

Pareto Eiendomsinvest Nordic AS



Kvartalsrapport – 4. kvartal 2011

Lenke: www.paretoprojectfinance.no/avdelinger/forvaltning/eiendomsfond



Forvaltningsteamet

Per-Christian Nicolaisen

Ansvarlig forvalter
Eiendom
Tlf: + 47 22 01 58 08
E-post: nico@pareto.no

Richard Jansen

Ansvarlig forvalter
Shipping/Offshore
Tlf: + 47 22 01 58 96
E-post: richard.jansen@pareto.no

Johan Anker-Rasch

Forvalter
Eiendom
Tlf: + 47 22 01 58 73
E-post: jar@pareto.no

Patrick Kartevoll

Forvalter/Forretningsfører
Shipping/Offshore
Tlf: + 47 22 01 58 79
E-post: patrick@pareto.no

Jonathan Andreas Barfod

Forvalter
Shipping/Offshore/Eiendom
Tlf: + 47 22 01 58 46
E-post: jab@pareto.no

Hans Gunnar Martinsen

Forretningsfører
Eiendom
Tlf: +47 22 01 58 88
E-post: hgm@pareto.no

Forvalters kommentar

Pareto Eiendomsinvest Nordic AS ("PEN") fikk en verdijustert egenkapital per aksje per 31. desember 2011 på NOK 137 per aksje, noe som er en økning på 1,5% siden tredje kvartal. Totalt sett har PEN gitt en avkastning på 3,6% i 2011, og en avkastning på 24,2% siste to år. Med dagens lave renteregime bør eiendomsmarkedet være godt posisjonert for årene som kommer.

Oppsummering siden sist

Fjerde kvartal har fortsatt i det sporet vi så gjennom tredje kvartal, der markedet har vært relativt turbulent og volatil. Selv om hovedindeksen ved Oslo Børs har hatt en solid oppgang på 10,5% i kvartalet, er det eurolandenes gjeldssituasjon som fortsetter å skape overskriftene i landets aviser. Eurolandenes gjeldsuro har gjennom fjerde kvartal drevet innlånskostnadene til internasjonale banker oppover, noe som har resultert i økte utlånsmarginer for kundene. Dette har også spredd seg til eiendomsmarkedet i Norge hvor markedsmessige lånemarginer har steget betydelig og ligger nå på 150 – 200 basispunkter. Effekten av en økning i lånemarginen blir imidlertid delvis redusert gjennom historisk lave renter. I tillegg til at de lange rentene holder seg historisk lave (10-års swaprente på 3,4%), besluttet Norges Bank å sette ned styringsrenten med 50 basispunkter ved siste rentemøte. Dette har resultert i en markant nedgang i kortere renter siste tid, der 3mnd Nibor har falt fra 3,3% til 2,7% i kvartalet.

Som følge av fortsatt lave markedsrenter forblir overkursen i PEN relativt stor. Per fjerde kvartal utgjør overkursen NOK 19 per aksje i PEN (negativ effekt), noe som er en økning på NOK 1 fra tredje kvartal. Dette er et historisk høyt nivå for PEN, og er hovedårsaken til at kursutviklingen ikke har vært bedre enn 3,6% for 2011. Dersom overkursen hadde vært uendret gjennom året ville avkastningen til PEN vært på mellom 10 – 12%, noe som sier mer om den reelle underliggende avkastningen i porteføljen. Som vi har nevnt i tidligere kvartalsrapporter vil overkursen bevege seg mot null ved utløpet av rentebindingene, og således er det å forvente at total overkurs i porteføljen vil reduseres med tiden (gitt uendret rentenivå).

Ser vi på transaksjonsmarkedet for eiendom så har volumet falt en del i forhold til forventningene gjennom andre halvår. Gjeldsuroen i Europa må nok ta mye av skylden for det. Aktiviteten har imidlertid tatt seg i opp i fjerde kvartal sammenlignet med tredje kvartal, og i følge eiendomsanalytikere ser vi ut til å ende på en total omsetning for næringseiendom i Norge tilsvarende ca. NOK 35 milliarder i 2011. Dette er ca. NOK 5 milliarder lavere enn 2010, og 5-10 milliarder lavere enn de første estimatene for 2011. Sett i et historisk

perspektiv vil et transaksjonsvolum for 2011 på rundt NOK 35 milliarder omtrent være på gjennomsnittet de siste 10 årene.

Når det gjelder yieldnivået (prisene) på eiendom, så er trenden at dette har flatet ut gjennom andre halvår. Per fjerde kvartal anslås prime yielden av Akershus Eiendom til fortsatt å ligge på 5,25 – 5,50%, noe som er uforandret i forhold til tredje kvartal. Den siste tiden har man imidlertid sett at markedet er noe mer selektivt, og for mer sekundære eiendommer har man opplevd en marginal yieldoppgang andre halvår. Forventningene til analytikerne for 2012 er foreløpig en relativt flat yieldutvikling med et volum på nivå med 2011. Usikkerheten knytter seg imidlertid til gjeldskrisen i Europa og dens påvirkning på investormarkedet, rentenivå og marginer i 2012.

