses MVA inne i utbyggingskosten for boligprosjekter, noe som gjør at utbyggingen eller kjøpet av bygget blir 25% dyrere.
 - Resultatet på lønnsomheten til prosjektet vil gjøre at yelden blir lavere for boligutleie. I eksempelcasen ville yelden vært 1,1% høyere hvis MVA kunne viderefaktureres fullt ut.
- ▶ **Skattemessige avskrivninger** - Næringsbygg har skattemessige saldoavskrivninger på minimum 2%, avhengig av type bygg. For boliger er det ikke avskrivninger på bygget. Dermed vil skattbart resultatet, og dermed skattekostnaden, for et selskap som eier en bolig bli høyere. Høyere skattekostnad vil negativt påvirke kontantstrømmen til boligutleie.
 - Resultatet på lønnsomheten til prosjektet er at den frie kontantstrømmen reduseres. I eksempelcasen vil den økte skattekostnaden i boligselskapet redusere kontantstrømmen med 8%. Nåverdien av dette over 20 år er 4,2 MNOK.
- ▶ **Privat utleie** - Andelen private som leier ut er høy (ca. 80%) (Sandlie & Sørvoll 2014). Privatpersoner har gjerne lavere, eller ingen, avkastningskrav sammenlignet med profesjonelle. Dessuten vil en privatpersons kostnad knyttet til arbeid skjules, det vil si en fiktiv lavere FDV-kostnad. Dermed vil en privatperson i større grad være villig til å leie ut til priser som er lavere enn hva som er lønnsomt for en profesjonell aktør. Disse faktorene kan presse ned leieprisen til et nivå som gjør utleie ulønnsomt for en profesjonell aktør.



Private
finansierings-
betingelser

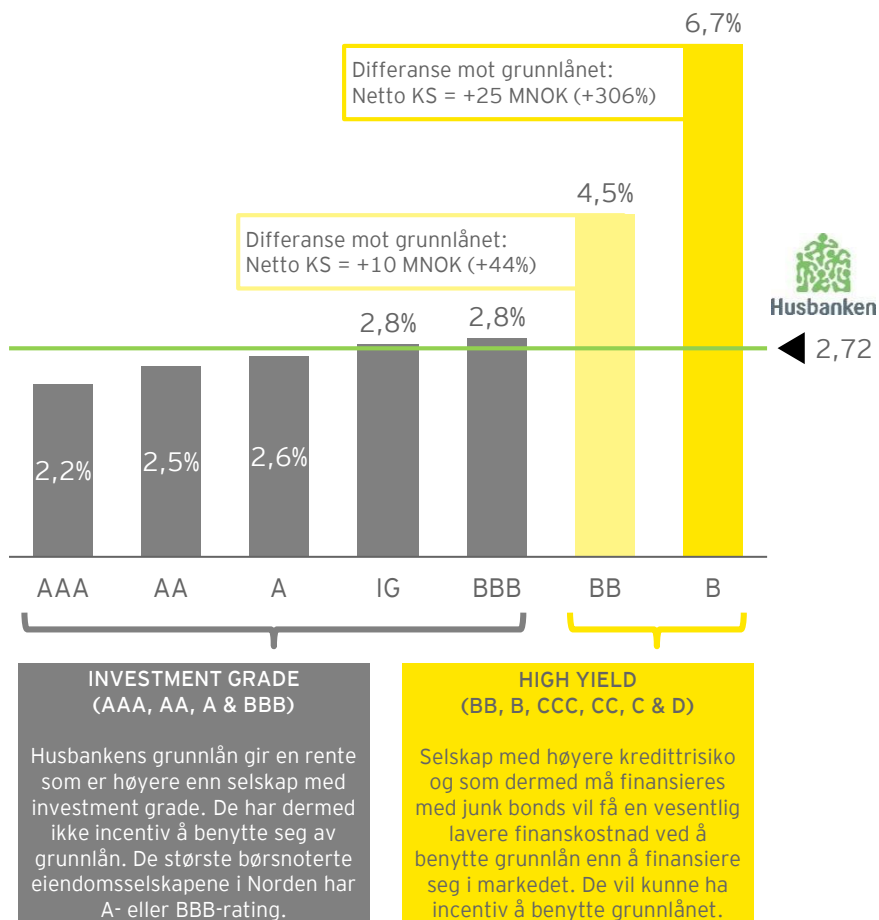


Problemstilling 2: Hvilke finansieringsbetingelser kan private kredittinstitusjoner tilby tilvisningsprosjekter?

