Handelshøyskolen BI i Oslo

BTH 95031

Bacheloroppgave - Økonomistyring og investeringsanalyse

Bacheloroppgave

Thormodsrød, Mats Løvskeid
Tveito, Ole Eirik Sel
Bruseth, Fredrik

Utlevering: 04.01.2016 09.00

Innlevering: 01.06.2016 12.00

Bacheloroppgave

ved Handelshøyskolen BI

- Investering og reallønnsomhetsanalyse ved Best Western PLUS Gyldenløve Hotell A/S -

Eksamenskode og navn:

BTH95031 – Økonomistyring og Investeringsanalyse

Utleveringsdato:
04.01.2016

Innleveringsdato:
01.06.2016

Studiested:
BI OSLO

Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket

Forord

Valget vårt om å skrive en reallønnsomhetsoppgave på Best Western PLUS Gyldenløve Hotell A/S kom som et resultat av mange diskusjoner av tema for bacheloroppgaven. Etter hvert som studietiden på Handelshøyskolen BI løp sin gang, fattet vi en beslutning om å fordype oss innen Økonomistyring og Investeringsanalyse. Dette valget viste seg åikke kunne ha vært bedre. Alle medlemmene på gruppen viste stor interesse for faget, og da spesielt innenfor tema som omhandler investeringsanalyser.
Etter mange gode forelesninger med Pål Berthling-Hansen og Espen Skaldehaug økte interessen enda mer, og vi hadde i løpet av første semester på tredje året bestemt oss for hva vi ønsket at bacheloroppgaven skulle omhandle.

Vi tok en prat med ledelsespersoner ved Best Western PLUS Gyldenløve Hotell A/S, som viste stor entusiasme for idéen vår, da dette har vært tenkt på tidligere, altså å ekspandere driften. De så dette som en god mulighet for å kunne få vurdert lønnsomheten i å ekspandere.

Vi vil takke Best Western PLUS Gyldenløve Hotell A/S for veldig god hjelp med å gi oss all informasjon vi trengte for å kunne foreta våre analyser og beregninger, samt ledelsespersoner ved PK Eiendom som vi også intervjuet med tanke på datainnsamling for prosjektet.

Vi ønsker også å takke Pål og Espen for meget lærerike og gode forelesninger, samt en ekstra takk til Espen for god veiledning.

Sammendrag

Gjennom samtale med Best Western PLUS Gyldenløve Hotell A/S fikk vi vite at hotellet lenge har vurdert å ekspandere sin nåværende hotelldrift. Vi fikk også vite at hotellet har sett på mulighetene for å investere i et nytt bygg på nabotomten. Ut ifra denne informasjonen kom vi frem til følgende problemstilling:
"Vil ekspansjon av nåværende hotelldrift ved oppkjøp av tomt og utbygging gi meravkastning for eierne i et flerperiodisk perspektiv? Hvordan vil ulike scenarier påvirke netto nåverdien?"

Det var viktig for gruppen å skrive en oppgave om et tema som interesserte oss, samt at problemstilling vår skulle være av betydning for bedriften vi valgte å skrive om.

Vår analyse er gjort med bakgrunn i netto nåverdimetoden og internrentemetoden. For å løse oppgaven har vi utarbeidet tre scenarier, med tre ulike markeder i hvert scenario. Alle scenariene er tillagt ulik sannsynlighet på bakgrunn av vår markedsanalyse. Grunnlaget for scenariene er gjort på bakgrunn av hvordan vi, og andre, tror markedet utvikler seg. Perioden på prosjektet er satt til 20 år, da man etter dette må medregne totalrenovering av bygget. I år 20 beregnes det ut en restverdi, og prosjektet ender etter disse årene. Vi har sett på ulike tilnærmingsmetoder for å komme frem til et avkastningskrav for Gyldenløve, ettersom de ikke er børsnotert.

For å gi Gyldenløve ulike muligheter har vi løst oppgaven ved hjelp av realopsjoner. Vi har også funnet fleksibilitetsverdien av disse opsjonene. Det er også gjennomført en sensitivitetsanalyse for å finne marginen til avkastningskravet i forhold til de ulike scenariene.

Innholdsfortegnelse

FORORD **2**

SAMMENDRAG **3**

INNLEDNING **6**

INFORMASJON OG HISTORIE OM BEDRIFTEN 6
PROBLEMSTILLING 6
FORMÅL 7
FAKTA OM TOMTEN 7

METODE **8**

VALG AV METODE 8
FORSKNINGSDESIGN 10
DATAINNSAMLING 10
KVANTITATIV METODE 11
KVALITATIV METODE 11

TEORETISKRAMMEVERK **11**

AVGRENSNINGER OG FORUTSETNINGER 11
NETTO NÅVERDI-/NÅVERDI- METODEN OG INTERNRENTE 13
TOTALKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV – WACC 13
EGENKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV – CAPM 14
ESTIMERING AV RISIKOFRI RENTE - (R_F) 15
MARKEDETS RISIKOPREMIE - [E(RM)-RF(1-S)] 16
BETA - (B) 16
Blume-effekten *17*
SENSITIVITETSANALYSE 18
EFFISIENSTEORI 18

MARKEDSANALYSE **19**

REALOPSJONER 22
Realopsjoner fremfor tradisjonelle nåverdiberegninger? *22*

KONSISTENSBETINGELSER **23**

Nominell/reell *24*
Levetid *24*
Skatt *24*
Lånerente *25*

AVKASTNINGSKRAV OG RISIKOVURDERING **25**

UDIVERSIFISERT EIER 25
AVKASTNINGSKRAVET 25
Bransjetilnærming *27*
Proxytilnærming *27*
ANALYSE 29
HVA ER RELEVANT I KONTANTSTRØMSANALYSENE VÅRE? 29
Beregning av driftsinntekter *31*
Beregning av driftskostnader *31*
Husleie *32*
Avskrivninger *32*
Inntekter og kostnader ved restauranten *32*
ANALYSE AV SCENARIENE SETT OPP MOT MARKEDSSITUASJONEN 33
Marked 1 – 20% sannsynlig *33*
Scenario 1 – hotellrom + hotellrom *34*
Scenario 2 – hotellrom + leiligheter *35*
Scenario 3 – full utbyggelse *35*
Marked 2 – 35% sannsynlig *36*
Scenario 1 – hotellrom + hotellrom *36*
Scenario 2 – hotellrom + leiligheter *37*
Scenario 3 – Full utbyggelse *37*
Marked 3 – 45% sannsynlig *37*
Scenario 1- hotellrom + hotellrom *38*
Scenario 2 – hotellrom + leiligheter *39*
Scenario 3 – Full utbyggelse *39*
FORVENTNINGSVERDIER 39
Scenario 1: *40*
Scenario 2: *40*
Scenario 3: *40*
OPPSUMMERING AV SCENARIENE OG FUNN 40
Scenario 1 ..... *41*
Scenario 2 ..... *41*
Scenario 3 ..... *41*
SENSITIVITETSANALYSE 41
KRITIKK AV OPPGAVEN 42
KONKLUSJON 43
LITTERATURLISTE 44
VEDLEGGSOVERSIKT 48

Innledning

Informasjon og historie om bedriften

Best Western PLUS Gyldenløve Hotell A/S på Kongsberg er et hotell med 63 rom per i dag og 24 ansatte, og blir å regne som et business hotell. Klientellet består stort sett av forretningsreisende fra hele verden som skal besøke Næringsparken på Kongsberg, i tillegg til noe turisme og andre reisende. Hotellet tilbyr også en a-la-carte restaurant, en bar, konferanse- og møterom, transporttjeneste til Næringsparken, gratis internett over hele hotellet, et lite treningsrom med sauna, og samarbeid med forskjellige bedrifter i Kongsberg som for eksempel Kongsberg Golfbane, Kongsberg Skisenter med flere.

Best Western PLUS Gyldenløve Hotell A/S (heretter omtalt som Gyldenløve) ble bygd i forbindelse med Olympiaden i Oslo i 1952. Det var lite hotellkapasitet på Kongsberg, og ettersom Olympiaden skulle til hovedstaden, så Kongsberg kommune sitt snitt til å markedsføre byen og næringslivet, og derfor valgte å involvere seg økonomisk i hotellprosjektet i samarbeid med Handelsstanden, Stortinget og Banken. Gyldenløve ble bygd med fire etasjer i tillegg til kjeller og ble solgt til Ole og Guri Sel i 1967, og har siden vært familiedrevet. Gro Sel og Geir-Aage Tveito tok over i 1990, og hotellet har siden den gang blitt utvidet med en ny fløy på to etasjer og det er blitt gjort flere renovasjoner av hotellrom, resepsjonsområde og fellesarealer.

Problemstilling

"Vil ekspansjon av nåværende hotelldrift ved oppkjøp av tomt og utbygging gi meravkastning for eierne i et flerperiodisk perspektiv? Hvordan vil ulike scenarier påvirke netto nåverdien?"

Formål

I dag består hotellet av ett bygg i tillegg til en ny fløy som ble bygget på 90-tallet. Eierne har hatt en tanke om å kjøpe opp nabotomten i mange år, men de har ikke foretatt noen analyser på om det vil være lønnsomt å kjøpe tomten og å bygge et nytt bygg. Derfor vil vi se på om et kjøp av tomten og å bygge et nytt bygg, vil gi meravkastning gjennom å analysere i et flerperiodisk perspektiv slik at eierne kan få en bedre idé om det vil være lønnsomt. Vi vil også lage flere scenarier på ulike utfall av bygningen, slik at eierne kan se hvilken løsning som kan være mest lønnsom eller mest praktisk for deres behov.

Fakta om tomten

Tomten har et areal på 363 kvm, og grenser til Storgata og Hermann Foss gate. På tomten i dag eksisterer det en sykkelbutikk og eieren av butikken leier plass på tomten av grunneieren. For å i det hele tatt kunne bygge på tomten må man vite hva de juridiske rammebetingelsene tillater, og dette har vi sett nærmere på ved sentrumsplanen til Kongsberg. Sentrumsplanen heter 380R, Nordre del av Storgata - område 39.
Etter å ha snakket med ledelsespersoner i PK Eiendom har vi fått vite at en forventet kostnad ved kjøp av tomten vil være på ca. 5 mill. kr.

1.1 Arealbruk.

I bestemmelsene av arealbruken av tomten har det kommet frem at den kan benyttes til forretninger, overnatting, bevertning, forsamlingslokale, kontor og bolig. Det har også blitt innvilget en parkeringskjeller for gjester. Eiendommen gir oss totalt 48 hotellrom som vil bli fordelt på 4 etasjer. Hotellrommene vil starte fra 2 etasje og opp til 5 etasje. 1 etasje er lovpålagt til å ha en form for næring, og vil ikke bli brukt til hotellrom, men til restaurant.

1.2 Bestemmelser og høyder

I intervjuet med PK Eiendom fikk vi vite at utnyttelsesgraden på tomten vil ligge på ca. 90%. Dette gir en utnyttelsesgrad på 326,7 kvm. Videre tillattes det en

gesims- og mønehøyde på 17,5 m mot Hermann Foss gate. Med gesimshøyde menes høyde til skjæringen mellom ytterveggens ytre flate og takflate. Mønehøyde er høyden fra overkant møne (vinkelpunkt) til planert terrengs gjennomsnittsnivå rundt bygningen. Mot Storgata tillates det inntil 10m gesimshøyde og en mønehøyde inntil 14,5 m.

1.3 Spesielle krav til utforming av bebyggelsen

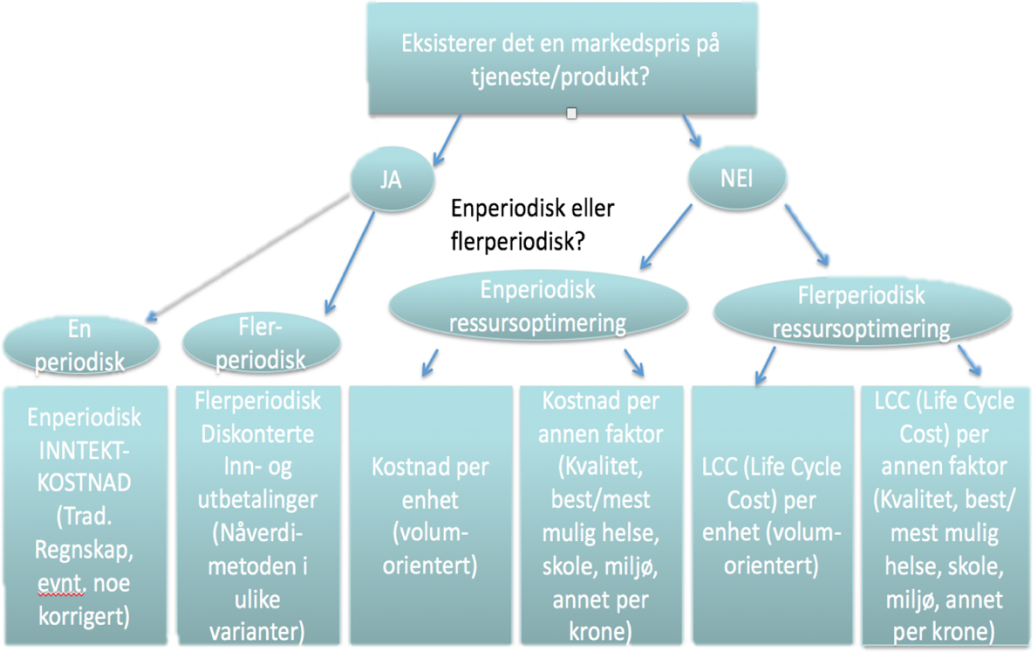
Bygget skal ha skråtak mot Storgata, og disse skråtakene skal være minst 6 m. fra takskjegg til møne. Med disse bestemmelsene vil det være mulighet for å få 3 etasjer mot Storgata pluss 4. etasje med skråtak, og 4 etasjer mot Hermann Foss gate pluss 1 etasje med skråtak.

Metode

Valg av metode

For at vi skal kunne gi et forslag til beslutning til eierne må vi vite hva eierne ønsker for bedriften, slik at vi kan velge kriterier eller et kriterium som understøtter eiernes ønsker. I kurset BST9502 og temaet beslutningsteori har vi tilegnet oss kunnskap om at flertallet av eiere ønsker å maksimere sin formue, men at beslutningsforslagene vi kommer frem til kan være med på å oppfylle andre målsetninger også. I dette tilfellet kan dette være økte markedsandeler på hotellmarkedet på Kongsberg.

For valg av metode har vi tatt utgangspunkt i beslutningsmodellen som ble gjennomgått i kurset Økonomistyring og Investeringsanalyse.



Figur 1: Beslutningsmodell

Hotellet tilbyr en tjeneste som eksisterer med en markedspris. Hotellrom blir priset etter markedet, som igjen blir påvirket av konkurrenter og etterspørsel. Da blir valget videre om man skal velge én-periodisk eller en flerperiodisk vurdering. Vi har allerede i problemstillingen nevnt at dette er en flerperiodisk vurdering, siden bygget vil ha en relativt lang levetid. Siden investeringsobjektet er et nytt bygg i forbindelse med hotellet, kan vi tenke oss at levetiden vil baseres på når det må totalrenoveres. Små renoveringer vil ikke bli sett på som en investering av stor betydning. Derfor anser vi dette prosjektet som en flerperiodisk vurdering.

Ved en flerperiodisk vurdering vil en netto nåverdianalyse være en god metode for å finne ut om prosjektet er lønnsomt. Det vil være usikkerhet forbundet med forventede kontantstrømmer, levetid og avkastningskrav. Det er spesielt vanskelig ved en flerperiodisk vurdering siden vi vurderer verdier langt frem i tid.

Vi har valgt å bruke WACC-modellen for å beregne totalavkastningskravet. For å beregne dette finner vi først egenkapitalen avkastningskrav ved hjelp av CAPM. Disse vil det utredes for senere i oppgaven.

Forskningsdesign

Ved valg av forskningsdesign vil man beskrive en overordnet plan som vil fortelle hvordan problemstillingen skal belyses og svares (Sander, 2016, 06.03). Vi har 3 ulike designtyper og bruksområder:

- Kausalt design (Når man har to variabler og vil finne sammenhengen til årsaken).
- Deskriptivt design (hensikten med deskriptivt design er å innhente kvantitativ data, hvor størrelser skal tallfestes).
- Eksplorativt design (Når man vil være utforskende til temaet til problemstillingen, siden den kan være uklar hvis man ikke har nok forståelse).

Da ingen av oss har stor erfaring når det gjelder hotellmarkedet, vil et eksplorativt design være et godt valg for å få en god forståelse på hvordan vi kan anvende verktøyene vi har blitt undervist i Økonomistyring og Investeringsanalyse. På denne måten har vi mulighet til å estimere en mer korrekt kontantstrøm, som vil kunne gi en verdi for eierne.

Datainnsamling

Ved datainnsamling skiller man mellom kvantitativ og kvalitativ data. Disse kategoriseres under primær- og sekundærdata. Begge disse innsamlingsmetodene er gode på hvert sitt område, men alt avhenger av hva slags problemstilling man har. Ønsker man å vite ”hvorfor”, ”hva” og ”hvilke” vil kvalitativ metode være best egnet, men dersom man ønsker å vite ”hvor mange” vil kvantitativ metode mer anvendelig (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010).
Primærdata er data som blir samlet inn for et bestemt formål som ikke eksisterer fra før, som for eksempel intervjuer.
Sekundærdata er informasjon som allerede eksisterer og kan for eksempel bli funnet gjennom internett og artikler.

Kvantitativ metode

Ifølge boken ”Metode og Dataanalyse” (2.utgave. Gripsrud, Olsson og Silkeoset) er kvantitativ datainnsamling data som kan uttrykkes i tall eller mengdeenheter. Som primærdata ved kvantitativ metode har vi funnet kostnadene rundt prosjektet, bygg og tomt som vi har anskaffet gjennom intervju med ledelsespersoner ved PK Eiendom. Under sekundærdata har vi for eksempel brukt bransjebeta og arbeidsledigheten. Bransjebeta har vi funnet via Damodaran og arbeidsledighet via SSB sine hjemmesider.

Kvalitativ metode

Ved kvalitativ datainnsamling er stikkordet fullstendighet. Det som menes med dette er at vi analyserer dataen slik at vi kan få en beskrivelse og forståelse av sammenhenger rundt problemet.
De primære dataene har vi anskaffet gjennom intervjuer med lederpersoner ved Gyldenløve og PK Eiendom. Under intervjuet med Gyldenløve fikk vi vite hvorfor de ønsker å investere i et nytt bygg, og grunnen er at hotellet ikke alltid har kapasitet med tanke på hotellrom for å møte etterspørselen i markedet. Intervjuet med PK Eiendom ga oss et godt innsyn i hvordan bygget kan bli, og hva vi må ta hensyn til når det gjelder lover og regler på tomteområdet.

Teoretiskrammeverk

Avgrensninger og forutsetninger

Når man skal estimere kontantstrømmer for en lengre periode vil netto nåverdien være mer usikker ettersom vi må gjøre et forsøk på å forutse hvordan fremtiden vil bli. For å i det hele tatt gjøre denne estimeringen mulig, har vi foretatt flere avgrensninger slik at det vil være enklere å estimere kontantstrømmen.

- Den estimerte levetiden har vi satt til 20 år etter anbefaling av PK Eiendom. I dette intervjuet ble det basert på erfaring fastslått at total renovering vil skje etter ca. 20 år.
- Rentekostnadene vil ikke behandles i kontantstrømmen, da WACC-modellen håndterer disse.
- Investeringstidspunktet vil være i år 0.
- I kontantstrømmen vil vi kun ta hensyn til kostnader knyttet til nybygget.
- Restverdi blir beregnet i år 20.
- I utarbeidelsen av restaurantkostnadene i kontantstrømmen har vi beregnet arbeidsgiveravgift og feriepenger ut ifra brutto lønnskostnader. Innberetningspliktig fordeler faller bort (tlf., div. forsikringer, pensjonsordning (OTP) etc.) som følge av mangel på en mer spesifisert lønnsoversikt enn resultatregnskapet.
- Lønnskostnadene til rengjøringspersonell er en variabel kostnad som følgelig varierer med beleggsprosent. Disse estimatene er beregnet på informasjon oppgitt av Gyldenløve.