Nyheter PEN porteføljen

Urolighetene i eurosone har også vært med på å påvirke investorene her i landet, og gjennom fjerde kvartal har vi sett at omsetningskursen i PEN aksjen har falt noe. Gjennom fjerde kvartal er PEN aksjen handlet i intervallet NOK 120 – 124 per aksje, der NOK 124 er siste omsetning. Den siste omsetningen gir en rabatt til dagens VEK på 9,5%. PEN har benyttet den muligheten som har eksistert i fjerde kvartal til å kjøpe egne aksjer, og har gjennom fjerde kvartal kjøpt 15.213 aksjer til en snittkurs på NOK 121,10 per aksje (11,6% rabatt til dagens VEK).

Av øvrige hendelser har PEN solgt ytterligere 8% i Kjelsåsveien 161 AS gjennom kvartalet. Dette har gitt en meravkastning på ca. 30% i forholdt til gjeldende VEK ved salgstidspunktet (for detaljer, se transaksjoner under portefølje kapittelet). I tillegg til nedsalget har man i Innovasjonsenteret Holding fremforhandlet en ytterligere økning i leienivået på NOK 400.000 per år, noe som både bidrar positivt på likviditeten i selskapet og eiendomsverdien.

Til slutt har vi i fjerde kvartal kommet med et nytt design på kvartalsrapporten. Vi håper endringene som er gjort gjør kvartalsrapporten enda enklere og mer informativ for aksjonærene å lese.

Avkastning og kursutvikling

Verdijustert egenkapital («VEK») per aksje i PEN per 31. desember 2011 er på NOK 137 per aksje. Dette tilsvarer en avkastning på 1,5% siden tredje kvartal og en avkastning på 3,6% for 2011. Siste omsetning i aksjen ble gjort til en kurs på NOK 124 per aksje og tilsvarer en rabatt til VEK på 9,5%.

Avkastning og kursutvikling

Kursutviklingen som rapporteres for Pareto Eiendomsinvest Nordic AS ("PEN") er basert på verdijustert egenkapital ("VEK"), der verdivurderingen av PENS eiendommer blir foretatt av uavhengige verdivurderere i samarbeid med kapitalforvalter Pareto Project Finance AS ("PPF").

Per 31. desember 2011 er VEK for PEN fastsatt til NOK 137 per aksje. Dette gir en avkastning på 1,5% siden siste verdivurdering i tredje kvartal og tilsvarer en nettoyield på 7,0% på porteføljen (basis 2012-leie). Totalt sett har avkastningen for 2011 vært 3,6% for PEN.

Direkteavkastning / Utbytte

PEN har som målsetning å dele ut størst mulig del av eiendomsporteføljens frie kontantstrøm til investorene årlig. I tråd med dette har det blitt utbetalt NOK 6 per aksje til investorene for 2011. Siden oppstarten av PEN har det blitt utbetalt totalt NOK 79,1 millioner til PENS

aksjonærer, noe som tilsvarer NOK 18,70 per aksje. Neste utbetaling til aksjonærene er forventet i forbindelse med ordinær generalforsamling våren 2012.