Rentebetingelser avhenger av debitor

Private kredittinstitusjoner kan tilby tilsvarende rentebetingelser som Husbanken for svært sikre debitorer. For disse debitorene vil ikke Husbankens grunnlån gi incentiv til å investere i tilvisningsprosjekter. For svakere debitorer vil Husbankens grunnlån gi en vesentlig lavere finansieringskostnad og dermed bedre netto kontantstrøm enn private kredittinstitusjoner kan tilby. Dette kan gi de svake debitorene et incentiv til å investere i tilvisningsprosjekter i stedet for andre investeringer, da lønnsomheten blir kraftig forbedret.

20-års fastrente



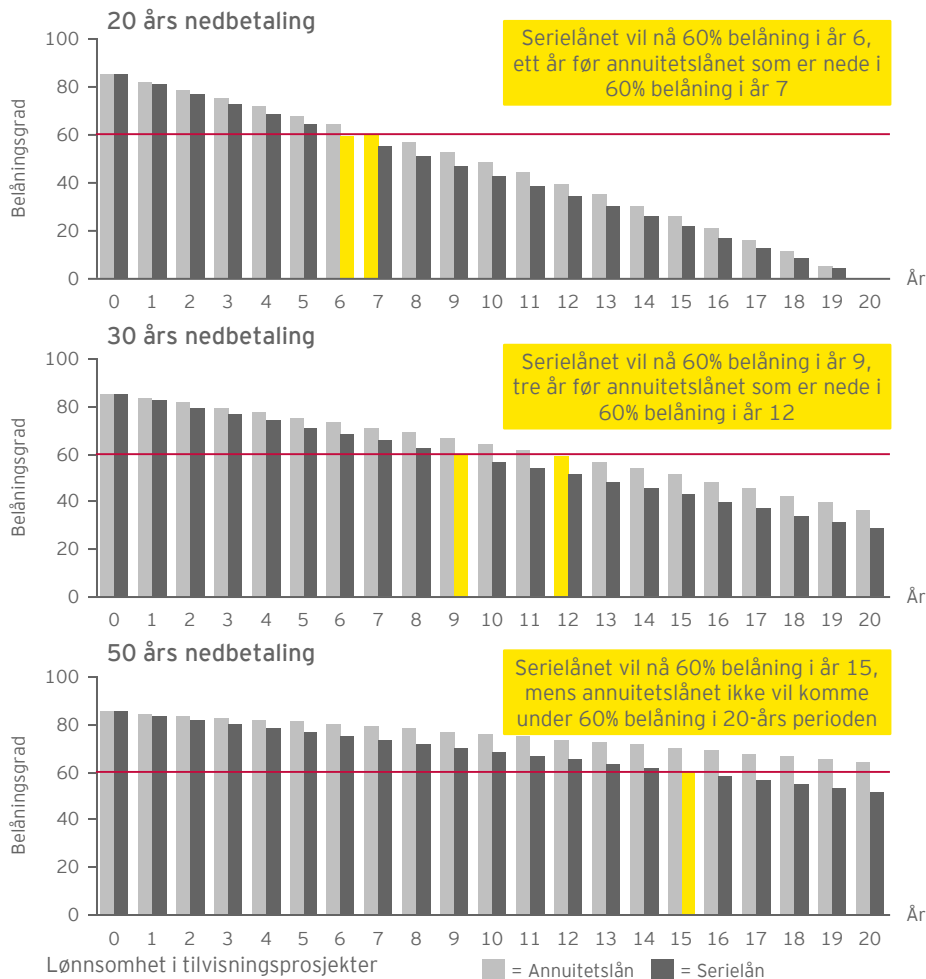
Sentrale observasjoner

- **Scoring** - For finansiering av utleie av en størrelse tilsvarende tilvisningsprosjekter, vil scoringen baseres på en kontantstrømmodell. Denne beregner om prosjektet/selskapet vil ha en positiv kontantstrøm tatt hensyn til risiko i selskapets historikk, bygget og leietakere.
- **Risikoprising** - En privat kredittinstitusjon vil prisdifferensiere basert på scoring for å ta hensyn til risiko i finansieringen. Det gjør at debitorer som banken scorer svakt vil bli få tilbud om høyere rente på grunn av risikoprising. Husbanken tilbyr lån med lik rente uavhengig av debitor. En debitor med svak score vil få en vesentlig lavere finansieringskostnad ved å velge et tilvisningsprosjekt enn alternative investeringer med høyere rentekostnad, og vil dermed ha incentiv til å velge tilvisningsprosjekter.
- **Fastrente** - Husbanken tilbyr 20-års fastrente med 2,72% rente. I obligasjonsmarkedet vil store og sikre debitorer (for eksempel OBOS og Thon som har BBB rating) kunne finansiere seg med tilsvarende vilkår som Husbankens grunnlån. For debitorer med høyere kredittrisiko og dermed svakere rating (for eksempel Selvaag som har BB- rating) vil grunnlånet gi et incentiv til investering i tilvisningsprosjekter pga lavere finansieringskost.
- **Flytende rente** - Husbanken tilbyr flytende rente til 1,58%. Banker vil sette rente lik NIBOR 3mnd (0,75% pt) pluss margin. Marginen som tilbys vil ofte variere i sjiktet 1-3% for debitor med god score. Svært sikre debitorer vil kunne få bedre marginer, eksempelvis Norges største utleier Fredensborg som i 2016 hadde gjennomsnittlig rente på 1,75% (tilsvarende 1,4% på dagens nivå). Tilsvarende som for den faste renten, vil den flytende renten til grunnlånet være gunstig for svake debitorer.