For å kunne løse oppgaven basert på problemstillingen vår, har vi kommet frem til følgende forutsetninger:

- Skatten er lik i alle år.
- Inflasjon vil være på samme nivå hvert år.
- For enkelhets skyld har vi forutsatt at investering skal skje i år 0, og bygget står ferdig i år 1. Byggeperioden varer i 2 år, og det vil vanligvis være en garantisum til utbygger på ca. 10% som blir trukket fra initialinvesteringen og blir betalt i starten av prosjektet. Vi anser tidskostnaden mellom betaling av garanti og resten av investeringen som lite utslagsgivende, derfor blir dette en momentaninvestering i år 0.
- Avkastningskravet er konstant.

Andre forutsetninger som tas underveis i oppgaven vil kommenteres der de oppstår.

Netto nåverdi-/nåverdi- metoden og internrente

For å kunne beregne verdien av et prosjekt i dag, kan man benytte netto nåverdi metoden. Denne beregningsmetoden baseres på fremtidig diskonterte kontantstrømmer, altså inn- og utbetalinger diskontert med en rente som er basert på for eksempel WACC som vi vil gjøre rede for senere i oppgaven. Det som skiller netto-nåverdimetoden og nåverdimetoden er at i netto-nåverdimetoden tar man i betraktning investeringsbeløpet, slik at nettonåverdien blir korrekt. Om nettonåverdi er større enn null, vil investeringen være lønnsom og dermed ha større avkastning på prosjektet enn hva eierne krever, mens dersom nettonåverdi er mindre enn null vil prosjektet ses på som ikke lønnsomt. I vår oppgave har vi forskjellige alternativer, hvor vi da vil velge det alternative som gir størst formuesøkning for eierne.

Internrente er den renten som gjør netto-nåverdi lik 0 (Finansleksikon, 2016*)*. Internrentemetoden brukes for å finne diskonteringsrenten som neddiskonterer forventede fremtidige kontantstrøms verdier slik at vi får vite dagens pengeverdi. Fundamentet ved diskonteringsrenten er at penger i dag er mer verdt enn penger i fremtiden, derfor vil det være logisk å diskontere kontantstrømmen.
For å gi et klarere bilde av internrenten i forhold til avkastningskravet må man se dette i sammenheng med netto nåverdimetoden. Sammenhengen mellom avkastningskravet og internrenten er slik:

- Internrenten > Avkastningskravet = Prosjektet er lønnsomt.
- Internrenten < Avkastningskravet = Prosjektet er ikke lønnsomt.

(Bøhren, Ø. og Gjærum , P.I., 2016)

Totalkapitalens avkastningskrav – WACC

Når vi skal beregne avkastningskravet til eierne og långivere benytter vi oss av totalkapitalmetoden og ikke egenkapitalmetoden. For å regne ut avkastningskravet

til totalkapitalen har vi valgt den mest brukte metoden, som er WACC; Weighted Average Capital Cost.

Formelen uttrykkes slik:

*R(T) = R(E)*W(EK)+R(G)*W(G)*(1-S)*

Hvor:

R(T): Totalkapitalens avkastningskrav

R(E): Egenkapitalens avkastningskrav

W(EK): Andel egenkapital i %

R(G): Kreditors avkastningskrav (lånerente)

W(G) Andel gjeld i %

S: Skatt

(Bøhren, Ø og Michalsen, D, 2012, s100)

For videre å kunne identifisere totalkapitalens avkastningskrav må vi beregne egenkapitalens avkastningskrav, som vi kan finne ved hjelp av CAPM.

Egenkapitalens avkastningskrav – CAPM

De tre økonomene Sharpe, Linter og Mosner utviklet på 1960-tallet en modell for estimering av forventet avkastning for eiere og kreditorer, kalt Kapitalverdimodellen, også kjent som CAPM (Capital Asset Pricing Model). Modellen er ment å forklare forholdet mellom risiko og forventet avkastning og er i dag en av de mest sentrale finansmodellene (Sander, 2016). CAPM har vært gjenstand for mye kritikk og flere empiriske undersøkelser tyder på at modellen kanskje ikke har like stor forklaringskraft som først antatt (Schmidt, 2009).

Kritikk som ofte rettes mot CAPM er at modellen ikke gir objektive estimater for egenkapitalens avkastningskrav og således ikke gir et riktig virkelighetsbilde. Tre av grunnene til dette er som følger:

- Modellen er matematisk utledet og ikke basert på observasjoner
- Det kan stilles spørsmål ved graden av pålitelighet i estimatene
- Estimeringsprosedyrens mange valgmuligheter kan så tvil om konsistensen og sammenligning av estimatene (Schølberg 2009).

Modellen fremstilles matematisk på følgende måte:

$R(E) = rf*(1-S) + [E(Rm)- rf*(1-s)] * \beta ek$

Hvor:

Rf: Risikofri rente

S: Skatt

E(Rm): Forventet avkastning på markedsporteføljen

βek: Egenkapitalbeta

Estimering av risikofri rente - (r_f)

CAPM er ment å gjenspeile den avkastningen en investor kan oppnå på en alternativ risikofri plassering. Begrepet risikofri rente blir ofte forklart som tre måneders statsobligasjonsrente, fordi det anses som usannsynlig at Staten ikke vil innfri lånet, hvert fall den norske stat. Ved kjøp av en obligasjon vil man gi et lån til enten staten eller et selskap, henholdsvis statsobligasjon eller kredittobligasjon (Morningstar, 2016, 22.04). I en undersøkelse gjort av Norsk Finansanalytikers Forening (NFF) og PwC i 2014 kommer det frem at 33 % av respondentene (NFFs medlemmer) bruker en 10-årig statsobligasjon som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapital for norske selskaper (PWC, 2015). I mars 2016 var renten på en 10 års statsobligasjon 1,33 % i Norge (Norges Bank, 2016). Vi vil videre i vår oppgave benytte 10 års statsobligasjon på 1,33% som beregningsgrunnlag for risikofri rente.

Markedets risikopremie - [E(r_m)-r_f(1-s)]

Markedets risikopremie er premien du forventer ved å påta deg mer risiko. Dette er i praksis forskjellen mellom risikofri rente etter skatt og forventet avkastning på markedsporteføljen. Den risikofrie renten og markedets risikopremie er begge makrostørrelser og tallene blir de derfor de samme uansett prosjekt (Bøhren og Michalsen 2014, side 94). For å beregne markedets risikopremie trenger vi derfor et estimat på forventet avkastning på markedsporteføljen, som i utgangspunktet skal inkludere alle investeringsmuligheter i økonomien. For å komme frem til et slikt estimat ender man i praksis opp med å ta i bruk en bredt sammensatt aksjeindeks som proxy for markedsporteføljen (Norli 2011).
PwC sin markedsundersøkelse på risikopremien i det norske markedet konkluderte med at denne var på 5 % i 2015, altså samme nivå som tidligere år. Undersøkelsen er basert på svar fra 151 medlemmer av Norske Finansanalytikers Forening (PWC, 2015). En lignende undersøkelse ble også utført av Espen Sirnes i 2010, og det ble da konkludert med en premie på 5,4%. Dette var uten å justere for «Survivor Bias», som ville ha redusert anslaget noe (Berthling-Hansen, 2015 forelesningsnotater). På bakgrunn av PwC sin undersøkelse og at risikopremien tidligere har vært tett opp under 5 % har vi valgt å benytte oss av dette estimatet når vi senere skal finne avkastningskravet til egenkapitalen.

Beta - (β)

Siste elementet i CAPM er beta. Beta måler samvariasjonen mellom en aksje og markedet. Beta representerer med andre ord den risikoen en eier ikke kan diversifisere bort, som for eksempel endringer i makroøkonomiske forhold (Campbell, 2011). Beta påvirker i stor grad relevant avkastningskrav og å måle beta direkte er umulig, så for å fastslå en indirekte betaverdi gjøres dette som oftest ved å ta et utgangspunkt i estimerte betaer for selskaper som er notert på en børs i samme sektor (Norli 2011).

Vi har tre hovedfaktorer som driver en betaverdi. Disse er følgende:

- Inntektsrisiko (målt ved svingninger i inntekt)
- Kostnadsrisiko (målt ved «operasjonell gearing»)
- Gjeldsrisiko (målt ved «finansiell gearing» eller gjeldsgrad) (Berthling-Hansen, 2015 forelesningsnotater)

Blume-effekten

I 1975 ga Marshall Blume ut en artikkel som ville påvirke synet på betakoeffisienten til den dag i dag. I denne artikkelen forklarer Blume at selskaper som er diversifiserte ikke nødvendigvis velger riktig betakoeffisienten for porteføljen sin. Han forklarer at hvis man har en portefølje som er delt ut på 100 forskjellige aksjer vil betaverdien bli estimert ut ifra den laveste betaen. Dette vil da føre til en undervurdert beta som blir brukt til å beregne porteføljen. Han mente at dette kunne gi flere negative feil enn positive. Hvorfor betaene kunne være så varierende når det er utdelt på 100 aksjer kunne avhenge av hva slags type virksomhet det var, noe som ville gi en urealistisk stor eller liten beta.
Videre forklarer han at selv om betaen var konstant, ville porteføljen ha en tendens til å bli mer drastisk i en periode enn i neste. Dette var på grunn av at betaverdier hadde av en ukjent årsak en tendens til å bevege seg nærmere en markedsverdi hvor alle betaer er lik 1 etter en lengre periode (Blume, 1975).

Når betaene tenderte i en periode til å bli ekstreme, kalte Blume dette for ”order bias”. Blume justerte da betakoeffisientene for ”order bias”, noe som i dag er kjent som Blume-effekten, under forutsetning av at disse en gang var konstante. Formelen er som følger:

β justert = β raw(ujustert) * P + 1*(1-P)

P = 0,67(estimeringsfeil)

Med tiden har det blitt kjent at man vil få en mer eksakt betaverdi hvis man justerer for Blume-effekten, men det er flere som mener at selskaper som har eksistert over lengre tid vil uansett bli påvirket av markedsgjennomsnittet, og vil bevege seg mot 1. Derfor kan det ligge en usikkerhet ved å justere for ”order bias” siden Blume sin formel tar for seg at betakoeffisienten skal være konstant. Med hensyn til selskaper som har en lang leveperiode vil det være mer eller mindre feil å justere for Blume-effekten (Blume, 1975).

Sensitivitetsanalyse

Vi vet at det er knyttet stor usikkerhet til våre estimerte kontantstrømmer og finner det derfor nødvendig å vurdere effekten av dette ved å ta i bruk en sensitivitetsanalyse. En slik analyse benyttes til å kunne forstå hvordan risiko påvirker en spesiell beslutning (Berthling-Hansen, 2015 forelesningsnotater). For å foreta en sensitivitetsanalyse er det hensiktsmessig å bruke funksjonene ”Solver” eller ”Goal Seek (Målsøking)” i Excel. Da har man mulighet til å endre variabler som avkastningskrav og netto nåverdi med den hensikt å undersøke den ukjente variabelen.

Effisiensteori

”I et effisient kapitalmarked vil prisene fullt ut reflektere tilgjengelig informasjon”. Dette ble sagt av Eugene Fama i 1970. Det han mener med dette er at alle som eksisterer i et markedet har tilgang til identisk informasjon lik sine konkurrenter. Hvis en investor vil investere i et nytt prosjekt er han ute etter en bedre avkastning enn hvis han satt pengene i banken (Espen Skaldehaug, Forelesningsnotat 2015) Denne avkastningen kan være vanskelig å oppnå i et effisient marked siden konkurrenten vil ha det samme utgangspunktet som investoren. Hvis man skal oppnå en ekstraordinær avkastning må man ha tilgang på informasjon som ikke er tilgjengelig for alle. Dette kan være en gunstig lokasjon som gir et taktisk overtak eller at de har tilgang på særegne råvarer. Hvis dette er tilfellet vil man være i et ineffisient marked (Aksjebloggen, 2015).

Markedsanalyse

Det er viktig å foreta en markedsanalyse for å prøve å etablere et bilde av hvordan fremtiden kommer til å se ut. Man ønsker å oppnå et så realistisk bilde som mulig for at vurderingen vår skal kunne stoles på. Det er derimot tilnærmet umulig å danne et helt korrekt bilde, derfor må man ta høyde for noe risiko i vurderingen. Norge i dag er inne i en konjunkturnedgang hvor det er hovedsakelig oljeprisen sitt kraftige stup som er skylden. Dette har ført til lite oljeinvestering og førte til at BNP i Fastlands-Norge kun økte med 1 % i 2015 (SSB, 2015). Dette ga ringvirkninger ved at arbeidsledigheten har økt markant, og konjunkturutviklingen forventes å fortsette ut 2016.

Dette har man merket også på Kongsberg. Kongsberg Maritime har kuttet 200 årsverk, og FMC Kongsberg Subsea besluttet å kutte 550 årsverk i 2015 (E24, 2015). Ettersom byens forretningstrafikk er sterkt knyttet opp mot oljesektoren har fallet i oljepris ført til at oljebasert aktivitet på Kongsberg har minket. Driftsinntektene til hotellet falt fra 19,2 millioner kroner i 2013 til 18,5 millioner kroner i 2014 da oljeprisen først begynte å synke. Derimot økte driftsinntektene i 2015 til 19,5 millioner kroner, noe som tyder på at selv om oljebasert aktivitet har minket, har resten av Næringsparken trukket flere forretningsreisende enn tidligere. I intervju med hotell ledelsen på Gyldenløve ble vi også forklart at de oljebaserte virksomhetene på Kongsberg har leid inn flere konsulenter enn tidligere for å prøve å hanskes med den svake utviklingen i næringen. Dette forklarer noe av oppgangen i driftsinntektene til Gyldenløve i 2015.

Selv om 2015 hadde en positiv effekt på driftsinntektene til Gyldenløve, gir ikke det grunn til økt optimisme i 2016. Ettersom konjunkturutviklingen i landet forventes å vare ut 2016, tror også hotell ledelsen på Gyldenløve at aktiviteten vil holdes på ca. samme nivå som i 2015. Etter samtale med ledelsespersoner i PK Eiendom (profesjonell forvaltning av bolig-og næringseiendom) på Kongsberg, støttet de påstanden om aktivitetsnivået. PK Eiendom mener at markedet på Kongsberg vil forholde seg mer eller mindre på samme nivå, men at det vil bli

vekst om noen år igjen. Dette grunnla de på at Kongsberg Næringspark tilbyr mye mer enn kun oljebasert virksomhet, som for eksempel GKN Aerospace, Kongsberg Gruppen og Kongsberg Defence Systems som leverer fly komponenter, posisjoneringssystemer og forsvarsprodukter for å nevne noe.

Direktør for Norsk Olje og Gass, Karl Eirik Schjøtt-Pedersen uttalte i lokalavisa til Kongsberg (Laagendalsposten, 26.april 2016) at han har stor tro på fremtiden i Kongsberg. Han uttalte at han mener markedet vil oppleve enda litt mer nedgang i 2016 og 2017, men at oljekrisen vil snu på grunnlag av to ting; et krav om reduserte utslipp og en enorm folkevekst som har behov for elektrisk energi. Han påstår at olje og gass vil dominere Norge i lang tid fremover, og sikter til Kongsberg som leverer ifølge han selv de fremste i verden med tanke på undervannsløsninger i forbindelse med olje og gass.

Vi må også ta i betraktning konkurransen mellom hotellene i Kongsberg i en markedsanalyse. Det er per i dag ett annet hotell, og et vandrerhjem på Kongsberg, i tillegg til at det er planlagt utbygging av et nytt hotell innen 2018 som er i sammenheng med det andre hotellet, Quality Grand Hotel. Per i dag er hotellkapasiteten i Kongsberg sprengt i midtuken utenom ferier, og ettersom konkurrenten til Gyldenløve skal bygge ut et hotell som blir Comfort hotell på rundt 120 hotellrom, kan det også ses på som at man mener det vil bli en positiv utvikling i markedet i de kommende årene. Comfort hotellet vil ikke bli et forretningshotell primært, men man må regne med at markedet vil oppleve et lite skift.

På bakgrunn av ovennevnte analyse kommer vi frem til at vi deler markedet opp i tre deler:

- **Marked 1:** Svak vekst i markedet.
- **Marked 2:** Moderat vekst i markedet.
- **Marked 3:** God vekst i markedet.

Dette fører oss frem til idéen om ulike tilnærminger til utbyggingen. I og med at man ikke vet sikkert hvordan fremtiden vil utspille seg, finner vi det viktig å

kartlegge forskjellige scenarier sett opp mot markedssituasjonen. Vi ser for oss tre ulike scenarioer:

- **Scenario 1:**
  Grunnbygg på 26 hotellrom, med utvidelsesopsjon på ytterligere 22 hotellrom.
- **Scenario 2:**
  Grunnbygg på 26 hotellrom, med utvidelsesopsjon på 12 leiligheter.
- **Scenario 3:**
  Full utbyggelse av hotellrom.

I Scenario 1 er idéen at man bygger ut trinnvis, med hensyn til etterspørsel. Dette betyr ikke at man bygger ut hver gang etterspørselen blir større enn kapasiteten, men heller det at hvis man opplever vekst etter noen år, så har man mulighet til å bygge ut videre.
Scenario 2 består av et grunnbygg på 26 hotellrom, men gir mulighet til å trinnvis utbygge med leiligheter for å kunne gi et konkurransefortrinn i forhold til konkurrenten.
I det siste scenariet velger vi å bygge ut fullt med hotellrom, noe som gir en grunninvestering på 48 hotellrom totalt, da dette er maks kapasitet på tomten.

Siden vi står ovenfor tre forskjellige markedsutsikter, må man tillegge hvert marked en sannsynlighet som baseres på ovennevnte analyser, historisk utvikling og skjønn. Vi gjør dette for at beregningene skal kunne befestes i virkeligheten, selv om det kan ses på som noe problematisk ettersom det ikke er håndfast bevis på at fremtiden faktisk blir sånn.

Dette er sannsynlighetene vi har kommet frem til er mest fornuftige:

- **Marked 1:** 20%.
- **Marked 2:** 35%.
- **Marked 3:** 45%.

Realopsjoner

Man kan skille mellom realopsjoner og finansielle opsjoner. Finansielle opsjoner består av verdipapirer, også kalt derivater, som består av en eller annen underliggende verdiskapning (Brekke, 2005). Finansielle opsjoner har et hovedfokus på tall, noe som ikke alltid vil være et tilfelle med realopsjoner. Realopsjoner forteller oss at det ikke alltid vil være lønnsomt å investere i et investeringsprosjekt selv om netto nåverdien er positiv. Denne teorien kommer vi til å bruke i to senarioer slik at vi kan se om det vil være mest lønnsomt å bygge alt på en gang, trinnvis utbyggelse eller å ha en kombinasjon av hotellrom og leiligheter (Sødal, 2003).

Teorien om realopsjoner hadde sitt gjennombrudd på midten av 1990-tallet. Da ble den omtalt som revolusjonerende med sin teori og metode (Espen Skaldehaug, forelesningsnotat 2015).
Realopsjonsteorien som blir brukt i dag baserer seg på verdien av å ha et valg som baseres på et økonomisk grunnlag, og som kan forandres over tid. Det realopsjonsteorien vil få frem er at det eksisterer konsekvenser av å låse seg til et prosjekt selv om den har en positiv nåverdi. Det er dette Dixit & Pindyck (1994) og Trigeorgis (1996) prøver å få frem når de sier at den tradisjonelle nettonåverdimetoden ikke alltid forteller den fulle og hele sannheten (Espen Skaldehaug, forelesningsnotater 2015).

Realopsjoner fremfor tradisjonelle nåverdiberegninger?