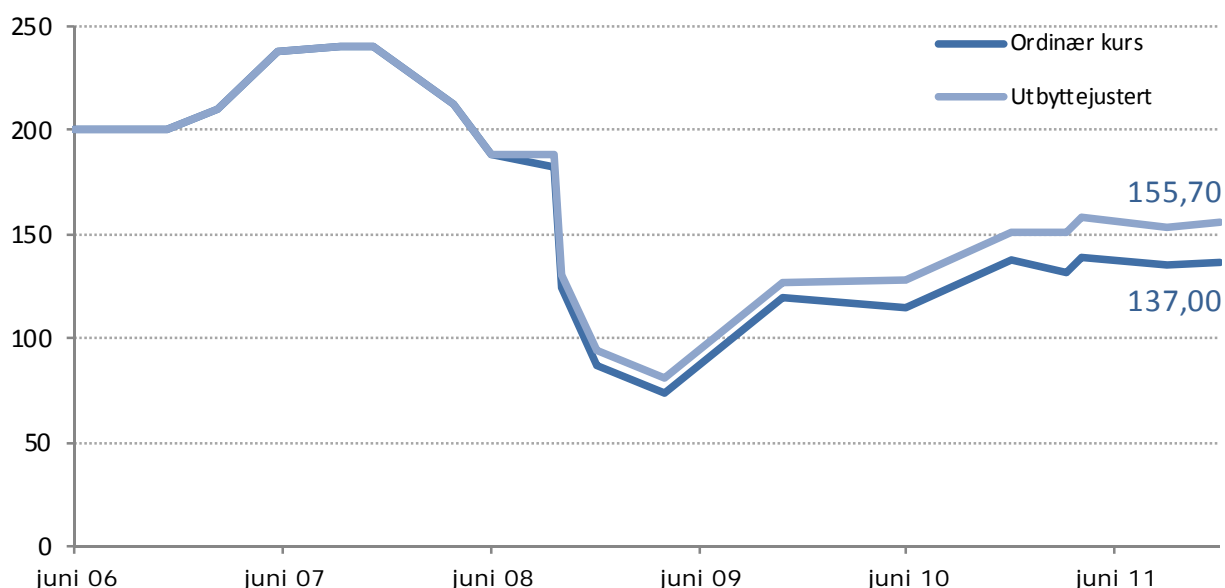
Over- / underkurs lånefinansiering

Total overkurs per aksje i PEN utgjør en negativ effekt på NOK 19 per aksje per 31. desember 2011. Dette er en økning på NOK 1 per aksje siden forrige verdivurdering. Overkursen vil alt annet like bevege seg mot null ved utløpet av rentebindingen, og således er det forventet at PEN sin overkurs vil falle med tiden ved uendret rentenivå.

Annehåndsmarkedet

Det er totalt utstedt 4.843.903 aksjer i PEN. PPF legger til rette for annenhåndsomsetning i aksjen. Siste omsatte kurs er NOK 124 per aksje (omsatt 28. desember 2011). Investorer som ønsker å kjøpe eller selge sine aksjer kan ta kontakt med sin rådgiver eller PPF.

Kursutvikling for Pareto Eiendomsinvest Nordic AS



| | siste kvartal | siste halvår | siste år | siste 2 år | siden oppstart |
|----------------|---------------|---------------|--------------|---------------|----------------|
| PEN | 1,5 % | -1,4 % | 3,6 % | 24,2 % | -22,2 % |
| Oslo Børs | 10,5 % | -8,6 % | -12,5 % | 3,6 % | 2,3 % |
| Eiendomsindeks | -5,2 % | -21,7 % | -20,1 % | -18,3 % | -47,1 % |

Note: Eiendomsindeksen er basert på OSE4040 Real Estate (inkluderer blant annet selskapene OTL, NRP og NLPR)

Porteføljen

PEN sin eiendomsportefølje er verdsatt til NOK 3,18 milliarder per 31. desember 2011. Dette tilsvarer en nettoyield på 7,0%, og tilsvarer en nedgang på 0,1% i bruttoverdiene sammenlignet med tredje kvartal.

Kursutvikling

| | |
|--------------------------|---------------------|
| VEK (31.12.2011) | NOK 137 per aksje |
| Akkumulert utbetaling | NOK 18,70 per aksje |
| Sist omsatt (28.12.2012) | NOK 124 per aksje |

Eiendomsportefølje

| | |
|--|----------------|
| Brutto eiendomsverdi | NOK 3,18 mrd |
| Brutto leieinntekter | NOK 235,4 mill |
| Netto yield portefølje basis VEK | 7,0 % |
| Estimert netto yield basis sist omsatt | 7,1 % |
| Estimert EBITDA yield | 6,8 % |
| Kontraktslengde | 9,2 år |
| Andel av areal portefølje | 213.297 kvm |
| Andel bygg | 76 |
| Ledighet | ~0% |
| KPI Regulering | 97 % |

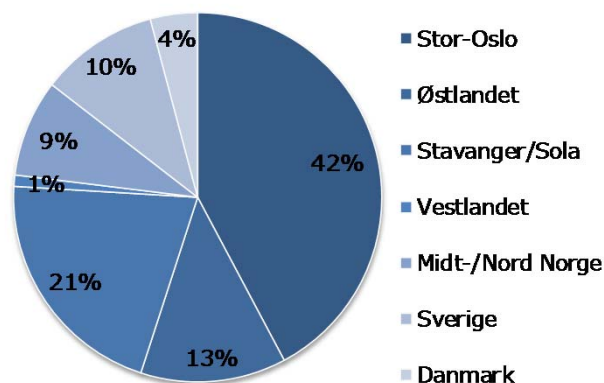
Leienivå portefølje (NOK per kvm)

| | |
|--------------------|-------|
| Kontor | 1 660 |
| Handel | 1 242 |
| Lager og logistikk | 723 |
| Industri | 1 119 |
| Annet | 915 |

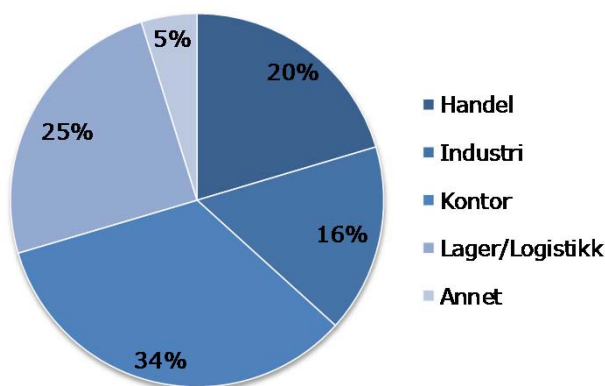
Lånefinansiering

| | |
|------------------------------|------------------|
| Belåningsgrad | 76 % |
| Gjennomsnittlig lånerente | 5,6 % |
| Gjennomsnittlig rentebinding | 6,3 år |
| Andel rentebundet | 97 % |
| Gjennomsnittlig lånemargin | 0,95 % |
| Overkurs per aksje | NOK 19 per aksje |