Risiko i nedbetalingstid og lånetype

Risiko i utlånet er i stor grad knyttet opp mot når belåningen er redusert til et nivå hvor banken kan forvente at lånet tilbakebetales. Dermed er nedbetalingstiden for en bank essensiell for å redusere belåningsgrad og dermed risiko i utlånet til et akseptabelt nivå. En bank vil derfor trolig maksimalt akseptere 30 års nedbetaling og foretrekke serielån da dette vil redusere bankens eksponering relativt raskt.

Risikoen til Husbanken øker med høyere nedbetalingstid



Sentrale observasjoner

- **Nedbetalingsperiode** - Foretrukket nedbetalingsperiode for en privat kredittinstitusjon vil avhenge av belåningsgraden til selskapet. Høyere belåningsgrad i selskapet gir høyere risiko for at kreditor taper på utlånet ved mislighold og konkurs. Risikoen skyldes usikkerhet i hva sikkerheten til lånet kan omsettes for ved tvangssalg. Vanlig nedbetalingstid for utleieprosjekter er 20 til 30 år, hvor 30 år vil være vanligst.
- **Lånetype**: De fleste banker tilbyr utelukkende serielån til bedriftsmarkedet. Fordelen for banken ved serielån er at man reduserer risiko i nedbetalingen ved å ha en høyere avdragsbetaling tidlig i perioden når risiko for banken er størst.
- **Belåningsgrad** - Private kredittinstitusjoner bruker reduksjonsfaktorer til å redusere markedsværdien av en sikkerhet for å ta høyde for hvor mye man realistisk kan forvente å realisere sikkerhetene for ved et eventuelt tvangssalg i et dårligere marked. Reduksjonsfaktoren ligger typisk på 30-40% for bolig. Det betyr at ved en belåningsgrad under 60%, anser banken risiko for å måtte realisere et tap hvis selskapet går konkurs som lav. Når belåningsgraden er under dette nivået, er banken i større grad villig til å refinansiere for å øke nedbetalingsperioden eller gi avdragsfrihet utover ett år.
 - Kortere nedbetalingstid gir kortere og lavere risikoeksponering for kreditor.
 - Lånetype har lite å si for kreditor ved kort nedbetalingstid, men kan gi store effekter på lengre nedbetalingstid. I eksempelet vil et annuitetslån bruke tre år lengre å komme ned på 60% belåning ved 30 års nedbetaling, mens det for 50 år aldri vil komme under 60% i 20-årsavtalen.



Husbanken
finansierings-
betingelser

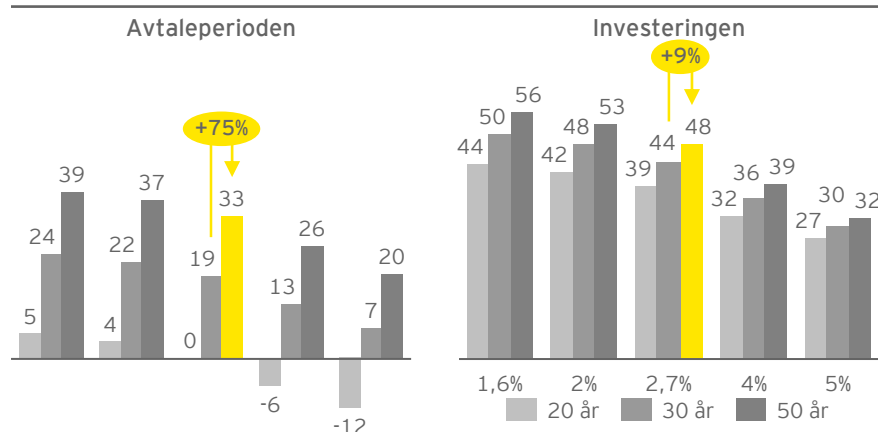


Problemstilling 3: Hvor mye har grunnlånets lånebetingelser å si for lønnsomheten i tilvisningsprosjekter, sammenliknet med lånebetingelsene tilbudt på det private kredittmarkedet?