Realopsjonsteorien ønsker å få frem den kritiske siden til netto nåverdimetoden. For eksempel hvis vi har kommet frem til en positiv nåverdi, sier den tradisjonelle metoden at vi burde gjennomføre prosjektet. Problemet med denne utregningen er at den ikke har tatt høyde for verdien av fleksibilitet. Fleksibiliteten kan hjelpe prosjektet ved usikkerhet i markedet, noe som kan være meget praktisk hvis investeringen er irreversibel. Dette vil øke verdien av opsjonen.

Ved fleksibilitet snakker vi også om tilpasningsdyktighet. Det er tre overordnede realopsjoner:

- **Exitopsjoner:** Muligheten til å forlate prosjektet hvis det utvikler seg negativt.
- **Utsettelsesopsjoner:** Muligheten til å utsette investeringsstartpunkt ved stor utsikkerhet.
- **Ekspansjonsopsjon:** Muligheten til å utvide investeringen hvis investeringen utvikler seg bedre enn først antatt.

Basert på markedsanalysen er en ekspansjonsopsjon det mest reelle alternativet. Ved en ekspansjonsopsjon vil eieren ha muligheten til å ekspandere prosjektet med en relativ liten kostnad i fremtiden. Ekspansjonsopsjon henter sin verdi fra sin fleksibilitet slik at eierne har valget om å ekspandere eller ikke, i motsetning til andre opsjoner som får verdien sin fra den underliggende sikkerheten (Investopedia, 2016).

Ved valg av en trinnvis utbyggelse med en ekspansjon med 22 ekstra hotellrom vil Gyldenløve ha fleksibiliteten til å ekspandere hvis markedet utvikler seg positivt. Hvis de får informasjon på at det ikke vil utvikle seg i den graden de ønsker kan de holde tilbake utbyggelsen frem til markedet har plassert seg der de ønsker.

Ved valget av en trinnvis utbyggelse med leiligheter fremfor hotellrom vil Gyldenløve ha den samme fleksibiliteten siden de kan vente til de har mottatt ønsket informasjon om markedet. Forskjellen fra scenario 1 vil være at de vil oppnå et konkurransefortrinn ved å bygge leiligheter fremfor hotellrom. Dette gjør at de kan skille seg ut fra markedet og levere noe unikt.

Konsistensbetingelser

Målet med konsistensbetingelser går ut på at man i en lønnsomhetsanalyse angir de ulike komponentene i alternativene det samme grunnlaget. Graden av resultatets nøyaktighet baserer seg på dette. Det betyr at nåverdiuttrykkets teller (EX) og nåverdiuttrykkets nevner (avkastningskravet) må inneha konsistens for at nøyaktigheten skal være god nok.

Nominell/reell

I våre beregninger har vi tatt utgangspunkt i informasjon fra Norges Bank. Alle tall er nominelle og blir justert for inflasjon i kontantstrømmen. Ifølge Norges Bank vil konsumprisene over tid stige med 2,5% årlig. Når det gjelder inflasjonen vil det alltid være vanskelig å få et reelt bildet av den, siden det er uvisst hva som vil ha varig prisendring og hva som vil være kortvarig på konsumprisindeksen. Ved inflasjonsstyring vil variasjonen mellom inflasjon, sysselsetting og produksjon legges vekt på hvis det skal eksistere fleksibilitet. De legger til grunn at det ikke vil være en enkel indikator som kan gi riktig indikasjon av det underliggende prispresset (Norges Bank, 2016).

Levetid

Levetiden vil være relevant siden den forteller oss hvor lenge investeringsprosjektet faktisk skal vare. Inn- og utbetalinger vil bli sett ut ifra årlig periodelengde siden vi har tatt i bruk et avkastningskrav som tar høyde for årlig avkastning.
Etter å ha snakket med ledelsespersoner i PK Eiendom har vi kommet frem til en estimert levetid til prosjektet på 20 år. Etter denne perioden vil bygget ha en del slitasje og det vil være gunstig å foreta en totalrenovasjon.

Skatt

Vi har valgt å ta med skatt i vår prosjektvurdering siden prosjektet kan fremstå urealistisk lønnsomt hvis vi ekskluderer dette (Espen Skaldehaug, forelesningsnotater 2015). Når vi har utarbeidet en kontantstrøm har vi brukt tall fra årsregnskapet, som er eks. merverdiavgift. I utarbeidelsen av totalkapitalens avkastningskrav har vi brukt bedriftsskatt på 25%.

Lånerente

I vår oppgave er lånerenten irrelevant da vi benyttet totalkapitalmetoden som beregningsgrunnlag. Dette betyr at vi ser på driftsresultatet etter skatt, og da uteblir rentekostnadene siden dette er tidligere beregnet i WACC- metoden.

Avkastningskrav og risikovurdering

Udiversifisert eier

Eierne til Gyldenløve kan man påstå er udiversifiserte. Det å være udiversifisert betyr at at man har investert alt i et selskap eller et fåtall selskaper, og risikoen vil være langt større enn om man er diversifisert. Vi kommenterer senere i oppgaven hvordan selskapsstrukturen til eierne ser ut, hvor man da vil se at eierne eier tre selskaper men alle selskapene er avhengige av hverandre. Dette er bevisst gjort av den grunn at hvis et av selskapene går konkurs, har man mulighet til å redde seg inn ved å selge eller bli kvitt det selskapet som går dårlig, og allikevel sitte igjen med de to siste selskapene som en reserveplan. Dermed unngår man å bli slått personlig konkurs.

Dette fører oss videre til punktet om risikoen i avkastningskravet vårt. En av forutsetningene for å kunne anvende CAPM er at eierne er diversifiserte, og dermed faller CAPM på sin egen argumentasjon i vårt tilfelle. Vi fant det derfor hensiktsmessig å avklare med nøkkelpersoner på Gyldenløve hvor de mener risikoen er størst. De mener etterspørselen i markedet er den største risikoen, altså hvordan markedet vil utvikle seg. Dette ledet oss til å utvikle forskjellige markedssituasjoner og utbyggingsscenarier med realopsjoner, hvor vi mener det er rimelig med likt avkastningskrav i samtlige modeller slik at avkastningskravet viser den totale risikoen for eierne.

Avkastningskravet

Vi har som tidligere nevnt valgt å benytte oss av totalkapitalmetoden (WACC) for å komme frem til et avkastningskrav for Gyldenløve. Ettersom Gyldenløve ikke er børsnotert finner vi det nødvendig å ta i bruk to ulike tilnærmingsmetoder for å komme frem til et fornuftig avkastningskrav. Disse tilnærmingsmetodene kalles

for bransje- og proxytilnærming. Med bransjetilnærming menes et gjennomsnittlig avkastningskrav for bransjen, og med proxytilnærming tar man for seg et spesifikt sammenlignbart selskap, som aller helst er børsnotert. Selskapet vi har valgt å ta for oss er Scandic Hotels Group AB som er notert i Sverige, på Stockholm-børsen.

Finansprofessoren Aswath Damodaran er kanskje aller mest kjent for sin utarbeidelse av ulike bransjebetaer. Damodarans ”total unlevered beta” i Vest-Europa for bransjen han omtaler som Hotel/Gaming er beregnet til 4.40 (Damodaran, 2016). Med Hotel/Gaming menes vanlig hotellvirksomhet og hoteller med spillmuligheter, som casino/gambling. Vi finner det derfor naturlig å stille spørsmålstegn ved en så høy betaverdi, da casino/gambling etter all sannsynlighet representerer en helt annen risiko enn hva vanlig hotellvirksomhet gjør. Dersom betaverdien er 1, svinger en aksje i takt med markedet. (Investopedia, 2016). Gyldenløves eiere er udiversifiserte og risikoen er derfor større enn for en diversifisert eier. Med diversifisering menes å spre risikoen knyttet til sin egenkapital ved for eksempel å investere i eiendeler/verdipapirer som i ulike sektorer (Rammen, 2016, 08.03).

Hva kan så sies om hotellvirksomhet generelt? Vi antar at et hotell er markedsavhengig og det er derfor nærliggende å tro at en betaverdi for et hotell bør være i området rundt 1. Hvis generell økonomi synker, vil dette kunne kompenseres med mer turisme for hotellet. Den norske kronen er svekket grunnet fallet i oljeprisen (Enge, C og Andreassen, T. M 2015) og det gjør det lettere for turister å legge ferieplanene sine til Norge enn hva tilfellet har vært tidligere. Hvor mye Kongsberg som by vil dra nytte av økt turisme til Norge, er selvsagt noe usikkert og høyst spekulativt. Videre vil også lokalsituasjonen påvirke betaverdien og Kongsberg er kjent for sin industri knyttet opp mot teknologi- og oljesektoren. Disse selskapene påvirkes også av makroøkonomiske forhold som for eksempel endringer i oljeprisen. Aktiviteten til disse selskapene vil også i stor grad påvirke Gyldenløves inntjening (Espen Skaldehaug, 11.04.2016, samtale).

Bransjetilnærming

For å finne gjennomsnittlig avkastningskrav for Gyldenløves bransje starter vi med å finne bransjebetaen. Denne forteller oss hvordan den systematiske risikoen er i bransjen Gyldenløve opererer i. Vi benytter oss av Damodarans ”total unlevered beta” på 4,40 og justerer denne for Blume-effekten:

β = 4,40*0,67+1*(1-0,67) = 3,278 ≈ 3,28

Vi benytter derfor CAPM for å finne egenkapitalavkastningskravet:

R(EK) e/skatt = 0,0133*0,75+(0,05)*3,28 = 0,173975 ≈ 17 %

Proxytilnærming

For å skaffe oss en bredere og dypere innsikt i risikoen til Gyldenløve ønsker vi nå å se på et sammenlignbart selskap, som operer i samme marked og i samme bransje. Valget falt som tidligere nevnt på Scandic, som er en stor hotellkjede med hoteller fordelt utover hele Norden og hvor den største andelen av inntjeningen kommer gjennom forretningsreisende (Nordnet, 2016). Det nærmeste vi var å finne egenkapitalbetaen til Scandic var på Reuters sine nettsider. Reuters henter sine betaverdier fra en datastrøm som måles hver måned over en fem års periode og vi har valgt å bruke betaverdien på 0,9 (industry). Vi har valgt å ta i bruk Reuters sine målingsdata ettersom målingen deres vil redusere risiko for støy (Berthling-Hansen, forelesningsnotater 2015). Vi er klar over at betaverdien på 0,9 muligens ikke representerer Scandics egenkapitalbeta, men vi finner det heller ikke urimelig at denne kan være i nærheten av 0,9. Vi finner det rimelig at en stor hotellkjede som Scandic med 224 hoteller svinger relativt likt i takt med markedet. Ettersom Scandic har en lang livssyklus og betaen vi benytter oss av ikke er spesielt lav velger vi og ikke å justere denne for ”mean reversion” og ser dermed bort fra Blume-effekten.

Følgende tall har blitt brukt i utarbeidelsen av totalkapitalavkastningskravet:

- R(f) = 0,72 (Tradingeconomics, 2016)
- [E(r_m)-rf(1-s)]: 6 % (PwC, 2014)
- Skattesats: 22 % (Tradingeconomics, 2016)

- Lånerente (STIBOR) = -0,0282 (Nasdaqomx, 2016)
- Gjeldsandel i % = 6 695 400 000/12 899 900 000 = 0,52 (Scandic, årsregnskap 2015)
- Egenkapitalandel i % = 6 204 500 000/12 899 900 000 = 0,48 (Scandic, årsregnskap 2015)

Vi anvender CAPM-modellen for å komme frem til Scandics egenkapitalavkastningskrav:

R(EK) = (0,0072*0,78)+(0,9*0,06) = 0,059616 ≈ 6 %

Gitt den lave risikofrie renten i Sverige finner vi det rimelig at avkastningskravet er i nærheten av 6 %. Det er imidlertid feil å sammenligne dette avkastningskravet med bransjeavkastningskravet, da dette representerer egenkapitalavkastningskravet og ikke totalkapitalavkastningskravet. Vi benytter derfor WACC-modellen til å beregne totalkapitalavkastningskravet til Scandic:

R(TK) = (0,059616*0,48)-(0,00282*0,52*0,78) = 0,02747189 ≈ 3 %

Med utgangspunkt i de to tilnærmingene vil det være rimelig å anta at avkastningskravet til Gyldenløve skal ligge i intervallet 3-17 %. Det er imidlertid et stort sprang når man sammenligner de to tilnærmingene. Vi finner det naturlig å sette spørsmålstegn ved et bransjeavkastningskrav på hele 17 %. Grunnen til det høye avkastningskravet er den høye betaverdien på 3,28 for Hotel/Gaming bransjen. Betaverdien som ble brukt for å beregne avkastningskravet til Scandic, på 0,9, representer en helt annen systematisk risiko og således samvariasjonen Scandic har med markedet. Som tidligere nevnt anser vi betaen på 3,28 for å være for høy og velger derfor å beregne Gyldenløves avkastningskrav etter å ha foretatt en skjønnsmessig vurdering av betaen (Berthling-Hansen forelesningsnotater, 2015). Basert på drøftelsen av betaverdien anslår vi at denne bør ligge i området 0,9-1. Siden vi mener Gyldenløve korrelerer godt med markedet generelt, vurderer vi betaverdien til 0,99, basert på våre tidligere drøftelser.

Gyldenløves egenkapitalavkastningskrav ved bruk av CAPM:

R(EK) = 0,0133*0,75+0,05*0,99 = 0,059475 ≈ 6 %

Totalkapitalavkastningskravet til Gyldenløve beregnes ved bruk av WACC-metoden:

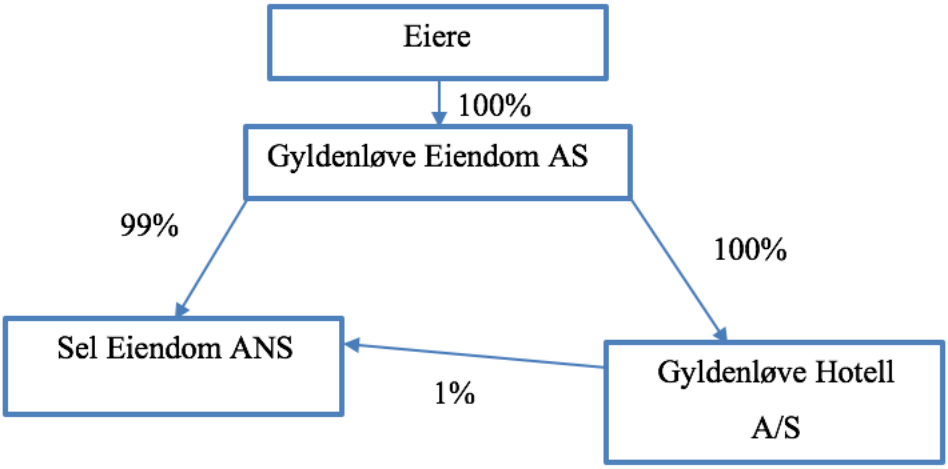
R(TK) = 0,059475*0,52+0,03976672*0,48*0,75 = 0,45243 ≈ 5 %

Etter vår oppfattelse kan man anslå at Gyldenløves avkastningskrav skal ligge i mulighetsområdet som 3-17 %. Etter alle utregningene foretatt over, velger vi å gå videre med et avkastningskrav på 5 % i våre kontantstrømsberegninger.

Analyse

Hva er relevant i kontantstrømsanalysene våre?

Hva som er relevant i kontantstrømmene våre er ganske innviklet. Dette er fordi selskapsstrukturen er komplisert da eierne styrer tre selskaper som inngår i hverandre. For å forstå strukturen har vi lagd denne modellen:



Figur 2: Eierstruktur

Problemstillingen vår går ut på hva eiernes avkastning vil bli ved å investere i tomt og utbygging, samt å drifte hotellet med en periodelengde på 20 år. Derfor vil kontantstrømmen vår ikke omhandle det hotellet som står der i dag, men kun den nye delen.

Det er Sel Eiendom ANS som gjør investeringen. Gyldenløve Hotell A/S drifter

hotellet, og dermed står for driftsinntekter og driftskostnader. Investeringssummen er forskjellig i scenariene men har en initialinvestering på minst 33.800.000. Dette er på basis av at det uansett bygges 26 hotellrom, med næring i første etasje. I Scenario 3 bygges det fullt ut fra og med første år, og initialinvesteringen er 48.000.000 kr. Erfaringsmessig vil det ofte oppstå uforutsette kostnader knyttet til utbygging av hoteller, noe som er basert på samtale med PK Eiendom. Derfor vil selve investeringssummen blir høyere i kontantstrømmen fordi det må medregnes et påslag på investeringen på 30%.

Driftsinntektene til hotellet avhenger av belegget, prisen og antall hotellrom samt leiligheter i det ene scenariet. I tillegg kommer restaurantdriften, men restauranten går med underskudd hvert år. Likevel er det ikke et alternativ å utelate restaurantdrift da dette er sentralt for gjestene på hotellet og blir derfor tatt med i kontantstrømmen. I restaurantens driftsinntekter har vi tatt høyde for inflasjon samt påslag for bedre beliggenhet som er mest realistisk ifølge samtale med en lederperson ved Gyldenløve og PK Eiendom. Driftskostnadene til restauranten består av strøm, oppvarming, vann og kloakk, lønn til servitører og kokker samt frokostvakt og kull, koks og propan. Ettersom restauranten forbruker mer vann, strøm osv., har vi brukt areal på restauranten og kjøkken som mål for hvor store kostnadene for vann, strøm og oppvarming blir. Ved lønnskostnader følger også feriepenger, arbeidsgiveravgift og arbeidsgiveravgift for feriepenger.

Driftskostnadene til hotelldriften avhenger i stor grad av antall rom og belegg. Ettersom den nye fløyen ikke har resepsjon, er det kun lønnskostnadene til stuepikene som vil øke, samt medlemsavgift til Best Western som er romavhengig, vann/kloakk, tv-lisenser, data/booking program, forsikringer, strøm, renholdsartikler og salgsprovisjon til reisebyråer.

Videre i kontantstrømanalysene våre benytter vi saldometoden på 20% for avskrivninger. For bygg og teknisk anlegg ligger avskrivningssatsen på henholdsvis 2% og 10%, justert for andel av bygg og andel av teknisk anlegg, på bakgrunn av samtale med PK Eiendom.

Beregning av driftsinntekter

For å beregne inntektene må vi som nevnt tidligere vektlegge beleggsprosent, antall rom, romdøgn per år og prisen for hotellrommet. Beleggsprosenten varierer med scenariene våre, det samme gjør antall rom, mens romdøgn per år er konstant og prisen varierer med inflasjon. Formelen for å beregne driftsinntekt for hotelldrift blir da:

Driftsinntekt = Beleggsprosent x Antall rom x Romdøgn per år (350) x (Pris x inflasjon)

Eksempelvis blir driftsinntekter i År 1 i Scenario 3, Marked 3:

DI = 55% x 48 rom x 350 romdøgn x (1080 kr. x 1,02 inflasjon)

DI = 10.178.784 kr.

Beregning av driftskostnader

Kostnadene som er nevnt over varierer med forskjellig forklaringsvariabler. Best Western medlemsavgiften, TV-lisenser, data/booking program, forsikringer og renholdsartikler varierer med antall rom. Strøm, vann/kloakk, lønnskostnader for stuepikene og salgsprovisjon varierer med romdøgn per år og belegg. Romdøgn per år er beregnet ut fra antall rom, belegg og dager i året som er fastsatt til 350.

Kostnadene som varierer med rom beregnes ved å dele totalen vi har fått oppgitt på antall rom og multiplisere med nye antall rom. For eksempel for TV-lisenser fikk vi oppgitt at kostnadene ved 50 rom er 45.000. Det vil si at for 48 rom blir nye TV lisenser i År 1 Scenario 3, Marked 3:

(45.000/50)*48 = 43.200 kr.

Kostnadene som varierer med romdøgn og belegg blir beregnet ved å først finne romdøgn, som er antall rom multiplisert med beleggsprosent multiplisert med antall døgn i året. For å beskrive dette ved et eksempel blir det:

Strøm = 60 kwh pr. solgte rom og prisen er 42 kr inkludert overføring på 0,70.

Romdøgn = 48 rom x 55% belegg x 350 døgn i året = 9240.