Beliggenhet



Type bygg (Segment)



| Prosjekt / selskap | Eierandel | Type bygg | Beliggenhet | Antall kvm | Gjenstående leietid (år) | Netto yield | Andel av portefølje * |
|--------------------------------------|-----------|-----------------|------------------|------------|--------------------------|-------------|-----------------------|
| Logistikkbygg II AS/KS | 79 % | Lager/Logistikk | Stor-Oslo | 26 000 | 10,0 | 7,0 % | 6,4 % |
| Bryggeriet Holding AS/KS | 100 % | Kontor | Stor-Oslo | 6 430 | 7,7 | 6,7 % | 4,8 % |
| Forus Park AS | 100 % | Handel | Stavanger/Sola | 16 599 | 6,4 | 7,0 % | 8,5 % |
| Handelseiendom II AS (Rema) | 29 % | Handel | Midt-/Nord Norge | 62 000 | 7,1 | 7,3 % | 8,5 % |
| Vangsveien Eiendom Holding AS | 100 % | Kontor | Østlandet | 6 600 | 17,6 | 6,1 % | 4,5 % |
| Sola Næringseiendom KS | 35 % | Annet | Stavanger/Sola | 34 412 | 9,0 | 10,4 % | 4,8 % |
| KV 161 Eiendom AS/IS | 25 % | Kontor | Stor-Oslo | 15 900 | 10,6 | 7,0 % | 2,5 % |
| Logistikkbygg I AS | 51 % | Lager/Logistikk | Sverige | 47 951 | 8,2 | 7,2 % | 5,8 % |
| Lysaker Nova AS | 100 % | Kontor | Stor-Oslo | 7 349 | 6,9 | 7,4 % | 5,3 % |
| Krags Gate Eiendom III IS/AS | 30 % | Industri | Østlandet | 10 280 | 9,6 | 7,6 % | 2,1 % |
| Kongsberg Industribygg AS | 25 % | Industri | Østlandet | 46 651 | 6,2 | 8,0 % | 4,1 % |
| Fornebu Eiendom Holding AS/IS | 42 % | Kontor | Stor-Oslo | 11 200 | 6,9 | 6,7 % | 3,6 % |
| Logistikkbygg Linköping Fastighet AB | 100 % | Lager/Logistikk | Sverige | 9 600 | 8,1 | 7,1 % | 4,5 % |
| Logistikkbygg Århus ApS | 100 % | Lager/Logistikk | Danmark | 15 094 | 9,9 | 7,6 % | 4,1 % |
| Bergen Logistikkbygg AS | 25 % | Lager/Logistikk | Vestlandet | 12 959 | 5,9 | 7,7 % | 1,0 % |
| Forus Handelsbygg AS | 50 % | Handel | Stavanger/Sola | 5 845 | 4,6 | 6,3 % | 1,6 % |
| Forus Kontorbygg AS | 50 % | Kontor | Stavanger/Sola | 17 379 | 5,6 | 6,9 % | 4,9 % |
| Stamveien 1 AS | 40 % | Lager/Logistikk | Stor-Oslo | 17 119 | 11,0 | 7,3 % | 2,9 % |
| Innovasjonsenteret Holding AS/KS | 22 % | Kontor | Stor-Oslo | 24 734 | 7,4 | 6,1 % | 4,2 % |
| Lørenskog Vest Eiendom AS | 20 % | Kontor | Stor-Oslo | 4 160 | 7,9 | 7,6 % | 0,8 % |
| Gjelleråsen Eiendom IS/AS | 8 % | Industri | Stor-Oslo | 51 507 | 25,0 | 6,2 % | 2,4 % |
| Nydalen Næringseiendom AS | 27 % | Industri | Stor-Oslo | 44 723 | 13,4 | 6,6 % | 6,6 % |
| Dusavika Eiendomsinvest IS/AS | 20 % | Industri | Stavanger/Sola | 12 335 | 13,5 | 6,6 % | 1,1 % |
| K2 Eiendom AS | 11 % | Kontor | Stor-Oslo | 30 000 | 12,0 | 6,3 % | 2,8 % |
| Handelseiendom I AS | 25 % | Handel | Østlandet | 11 200 | 8,1 | 6,6 % | 1,7 % |
| Kragsgate Eiendom II AS/IS | 10 % | Kontor | Østlandet | 6 400 | 5,6 | 7,5 % | 0,3 % |

* basert på andel av total nettoleie

Porteføljen (fortsettelse)

Eiendomsporteføljen

PEN forvalter ved utgangen av fjerde kvartal en portefølje som har en egenkapitalverdi på ca. NOK 660 millioner. Porteføljen inkluderer 26 prosjekter der PEN enten er hel- eller deleier, der PEN sin andel av totalt areal utgjør 213.297 kvm. Selskapet opererer hovedsakelig innenfor segmentene kontor, handel og lager/logistikk, og er stort sett lokalisert i Stor-Oslo eller Stavanger/Sola regionen.