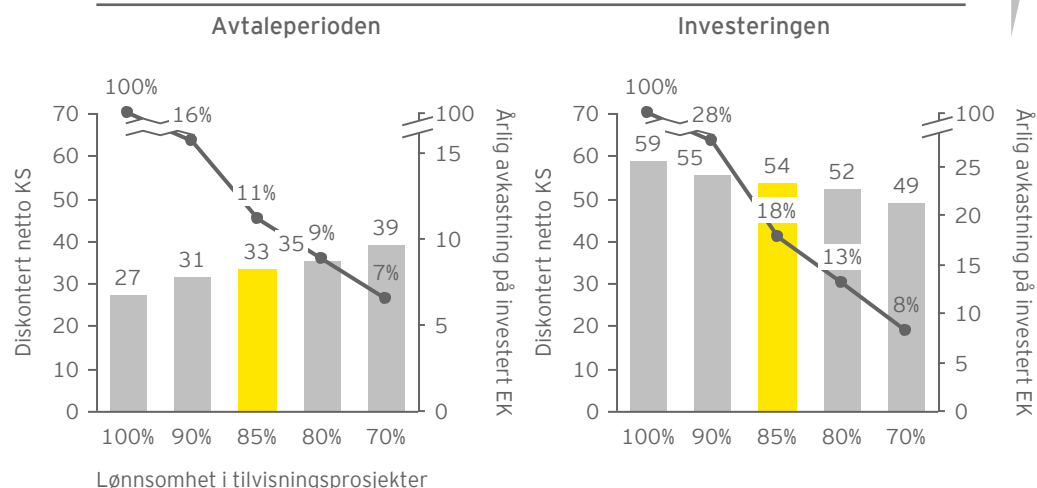
Nedbetalingstiden bedrer likviditeten betydelig

Husbankens tilbyr annuitetslån med nedbetalingstid på 50 år, som gir selskaper med tilvisningsavtaler en vesentlig forbedret kontantstrøm i avtaleperioden på 20 år. Nedbetalingsperioden har større effekt på lønnsomheten enn låntype. Med nedbetalingsperiode på 50 år vil selskapet vil få en forbedret diskontert nettokontantstrøm på 14 MNOK (+75%) sammenlignet med nedbetalingsperiode på 30 år hos private kredittinstitusjoner. Dette bedrer lønnsomheten i en tilvisningsavtale.

Nedbetalingstid og rentes effekt på netto KS (i MNOK)



Låneutmålings effekt på netto KS og avkastning investert EK



Sentrale observasjoner

- Nedbetalingstid** - Husbanken tilbyr 50 års nedbetaling på lån tilknyttet tilvisningsprosjekter. Sammenlignet med avdragsprofiler på 20 til 30 år som er normen hos banker, vil dette ha mye å si for selskapets kontantstrøm.
 - Avtaleperioden:** For eksempel vil selskapet ha en diskontert netto kontantstrøm som er 75% større i avtaleperioden med Husbankens nedbetalingstid på 50 år kontra 30 år som ville vært mer normalt i en vanlig bank.
 - Investeringen:** For investeringen som helhet, gitt kjøp og salg til samme yield, vil ikke nedbetalingsprofilen ha like stor betydning. Fordelen vil da være 9%. Dette skyldes restlånet som må nedbetales er større ved salget.
- Låntype** - For et lån med nedbetaling på 50 år, vil låntype ha noe å si ved at total rente og avdragsbelastning er lavere for et annuitetslån over 20 år enn for et serielån. Effekten av annuitetslån på netto kontantstrøm er ikke like betydelig som nedbetalingstiden. For 85% belåningsgrad, vil netto kontantstrøm i avtaleperioden være 27% høyere med et annuitetslån enn et serielån. For hele investeringen vil forskjellen være 5%.
- Belåningsgrad** - Husbanken tilbyr opp til 85% belåning som er tilsvarende det man kan få i en bank. Høyere belåning vil gi lavere kontantstrøm i perioden som følge av høyere renter og avdrag. Lavere kontantstrøm må ses i sammenheng med investert egenkapital. I eksempelet vil 70% belåning gi 6 MNOK høyere diskontert netto kontantstrøm enn eksempelaset, men selskapet har investert 15 MNOK mer egenkapital og dermed er avkastning per investert egenkapital 40% lavere.

Renten har størst effekt på lønnsomheten til investeringen

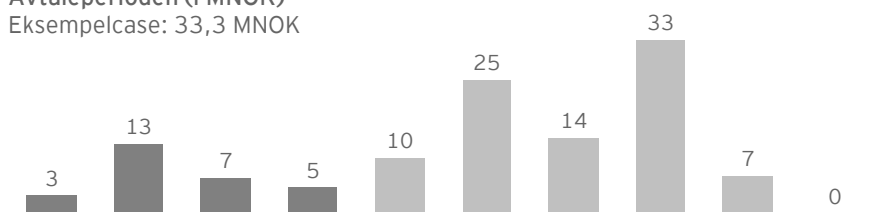
En fastrenteavtale med tilsvarende lengde som tilvisningsavtalen på 20 år reduserer renterisikoen betydelig og gjør investeringen sikrere for debitor. Renten har betydning for kontantstrømmen i prosjektet, der en dobling av den flytende renten gir en nedgang i diskontert kontantstrøm med 41%. For avtaleperioden vil renten påvirke lønnsomheten mindre enn avdragsprofilen, men for investeringen som helhet vil renten ha størst effekt. Husbankens finansieringsbetingelser må ses opp mot risikoen til debitor.