Strømkostnad i År 1 i Scenario 3, Marked 3 blir = 42 kr. x 9240 romdøgn = 388.080 kr.

Husleie

Ettersom Gyldenløve Hotell driftsselskap leier av Sel Eiendom ANS, betaler driftsselskapet husleie til eiendomsselskapet. Opprinnelig betaler Gyldenløve Hotell 35% av inntektene sine i husleie, men dette er på betingelse av at minimumskravet på 8% av investeringssum er møtt. Om minimumshusleien er større enn inntektsleien betales minimumet frem til inntektene overstiger minimum.
Gyldenløve Hotell drifter restauranten også, og restauranten betaler 10% av omsetningen sin til Sel Eiendom ANS som husleie. Husleien blir en kostnad for driftsselskapet, og en inntekt for eiendomsselskapet, og er følgelig inkludert i kontantstrømmen.

Avskrivninger

Prosjektets levetid er fastsatt til 20 år med en restverdi i år 20. Vi bruker saldometoden med avskrivning på 20% per år, og etter samtale med nøkkelpersoner i bedriften har vi kommet frem til at bygget består av 60% bygg og 40% teknologi, og avskrivningssatsene til disse er henholdsvis 2% og 10%.
Det betyr at i første år Scenario 3, Marked 3 vil avskrivning på bygg bli:
Investeringssum (62.400.000) x Avskrivningssats bygg (2%) x Andel bygg (60%) x Saldoavskrivning (20%) = 149.760 kr.
Avskrivningene blir lagt til igjen etter resultat etter skatt.

Inntekter og kostnader ved restauranten

Inntektene til restauranten har vi basert på de siste tre årene, og det samme med driftskostnadene. Dette er på grunn av at disse vil ikke endres nevneverdig ettersom det ikke vil trengs noen nyansettelser og inventaret er inkludert i investeringsbeløpet. Det eneste vi har justert er lønnskostnader i forhold til inflasjon, samt et påslag på inntektene med 20% på bakgrunn av samtale med

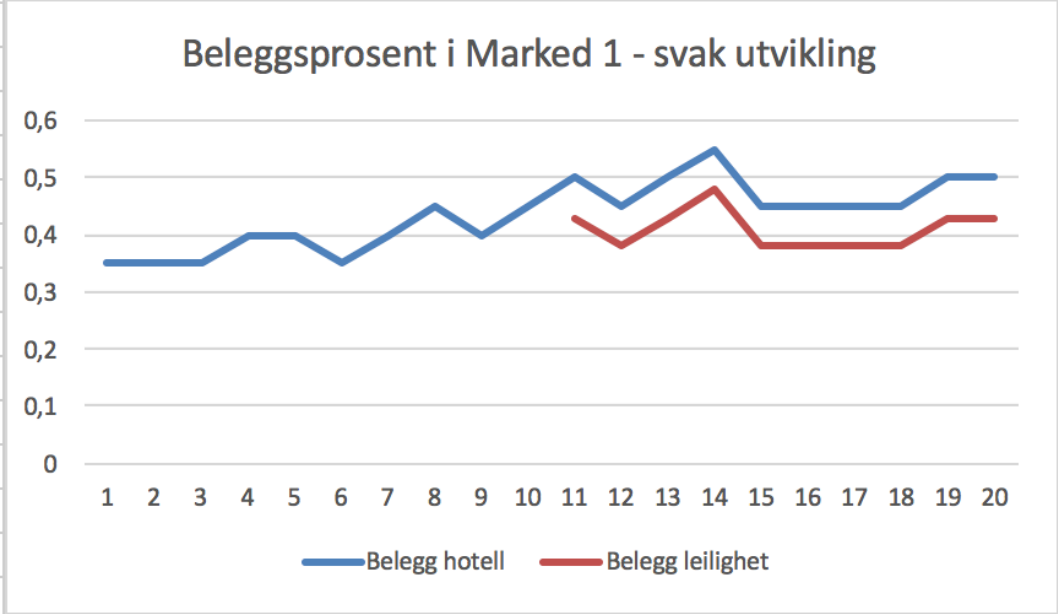
lederperson i Gyldenløve, siden restauranten får en bedre lokasjon med innsikt fra gatenivå, og et påslag på strøm, vann, kloakk, lys og varme på 30% siden restauranten naturligvis forbruker mer enn resten av hotellet. Kostnadene forbundet med strøm, vann osv. er basert på antall kvadratmeter multiplisert med påslaget. Vi beregnet også endring i varelager, men har bestemt oss for å utelate dette da endringen ikke påvirker kontantstrømmen nevneverdig.
Restauranten betaler også 10% leie av omsetningen sin til eiendomsselskapet, som nevnt tidligere.

Analyse av scenariene sett opp mot markedssituasjonen

I dette punktet vil vi analysere de forskjellige scenariene i hvert marked samt diskutere verdien av fleksibilitet i Scenario 1 og 2. Avkastningskravet lagt til grunn for alle kontantstrømmene er 5%.

Marked 1 – 20% sannsynlig

Marked 1 bygges på et marked med lav vekst. Her har vi lagt til grunn en lav oljepris i årene fremover, samt lavt aktivitetsnivå på teknologibedriftene i Kongsberg.



Figur 3: Beleggsprosent i Marked 1 – Svak utvikling

Beleggsprosenten på 35% de første årene er meget lavt, og er langt unna snittet til hva Gyldenløve ligger på i dag, og generelt i Norge. Gjennomsnittlig beleggsprosent i 2015 på Gyldenløve var ca. 65%. Videre ser vi svingninger i beleggsprosenten hvor ytterpunktene er 35% og 55%, mens gjennomsnittlig beleggsprosent i perioden på 20 år er 43,5% for hotellrom. Når det gjelder leiligheter svinger beleggsprosenten mellom 38% og 48%.

Scenario 1 – hotellrom + hotellrom

Grunninvesteringen er på 26 rom, og i år 15 gjøres en nyinvestering på nye 22 rom.

Et utdrag fra kontantstrømmen uten utbyggelse:

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6
- 43 940 000	2 751 181	2 785 577	2 820 695	3 171 666	3 214 535	2 930 395

År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14
3 302 924	3 689 613	3 394 966	3 797 318	4 214 835	3 909 362	4 343 879	4 794 544

År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
4 086 359	4 147 741	4 210 369	4 274 268	4 763 621	40 196 018

I scenariet uten utbyggelse får vi en NNV på 14.202.127 kr. og en IRR på 7,547%.

Et utdrag fra kontantstrømmen med utbyggelse:

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6
- 43 940 000	2 751 181	2 785 577	2 820 695	3 171 666	3 214 535	2 930 395

År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14
3 302 924	3 689 613	3 394 966	3 797 318	4 214 835	3 909 362	4 343 879	4 794 544

År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
- 9 103 089	7 371 822	7 492 698	7 616 016	8 538 711	56 545 598

I scenariet med utbyggelse får vi en NNV på 19.811.316 kr. og en IRR på 8,184%.

Scenario 2 – hotellrom + leiligheter

Vi ønsket å kunne kombinere hotellrom og leiligheter for å skape et konkurransefortrinn i et marked med en lav beleggsprosent i startfasen av prosjektet, men som har svak utvikling og dermed ha en mulighet for å innta større markedsandeler utover i prosjektperioden. Grunninvesteringen er på 26 rom og i år 10 ekspanderer vi med 12 leiligheter.

Uten utbyggelse:

År 0	**År 1**	**År 2**	**År 3**	**År 4**	**År 5**	**År 6**
- 43 940 000	2 751 181	2 785 577	2 820 695	3 171 666	3 214 535	2 930 395

År 7	**År 8**	**År 9**	**År 10**	**År 11**	**År 12**	**År 13**	**År 14**
3 302 924	3 689 613	3 394 966	3 797 318	4 214 835	3 909 362	4 343 879	4 794 544

År 15	**År 16**	**År 17**	**År 18**	**År 19**	**År 20**
4 086 359	4 147 741	4 210 369	4 274 268	4 763 621	40 196 018

NNV blir 14.202.127 kr., og internrente på 7,547%.

Med utbyggelse:

År 0	**År 1**	**År 2**	**År 3**	**År 4**	**År 5**	**År 6**
- 43 940 000	2 751 181	2 785 577	2 820 695	3 171 666	3 214 535	2 930 395

År 7	**År 8**	**År 9**	**År 10**	**År 11**	**År 12**	**År 13**	**År 14**
3 245 846	3 747 896	3 335 517	- 14 816 840	7 604 615	6 809 913	7 647 034	8 903 447

År 15	**År 16**	**År 17**	**År 18**	**År 19**	**År 20**
7 229 112	7 344 634	7 462 493	7 582 825	8 659 262	60 778 163

NNV blir 25.228.036 kr., og internrente på 8,66%.

Scenario 3 – full utbyggelse

Her er grunninvesteringen 48 rom.

År 0	**År 1**	**År 2**	**År 3**	**År 4**	**År 5**	**År 6**
- 62 400 000	4 838 721	4 906 202	4 975 086	5 627 155	5 710 494	5 190 200

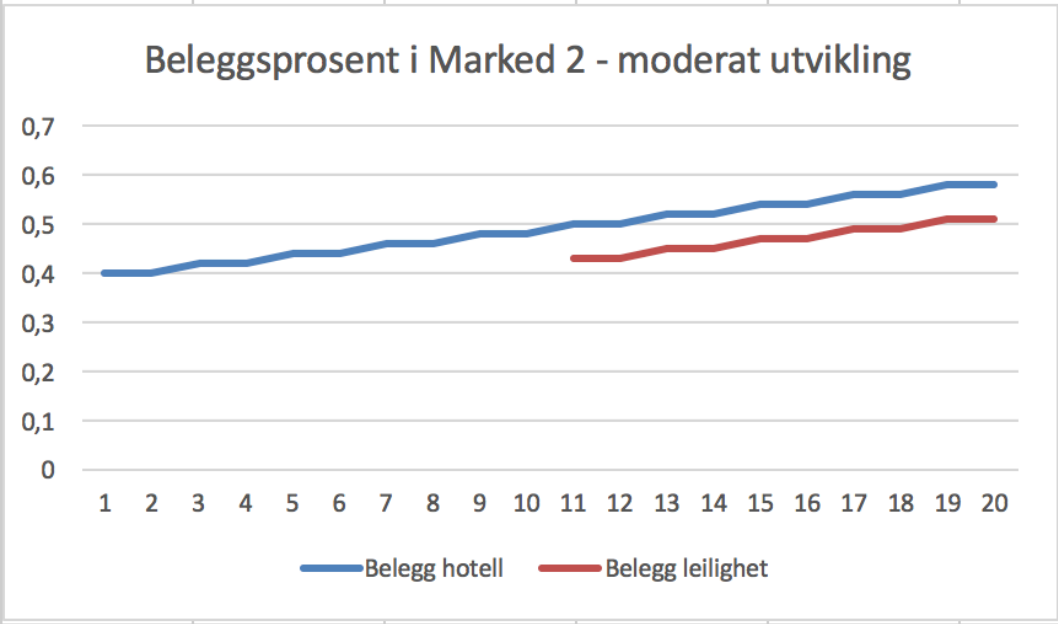
År 7	**År 8**	**År 9**	**År 10**	**År 11**	**År 12**	**År 13**	**År 14**
5 882 295	6 600 609	6 061 152	6 808 544	7 584 016	7 024 822	7 831 852	8 668 780

År 15	**År 16**	**År 17**	**År 18**	**År 19**	**År 20**
7 366 385	7 484 820	7 605 650	7 728 922	8 637 746	58 993 401

Ut ifra kontantstrømmen som vi ser over får vi en netto nåverdi på 36.699.713 kr. og en internrente på 9,519%.

Marked 2 – 35% sannsynlig

Ut i fra markedsanalysen vår har vi basert dette scenariet på en moderat vekst i markedet.



Figur 4: Beleggsprosent i Marked 2 – Moderat utvikling

Beleggsprosenten for hotellrom starter på 40% og stiger til 58%, mens utbyggingen av leiligheter har et startsbelegg på 43% og ender på 51%.

Scenario 1 – hotellrom + hotellrom

Et utdrag fra kontantstrømmen uten utbyggelse:

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6
- 43 940 000	3 048 158	3 088 494	3 253 263	3 297 728	3 483 913	3 533 047

År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14
3 704 258	3 757 840	3 951 696	4 010 268	4 214 835	4 278 606	4 494 535	4 564 041

År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
4 791 699	4 867 188	5 107 279	5 189 116	5 442 271	40 888 242

NNV blir 18.857.740 kr., og internrenten er 8,34%.

Et utdrag fra kontantstrømmen med utbygging:

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6
- 43 940 000	3 048 158	3 088 494	3 253 263	3 297 728	3 483 913	3 533 047

År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14
3 704 258	3 757 840	3 951 696	4 010 268	4 214 835	4 278 606	4 494 535	4 564 041

År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
- 8 397 749	9 358 387	9 910 942	10 105 477	10 687 937	58 737 808

NNV blir 27.512.733 kr. og en internrente på 9,244%.

Scenario 2 – hotellrom + leiligheter

Et utdrag fra kontantstrøm uten utbygging:

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6
- 43 940 000	3 048 158	3 088 494	3 253 263	3 297 728	3 483 913	3 533 047

År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14
3 704 258	3 757 840	3 951 696	4 010 268	4 214 835	4 278 606	4 494 535	4 564 041

År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
4 791 699	4 867 188	5 107 279	5 189 116	5 442 271	40 888 242

I dette scenariet får vi en NNV på 18.857.740 kr. og en IRR på 8,34%.

Et utdrag fra kontantstrømmen med utbyggelse av leiligheter:

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6
- 43 940 000	3 048 158	3 088 494	3 253 263	3 297 728	3 483 913	3 533 047

År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14
3 704 320	3 757 839	3 951 696	- 14 543 252	7 383 009	7 500 345	7 907 978	8 036 990

År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
8 466 780	8 607 031	9 060 332	9 212 728	9 702 789	61 867 451

I dette scenariet får vi en NNV på 31.148.695 kr. og en IRR på 9,45%.

Scenario 3 – Full utbyggelse

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6
- 62 400 000	5 385 048	5 463 456	5 771 656	5 856 799	6 183 164	6 265 879

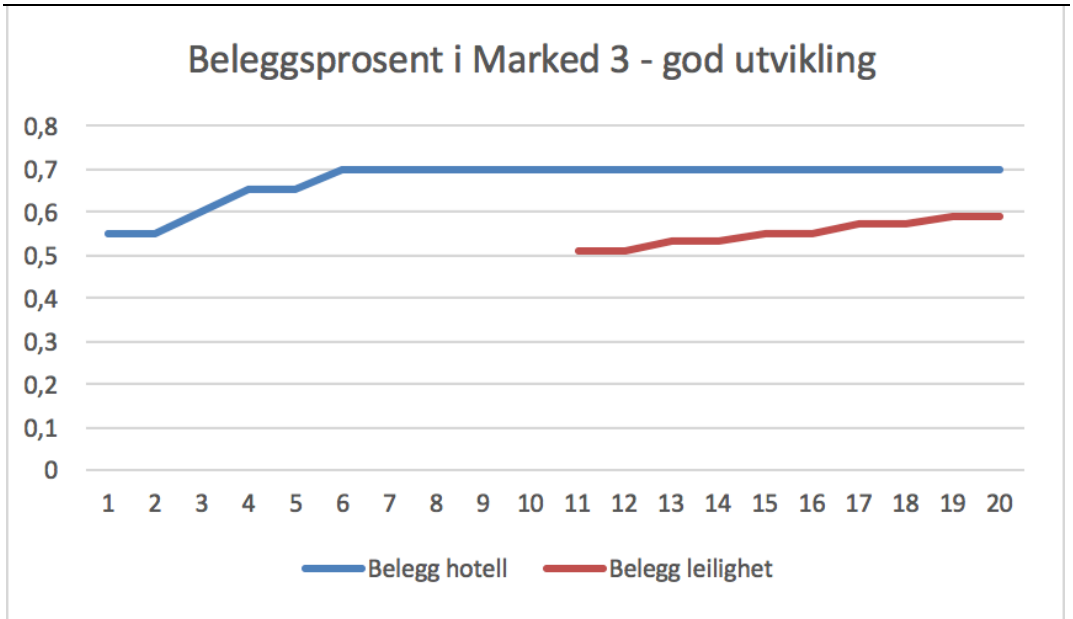
År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13
6 610 118	6 713 203	7 076 468	7 188 937	7 572 199	7 694 450	8 098 920

År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
8 231 950	8 658 317	8 802 591	9 252 167	9 430 161	9 975 776	60 383 151

Ut ifra kontantstrømmen over får vi en netto nåverdi på 45.247.662 kr. og en internrente på 10,49%.

Marked 3 – 45% sannsynlig

På bakgrunn av markedsanalysen forutsettes det her at det er god vekst, men at det starter med 55% belegg som er ment å reflektere nedgangen i oljeprisen og nedgangskonjunkturen som er i Norge i dag.



Figur 5: Beleggsprosent i Marked 3 – God utvikling

Spennet i belegg går fra 55% til 70%, og gjennomsnittet ligger på 67,5% for hotellrom. Leilighetene starter på 51% og ender på 59%.

Scenario 1- hotellrom + hotellrom

Et utdrag fra kontantstrømmen uten utbyggelse:

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6
- 43 940 000	3 939 090	3 997 245	4 365 580	4 747 439	4 821 824	5 225 603

År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14
5 309 592	5 395 281	5 482 704	5 571 895	5 662 890	5 755 580	5 850 435	5 947 059

År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
6 045 636	6 146 203	6 248 800	6 353 468	6 459 581	40 153 295

NNV blir 34.573.327 kr., og internrente på 11,133%.

Et utdrag fra kontantstrømmen med utbyggelse:

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6
- 43 940 000	3 939 090	3 997 245	4 365 580	4 747 439	4 821 824	5 225 603

År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14
5 309 592	5 395 281	5 482 704	5 571 895	5 662 890	5 755 580	5 850 435	5 947 059

År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
- 7 143 813	11 041 720	11 235 993	11 434 177	12 112 744	60 191 111

NNV blir 44.547.896 kr., og internrente på 11,88%.

Scenario 2 – hotellrom + leiligheter

Et utdrag fra kontantstrømmen uten utbyggelse:

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6
- 43 940 000	3 939 090	3 997 245	4 365 580	4 747 439	4 821 824	5 225 603

År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14
5 309 592	5 395 281	5 482 704	5 571 895	5 662 890	5 755 580	5 850 435	5 947 059

År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
6 045 636	6 146 203	6 248 800	6 353 468	6 460 248	41 942 266

NNV blir 35.247.835 kr., og internrente på 11,192%.

Et utdrag fra kontantstrømmen med utbyggelse:

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6
- 43 940 000	3 939 090	3 997 245	4 365 580	4 747 439	4 821 824	5 225 603

År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14
8 018 527	5 395 280	5 482 704	- 12 981 625	9 489 387	9 648 785	9 966 226	10 161 430

År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
10 546 218	10 753 079	11 125 578	11 344 169	11 734 979	63 940 392

NNV blir 53.354.198 kr., og internrente på 12,55%.

Scenario 3 – Full utbyggelse

År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6
- 62 400 000	7 031 784	7 143 127	7 827 181	8 536 275	8 677 797	9 431 035

År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13
9 615 470	9 803 622	9 995 567	10 191 379	10 391 135	10 594 648	10 802 797

År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
11 014 864	11 231 201	11 451 892	11 677 023	11 906 683	12 140 964	62 591 643

Her får vi en netto nåverdi på 76.918.595 kr. og en internrente på 14,184%.

Forventningsverdier

For å finne forventningsverdiene til de ulike scenariene må vi ta hensyn til sannsynligheten i de ulike markedene. Deretter har vi muligheten til å finne verdien av fleksibilitet i forhold til utvidelsesopsjonen som beskriver hvor mye mer verdt det er å ha en utvidelsesmulighet kontra å ikke ha muligheten til å utvide. (UO = uten opsjon, MO = med opsjon).

Scenario 1:

E(NNV 1_{UO}) = (0,2*14.202.127)+(0,35*18.857.740)+(0,45*35.247.835)/(1+0,05)
E(NNV 1_{UO}) = 24.257.774 kr.