Brutto eiendomsverdier i porteføljen basis siste verdivurdering utgjør ca. NOK 3,18 milliarder. Justert for eierendringer tilsvarer dette en nedgang på ca. 0,1% siden tredje kvartal, og tilsvarer en gjennomsnittlig nettoyield (nettoleie / bruttoverdier) for porteføljen på 7,0 %. Tar en hensyn til samtlige kostnader i hele strukturen er estimert EBITDA yield for 2012 ca. 6,8%. PEN strukturen er således en kostnadseffektiv portefølje for investor.

Leiekontrakter

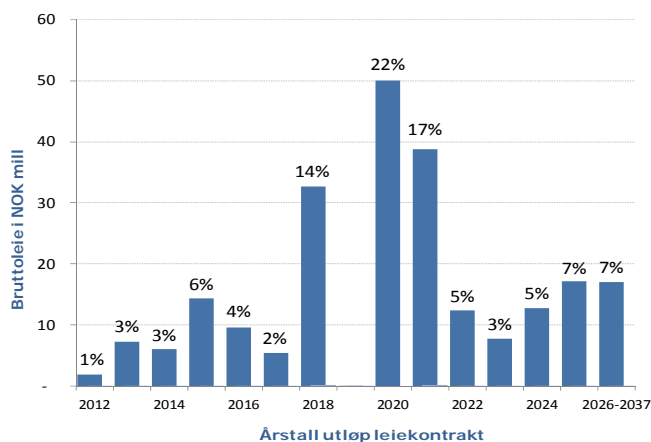
PEN har en langsiktig profil der hovedsakelig alle leieinntektene er knyttet opp mot lange leiekontrakter. Dette sikrer selskapet en forutsigbar kontantstrøm og reduserer risikoen i porteføljen. Gjennomsnittlig kontraktslengde for porteføljen utgjør 9,2 år per fjerde kvartal, noe som er vesentlig lengre enn hva som er normalen blant sammenlignbare eiendomsselskaper.

For 2012 utgjør PEN sine leieinntekter NOK 235,4 millioner. Leieinntektene inflasjonsjusteres årlig med i snitt 97% av KPI-indeksen, og er således forventet å stige i takt med inflasjonen. PEN sine leietakere ansees som relativt solide, der de 10 største leietakere står for ca. 64% av totale leieinntekter. Henholdsvis står de tre største leietakerne, Reitan Gruppen (Rema 1000), Stat/Kommune og Schibsted, for ca. 32% av totale leieinntekter. PEN har tilnærmet ingen økonomisk ledighet i porteføljen på nåværende tidspunkt.

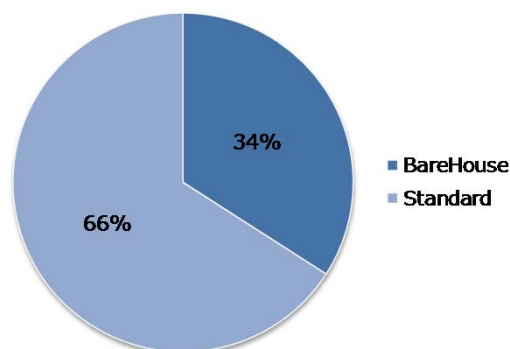
PEN sin portefølje består hovedsakelig av eiendommer med en til tre brukere. Eiendommer med få brukere er enklere å håndtere og er således med på å holde eierkostnadene i prosjektene lave. I tillegg har PEN en relativ høy andel (34%) av såkalte barehouse kontrakter, hvor driftskostnader og driftsrisiko ligger hos leietaker. Samlet sett fører dette til at PEN har en veldig kostnadseffektiv eiendomsportefølje, hvor historiske eiendomsrelaterte eierkostnader har ligget på 5-6% av underliggende leie.

| Leietakere | %-andel |
|--------------------------------|---------|
| Reitan Gruppen (ink REMA 1000) | 14,7 % |
| Stat/kommune | 10,6 % |
| Schibsted ASA | 6,4 % |
| Kongsberggruppen | 5,8 % |
| NEAS ASA | 5,2 % |
| SAS | 4,7 % |
| Scan AB | 4,6 % |
| Ringnes AS | 4,5 % |
| Freja Transport & Logistics | 4,0 % |
| Expert AS | 3,8 % |
| Plantasjen Norge AS | 3,4 % |
| TD Tech Data AB | 3,1 % |
| Brødrene Kverneland AS | 3,0 % |
| Rusta AB | 2,8 % |
| Aker Solution ASA | 2,7 % |
| Axis Shield ASA | 2,5 % |
| Arcus Gruppen AS | 2,3 % |
| Andre | 16,1 % |