Sensitivitet i netto kontantstrøm for rente og avdragsprofil

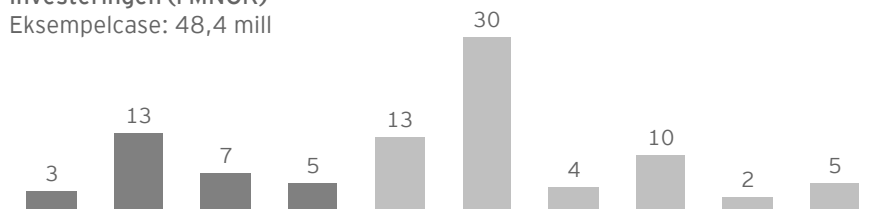
Netto KS		Rentesats				
		1,6%	2%	2,7%	4%	5%
Avdragsprofil	50 år	16,2%	10,6%	33 303 024	-22,2%	-41,1%
	40 år	-0,1%	-5,5%	-15,6%	-36,3%	-53,9%
	30 år	-27,7%	-33,0%	-42,8%	-62,4%	-78,8%
	25 år	-49,9%	-55,3%	-65,1%	-84,5%	-100,5%
	20 år	-83,5%	-89,1%	-99,1%	-118,7%	-134,6%

Sensitivitet i netto KS per kostnadsdriver mot eksempelaset

Avtaleperioden (i MNOK)
Eksempelcase: 33,3 MNOK



Investeringen (i MNOK)
Eksempelcase: 48,4 mill



Sentrale observasjoner

- **Fastrente versus flytende rente** - Fastrenten vil normalt ligge høyere enn flytende rente da den tar hensyn til forventet rentebane og risiko over tidsperioden renten er fast. Den flytende renten vil være lavere, men innebærer en betydelig større risiko for debitor og kreditor. En fastrenteavtale med tilsvarende lengde som tilvisningsavtalen på 20 år reduserer renterisikoen betydelig, og vil gjøre investeringen sikrere.
- **Rentesensitivitet** - Renten har en del å si for kontantstrømmen i prosjektet. En dobling av renten fra 2,7% til 5%, ville gitt en nedgang i diskontert netto kontantstrøm med 41%.
- **Sensitivitet i kostnadsdrivere** - For avtaleperioden har avdragsprofilen størst betydning for likviditeten og lønnsomheten i prosjektet, mens for investeringen som helhet vil renten ha størst effekt. Grafen viser hvor mye hver kostnadsdriver isolert sett påvirker lønnsomheten til eksempelaset (målt i hvor stor fordel eksempelaset gir i netto diskontert kontantstrøm).
- **Risiko** - Ved å ha lang nedbetalingsperiode, høy belåning og fastrente i hele 20-årsavtalen, kan et selskap gjøre en vesentlig investering i boligmarkedet hvor Husbanken tar risikoen. Det kan bidra til at tilvisningsavtalen brukes til spekulasjon i eiendomsmarkedet da man investere lite egenkapital, betale ned lite i avtaleperioden, og selge prosjektet etter 20 år.
- **Debitorscore** - Scoring av debitor har mye å si for hvor lønnsom finansieringsbetingelsene til Husbanken er for investeringen. Svakere score av debitor gir høyere finansieringskostnad i det private kredittmarkedet for alternative investeringer. Dette kan gjøre en investering i et tilvisningsprosjekt mer lønnsomt enn alternative, mer lønnsomme investeringer.

Fordelen av finansieringsbetingelsene avhenger av debitor

Fordelen av finansieringsbetingelsene avhenger av hvilken score debitor ville fått i en bank. For debitorer med høyest risiko, vil denne fordelene være betydelig. Lønnsomheten i tilvisningsprosjekter økes betydelig for svakere debitorer gjennom en stor fordel i finansieringen. For de minst kredittverdige debitorer, vil denne effekten bli så betydelige at alternative investeringer i for eksempel næringsutleie med yield på 8%, vil være mindre gunstige enn et tilvisningsprosjekt med subsidiert finansiering tross lavere yield.