E(NNV 1_{MO}) = (0,2*19.811.316)+(0,35*27.512.733)+(0,45*44.547.896)/(1+0,05)
E(NNV 1_{MO}) = 32.683.675 kr.

Verdien av fleksibilitet = E(NNV 1_{MO}) – E(NNV 1_{UO}) = 8.425.901 kr.

Scenario 2:

E(NNV 2_{UO}) = (0,2*14.202.127)+(0,35*18.857.740)+(0,45*35.247.835)/(1+0,05)
E(NNV 2_{UO}) = 24.546.849 kr.

E(NNV 2_{MO}) = (0,2*25.228.036)+(0,35*31.148.695)+(0,45*53.354.198)/(1+0,05)
E(NNV 2_{MO}) = 38.813.735 kr.

Verdien av fleksibilitet = E(NNV 2_{MO}) – E(NNV 2_{UO}) = 14.266.886 kr.

Scenario 3:

E(NNV 3) = (0,2*36.699.713)+(0,35*45.247.662)+(0,45*76.918.595)/(1+0,05)
E(NNV 3) = 56.141.736 kr.

Oppsummering av scenariene og funn

Scenario 1

Scenario 1 går som nevnt tidligere ut på en grunninvestering på 26 hotellrom i år 0, med en trinnvis utbyggelse av 22 ytterligere rom i år 15. Den estimerte netto nåverdien er positiv i samtlige markeder, og som vi ser er den best i marked 3, både med og uten utvidelsesopsjon. Ut ifra forventede netto nåverdi beregninger viser utvidelsesopsjonen seg å være mest lønnsom for eierne. Dette gir eierne en fleksibilitetsverdi på 8.425.901 kr.

Scenario 2

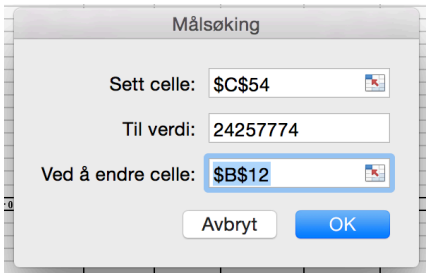
Dette scenariet bygger på en grunninvestering på 26 hotellrom på investeringstidspunktet i år 0, med trinnvis utbyggelse av 12 leiligheter i år 10. Vi ender da opp med et totalt antall rom på 38 i år 11. I samtlige markeder er den estimerte netto nåverdien også positiv, hvor marked 3 skiller seg klart ut. Utvidelsesopsjonen gir en meravkastning på 14.266.886 kr. som er verdien av fleksibilitet i dette scenariet.

Scenario 3

Her ligger det til grunn en investering på 48 hotellrom i år 0. Det er ingen utvidelsesopsjon på dette scenariet da 48 hotellrom er maks kapasitet på tomten. Den forventede netto nåverdien er på kr. 56.141.736, og er klart høyest av alle scenariene. Selv om det ikke foreligger noen fleksibilitetsverdi vil fortsatt dette være det mest lønnsomme alternativet med de forutsetninger som er lagt til grunn.

Sensitivitetsanalyse

Poenget med denne sensitivitetsanalysen er som nevnt tidligere, å undersøke hva som skjer hvis en variabel endrer seg. I dette tilfellet har vi sett på avkastningskravet som en ”hva-hvis” variabel, for å kunne si noe om marginen Gyldenløves eiere har. Vi har tatt utgangspunkt i å endre Scenario 3 sin netto nåverdi til å justere avkastningskravet slik at netto nåverdien blir lik Scenario 1 og 2. Dette er basert på analysene vi har foretatt i forrige punkt, hvor Scenario 3 ga høyest forventede netto nåverdi.



Figur 6: Et eksempel på hvordan vi har brukt "Goal Seek (Målsøking)"

	Marked 1				Marked 1			
	Scenario 1				Scenario 2			
	Uten opsjon	Scenario 3	Med opsjon	Scenario 3	Uten opsjon	Scenario 3	Med opsjon	Scenario 3
Avk krav	5 %	6,22 %	5 %	5,37 %	5 %	6,22 %	5 %	4,81 %
NNV	24 257 774	24 257 774	32 683 675	32 683 675	24 546 849	24 546 849	38 813 735	38 813 735

Marked 2				Marked 2			
Scenario 1				Scenario 2			
Uten opsjon	Scenario 3	Med opsjon	Scenario 3	Uten opsjon	Scenario 3	Med opsjon	Scenario 3
5 %	7,66 %	5 %	6,67 %	5 %	7,66 %	5 %	6,29 %
18 857 740	18 857 740	27 512 733	27 512 733	18 857 740	18 857 740	31 148 695	31 148 695

Marked 3				Marked 3			
Scenario 1				Scenario 2			
Uten opsjon	Scenario 3	Med opsjon	Scenario 3	Uten opsjon	Scenario 3	Med opsjon	Scenario 3
5 %	8,61 %	5 %	7,63 %	5 %	8,61 %	5 %	6,81 %
35 247 835	35 247 835	44 547 896	44 547 896	35 247 835	35 247 835	53 354 198	53 354 198

Figur 7: Sensitivitetsanalyse av avkastningskravet til Scenario 3

Ut ifra sensitivitetsanalysen ser man at eierne her har en margin på avkastningskravet sitt på nesten alle områder. Det er kun ett marked hvor avkastningskravet ikke er høyt nok, dette er i Scenario 2 - Marked 1 med utvidelsesopsjon. Med bakgrunn i analysen, og at vi vurderer Marked 3 som mest sannsynlig, kan vi si at eierne kan øke sitt avkastningskrav i Scenario 3, før netto nåverdi vil bli lik de andre scenariene i samme marked.

Kritikk av oppgaven

Ettersom et av medlemmene på gruppa vår har sterk tilknytting til bedriften oppgaven omhandler ønsker vi å kommentere dette. Det er viktig at kontantstrømmene ikke blir manipulert på bakgrunn av egeninteresse og dermed har en subjektiv vinkling i forhold til oppgaven. For at kontantstrømmene skal bli

så korrekte som mulig er det viktig med objektivitet, noe vi føler vi har klart å oppnå. Vi må også huske på poenget om kognitiv bias under intervjuene med lederskikkelsene på Gyldenløve. Kognitiv bias kan tolkes som det å finne bekreftelse på egne synspunkter, istedenfor å faktisk anerkjenne foreliggende fakta. (Wilke & Mata, (2012) s. 531-535). Med andre ord bør man være kritisk til informasjonen man får, men samtidig gjøre intervjuobjektet klar over at dette er ment som en hjelp for objektet også. Dermed vil man komme bedre ut ved realistisk informasjon enn ved informasjon som er gitt ved irrasjonelle beslutninger som for eksempel for egen vinning.

Markedsanalysen vår er basert på dagens situasjon, historikk og en del skjønn. Når vi har kommet frem til sannsynlighetene som er tilegnet hvert marked, så er disse bygget på vår, og andres oppfatninger av markedet fremover. Det sier seg selv at det er umulig å tilegne hvert marked korrekt sannsynlighet, da ingen med sikkerhet kan spå fremtiden.

Vårt endelige avkastningskravet er basert på en beta som er foretatt på skjønnsmessige vurderinger, noe som kan føre til ukorrekt avkastningskrav. Dersom Gyldenløve hadde vært børsnotert, ville det vært vesentlig enklere å foreta en mer korrekt beregning av avkastningskravet.

Ettersom Scandic er en stor hotellkjede, blir sammenligningsgrunnlaget mellom Gyldenløve og Scandic noe skjevt. Scandic har flere ben å stå på i forhold til Gyldenløve, og følgelig mest sannsynlig diversifiserte eiere. Naturligvis blir også da betaen til Scandic lavere enn ved Gyldenløve.

Konklusjon

Ettersom en utvidelse av hotelldriften ved Best Western PLUS Gyldenløve Hotell A/S ikke medfører store, faste kostnader, men mer variable kostnader, vil usikkerheten knyttet til estimering av inntekter og kostnader være forholdsvis lav. Når det kommer til Gyldenløves beregnede avkastningskrav på 5% er vi klar over at dette kan være noe lavt. Dette fører til de meget positive kontantstrømmene

som er utarbeidet, men som vi ser av internrenten i de forskjellige kontantstrømmene, kan avkastningskravet økes til høyere enn 5%.

Forventningsverdien av netto nåverdiene er positive i samtlige scenarier, både med og uten utvidelsesopsjon. Det er dog bevist ved verdien av fleksibilitet at det er større verdi i å ha en utvidelsesopsjon i beslutningstidspunktet for investeringen, ved Scenario 1 og 2. Likevel vil vår anbefaling være å investere i full utbyggelse, som vist i Scenario 3, da forventet netto nåverdi her er størst med kr. 56.141.736.

På bakgrunn av analysene vi har utført og forutsetningene lagt til grunn, i tillegg til at kapasiteten i midtukene er sprengt, mener vi at Gyldenløve bør foreta oppkjøp av nabotomten for å ekspandere sin hotellvirksomhet. Vi finner det usannsynlig at markedet vil utvikle seg mer negativt enn hva vi har beskrevet i oppgaven, selv om det naturligvis kan oppstå uforutsette hendelser.

Litteraturliste

Enge, C og Andreassen, T. M(2015, 09.07) Stadig svakere norsk krone – og verre kan det bli. Aftenposten. Hentet(2016, 17.05) fra http://www.aftenposten.no/verden/Stadig-svakere-norsk-krone--og-verre-kan-det-bli-35420b.html

Aksjebloggen. (2015, 27.04). *Effisiensteorien – den mest respekterte teori i finans eller?*. Hentet(2016, 18.04) fra http://www.mjeltevik.no/aksjeblogg/effisiensteorien-den-mest-respekterte-teori-i-finans-eller/

Blume, M.E . (1975, 05). "Betas and their regression tendencies." Hentet(2016, 22.05) fra http://www.stat.ucla.edu/~nchristo/statistics_c183_c283/blume_betas.pdf

Brekke, K.A.(2005). *Realopsjoner og fleksibilitet i store offentlige investeringsprosjekter*. Concept rapport: nr 8. Hentet(2016, 29.05) fra

https://www.ntnu.no/documents/1261860271/1262010703/Concept%208%20Realopsjoner.pdf

Bøhren, Ø og Michalsen, D.(2012). *Finansiell økonomi. Teori og praksis. 4.utgave.* Oslo: Fagbokforlaget.

Damodaran, A.(2016). Beta, Unlevered beta and other risk measures for West Europe.

Børen, Ø. Og Gjærum, P.I. (2016), *Prosjektanalyse*. Hentet (2016, 27.04) fra https://ffprosjekt.portfolio.no/read/84f25511-91bb-44c7-8b07-5f594e071d83

Finansleksikon. (2016). *Internrente*. Hentet (2016, 20.05) fra http://www.finansleksikon.no/Regnskap/I/Internrente.html

Finanssans. (2016). *Diversifisering*. Hentet (2016, 28.04) fra https://finanssans.no/diversifisering

Forelesningsnotater fra BST 9502. 2015. "Økonomistyring og investeringsanalyse". Espen Skaldehaug og Pål Berthling-Hansen.

Gripsrud, G., Olsson U. H., og Silkoset, R. (2010). *Metode og Dataanalyse, beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk JMP. 2.* Utgave. Kristiansand: Høyskoleforlaget AS.

Investopedia. (2016). *Definition of "Expansion Option"*. Hentet (2016, 14.05) fra http://www.investopedia.com/terms/e/expansion-option.asp

Lorentzen, Marius. (2015, 19.10). Kongsberg Maritime kutter 200 årsverk. *E24.* Hentet(2016, 20.04) fra *http://e24.no/jobb/kongsberg-gruppen/rammes-av-oljebremsen-kongsberg-maritime-kutter-200-aarsverk/23545264*

Morningstar. (2013, 22.04) Obligasjoner for nybegynnere. Hentet (2016, 20.04) fra http://www.morningstar.no/no/news/107730/obligasjoner-for-nybegynnere.aspx

Nasdaq. (2016). Beta. Hentet (2016, 28.05) fra http://www.nasdaq.com/investing/glossary/b/beta

Nasdaq.(2016). STIBOR, SWAP & TREASURY FIXING. Hentet(2016, 02.05) fra http://www.nasdaqomx.com/transactions/trading/fixedincome/fixedincome/sweden/stiborswaptreasuryfixing

Nordnet.(2016). *Selskapsfakta om Scandic Hotels Group AB*. Hentet (2016, 20.05) fra https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/bolagsfakta.html?identifier=115964&marketplace=11&inhibitTrade=1

Norli, Øyvind. (2011). Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi & finans,* 28(2), 15-21. Hentet(2016, 03.05) fra https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/pof/2011/02/art07

Norges Bank (2016). Statsobligasjoner årsgjennomsnitt. Hentet(2016, 11.05) fra http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/

Norges Bank (2016). Inflasjon. Hentet(2016, 11.05) fra http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/

PWC. (2014). *Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014*. Hentet(2016, 02.05) fra https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2013-2014.pdf

PWC. (2015). *Risikopremien i det norske markedet 2015*. Hentet(2016, 02.05) fra http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-i-det-norske-markedet-2015.html

Reuters.(2016). *Financials: Scandic Hotels Group AB (SHOTE.ST).*

Hentet(2016, 02.05) fra http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights?symbol=SHOTE.ST

Sander, K. (2016). Kapitalverdimodellen(CAPM). Hentet(2016, 02.05) fra http://kunnskapssenteret.com/kapitalverdimodellen-capm/

Sander, K. (2015, 06.03). Forskningsdesign. Hentet(2016, 20.04) fra http://kunnskapssenteret.com/hva-er-forskningsdesign/

Sander, K.(2016, 05.05). Eksplorerende design. Hentet(2016, 20.04) fra http://kunnskapssenteret.com/eksplorerende-design/

Schmidt, M. (2016). Taking shots at CAPM. Hentet(2016, 02.05) fra http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/09/capm-error-problem.asp

Sigbjørn, Sødal. (2003). Realopsjoner. *Praktisk økonomi & finans*, *20*(4), 107-114. Hentet(2016, 20.05) fra https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/pof/2003/04/realopsjoner

Statistisk sentralbyrå. (2016). Konjunkturutviklingen i Norge. Foreløpige tall hentet(2016, 15.04) fra **https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/konjunkturutviklingen-i-norge-2016-1**

Sundberg, Johann D. (2015). Nye 200 jobber forsvinner fra FMC Kongsberg Subsea. *E24.* Hentet(2016, 25.04) fra **http://e24.no/jobb/nye-200-jobber-forsvinner-fra-fmc-kongsberg-subsea/23516885**

Ulstein, Jenny. (2016). Kaller Kongsberg for ”hjernen”. Laagendalsposten. Hentet(2016, 26.04) fra

http://www.laagendalsposten.no/naringsliv/kongsberg/omstilling/kaller-kongsberg-for-hjernen/s/5-64-178204

Wilke A. and Mata R.(2012*) Cognitive Bias. In: V.S. Ramachandran (ed.) The Encyclopedia of Human Behavior, vol. 1.* Elsevier inc.

Vedleggsoversikt

Vedlegg 1: Kontantstrømberegning Scenario 1, Marked 1 uten opsjon.

Vedlegg 2: Kontantstrømberegning Scenario 1, Marked 1 med opsjon.

Vedlegg 3: Kontantstrømberegning Scenario 1, Marked 2 uten opsjon.

Vedlegg 4: Kontantstrømberegning Scenario 1, Marked 2 med opsjon.

Vedlegg 5: Kontantstrømberegning Scenario 1, Marked 3 uten opsjon.

Vedlegg 6: Kontantstrømberegning Scenario 1, Marked 3 med opsjon.

Vedlegg 7: Kontantstrømberegning Scenario 2, Marked 1 uten opsjon.

Vedlegg 8: Kontantstrømberegning Scenario 2, Marked 1 med opsjon.

Vedlegg 9: Kontantstrømberegning Scenario 2, Marked 2 uten opsjon.

Vedlegg 10: Kontantstrømberegning Scenario 2, Marked 2 med opsjon.

Vedlegg 11: Kontantstrømberegning Scenario 2, Marked 3 uten opsjon.

Vedlegg 12: Kontantstrømberegning Scenario 2, Marked 3 med opsjon.

Vedlegg 13: Kontantstrømberegning Scenario 3, Marked 1.

Vedlegg 14: Kontantstrømberegning Scenario 3, Marked 2.

Vedlegg 15: Kontantstrømberegning Scenario 3, Marked 3.

Vedlegg 16: Damodaran Total Beta West-Europe.

Vedlegg 17: Bestemmelser sentrumsplan Kongsberg.

Vedlegg 1:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Investering	- 43 940 000										
Belegg		35 %	35 %	35 %	40 %	40 %	35 %	40 %	45 %	40 %	45 %
Rompris		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317
Driftsinntekter		3 508 596	3 578 768	3 650 343	4 255 257	4 340 362	3 873 773	4 515 713	5 181 781	4 698 148	5 391 125
Driftskostnader		- 876 539	- 894 070	- 911 934	- 1 041 891	- 1 062 729	- 967 770	- 1 105 663	- 1 248 685	- 1 150 332	- 1 299 132
Husleie		- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg		- 105 456	- 105 203	- 104 950	- 104 699	- 104 447	- 104 197	- 103 947	- 103 697	- 103 448	- 103 200
Avskrivning tek		- 351 520	- 348 708	- 345 918	- 343 151	- 340 406	- 337 682	- 334 981	- 332 301	- 329 643	- 327 006
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037
Resultat f.skatt		- 1 627 994	- 1 578 044	- 1 527 165	- 1 055 178	- 994 024	- 1 368 912	- 868 271	- 348 780	- 737 766	- 197 449
Skatt		406 998	394 511	381 791	263 794	248 506	342 228	217 068	87 195	184 441	49 362
Resultat e.skatt		- 1 220 995	- 1 183 533	- 1 145 373	- 791 383	- 745 518	- 1 026 684	- 651 204	- 261 585	- 553 324	- 148 087
Avskrivning bygg		105 456	105 203	104 950	104 699	104 447	104 197	103 947	103 697	103 448	103 200
Avskrivning tek		351 520	348 708	345 918	343 151	340 406	337 682	334 981	332 301	329 643	327 006
Husleieinntekter		3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi											
Kontantstrøm drift	- 43 940 000	2 751 181	2 785 577	2 820 695	3 171 666	3 214 535	2 930 395	3 302 924	3 689 613	3 394 966	3 797 318
NNV	kr 14 202 127										
IRR	7,547 %										

	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering										
Belegg	50 %	45 %	50 %	55 %	45 %	45 %	45 %	45 %	50 %	50 %
Rompris	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Driftsinntekter	6 109 941	5 608 926	6 356 783	7 132 311	5 952 237	6 071 282	6 192 708	6 316 562	7 158 770	7 301 946
Driftskostnader	- 1 453 424	- 1 351 741	- 1 512 142	- 1 678 548	- 1 434 347	- 1 463 033	- 1 492 294	- 1 522 140	- 1 702 917	- 1 736 976
Husleie	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg	- 102 952	- 102 705	- 102 459	- 102 213	- 101 967	- 101 723	- 101 479	- 101 235	- 100 992	- 100 750
Avskrivning tek	- 324 389	- 321 794	- 319 220	- 316 666	- 314 133	- 311 620	- 309 127	- 306 654	- 304 201	- 301 767
Restaurant	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt	363 058	- 40 450	542 668	1 147 287	206 745	292 265	379 418	468 239	1 124 304	1 227 874
Skatt	- 90 764	10 112	- 135 667	- 286 822	- 51 686	- 73 066	- 94 855	- 117 060	- 281 076	- 306 968
Resultat e.skatt	272 293	- 30 337	407 001	860 465	155 059	219 199	284 564	351 179	843 228	920 905
Avskrivning bygg	102 952	102 705	102 459	102 213	101 967	101 723	101 479	101 235	100 992	100 750
Avskrivning tek	324 389	321 794	319 220	316 666	314 133	311 620	309 127	306 654	304 201	301 767
Husleieinntekter	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi										35 357 396
Kontantstrøm drift	4 214 835	3 909 362	4 343 879	4 794 544	4 086 359	4 147 741	4 210 369	4 274 268	4 763 621	40 196 018
NNV										
IRR										