Utløpsprofil leiekontrakter



Type leiekontrakter



Porteføljen (fortsettelse)

Finansiering

Samtlige av de underliggende prosjektselskaper i PEN er fullfinansiert. De underliggende prosjektselskaper har langsiktig finansiering der rentebindingen stort sett er knyttet opp mot lengden på underliggende leiekontrakter. Totalt er vektet snitt på rentebindingene ca. 6,3 år og gjennomsnittlig lånerente, inkl. margin er på ca. 5,6 %. Totalt er 97% av PEN sine underliggende renter bundet, og således er PEN sin rentekostnad lite eksponert mot endring i underliggende markedsrenter.

PEN har en gjennomsnittlig lånemargin per 31. desember 2011 på 95 basispunkter. Dette er betydelig bedre en dagens markedsmargin som anslås å ligge et sted mellom 150 – 200 basispunkter. En relativt stor andel av disse marginene er bundet over en lengre periode. Imidlertid har PEN enkelte prosjekter der marginen ikke er bundet (hovedsakelig nye prosjekter etter 2009) eller der marginbindingen løper ut innen de neste årene. Med bakgrunn i dagens finansieringsmarked som er svært stramt, må PEN ta høyde for at enkelte av disse marginene vil økes fra dagens nivåer. Følgelig vil det være forventet at PEN sine marginer kan øke med inntil 5-15 basispunkter i snitt innen årsslutt 2012. Under ser dere en split av rentekostnaden for PEN sammenlignet med et estimat på hva tilsvarende finansiering hadde kostet i dagens marked.

| Break-up rentekostnad | Estimat | PEN |
|---------------------------------|---------|--------|
| Underliggende swap rente (7 år) | 3,25 % | 4,65 % |
| Lånemargin | 1,75 % | 0,95 % |
| Total rentekost inkl margin | 5,00 % | 5,60 % |

Basis siste verdivurdering har underliggende prosjekter i PEN en gjennomsnittlig belåning på ca. 76 % (underliggende prosjektlån / bruttoverdi eiendom). PEN har en langsiktig målsetning om å ha en underliggende belåning på mellom 70-80%. I hovedsak er det få covenants i låneavtalene knyttet til minimum verdi klausuler i prosjektene, og følgelig bør estimert kontantstrøm i prosjektene kunne utbetales videre til

PEN. PEN har kun 3 prosjekter der det eksisterer minimum verdi klausuler i låneavtalene. Per 31. desember 2011 er ingen av disse prosjektene i brudd med noen klausuler.

Levetid

PEN har i utgangspunkt en levetid som løper frem til 1. juli 2016, og vil således innen den tid søke å realisere selskapet og utbetale kapitalen til aksjonærene. Selskapet kan imidlertid ved 2/3 flertall i generalforsamlingen, på et hvilket som helst tidspunkt før 1. juli 2016, beslutte både fremskutt og utsatt oppløsning og avvikling av PEN.

Kapitalsituasjon

PEN har en kontantbeholdning per 31. desember 2011 på NOK 30 millioner. PEN er således tilnærmet fullinvestert, og vil i første omgang bruke kapitalbeholdningen som arbeidskapital eller til eventuell videreutvikling av eksisterende prosjekter.

Styret i PEN har fullmakt til å forhøye aksjekapitalen med inntil ytterligere 2.253.660 aksjer. Styrefullmakten gjelder frem til ordinær generalforsamling i 2012 og kan benyttes av styret både i forbindelse med gjennomføring av investeringer med oppgjør i PEN aksjer og i forbindelse med kontantemisjoner i Selskapet.

Transaksjoner i fjerde kvartal

Kjelsåsveien 161 AS (25%):

PEN har i løpet av fjerde kvartal solgt 8% av eierandelene i Kjelsåsveien 161 AS. Nedsalget er gjort til en kurs på NOK 555.000 NOK per 1%-andel, som var ca. 30% høyere enn gjeldende verdivurderinger av egenkapitalen i prosjektet. Nedsalget har tilført PEN totalt NOK 4,4 millioner i kapital. Etter nedsalget har PEN en gjenværende eierandel i prosjektet på 25%. PEN har følgelig fortsatt en triggerposisjon i prosjektet.



Markedskommentar

Kilde: Akershus Eiendom per fjerde kvartal 2011.