Debitorer i tre ulike risikoklasser

Husbanken		
Fastrente: 2,7%	Fastrente Netto KS i 20 år 33,3 MNOK (11,1% årlig avkastning)	Flytende rente Netto KS i 20 år 38,7 MNOK (12,9% årlig avkastning)
Flytende rente: 1,6%		
Avdragsprofil: 50 år		
Lånetype: Annuitet	Netto KS for investering 48,4 MNOK	Netto KS for investering 55,6 MNOK
Belåningsgrad: 85%	(16,1% årlig avkastning)	(18,5% årlig avkastning)

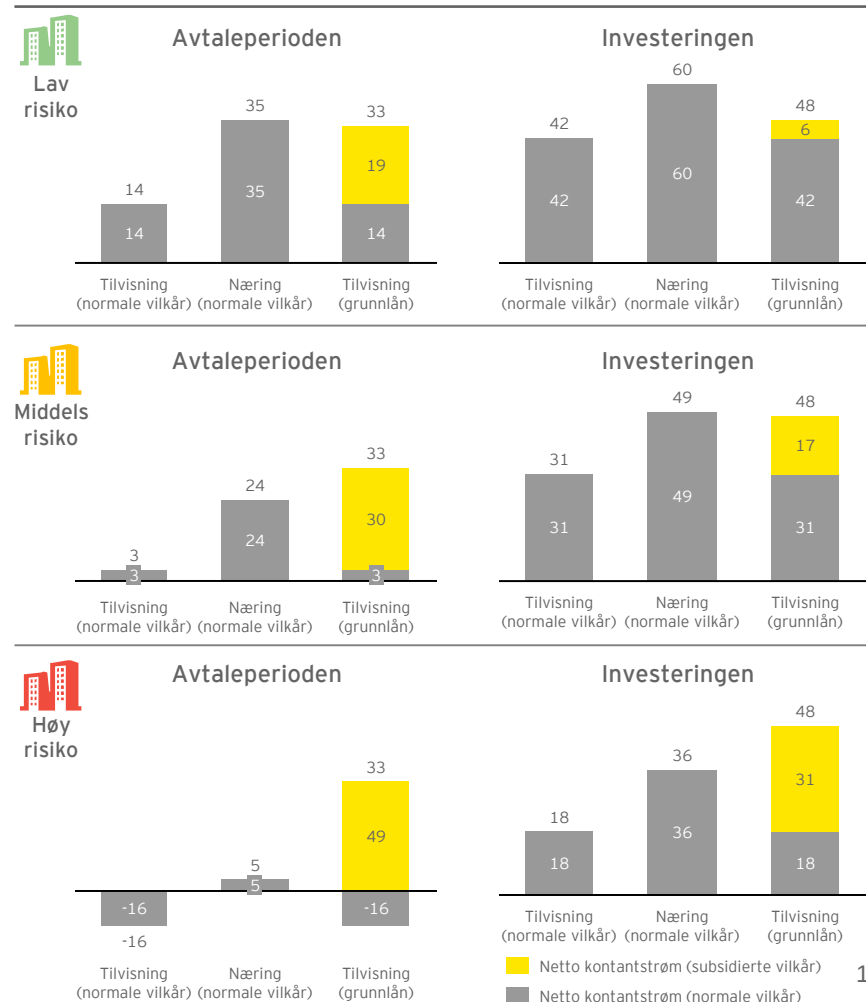
Lav risiko		
Fastrente: 2,7%	Fastrente Netto KS i 20 år 14,1 MNOK (Δ -58%) (4,7% årlig avkastning)	Flytende rente Netto KS i 20 år 20,8 MNOK (Δ -46%) (6,9% årlig avkastning)
Flytende rente: 1,6%		
Avdragsprofil: 30 år		
Lånetype: Serie	Netto KS for investering 42,2 MNOK (Δ -13%)	Netto KS for investering 48,9 MNOK (Δ -12%)
Belåningsgrad: 85%	(14,1% årlig avkastning)	(16,3% årlig avkastning)

Middels risiko		
Fastrente: 4,5%	Fastrente Netto KS i 20 år 3,2 MNOK (Δ -90%) (1,1% årlig avkastning)	Flytende rente Netto KS i 20 år 15,3 MNOK (Δ -60%) (5,1% årlig avkastning)
Flytende rente: 2,5%		
Avdragsprofil: 30 år		
Lånetype: Serie	Netto KS for investering 31,3 MNOK (Δ -35%)	Netto KS for investering 43,4 MNOK (Δ -9%)
Belåningsgrad: 85%	(10,4% årlig avkastning)	(14,5% årlig avkastning)

Høy risiko		
Fastrente: 6,7%	Fastrente Netto KS i 20 år -15 MNOK (Δ -148%) (-3,8% årlig avkastning)	Flytende rente Netto KS i 20 år -3,2 MNOK (Δ -108%) (-0,8% årlig avkastning)
Flytende rente: 4,0%		
Avdragsprofil: 20 år		
Lånetype: Serie	Netto KS for investering 18 MNOK (Δ -63%)	Netto KS for investering 30,4 MNOK (Δ -33%)
Belåningsgrad: 80%	(4,5% årlig avkastning)	(7,6% årlig avkastning)

Lønnsomhet i tilvisningsprosjekter

Effekten på kontantstrømmen i beregning av lønnsomhet





Appendiks



Appendiks: Beskrivelse av lønnsomhetsmål, datagrunnlag for yieldberegninger og kildeliste

Lønnsomhetsanalyse - lønnsomhetsmål

Kontantstrøm

Kontantstrøm er differansen mellom virksomhetens innbetalinger og utbetalinger i en bestemt tidsperiode. Kontantstrømmen viser hvor stor tilgangen på likvide midler virksomheten har i den bestemte tidsperioden.