Vedlegg 2:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering	- 43 940 000															- 13 189 510					
Belegg		35 %	35 %	35 %	40 %	40 %	35 %	40 %	45 %	40 %	45 %	50 %	45 %	50 %	55 %	45 %	45 %	45 %	45 %	50 %	50 %
Rompris		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Driftsinntekter		3 508 596	3 578 768	3 650 343	4 255 257	4 340 362	3 873 773	4 515 713	5 181 781	4 698 148	5 391 125	6 109 941	5 608 926	6 356 783	7 132 311	5 952 237	11 208 521	11 432 691	11 661 345	13 216 191	13 480 515
Driftskostnader		- 876 539	- 894 070	- 911 934	- 1 041 891	- 1 062 729	- 967 770	- 1 105 663	- 1 248 685	- 1 150 332	- 1 299 132	- 1 453 424	- 1 351 741	- 1 512 142	- 1 678 548	- 1 434 347	- 2 700 985	- 2 755 005	- 2 810 104	- 3 143 847	- 3 206 725
Husleie		- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 4 570 361	- 4 570 361	- 4 570 361	- 4 625 667	- 4 718 180
Avskrivning bygg		- 105 456	- 105 203	- 104 950	- 104 699	- 104 447	- 104 197	- 103 947	- 103 697	- 103 448	- 103 200	- 102 952	- 102 705	- 102 459	- 102 213	- 102 214	- 133 883	- 133 562	- 133 241	- 132 921	- 132 602
Avskrivning tek		- 351 520	- 348 708	- 345 918	- 343 151	- 340 406	- 337 682	- 334 981	- 332 301	- 329 643	- 327 006	- 324 389	- 321 794	- 319 220	- 316 666	- 314 133	- 422 760	- 419 378	- 416 023	- 412 695	- 409 393
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt		- 1 627 994	- 1 578 044	- 1 527 165	- 1 055 178	- 994 024	- 1 368 912	- 868 271	- 348 780	- 737 766	- 197 449	363 058	- 40 450	542 668	1 147 287	206 499	2 993 091	3 159 196	3 328 521	4 489 904	4 594 235
Skatt		406 998	394 511	381 791	263 794	248 506	342 228	217 068	87 195	184 441	49 362	- 90 764	10 112	- 135 667	- 286 822	- 51 625	- 748 273	- 789 799	- 832 130	- 1 122 476	- 1 148 559
Resultat e.skatt		- 1 220 995	- 1 183 533	- 1 145 373	- 791 383	- 745 518	- 1 026 684	- 651 204	- 261 585	- 553 324	- 148 087	272 293	- 30 337	407 001	860 465	154 874	2 244 818	2 369 397	2 496 391	3 367 428	3 445 676
Avskrivning bygg		105 456	105 203	104 950	104 699	104 447	104 197	103 947	103 697	103 448	103 200	102 952	102 705	102 459	102 213	102 214	133 883	133 562	133 241	132 921	132 602
Avskrivning tek		351 520	348 708	345 918	343 151	340 406	337 682	334 981	332 301	329 643	327 006	324 389	321 794	319 220	316 666	314 133	422 760	419 378	416 023	412 695	409 393
Husleieinntekter		3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	4 570 361	4 570 361	4 570 361	4 625 667	4 718 180
Restverdi																					47 839 746
Kontantstrøm drift	- 43 940 000	2 751 181	2 785 577	2 820 695	3 171 666	3 214 535	2 930 395	3 302 924	3 689 613	3 394 966	3 797 318	4 214 835	3 909 362	4 343 879	4 794 544	- 9 103 089	7 371 822	7 492 698	7 616 016	8 538 711	56 545 598
NNV	kr 19 811 316																				
IRR	8,184 %																				

Vedlegg 3:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Investering	- 43 940 000										
Belegg		40 %	40 %	42 %	42 %	44 %	44 %	46 %	46 %	48 %	48 %
Rompris		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317
Driftsinntekter		4 009 824	4 090 020	4 380 412	4 468 020	4 774 399	4 869 887	5 193 070	5 296 931	5 637 777	5 750 533
Driftskostnader		- 981 797	- 1 001 433	- 1 065 246	- 1 086 571	- 1 137 594	- 1 160 346	- 1 247 908	- 1 272 867	- 1 347 655	- 1 374 608
Husleie		- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg		- 105 456	- 105 203	- 104 950	- 104 699	- 104 447	- 104 197	- 103 947	- 103 697	- 103 448	- 103 200
Avskrivning tek		- 351 520	- 348 708	- 345 918	- 343 151	- 340 406	- 337 682	- 334 981	- 332 301	- 329 643	- 327 006
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037
Resultat f.skatt		- 1 232 024	- 1 174 155	- 950 408	- 887 095	- 634 854	- 565 376	- 333 160	- 257 811	4 541	86 483
Skatt		308 006	293 539	237 602	221 774	158 713	141 344	83 290	64 453	- 1 135	- 21 621
Resultat e.skatt		- 924 018	- 880 616	- 712 806	- 665 322	- 476 140	- 424 032	- 249 870	- 193 359	3 406	64 862
Avskrivning bygg		105 456	105 203	104 950	104 699	104 447	104 197	103 947	103 697	103 448	103 200
Avskrivning tek		351 520	348 708	345 918	343 151	340 406	337 682	334 981	332 301	329 643	327 006
Husleieinntekter		3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi											
Kontantstrøm drift	- 43 940 000	3 048 158	3 088 494	3 253 263	3 297 728	3 483 913	3 533 047	3 704 258	3 757 840	3 951 696	4 010 268
NNV	kr 18 857 740										
IRR	8,340 %										

	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering										
Belegg	50 %	50 %	52 %	52 %	54 %	54 %	56 %	56 %	58 %	58 %
Rompris	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Driftsinntekter	6 109 941	6 232 140	6 611 054	6 743 275	7 142 685	7 285 538	7 706 481	7 860 610	8 304 173	8 470 257
Driftskostnader	- 1 453 424	- 1 482 630	- 1 565 539	- 1 596 850	- 1 684 342	- 1 718 028	- 1 810 188	- 1 846 391	- 1 943 453	- 1 982 322
Husleie	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg	- 102 952	- 102 705	- 102 459	- 102 213	- 101 967	- 101 723	- 101 479	- 101 235	- 100 992	- 100 750
Avskrivning tek	- 324 389	- 321 794	- 319 220	- 316 666	- 314 133	- 311 620	- 309 127	- 306 654	- 304 201	- 301 767
Restaurant	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt	363 058	451 875	743 542	839 949	1 147 198	1 251 527	1 575 298	1 688 036	2 029 172	2 150 839
Skatt	- 90 764	- 112 969	- 185 885	- 209 987	- 286 799	- 312 882	- 393 824	- 422 009	- 507 293	- 537 710
Resultat e.skatt	272 293	338 906	557 656	629 962	860 398	938 645	1 181 473	1 266 027	1 521 879	1 613 129
Avskrivning bygg	102 952	102 705	102 459	102 213	101 967	101 723	101 479	101 235	100 992	100 750
Avskrivning tek	324 389	321 794	319 220	316 666	314 133	311 620	309 127	306 654	304 201	301 767
Husleieinntekter	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi										35 357 396
Kontantstrøm drift	4 214 835	4 278 606	4 494 535	4 564 041	4 791 699	4 867 188	5 107 279	5 189 116	5 442 271	40 888 242
NNV										
IRR										

Vedlegg 4:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Investering	- 43 940 000										
Belegg		40 %	40 %	42 %	42 %	44 %	44 %	46 %	46 %	48 %	48 %
Rompris		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317
Driftsinntekter		4 009 824	4 090 020	4 380 412	4 468 020	4 774 399	4 869 887	5 193 070	5 296 931	5 637 777	5 750 533
Driftskostnader		- 981 797	- 1 001 433	- 1 065 246	- 1 086 571	- 1 137 594	- 1 160 346	- 1 247 908	- 1 272 867	- 1 347 655	- 1 374 608
Husleie		- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg		- 105 456	- 105 203	- 104 950	- 104 699	- 104 447	- 104 197	- 103 947	- 103 697	- 103 448	- 103 200
Avskrivning tek		- 351 520	- 348 708	- 345 918	- 343 151	- 340 406	- 337 682	- 334 981	- 332 301	- 329 643	- 327 006
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037
Resultat f.skatt		- 1 232 024	- 1 174 155	- 950 408	- 887 095	- 634 854	- 565 376	- 333 160	- 257 811	4 541	86 483
Skatt		308 006	293 539	237 602	221 774	158 713	141 344	83 290	64 453	- 1 135	- 21 621
Resultat e.skatt		- 924 018	- 880 616	- 712 806	- 665 322	- 476 140	- 424 032	- 249 870	- 193 359	3 406	64 862
Avskrivning bygg		105 456	105 203	104 950	104 699	104 447	104 197	103 947	103 697	103 448	103 200
Avskrivning tek		351 520	348 708	345 918	343 151	340 406	337 682	334 981	332 301	329 643	327 006
Husleieinntekter		3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi											
Kontantstrøm drift	- 43 940 000	3 048 158	3 088 494	3 253 263	3 297 728	3 483 913	3 533 047	3 704 258	3 757 840	3 951 696	4 010 268
NNV	kr 27 512 733										
IRR	9,244 %										

	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering					- 13 189 510					
Belegg	50 %	50 %	52 %	52 %	54 %	54 %	56 %	56 %	58 %	58 %
Rompris	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Driftsinntekter	6 109 941	6 232 140	6 611 054	6 743 275	7 142 685	13 450 225	14 227 349	14 511 896	15 330 782	15 637 397
Driftskostnader	- 1 453 424	- 1 482 630	- 1 565 539	- 1 596 850	- 1 684 342	- 2 339 675	- 2 461 740	- 2 510 975	- 2 639 507	- 2 692 297
Husleie	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 4 707 579	- 4 979 572	- 5 079 164	- 5 365 774	- 5 473 089
Avskrivning bygg	- 102 952	- 102 705	- 102 459	- 102 213	- 102 214	- 133 883	- 133 562	- 133 241	- 132 921	- 132 602
Avskrivning tek	- 324 389	- 321 794	- 319 220	- 316 666	- 314 133	- 422 760	- 419 378	- 416 023	- 412 695	- 409 393
Restaurant	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt	363 058	451 875	743 542	839 949	1 146 951	5 458 887	5 837 907	5 969 399	6 368 729	6 510 636
Skatt	- 90 764	- 112 969	- 185 885	- 209 987	- 286 738	- 1 364 722	- 1 459 477	- 1 492 350	- 1 592 182	- 1 627 659
Resultat e.skatt	272 293	338 906	557 656	629 962	860 214	4 094 165	4 378 430	4 477 049	4 776 547	4 882 977
Avskrivning bygg	102 952	102 705	102 459	102 213	102 214	133 883	133 562	133 241	132 921	132 602
Avskrivning tek	324 389	321 794	319 220	316 666	314 133	422 760	419 378	416 023	412 695	409 393
Husleieinntekter	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	4 707 579	4 979 572	5 079 164	5 365 774	5 473 089
Restverdi										47 839 746
Kontantstrøm drift	4 214 835	4 278 606	4 494 535	4 564 041	- 8 397 749	9 358 387	9 910 942	10 105 477	10 687 937	58 737 808
NNV										
IRR										

Vedlegg 5:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering	- 43 940 000																				
Belegg		55 %	55 %	60 %	65 %	65 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %
Rompris		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Driftsinntekter		5 513 508	5 623 778	6 257 731	6 914 793	7 053 089	7 747 547	7 902 498	8 060 548	8 221 759	8 386 194	8 553 918	8 724 996	8 899 496	9 077 486	9 259 036	9 444 217	9 633 101	9 825 763	10 022 278	10 222 724
Driftskostnader		- 1 297 572	- 1 323 523	- 1 459 476	- 1 600 395	- 1 632 403	- 1 781 265	- 1 816 890	- 1 853 228	- 1 890 293	- 1 928 099	- 1 966 661	- 2 006 187	- 2 046 114	- 2 087 036	- 2 128 777	- 2 171 352	- 2 214 779	- 2 259 075	- 2 304 256	- 2 350 342
Husleie		- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	3 577 953
Avskrivning bygg		- 105 456	- 105 203	- 104 950	- 104 699	- 104 447	- 104 197	- 103 947	- 103 697	- 103 448	- 103 200	- 102 952	- 102 705	- 102 459	- 102 213	- 101 967	- 101 723	- 101 479	- 101 235	- 100 992	- 100 750
Avskrivning tek		- 351 520	- 348 708	- 345 918	- 343 151	- 340 406	- 337 682	- 334 981	- 332 301	- 329 643	- 327 006	- 324 389	- 321 794	- 319 220	- 316 666	- 314 133	- 311 620	- 309 127	- 306 654	- 301 535	- 301 788
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt		- 44 115	37 512	532 682	1 045 853	1 149 028	1 691 366	1 807 286	1 925 443	2 045 884	2 168 653	2 293 797	2 421 174	2 551 409	2 683 974	2 819 114	2 956 881	3 097 326	3 240 505	3 389 138	10 628 418
Skatt		11 029	- 9 378	- 133 170	- 261 463	- 287 257	- 422 841	- 451 822	- 481 361	- 511 471	- 542 163	- 573 449	- 605 294	- 637 852	- 670 993	- 704 778	- 739 220	- 774 332	- 810 126	- 847 285	- 2 657 105
Resultat e.skatt		- 33 086	28 134	399 511	784 390	861 771	1 268 524	1 355 465	1 444 082	1 534 413	1 626 490	1 720 348	1 815 881	1 913 557	2 012 980	2 114 335	2 217 661	2 322 995	2 430 379	2 541 854	7 971 314
Avskrivning bygg		105 456	105 203	104 950	104 699	104 447	104 197	103 947	103 697	103 448	103 200	102 952	102 705	102 459	102 213	101 967	101 723	101 479	101 235	100 992	100 750
Avskrivning tek		351 520	348 708	345 918	343 151	340 406	337 682	334 981	332 301	329 643	327 006	324 389	321 794	319 220	316 666	314 133	311 620	309 127	306 654	301 535	301 788
Husleieinntekter		3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	- 3 577 953
Restverdi																					35 357 396
Kontantstrøm drift	- 43 940 000	3 939 090	3 997 245	4 365 580	4 747 439	4 821 824	5 225 603	5 309 592	5 395 281	5 482 704	5 571 895	5 662 890	5 755 580	5 850 435	5 947 059	6 045 636	6 146 203	6 248 800	6 353 468	6 459 581	40 153 295
NNV	kr 34 573 327																				
IRR	11,133 %																				

Vedlegg 6:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering	- 43 940 000															- 13 189 510					
Belegg		55 %	55 %	60 %	65 %	65 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %
Rompris		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Driftsinntekter		5 513 508	5 623 778	6 257 731	6 914 793	7 053 089	7 747 547	7 902 498	8 060 548	8 221 759	8 386 194	8 553 918	8 724 996	8 899 496	9 077 486	9 259 036	17 435 477	17 784 186	18 139 870	18 502 667	18 872 721
Driftskostnader		- 1 297 572	- 1 323 523	- 1 459 476	- 1 600 395	- 1 632 403	- 1 781 265	- 1 816 890	- 1 853 228	- 1 890 293	- 1 928 099	- 1 966 661	- 2 006 187	- 2 046 114	- 2 087 036	- 2 128 777	- 4 034 744	- 4 115 439	- 4 197 748	- 4 281 703	- 4 367 337
Husleie		- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 4 570 361	- 4 570 361	- 4 570 361	- 6 475 934	- 6 605 452
Avskrivning bygg		- 105 456	- 105 203	- 104 950	- 104 699	- 104 447	- 104 197	- 103 947	- 103 697	- 103 448	- 103 200	- 102 952	- 102 705	- 102 459	- 102 213	- 102 214	- 133 883	- 133 562	- 133 241	- 132 921	- 132 602
Avskrivning tek		- 351 520	- 348 708	- 345 918	- 343 151	- 340 406	- 337 682	- 334 981	- 332 301	- 329 643	- 327 006	- 324 389	- 321 794	- 319 220	- 316 666	- 314 133	- 422 760	- 419 378	- 416 023	- 412 695	- 409 393
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt		- 44 115	37 512	532 682	1 045 853	1 149 028	1 691 366	1 807 286	1 925 443	2 045 884	2 168 653	2 293 797	2 421 174	2 551 409	2 683 974	2 818 867	7 886 287	8 150 256	8 419 403	6 788 259	6 938 557
Skatt		11 029	- 9 378	- 133 170	- 261 463	- 287 257	- 422 841	- 451 822	- 481 361	- 511 471	- 542 163	- 573 449	- 605 294	- 637 852	- 670 993	- 704 717	- 1 971 572	- 2 037 564	- 2 104 851	- 1 697 065	- 1 734 639
Resultat e.skatt		- 33 086	28 134	399 511	784 390	861 771	1 268 524	1 355 465	1 444 082	1 534 413	1 626 490	1 720 348	1 815 881	1 913 557	2 012 980	2 114 150	5 914 715	6 112 692	6 314 552	5 091 194	5 203 917
Avskrivning bygg		105 456	105 203	104 950	104 699	104 447	104 197	103 947	103 697	103 448	103 200	102 952	102 705	102 459	102 213	102 214	133 883	133 562	133 241	132 921	132 602
Avskrivning tek		351 520	348 708	345 918	343 151	340 406	337 682	334 981	332 301	329 643	327 006	324 389	321 794	319 220	316 666	314 133	422 760	419 378	416 023	412 695	409 393
Husleieinntekter		3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	4 570 361	4 570 361	4 570 361	6 475 934	6 605 452
Restverdi																					47 839 746
Kontantstrøm drift	- 43 940 000	3 939 090	3 997 245	4 365 580	4 747 439	4 821 824	5 225 603	5 309 592	5 395 281	5 482 704	5 571 895	5 662 890	5 755 580	5 850 435	5 947 059	- 7 143 813	11 041 720	11 235 993	11 434 177	12 112 744	60 191 111
NNV	kr 44 547 896																				
IRR	11,880 %																				

Vedlegg 7:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Investering	- 43 940 000										
Belegg (hotellrom)		35 %	35 %	35 %	40 %	40 %	35 %	40 %	45 %	40 %	45 %
Belegg (leilighet)											
Rompris (hotellrom)		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317
Rompris (leilighet)											
Driftsinntekter		3 508 596	3 578 768	3 650 343	4 255 257	4 340 362	3 873 773	4 515 713	5 181 781	4 698 148	5 391 125
Driftskostnader		- 876 539	- 894 070	- 911 934	- 1 041 891	- 1 062 729	- 967 770	- 1 105 663	- 1 248 685	- 1 150 332	- 1 299 132
Husleie		- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg		- 105 456	- 105 203	- 104 950	- 104 699	- 104 447	- 104 197	- 103 947	- 103 697	- 103 448	- 103 200
Avskrivning tek		- 351 520	- 348 708	- 345 918	- 343 151	- 340 406	- 337 682	- 334 981	- 332 301	- 329 643	- 327 006
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037
Resultat f.skatt		- 1 627 994	- 1 578 044	- 1 527 165	- 1 055 178	- 994 024	- 1 368 912	- 868 271	- 348 780	- 737 766	- 197 449
Skatt		406 998	394 511	381 791	263 794	248 506	342 228	217 068	87 195	184 441	49 362
Resultat e.skatt		- 1 220 995	- 1 183 533	- 1 145 373	- 791 383	- 745 518	- 1 026 684	- 651 204	- 261 585	- 553 324	- 148 087
Avskrivning bygg		105 456	105 203	104 950	104 699	104 447	104 197	103 947	103 697	103 448	103 200
Avskrivning tek		351 520	348 708	345 918	343 151	340 406	337 682	334 981	332 301	329 643	327 006
Husleieinntekter		3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi											
Kontantstrøm	- 43 940 000	2 751 181	2 785 577	2 820 695	3 171 666	3 214 535	2 930 395	3 302 924	3 689 613	3 394 966	3 797 318
NNV	kr 14 202 127										
IRR	7,547 %										