Leiemarkedet

- Aktiviteten i utleiemarkedet har vært stabil det siste kvartalet. Ved utgangen av 2011 hadde vi registrert over 350 leietakere som til sammen ønsket omtrent 750.000 m² kontorlokaler. I 2011 har vi registrert signering av totalt 480.000 m² kontorareal i Oslo området. Til sammenligning registrerte vi 450.000 m² i 2010. I løpet av 4. kvartal har vi foreløpig registrert omtrent 70 kontrakter som til sammen utgjør ca. 160.000 m².
- I 2011 ble kun 60.000 kontorarealer tilført Oslomarkedet. Det kommer betydelige arealer i 2012 og 2013, totalt 300.000 m² med nye kontorarealer i 2012 og så langt omtrent 180.000 m² med kontorarealer i 2013/14. Nylig ble det kjent at YS og Tine har signert i et planlagt nybygg i Norbygata 1 rett nord for Oslo S. Bygget er planlagt ferdigstilt i 2013/14. Av andre nybygg som har blitt kjent i løpet av andre halvår 2011 er Lilleakerveien 4 (PGS og Statnett), Drammensveien 131 (Yara) og Sandstuveien 70 (Schneider Electrics).
- Det er fortsatt lite spekulativ nybygging, men de store volumene som ferdigstilles inneværende år vil føre til noe press i annenhåndsmarkedet fra 2013. Basert på nedjusterte sysselsettingsprognoser har risikoen for stigende ledighet økt. Vi forventer at ledigheten per Q1 2012 vil havne omtrent på 7 %, og i resten av 2012 vil vi se en flat utvikling.
- I tråd med at entreprenørene og deres underleverandører har fylt opp sine ordrebøker har byggekostnadene steget det siste halvåret. Totalentreprisekostnad for å sette opp et nybygg sentralt i Oslo er nå på anslagsvis 19.000 NOK/m². Det vil imidlertid være store forskjeller fra prosjekt til prosjekt.
- De fleste segmenter i sentrum av Oslo har opplevd en stigning i leiepriser de siste 12 månedene. Prestisjelokalene i Vika opplevde den største veksten i første halvår, men det største segmentet "Høy standard sentralt" steg også betydelig. Vest- og østsiden har derimot hatt en flat utvikling. Unntaket er Skøyen, der man har sett vekst andre halvår av 2011, og flere kontrakter har blitt satt. Blant annet Yara og RWE Dea i henholdsvis Drammensveien 131 og Karenslyst Allé 54-58, begge nybygg.
- Vekst i leiepriser i 2011 ble i overkant av 10 % for sentrums-arealer med normalt høy standard, mens veksten i prestisjesegmentet var anslagsvis 15 %. Skøyen har også opplevd positiv leieprisvekst i andre halvår av 2011, og markedsleie her er justert opp nesten 10 %.
- I 2012 forventer vi ytterligere vekst i leiepriser, men vi forventer at veksten vil være forbeholdt etablerte kontorklustere og begrenset til arealer med normalt høy standard. Dette begrunnes med blant annet forventninger om fallende areal ledighet for kontoreiendommer, fortsatt positiv sysselsettingsvekst og økt etterspørsel etter arealer som innehar høye kvaliteter, er energieffektive og arealeffektive.
- Utviklingen i leienivåene har vært flat for logistikkeiendommer i fjerde kvartal. Dette gjelder for både sentralt beliggende logistikkeiendommer (Alnabru-Groruddalen) for de "ytre" logistikkområdene (Gardermoen og Vestby). Det tilbys fremdeles kontrakter på nye eiendommer til over 1 100 kr/m² på de beste plasseringene i Oslo. For de bedre områdene langs E6 (nære Oslo) har leienivåene falt noe og i snitt tilbys nye arealer for 750 kr/m². Per i dag estimerer man at det koster 7.000 – 8.000 kr/m² å føre opp et lagerbygg på ca 10.000 m² (totale prosjektkostnader eks tomtekostnad og finansiering). For eksisterende lagerbebyggelse i Oslo er bildet noe mer nyansert da det er store forskjeller i kvalitet på bebyggelsen og uteareal. Per i dag eksisterer det en del ledige areal (ledig nå), og som følge av disse faktorene opplever man et prispress på eksisterende lagerbebyggelse i Oslo.
- Leienivåene i regionale byer har hatt en flat utvikling i andre halvår med unntak av Stavanger/Forus hvor leieprisene er noe opp. Nye oljefunn og betydelige investeringer i petroleumsnæringen taler for leieprisvekst i Stavanger.