Kontantstrømmen er diskontert med et avkastningskrav på 5%. Det benyttes to typer kontantstrømmer: *fri kontantstrøm*, der pengene som investeringen generer brukes i investeringsbeslutningen og *netto kontantstrøm*, som viser hva selskapet sitter igjen med når alle regninger er betalt.

Det er lagt frem to ulike scenarioer på kontantstrøm. Den ene er for hele investeringen der det antas at bygget selges etter 20 år til samme yield som den ble kjøpt. Den andre er kun for de 20 driftsårene, som viser likviditeten i perioden uten at den påvirkes av hva bygget kan selges for om 20 år. Begge scenarioene er relevante for investor. Kontantstrøm for hele investeringen sier mest om lønnsomheten i investeringen, men påvirkes i stor grad av salgspris om 20 år.

Yield

Yield er et øyeblikksbilde av leieinntektene dividert på markedsverdien av eiendommen. Yield brukes vanligvis i forbindelse med verdivurdering av bygg eller til å sammenlikne prisnivået på to eller flere eiendommer til en gitt tid. Desto lavere yield, desto høyere verdianslag for eiendommen, gitt andre forhold like.

Yield kan beregnes på ulike måter. Net initial yield er direkteavkastningen på utbygging/kjøpstidspunktet for eiendommen. Denne beregnes ved å se på driftsresultatet (EBITDA) over totalkostnad for bygget på kjøpstidspunktet. Totalkostnad for bygget kjøpstidspunktet er summen av tomtetekostnaden og byggekostnaden.

$$\text{Yield} = \frac{\text{Driftsresultat (EBITDA)}}{\text{Verdi av bygget}}$$

I sammenligning med faktisk observerte yielder i andre investeringer, er yield av virkelig verdi av bygget benyttet da byggekost ikke reflekterer dagens verdi. Virkelig verdi av bygget er summen av alle diskonterte frie kontantstrømmer.

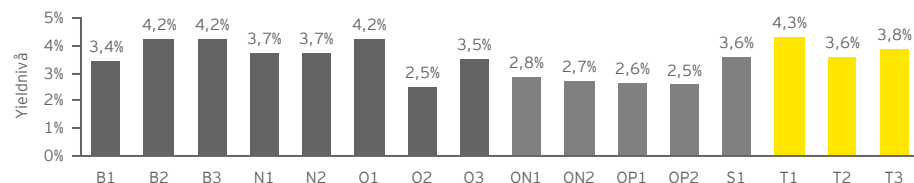
Internrente (IRR)

Internrente er et bedriftsøkonomisk nøkkeltall som brukes for å vurdere ulike alternative investeringer mot hverandre. Internrenten for et prosjekt er definert som den renten som gir netto nåverdi av kontantstrømmen lik null. Internrenten sier med andre ord hvilken minimum avkastning som er akseptabel for at investeringen skal være lønnsom.

I rapporten er internrenten beregnet på den frie kontantstrømmen.