	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering										
Belegg (hotellrom)	50 %	45 %	50 %	55 %	45 %	45 %	45 %	45 %	50 %	50 %
Belegg (leilighet)										
Rompris (hotellrom)	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Rompris (leilighet)										
Driftsinntekter	6 109 941	5 608 926	6 356 783	7 132 311	5 952 237	6 071 282	6 192 708	6 316 562	7 158 770	7 301 946
Driftskostnader	- 1 453 424	- 1 351 741	- 1 512 142	- 1 678 548	- 1 434 347	- 1 463 033	- 1 492 294	- 1 522 140	- 1 702 917	- 1 736 976
Husleie	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg	- 102 952	- 102 705	- 102 459	- 102 213	- 101 967	- 101 723	- 101 479	- 101 235	- 100 992	- 100 750
Avskrivning tek	- 324 389	- 321 794	- 319 220	- 316 666	- 314 133	- 311 620	- 309 127	- 306 654	- 304 201	- 301 767
Restaurant	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt	363 058	- 40 450	542 668	1 147 287	206 745	292 265	379 418	468 239	1 124 304	1 227 874
Skatt	- 90 764	10 112	- 135 667	- 286 822	- 51 686	- 73 066	- 94 855	- 117 060	- 281 076	- 306 968
Resultat e.skatt	272 293	- 30 337	407 001	860 465	155 059	219 199	284 564	351 179	843 228	920 905
Avskrivning bygg	102 952	102 705	102 459	102 213	101 967	101 723	101 479	101 235	100 992	100 750
Avskrivning tek	324 389	321 794	319 220	316 666	314 133	311 620	309 127	306 654	304 201	301 767
Husleieinntekter	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi										35 357 396
Kontantstrøm	4 214 835	3 909 362	4 343 879	4 794 544	4 086 359	4 147 741	4 210 369	4 274 268	4 763 621	40 196 018
NNV										
IRR										

Vedlegg 8:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Investering	- 43 940 000										- 18 553 520
Belegg (hotellrom)		35 %	35 %	35 %	40 %	40 %	35 %	40 %	45 %	40 %	45 %
Belegg (leilighet)											
Rompris (hotellrom)		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317
Rompris (leilighet)											
Driftsinntekter		3 508 596	3 578 768	3 650 343	4 255 257	4 340 362	3 873 773	4 515 713	5 181 781	4 698 148	5 391 125
Driftskostnader		- 876 539	- 894 070	- 911 934	- 1 041 891	- 1 062 729	- 967 770	- 1 181 851	- 1 170 974	- 1 229 598	- 1 379 983
Husleie		- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg		- 105 456	- 105 203	- 104 950	- 104 699	- 104 447	- 104 197	- 104 197	- 103 696	- 103 448	- 103 199
Avskrivning tek		- 351 520	- 348 708	- 345 918	- 343 151	- 340 406	- 337 682	- 334 981	- 332 301	- 329 643	- 327 006
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037
Resultat f.skatt		- 1 627 994	- 1 578 044	- 1 527 165	- 1 055 178	- 994 024	- 1 368 912	- 944 709	- 271 068	- 817 031	- 278 300
Skatt		406 998	394 511	381 791	263 794	248 506	342 228	236 177	67 767	204 258	69 575
Resultat e.skatt		- 1 220 995	- 1 183 533	- 1 145 373	- 791 383	- 745 518	- 1 026 684	- 708 532	- 203 301	- 612 773	- 208 725
Avskrivning bygg		105 456	105 203	104 950	104 699	104 447	104 197	104 197	103 696	103 448	103 199
Avskrivning tek		351 520	348 708	345 918	343 151	340 406	337 682	334 981	332 301	329 643	327 006
Husleieinntekter		3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi											
Kontantstrøm	- 43 940 000	2 751 181	2 785 577	2 820 695	3 171 666	3 214 535	2 930 395	3 245 846	3 747 896	3 335 517	- 14 816 840
NNV	kr 25 228 036										
IRR	8,66 %										

	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering										
Belegg (hotellrom)	50 %	45 %	50 %	55 %	45 %	45 %	45 %	45 %	50 %	50 %
Belegg (leilighet)	43 %	38 %	43 %	48 %	38 %	38 %	38 %	38 %	43 %	43 %
Rompris (hotellrom)	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Rompris (leilighet)	2 438	2 487	2 536	2 587	2 639	2 692	2 746	2 800	2 857	2 914
Driftsinntekter	10 512 969	9 577 795	10 937 693	12 348 156	10 164 033	10 367 313	10 574 660	10 786 153	12 317 619	12 563 972
Driftskostnader	- 1 899 200	- 2 013 881	- 2 249 074	- 1 975 645	- 2 015 158	- 2 055 461	- 2 096 570	- 2 138 501	- 2 225 215	- 2 269 720
Husleie	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482
Avskrivning bygg	- 151 983	- 147 621	- 147 267	- 146 914	- 146 561	- 146 209	- 145 859	- 145 860	- 145 158	- 144 810
Avskrivning tek	- 478 442	- 474 614	- 470 818	- 467 051	- 463 315	- 459 608	- 455 931	- 452 284	- 448 665	- 445 076
Restaurant	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt	2 632 945	1 584 261	2 705 958	4 386 668	2 159 673	2 319 113	2 481 628	2 646 932	4 087 942	4 285 505
Skatt	- 658 236	- 396 065	- 676 489	- 1 096 667	- 539 918	- 579 778	- 620 407	- 661 733	- 1 021 986	- 1 071 376
Resultat e.skatt	1 974 709	1 188 196	2 029 468	3 290 001	1 619 755	1 739 334	1 861 221	1 985 199	3 065 957	3 214 129
Avskrivning bygg	151 983	147 621	147 267	146 914	146 561	146 209	145 859	145 860	145 158	144 810
Avskrivning tek	478 442	474 614	470 818	467 051	463 315	459 608	455 931	452 284	448 665	445 076
Husleieinntekter	4 999 482	4 999 482	4 999 482	4 999 482	4 999 482	4 999 482	4 999 482	4 999 482	4 999 482	4 999 482
Restverdi										51 974 667
Kontantstrøm	7 604 615	6 809 913	7 647 034	8 903 447	7 229 112	7 344 634	7 462 493	7 582 825	8 659 262	60 778 163
NNV										
IRR										

Vedlegg 9:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Investering	- 43 940 000										
Belegg (hotellrom)		40 %	40 %	42 %	42 %	44 %	44 %	46 %	46 %	48 %	48 %
Belegg (leilighet)											
Rompris (hotellrom)		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317
Rompris (leilighet)											
Driftsinntekter		4 009 824	4 090 020	4 380 412	4 468 020	4 774 399	4 869 887	5 193 070	5 296 931	5 637 777	5 750 533
Driftskostnader		- 981 797	- 1 001 433	- 1 065 246	- 1 086 571	- 1 137 594	- 1 160 346	- 1 247 908	- 1 272 867	- 1 347 655	- 1 374 608
Husleie		- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg		- 105 456	- 105 203	- 104 950	- 104 699	- 104 447	- 104 197	- 103 947	- 103 697	- 103 448	- 103 200
Avskrivning tek		- 351 520	- 348 708	- 345 918	- 343 151	- 340 406	- 337 682	- 334 981	- 332 301	- 329 643	- 327 006
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037
Resultat f.skatt		- 1 232 024	- 1 174 155	- 950 408	- 887 095	- 634 854	- 565 376	- 333 160	- 257 811	4 541	86 483
Skatt		308 006	293 539	237 602	221 774	158 713	141 344	83 290	64 453	- 1 135	- 21 621
Resultat e.skatt		- 924 018	- 880 616	- 712 806	- 665 322	- 476 140	- 424 032	- 249 870	- 193 359	3 406	64 862
Avskrivning bygg		105 456	105 203	104 950	104 699	104 447	104 197	103 947	103 697	103 448	103 200
Avskrivning tek		351 520	348 708	345 918	343 151	340 406	337 682	334 981	332 301	329 643	327 006
Husleieinntekter		3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi											
Kontantstrøm	- 43 940 000	3 048 158	3 088 494	3 253 263	3 297 728	3 483 913	3 533 047	3 704 258	3 757 840	3 951 696	4 010 268
NNV	kr 18 857 740										
IRR	8,340 %										

	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering										
Belegg (hotellrom)	50 %	50 %	52 %	52 %	54 %	54 %	56 %	56 %	58 %	58 %
Belegg (leilighet)										
Rompris (hotellrom)	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Rompris (leilighet)										
Driftsinntekter	6 109 941	6 232 140	6 611 054	6 743 275	7 142 685	7 285 538	7 706 481	7 860 610	8 304 173	8 470 257
Driftskostnader	- 1 453 424	- 1 482 630	- 1 565 539	- 1 596 850	- 1 684 342	- 1 718 028	- 1 810 188	- 1 846 391	- 1 943 453	- 1 982 322
Husleie	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg	- 102 952	- 102 705	- 102 459	- 102 213	- 101 967	- 101 723	- 101 479	- 101 235	- 100 992	- 100 750
Avskrivning tek	- 324 389	- 321 794	- 319 220	- 316 666	- 314 133	- 311 620	- 309 127	- 306 654	- 304 201	- 301 767
Restaurant	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt	363 058	451 875	743 542	839 949	1 147 198	1 251 527	1 575 298	1 688 036	2 029 172	2 150 839
Skatt	- 90 764	- 112 969	- 185 885	- 209 987	- 286 799	- 312 882	- 393 824	- 422 009	- 507 293	- 537 710
Resultat e.skatt	272 293	338 906	557 656	629 962	860 398	938 645	1 181 473	1 266 027	1 521 879	1 613 129
Avskrivning bygg	102 952	102 705	102 459	102 213	101 967	101 723	101 479	101 235	100 992	100 750
Avskrivning tek	324 389	321 794	319 220	316 666	314 133	311 620	309 127	306 654	304 201	301 767
Husleieinntekter	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi										35 357 396
Kontantstrøm	4 214 835	4 278 606	4 494 535	4 564 041	4 791 699	4 867 188	5 107 279	5 189 116	5 442 271	40 888 242
NNV										
IRR										

Vedlegg 10:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Investering	- 43 940 000										- 18 553 520
Belegg (hotellrom)		40 %	40 %	42 %	42 %	44 %	44 %	46 %	46 %	48 %	48 %
Belegg (leilighet)											
Rompris (hotellrom)		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317
Rompris (leilighet)											
Driftsinntekter		4 009 824	4 090 020	4 380 412	4 468 020	4 774 399	4 869 887	5 193 070	5 296 931	5 637 777	5 750 533
Driftskostnader		- 981 797	- 1 001 433	- 1 065 246	- 1 086 571	- 1 137 594	- 1 160 346	- 1 247 908	- 1 272 867	- 1 347 655	- 1 374 608
Husleie		- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg		- 105 456	- 105 203	- 104 950	- 104 699	- 104 447	- 104 197	- 104 197	- 103 696	- 103 448	- 103 199
Avskrivning tek		- 351 520	- 348 708	- 345 918	- 343 151	- 340 406	- 337 682	- 334 981	- 332 301	- 329 643	- 327 006
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037
Resultat f.skatt		- 1 232 024	- 1 174 155	- 950 408	- 887 095	- 634 854	- 565 376	- 333 410	- 257 811	4 541	86 483
Skatt		308 006	293 539	237 602	221 774	158 713	141 344	83 352	64 453	- 1 135	- 21 621
Resultat e.skatt		- 924 018	- 880 616	- 712 806	- 665 322	- 476 140	- 424 032	- 250 057	- 193 358	3 406	64 863
Avskrivning bygg		105 456	105 203	104 950	104 699	104 447	104 197	104 197	103 696	103 448	103 199
Avskrivning tek		351 520	348 708	345 918	343 151	340 406	337 682	334 981	332 301	329 643	327 006
Husleieinntekter		3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi											
Kontantstrøm	- 43 940 000	3 048 158	3 088 494	3 253 263	3 297 728	3 483 913	3 533 047	3 704 320	3 757 839	3 951 696	- 14 543 252
NNV	kr 31 148 695										
IRR	9,45 %										

	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering										
Belegg (hotellrom)	50 %	50 %	52 %	52 %	54 %	54 %	56 %	56 %	58 %	58 %
Belegg (leilighet)	43 %	43 %	45 %	45 %	47 %	47 %	49 %	49 %	51 %	51 %
Rompris (hotellrom)	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Rompris (leilighet)	2 438	2 487	2 536	2 587	2 639	2 692	2 746	2 800	2 857	2 914
Driftsinntekter	10 512 969	10 723 229	11 405 030	11 633 131	12 352 011	12 599 051	13 356 893	13 624 030	14 422 808	14 711 264
Driftskostnader	- 2 194 675	- 2 238 739	- 2 368 486	- 2 415 896	- 2 552 911	- 2 604 002	- 2 748 350	- 2 803 175	- 2 955 203	- 3 014 449
Husleie	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 4 999 482	- 5 047 983	- 5 148 943
Avskrivning bygg	- 151 983	- 147 621	- 147 267	- 146 914	- 146 561	- 146 209	- 145 859	- 145 860	- 145 158	- 144 810
Avskrivning tek	- 478 442	- 474 614	- 470 818	- 467 051	- 463 315	- 459 608	- 455 931	- 452 284	- 448 665	- 445 076
Restaurant	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt	2 337 470	2 504 837	3 053 883	3 231 391	3 809 898	4 002 309	4 612 082	4 820 136	5 414 643	5 538 608
Skatt	- 584 368	- 626 209	- 763 471	- 807 848	- 952 474	- 1 000 577	- 1 153 020	- 1 205 034	- 1 353 661	- 1 384 652
Resultat e.skatt	1 753 103	1 878 628	2 290 412	2 423 544	2 857 423	3 001 732	3 459 061	3 615 102	4 060 982	4 153 956
Avskrivning bygg	151 983	147 621	147 267	146 914	146 561	146 209	145 859	145 860	145 158	144 810
Avskrivning tek	478 442	474 614	470 818	467 051	463 315	459 608	455 931	452 284	448 665	445 076
Husleieinntekter	4 999 482	4 999 482	4 999 482	4 999 482	4 999 482	4 999 482	4 999 482	4 999 482	5 047 983	5 148 943
Restverdi										51 974 667
Kontantstrøm	7 383 009	7 500 345	7 907 978	8 036 990	8 466 780	8 607 031	9 060 332	9 212 728	9 702 789	61 867 451
NNV										
IRR										

Vedlegg 11:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Investering	- 43 940 000										
Belegg (hotellrom)		55 %	55 %	60 %	65 %	65 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %
Belegg (leilighet)											
Rompris (hotellrom)		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317
Rompris (leilighet)											
Driftsinntekter		5 513 508	5 623 778	6 257 731	6 914 793	7 053 089	7 747 547	7 902 498	8 060 548	8 221 759	8 386 194
Driftskostnader		- 1 297 572	- 1 323 523	- 1 459 476	- 1 600 395	- 1 632 403	- 1 781 265	- 1 816 890	- 1 853 228	- 1 890 293	- 1 928 099
Husleie		- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg		- 105 456	- 105 203	- 104 950	- 104 699	- 104 447	- 104 197	- 103 947	- 103 697	- 103 448	- 103 200
Avskrivning tek		- 351 520	- 348 708	- 345 918	- 343 151	- 340 406	- 337 682	- 334 981	- 332 301	- 329 643	- 327 006
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037
Resultat f.skatt		- 44 115	37 512	532 682	1 045 853	1 149 028	1 691 366	1 807 286	1 925 443	2 045 884	2 168 653
Skatt		11 029	- 9 378	- 133 170	- 261 463	- 287 257	- 422 841	- 451 822	- 481 361	- 511 471	- 542 163
Resultat e.skatt		- 33 086	28 134	399 511	784 390	861 771	1 268 524	1 355 465	1 444 082	1 534 413	1 626 490
Avskrivning bygg		105 456	105 203	104 950	104 699	104 447	104 197	103 947	103 697	103 448	103 200
Avskrivning tek		351 520	348 708	345 918	343 151	340 406	337 682	334 981	332 301	329 643	327 006
Husleieinntekter		3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi											
Kontantstrøm	- 43 940 000	3 939 090	3 997 245	4 365 580	4 747 439	4 821 824	5 225 603	5 309 592	5 395 281	5 482 704	5 571 895
NNV	kr 35 247 835										
IRR	11,192 %										

	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering										
Belegg (hotellrom)	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %
Belegg (leilighet)										
Rompris (hotellrom)	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Rompris (leilighet)										
Driftsinntekter	8 553 918	8 724 996	8 899 496	9 077 486	9 259 036	9 444 217	9 633 101	9 825 763	10 022 278	10 222 724
Driftskostnader	- 1 966 661	- 2 006 187	- 2 046 114	- 2 087 036	- 2 128 777	- 2 171 352	- 2 214 779	- 2 259 075	- 2 304 256	- 2 350 342
Husleie	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 577 953
Avskrivning bygg	- 102 952	- 102 705	- 102 459	- 102 213	- 101 967	- 101 723	- 101 479	- 101 235	- 100 992	- 100 750
Avskrivning tek	- 324 389	- 321 794	- 319 220	- 316 666	- 314 133	- 311 620	- 309 127	- 306 654	- 304 201	- 301 767
Restaurant	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt	2 293 797	2 421 174	2 551 409	2 683 974	2 819 114	2 956 881	3 097 326	3 240 505	3 386 473	3 472 533
Skatt	- 573 449	- 605 294	- 637 852	- 670 993	- 704 778	- 739 220	- 774 332	- 810 126	- 846 618	- 868 133
Resultat e.skatt	1 720 348	1 815 881	1 913 557	2 012 980	2 114 335	2 217 661	2 322 995	2 430 379	2 539 855	2 604 400
Avskrivning bygg	102 952	102 705	102 459	102 213	101 967	101 723	101 479	101 235	100 992	100 750
Avskrivning tek	324 389	321 794	319 220	316 666	314 133	311 620	309 127	306 654	304 201	301 767
Husleieinntekter	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 577 953
Restverdi										35 357 396
Kontantstrøm	5 662 890	5 755 580	5 850 435	5 947 059	6 045 636	6 146 203	6 248 800	6 353 468	6 460 248	41 942 266
NNV										
IRR										

Vedlegg 12:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Investering	- 43 940 000										- 18 553 520
Belegg (hotellrom)		55 %	55 %	60 %	65 %	65 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %
Belegg (leilighet)											
Rompris (hotellrom)		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317
Rompris (leilighet)											
Driftsinntekter		5 513 508	5 623 778	6 257 731	6 914 793	7 053 089	7 747 547	7 902 498	8 060 548	8 221 759	8 386 194
Driftskostnader		- 1 297 572	- 1 323 523	- 1 459 476	- 1 600 395	- 1 632 403	- 1 781 265	1 794 939	- 1 853 228	- 1 890 293	- 1 928 099
Husleie		- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200	- 3 515 200
Avskrivning bygg		- 105 456	- 105 203	- 104 950	- 104 699	- 104 447	- 104 197	- 104 197	- 103 696	- 103 448	- 103 199
Avskrivning tek		- 351 520	- 348 708	- 345 918	- 343 151	- 340 406	- 337 682	- 334 981	- 332 301	- 329 643	- 327 006
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037
Resultat f.skatt		- 44 115	37 512	532 682	1 045 853	1 149 028	1 691 366	5 418 865	1 925 444	2 045 885	2 168 654
Skatt		11 029	- 9 378	- 133 170	- 261 463	- 287 257	- 422 841	- 1 354 716	- 481 361	- 511 471	- 542 163
Resultat e.skatt		- 33 086	28 134	399 511	784 390	861 771	1 268 524	4 064 149	1 444 083	1 534 413	1 626 490
Avskrivning bygg		105 456	105 203	104 950	104 699	104 447	104 197	104 197	103 696	103 448	103 199
Avskrivning tek		351 520	348 708	345 918	343 151	340 406	337 682	334 981	332 301	329 643	327 006
Husleieinntekter		3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200	3 515 200
Restverdi											
Kontantstrøm	- 43 940 000	3 939 090	3 997 245	4 365 580	4 747 439	4 821 824	5 225 603	8 018 527	5 395 280	5 482 704	- 12 981 625
NNV	kr 53 354 198										
IRR	12,55 %										

	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering										
Belegg (hotellrom)	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %
Belegg (leilighet)	51 %	51 %	53 %	53 %	55 %	55 %	57 %	57 %	59 %	59 %
Rompris (hotellrom)	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Rompris (leilighet)	2 438	2 487	2 536	2 587	2 639	2 692	2 746	2 800	2 857	2 914
Driftsinntekter	13 776 114	14 051 636	14 545 734	14 836 649	15 355 056	15 662 157	16 206 029	16 530 149	17 100 699	17 442 713
Driftskostnader	- 2 649 316	- 2 702 559	- 2 795 369	- 2 851 277	- 2 908 302	- 2 966 468	- 3 068 035	- 3 129 395	- 3 235 927	- 3 300 646
Husleie	- 4 999 482	- 4 999 482	- 5 091 007	- 5 192 827	- 5 374 269	- 5 481 755	- 5 672 110	- 5 785 552	- 5 985 245	- 6 104 950
Avskrivning bygg	- 151 983	- 147 621	- 147 267	- 146 914	- 146 561	- 146 209	- 145 859	- 145 860	- 145 158	- 144 810
Avskrivning tek	- 478 442	- 474 614	- 470 818	- 467 051	- 463 315	- 459 608	- 455 931	- 452 284	- 448 665	- 445 076
Restaurant	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt	5 145 974	5 369 423	5 676 179	5 806 184	6 082 763	6 220 676	6 468 904	6 613 964	6 874 547	7 027 852
Skatt	- 1 286 494	- 1 342 356	- 1 419 045	- 1 451 546	- 1 520 691	- 1 555 169	- 1 617 226	- 1 653 491	- 1 718 637	- 1 756 963
Resultat e.skatt	3 859 481	4 027 067	4 257 134	4 354 638	4 562 073	4 665 507	4 851 678	4 960 473	5 155 911	5 270 889
Avskrivning bygg	151 983	147 621	147 267	146 914	146 561	146 209	145 859	145 860	145 158	144 810
Avskrivning tek	478 442	474 614	470 818	467 051	463 315	459 608	455 931	452 284	448 665	445 076
Husleieinntekter	4 999 482	4 999 482	5 091 007	5 192 827	5 374 269	5 481 755	5 672 110	5 785 552	5 985 245	6 104 950
Restverdi										51 974 667
Kontantstrøm	9 489 387	9 648 785	9 966 226	10 161 430	10 546 218	10 753 079	11 125 578	11 344 169	11 734 979	63 940 392

Vedlegg 13:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Investering	- 62 400 000										
Belegg		35 %	35 %	35 %	40 %	40 %	35 %	40 %	45 %	40 %	45 %
Rompris		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317
Driftsinntekter		6 477 408	6 606 956	6 739 095	7 855 860	8 012 977	7 151 582	8 336 701	9 566 365	8 673 504	9 952 846
Driftskostnader		- 1 618 226	- 1 650 590	- 1 683 571	- 1 923 491	- 1 961 961	- 1 786 652	- 2 041 224	- 2 305 265	- 2 123 690	- 2 398 397
Husleiekostnader		- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000
Avskrivning bygg		- 149 760	- 149 401	- 149 042	- 148 684	- 148 327	- 147 971	- 147 616	- 147 262	- 146 909	- 146 556
Avskrivning tek		- 499 200	- 495 206	- 491 245	- 487 315	- 483 416	- 479 549	- 475 713	- 471 907	- 468 132	- 464 387
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037
Resultat f.skatt		- 1 069 653	- 973 873	- 876 268	- 1 125	115 667	- 572 427	355 954	1 319 253	605 483	1 607 469
Skatt		267 413	243 468	219 067	281	- 28 917	143 107	- 88 989	- 329 813	- 151 371	- 401 867
Resultat e.skatt		- 802 239	- 730 405	- 657 201	- 844	86 751	- 429 320	266 966	989 440	454 112	1 205 602
Avskrivning bygg		149 760	149 401	149 042	148 684	148 327	147 971	147 616	147 262	146 909	146 556
Avskrivning tek		499 200	495 206	491 245	487 315	483 416	479 549	475 713	471 907	468 132	464 387
Husleieinntekter		4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000
Restverdi											
Kontantstrøm	- 62 400 000	4 838 721	4 906 202	4 975 086	5 627 155	5 710 494	5 190 200	5 882 295	6 600 609	6 061 152	6 808 544
NNV	kr 36 699 713										
IRR	9,519 %										

	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering										
Belegg	50 %	45 %	50 %	55 %	45 %	45 %	45 %	45 %	50 %	50 %
Rompris	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Driftsinntekter	11 279 892	10 354 941	11 735 599	13 167 342	10 988 746	11 208 521	11 432 691	11 661 345	13 216 191	13 480 515
Driftskostnader	- 2 683 244	- 2 495 521	- 2 791 646	- 3 098 857	- 2 648 024	- 2 700 985	- 2 755 005	- 2 810 104	- 3 143 847	- 3 206 725
Husleiekostnader	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000
Avskrivning bygg	- 146 204	- 145 853	- 145 503	- 145 154	- 144 806	- 144 458	- 144 112	- 143 766	- 143 421	- 143 076
Avskrivning tek	- 460 671	- 456 986	- 453 330	- 449 704	- 446 106	- 442 537	- 438 997	- 435 485	- 432 001	- 428 545
Restaurant	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt	2 646 854	1 906 644	2 988 024	4 109 230	2 377 965	2 541 100	2 707 388	2 876 896	4 093 766	4 290 790
Skatt	- 661 714	- 476 661	- 747 006	- 1 027 308	- 594 491	- 635 275	- 676 847	- 719 224	- 1 023 441	- 1 072 697
Resultat e.skatt	1 985 141	1 429 983	2 241 018	3 081 923	1 783 473	1 905 825	2 030 541	2 157 672	3 070 324	3 218 092
Avskrivning bygg	146 204	145 853	145 503	145 154	144 806	144 458	144 112	143 766	143 421	143 076
Avskrivning tek	460 671	456 986	453 330	449 704	446 106	442 537	438 997	435 485	432 001	428 545
Husleieinntekter	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000
Restverdi										50 211 687
Kontantstrøm	7 584 016	7 024 822	7 831 852	8 668 780	7 366 385	7 484 820	7 605 650	7 728 922	8 637 746	58 993 401
NNV										
IRR										

Vedlegg 14:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Investering	- 62 400 000										
Belegg		40 %	40 %	42 %	42 %	44 %	44 %	46 %	46 %	48 %	48 %
Rompris		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317
Driftsinntekter		7 402 752	7 550 807	8 086 914	8 248 653	8 814 275	8 990 560	9 587 206	9 778 950	10 408 205	10 616 369
Driftskostnader		- 1 815 134	- 1 851 436	- 1 969 297	- 2 010 093	- 2 133 032	- 2 191 391	- 2 321 298	- 2 367 725	- 2 504 637	- 2 554 729
Husleiekostnader		- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000
Avskrivning bygg		- 149 760	- 149 401	- 149 042	- 148 684	- 148 327	- 147 971	- 147 616	- 147 262	- 146 909	- 146 556
Avskrivning tek		- 499 200	- 495 206	- 491 245	- 487 315	- 483 416	- 479 549	- 475 713	- 471 907	- 468 132	- 464 387
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037
Resultat f.skatt		- 341 217	- 230 868	185 825	305 066	745 894	861 812	1 326 385	1 469 379	1 959 237	2 114 660
Skatt		85 304	57 717	- 46 456	- 76 266	- 186 473	- 215 453	- 331 596	- 367 345	- 489 809	- 528 665
Resultat e.skatt		- 255 912	- 173 151	139 369	228 799	559 420	646 359	994 789	1 102 034	1 469 427	1 585 995
Avskrivning bygg		149 760	149 401	149 042	148 684	148 327	147 971	147 616	147 262	146 909	146 556
Avskrivning tek		499 200	495 206	491 245	487 315	483 416	479 549	475 713	471 907	468 132	464 387
Husleieinntekter		4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000
Restverdi											
Kontantstrøm	- 62 400 000	5 385 048	5 463 456	5 771 656	5 856 799	6 183 164	6 265 879	6 610 118	6 713 203	7 076 468	7 188 937
NNV	kr 45 247 662										
IRR	10,490 %										

	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering										
Belegg	50 %	50 %	52 %	52 %	54 %	54 %	56 %	56 %	58 %	58 %
Rompris	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Driftsinntekter	11 279 892	11 505 490	12 205 023	12 449 124	13 186 495	13 450 225	14 227 349	14 511 896	15 330 782	15 637 397
Driftskostnader	- 2 699 000	- 2 753 234	- 2 904 979	- 2 963 079	- 3 123 197	- 3 185 661	- 3 354 306	- 3 421 392	- 3 598 989	- 3 670 970
Husleiekostnader	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 5 079 164	- 5 365 774	- 5 473 089
Avskrivning bygg	- 146 204	- 145 853	- 145 503	- 145 154	- 144 806	- 144 458	- 144 112	- 143 766	- 143 421	- 143 076
Avskrivning tek	- 460 671	- 456 986	- 453 330	- 449 704	- 446 106	- 442 537	- 438 997	- 435 485	- 432 001	- 428 545
Restaurant	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt	2 631 098	2 799 480	3 344 116	3 526 790	4 100 541	4 298 127	4 902 745	5 028 996	5 379 441	5 502 338
Skatt	- 657 775	- 699 870	- 836 029	- 881 697	- 1 025 135	- 1 074 532	- 1 225 686	- 1 257 249	- 1 344 860	- 1 375 585
Resultat e.skatt	1 973 324	2 099 610	2 508 087	2 645 092	3 075 406	3 223 596	3 677 059	3 771 747	4 034 581	4 126 754
Avskrivning bygg	146 204	145 853	145 503	145 154	144 806	144 458	144 112	143 766	143 421	143 076
Avskrivning tek	460 671	456 986	453 330	449 704	446 106	442 537	438 997	435 485	432 001	428 545
Husleieinntekter	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	5 079 164	5 365 774	5 473 089
Restverdi										50 211 687
Kontantstrøm	7 572 199	7 694 450	8 098 920	8 231 950	8 658 317	8 802 591	9 252 167	9 430 161	9 975 776	60 383 151
NNV										
IRR										

Vedlegg 15:

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Investering	- 62 400 000										
Belegg		55 %	55 %	60 %	65 %	65 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %
Rompris		1 102	1 124	1 146	1 169	1 192	1 216	1 241	1 265	1 291	1 317
Driftsinntekter		10 178 784	10 382 360	11 552 735	12 765 772	13 021 087	14 303 164	14 589 227	14 881 011	15 178 632	15 482 204
Driftskostnader		- 2 395 517	- 2 443 428	- 2 694 417	- 2 954 576	- 3 013 668	- 3 288 489	- 3 354 259	- 3 421 345	- 3 489 772	- 3 559 567
Husleiekostnader		- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 4 992 000	- 5 006 107	- 5 106 229	- 5 208 354	- 5 312 521	- 5 418 772
Avskrivning bygg		- 149 760	- 149 401	- 149 042	- 148 684	- 148 327	- 147 971	- 147 616	- 147 262	- 146 909	- 146 556
Avskrivning tek		- 499 200	- 495 206	- 491 245	- 487 315	- 483 416	- 479 549	- 475 713	- 471 907	- 468 132	- 464 387
Restaurant		- 287 875	- 293 632	- 299 505	- 305 495	- 311 605	- 317 837	- 324 194	- 330 678	- 337 291	- 344 037
Resultat f.skatt		1 854 432	2 008 693	2 926 526	3 877 702	4 072 071	5 063 210	5 181 215	5 301 466	5 424 008	5 548 886
Skatt		- 463 608	- 502 173	- 731 631	- 969 425	- 1 018 018	- 1 265 802	- 1 295 304	- 1 325 366	- 1 356 002	- 1 387 222
Resultat e.skatt		1 390 824	1 506 520	2 194 894	2 908 276	3 054 053	3 797 407	3 885 911	3 976 099	4 068 006	4 161 665
Avskrivning bygg		149 760	149 401	149 042	148 684	148 327	147 971	147 616	147 262	146 909	146 556
Avskrivning tek		499 200	495 206	491 245	487 315	483 416	479 549	475 713	471 907	468 132	464 387
Husleieinntekter		4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	4 992 000	5 006 107	5 106 229	5 208 354	5 312 521	5 418 772
Restverdi											
Kontantstrøm	- 62 400 000	7 031 784	7 143 127	7 827 181	8 536 275	8 677 797	9 431 035	9 615 470	9 803 622	9 995 567	10 191 379
NNV	kr 76 918 595										
IRR	14,184 %										

	År 11	År 12	År 13	År 14	År 15	År 16	År 17	År 18	År 19	År 20
Investering										
Belegg	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %	70 %
Rompris	1 343	1 370	1 397	1 425	1 454	1 483	1 512	1 543	1 573	1 605
Driftsinntekter	15 791 848	16 107 685	16 429 839	16 758 436	17 093 605	17 435 477	17 784 186	18 139 870	18 502 667	18 872 721
Driftskostnader	- 3 630 758	- 3 703 729	- 3 777 440	- 3 852 990	- 3 930 050	- 4 008 650	- 4 088 823	- 4 170 600	- 4 254 011	- 4 339 092
Husleiekostnader	- 5 527 147	- 5 637 690	- 5 750 444	- 5 865 453	- 5 982 762	- 6 102 417	- 6 224 465	- 6 348 954	- 6 475 934	- 6 605 452
Avskrivning bygg	- 146 204	- 145 853	- 145 503	- 145 154	- 144 806	- 144 458	- 144 112	- 143 766	- 143 421	- 143 076
Avskrivning tek	- 460 671	- 456 986	- 453 330	- 449 704	- 446 106	- 442 537	- 438 997	- 435 485	- 432 001	- 428 545
Restaurant	- 350 918	- 357 936	- 365 095	- 372 397	- 379 845	- 387 441	- 395 190	- 403 094	- 411 156	- 419 379
Resultat f.skatt	5 676 149	5 805 491	5 938 026	6 072 739	6 210 037	6 349 973	6 492 599	6 637 971	6 786 145	6 937 176
Skatt	- 1 419 037	- 1 451 373	- 1 484 507	- 1 518 185	- 1 552 509	- 1 587 493	- 1 623 150	- 1 659 493	- 1 696 536	- 1 734 294
Resultat e.skatt	4 257 112	4 354 118	4 453 520	4 554 554	4 657 527	4 762 480	4 869 449	4 978 478	5 089 609	5 202 882
Avskrivning bygg	146 204	145 853	145 503	145 154	144 806	144 458	144 112	143 766	143 421	143 076
Avskrivning tek	460 671	456 986	453 330	449 704	446 106	442 537	438 997	435 485	432 001	428 545
Husleieinntekter	5 527 147	5 637 690	5 750 444	5 865 453	5 982 762	6 102 417	6 224 465	6 348 954	6 475 934	6 605 452
Restverdi										50 211 687
Kontantstrøm	10 391 135	10 594 648	10 802 797	11 014 864	11 231 201	11 451 892	11 677 023	11 906 683	12 140 964	62 591 643
NNV										
IRR										

Vedlegg 16:

Home Page:	http://www.damodaran.com
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm

Industry Name	*Number of firms*	*Average Unlevered Beta*	*Average Levered Beta*	*Average correlation*	*Total Unlevered Beta*	*Total Levered Beta*
Advertising	73	0,71	0,87	16,45 %	4,34	5,31
Aerospace/Defense	38	0,98	1,12	25,24 %	3,90	4,45
Air Transport	37	0,66	0,98	24,65 %	2,68	3,97
Apparel	142	0,86	0,97	20,11 %	4,28	4,85
Auto & Truck	21	0,94	1,54	32,02 %	2,92	4,82
Auto Parts	56	1,57	1,74	31,74 %	4,94	5,49
Bank (Money Center)	127	0,28	1,57	33,83 %	0,83	4,63
Banks (Regional)	64	0,24	0,68	17,47 %	1,37	3,90
Beverage (Alcoholic)	51	0,57	0,68	22,49 %	2,52	3,04
Beverage (Soft)	18	0,61	0,70	21,43 %	2,85	3,27
Broadcasting	29	0,99	1,07	23,51 %	4,21	4,57
Brokerage & Investment Banking	72	0,35	0,74	15,22 %	2,32	4,85
Building Materials	86	0,82	0,96	21,40 %	3,81	4,48
Business & Consumer Services	229	0,73	0,87	20,52 %	3,55	4,26
Cable TV	12	0,80	1,20	37,79 %	2,11	3,17
Chemical (Basic)	59	0,91	1,06	18,58 %	4,87	5,72
Chemical (Diversified)	7	1,76	2,09	46,00 %	3,83	4,55
Chemical (Specialty)	92	0,94	1,04	23,04 %	4,06	4,51
Coal & Related Energy	21	0,64	0,83	10,78 %	5,90	7,71
Computer Services	206	0,81	0,83	17,49 %	4,64	4,73
Computers/Peripherals	37	1,10	1,25	16,67 %	6,58	7,52
Construction Supplies	105	0,94	1,29	25,42 %	3,71	5,07
Diversified	74	0,99	1,29	31,96 %	3,09	4,03
Drugs (Biotechnology)	163	1,41	1,41	16,89 %	8,33	8,36
Drugs (Pharmaceutical)	102	1,06	1,18	21,42 %	4,94	5,53
Education	3	0,03	0,02	11,36 %	0,23	0,22
Electrical Equipment	104	1,00	1,18	22,95 %	4,35	5,14
Electronics (Consumer & Office)	17	0,91	0,88	17,87 %	5,06	4,93
Electronics (General)	142	0,98	1,04	18,36 %	5,36	5,64
Engineering/Construction	169	0,80	1,23	22,74 %	3,50	5,43
Entertainment	76	1,02	1,00	16,90 %	6,01	5,89
Environmental & Waste Services	53	0,79	1,02	16,54 %	4,75	6,17
Farming/Agriculture	44	0,39	0,84	17,76 %	2,21	4,75
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	113	0,15	0,93	20,69 %	0,75	4,49
Food Processing	156	0,74	0,83	20,13 %	3,67	4,10
Food Wholesalers	13	0,23	0,57	20,22 %	1,15	2,83
Furn/Home Furnishings	47	0,89	0,99	21,69 %	4,10	4,58
Green & Renewable Energy	48	0,64	1,24	20,66 %	3,09	6,02
Healthcare Products	153	0,80	0,93	16,17 %	4,97	5,76
Healthcare Support Services	47	0,66	0,90	16,34 %	4,07	5,50
Heathcare Information and Technology	69	0,87	0,96	17,14 %	5,10	5,63
Homebuilding	41	1,07	1,06	20,97 %	5,12	5,08
Hospitals/Healthcare Facilities	37	0,35	0,62	14,59 %	2,41	4,25
Hotel/Gaming	122	0,75	0,99	17,05 %	4,40	5,78

Vedlegg 17:

Nordre del av Storgata – byggeområde 39, 40 og 49

1 Arealbruk

Området kan benyttes til forretninger, overnatting, bevertning, forsamlingslokale, kontor og bolig. Det kan bygges parkeringskjeller.

2 Utnyttelse og høyder

Prosent bebygd areal skal ikke overstige BYA = 90 %.
Mot Hermann Foss gate tillates gesimshøyde/mønehøyde inntil 17,5 m.
Mot Storgata tillates gesimshøyde inntil 10 m og mønehøyde inntil 14,5 m.
I de resterende arealene tillates gesimshøyde inntil 11,5 m og mønehøyde inntil 14,5 m.

3 Spesielle krav til utforming av bebyggelsen

Byggene skal ha skråtak mot Storgata, og disse skråtakene skal være minst 6 m fra takskjegg til møne.