$$NPV = \sum_{n=0}^N \frac{C_n}{(1+r)^n} = 0$$

Input til yieldanalyse



	SELSKAP	OMRÅDE	KILDE	KOMMENTARER / JUSTERING
B1	Bjørn Kåre Vågenes Eiendom	Bergen	Regnskap (2016)	93% boligutleie, resterende næringsutleie
B2	AS C. Sundtsgt. 54	Bergen	Regnskap (2016)	100% boligutleie. Gammel bygningsmasse, så regnskapsverdier avviker mye fra regnskapsverdier. Benyttet exit yield på 5% for å korrigere for lave regnskapsverdier.
B3	Boligselskapet av 1910 AS	Bergen	Regnskap (2016)	100% boligutleie. Gammel bygningsmasse, så regnskapsverdier avviker mye fra regnskapsverdier. Benyttet exit yield på 5% for å korrigere for lave regnskapsverdier.
N1	Real-Hold AS	Tromsø	Regnskap (2016)	100% boligutleie
N2	Nor-Strand AS	Tromsø	Regnskap (2016)	92% boligutleie
O1	OBOS Utleieboliger AS	Oslo	Regnskap (2010)	100% boligutleie, oppløst i 2011. Gammel bygningsmasse og regnskap, så regnskapsverdier avviker mye fra regnskapsverdier. Benyttet exit yield på 5% for å korrigere for lave regnskapsverdier.
O2	Fredensborg AS	Oslo	Regnskap (2016)	90% boligutleie. Regnskap inkluderer Norge, Sverige og Danmark, hvor norsk andel er 36%. Driftskostnader er satt til å være lik andel leieinntekter. Byggene verdsettes til virkelig verdi i regnskapet.
O3	Nesheim Utleie AS	Oslo	Regnskap (2016)	100% boligutleie
ON1	Konstruert investering	Oslo (Alnabru)	Kvadratmeter	100% boligutleie. Gjennomsnitt av tre konstruerte investeringer. Tomtepriser i laveste sjiktet i området med lik leie. 70 kvm leiligheter.
ON2	Konstruert investering	Oslo (Alnabru)	Kvadratmeter	100% boligutleie. Gjennomsnitt av tre konstruerte investeringer. Tomtepriser i høyeste sjiktet i området med lik leie. 70 kvm leiligheter.
OP1	Konstruert investering	Oslo (Bjørvika)	Kvadratmeter	100% boligutleie. Gjennomsnitt av tre konstruerte investeringer. Tomtepriser i laveste sjiktet i området med lik leie. 70 kvm leiligheter.
OP2	Konstruert investering	Oslo (Bjørvika)	Kvadratmeter	100% boligutleie. Gjennomsnitt av tre konstruerte investeringer. Tomtepriser i høyeste sjiktet i området med lik leie. 70 kvm leiligheter.
S1	Konstruert investering	Stavanger	Kvadratmeter	100% boligutleie. Faktisk observert tomte- og byggepris for et prosjekt. 70 kvm leiligheter.
T1	Bjørnåsen Syd 3 AS	Oslo (Nordstrand)	Regnskap (2016)	100% boligutleie til tilvisningsprosjekt
T2	Spirea Park Oppgang 2 AS	Oslo (Løren)	Regnskap (2016)	100% boligutleie til tilvisningsprosjekt. Prosjektet skulle være innflyttingsklart juni 2016. Ekstrapolert leieinntekter for 7 måneder til ett fullt år.
T3	Bjørnåsen C AS	Oslo (Nordstrand)	Regnskap (2016)	100% boligutleie til tilvisningsprosjekt

Kildeliste

Husbankens renter er hentet fra: <https://www.husbanken.no/rente/> [20.11.2017]

Lorch-Falch, S. (2016). *Forholdet mellom leiepriser og boligpriser har aldri vært større*. [Internett] Tilgjengelig fra: <http://e24.no/23840736> [14.11.2017]

Marschhäuser, S. H. (2016). - *Å leie er ikke et alternativ i Norge*. [Internett] Tilgjengelig fra: <https://www.aftenposten.no/bolig/--A-leie-er-ikke-et-alternativ-i-Norge-89b.html> [14.11.2017]

Pressemelding (2016). *Foreslår å gjøre det billigere å bygge boliger*. [Internett] Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/foreslar-a-gjore-det-billigere-a-bygge-boliger/id2519995/> [20.11.2017]

Sandlie, H. C., Sørvoll, J. (2014). *Et velfungerende leiemarked? Profesjonell utleie og offentlig-privat samarbeid*. Velferdsforskningsinstituttet NOVA, Notat 4/14

DNB Næringsmegling (2017). *Markedsrapport 2. halvår 2017*. Tilgjengelig fra: <https://www.dnb.no/portalfont/nedlast/no/bedrift/naringsmegling/markedsrapport-2H2017.pdf>



EY | Assurance | Tax | Transactions | Advisory

Om EY

EY er en ledende global aktør innen revisjon, skatt og avgift, transaksjoner og rådgivning. Gjennom kontinuerlig fokus på kvalitet bygger vi tillit i kapitalmarkedene og i økonomier over hele verden. Gjennom å utvikle gode ledere som forplikter seg til å levere det vi lover bidrar vi til å bygge et bedre arbeidsliv for våre ansatte, kunder og lokalsamfunn.

Ernst & Young AS inngår i det globale nettverket til Ernst & Young, og kan referere til en eller flere av medlemmene av Ernst & Young Global Limited, der hvert medlem er en egen juridisk enhet. Ernst og Young Global Limited er et britisk selskap med begrenset ansvar og leverer ingen tjenester til kunder. For mer informasjon, se www.ey.com/no

© 2017 Ernst & Young AS
All Rights Reserved

Kontaktpersoner:

krister.paulsen@no.ey.com, mobil 958 96 757
david.amot@no.ey.com, mobil 992 16 766
stian.haugen@no.ey.com, mobil 474 00 933
mia.vesje@no.ey.com, mobil 481 42 349