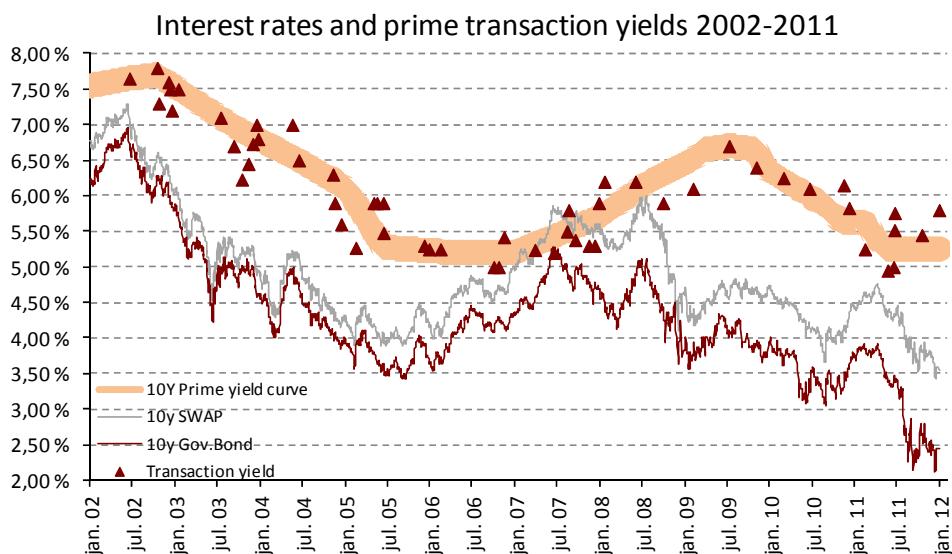
Markedskommentar (fortsettelse)

Kilde: Akershus Eiendom per fjerde kvartal 2011.

Transaksjonsmarkedet

- Akershus Eiendom har per 10. januar registrert eiendomstransaksjoner med en total verdi på 33 milliarder NOK i 2011. Det anses som sannsynlig at volumet vil komme opp mot 35 milliarder. Til sammenligning var volumet i 2010 41 milliarder NOK.
- Transaksjonsvolumet i Oslo er på høyde med nivået i 2007. Av registrerte transaksjoner utgjorde Oslo over 60 % av volumet.
- Etter et rolig tredje kvartal tok transaksjonsaktiviteten seg opp igjen i årets siste måneder. Flere store transaksjoner fant sted i årets fjerde kvartal:
 - Middelthuns gate 17 ble solgt som et potensielt boligkonverteringscase til Veidekke / OBOS for 700 MNOK.
 - Akersveien 24-26 med SSB på en 15 års leiekontrakt ble kjøpt av Pareto Project Finance fra Hovedstaden Utvikling.
 - Aker ASA kjøpte tomten 'Felt 1.2./1.3' på Fornebu fra Fornebu Utvikling for 780 MNOK. Tomten er regulert til næring og bolig og er på totalt 98 000 m².
 - Fram Eiendom kjøpte i Desember Sjølyst Arken fra DnB Eiendomsinvest for 975 MNOK, til en nettoyield på anslagsvis 5,8 %.
 - Pareto Project Finance kjøpte i desember Sannergata 2 fra DNB Livsforsikring for i overkant av 600 MNOK.

- Eiendomsselskaper var den klart største kjøperen av næringsseiendom i 2011 med en markedsandel på 38 %. Etterfulgt av syndikeringsaktører og livselskaper med en markedsandel på henholdsvis 23 % og 18 %.
- Lange renter har falt vesentlig siste halvår, og 10 års statsobligasjoner gir per januar en rente på ca 2,15 % mens 10 års SWAP gir en rente på ca 3,4 % (ned fra 4,7 % i april). Dette er på det laveste nivået registrert. Bankenes innlånskostnader har samtidig skutt i været og lånemarginen ligger nå på 200-300 basispunkter. over 3 mnd. NIBOR (5 års løpetid). Til tross for at bankene har strammet vesentlig inn på utlån er de fortsatt villig til å finansiere investeringer i gode eiendommer med solide leietakere.
- Den pågående uroen rundt statsgjeld i Eurosonen og USA er på ingen måte avklart og innebærer mindre forutsigbarhet for investorer. Til tross for at urolighetene har hatt en effekt på investeringsmarkedet for næringsseiendom, har markedet vært velfungerende.
- Vårt anslag for prime yield er fortsatt 5,25 %-5,5 % for gode bygg i Oslo sentrum på lange kontrakter. Enkelte prestisjeeiendommer med topp beliggenhet kan gå lavere enn dette Tilsvarende yield for klasse A eiendommer med klasse B beliggenhet er i området 5,5 % - 6,25 %. Vi observerer at markedet er blitt mer segmentert og at sekundære eiendommer har opplevd et yieldpåslag i andre halvår.



Trender i transaksjonsmarkedet i 2011

Kilde: Tema-artikkel Akershus Eiendom

Transaksjonsmarkedet for næringsseiendom i 2011 fikk en avventende start, og de store transaksjonene uteble i første kvartal. Dette skyldtes i all hovedsak et etterslep av arbeid for mange aktører etter den høye aktiviteten i siste kvartal av 2010.

Aktiviteten tok seg så voldsomt opp i andre kvartal, og nesten 50 % (16 mrd NOK) av fjorårets registrerte transaksjoner ble utført i denne perioden. I løpet av denne perioden ble en rekke større transaksjoner gjennomført, som salget av Steen & Strøm Magasinet / Karl Johans gate 16 c, Tjuvholmen 1-5, Grev Wedels Plass 9 og Pilestredet 35. Flere av disse transaksjonene gikk på lave yieldnivåer, og bekreftet et yield nivå for "prime-kontor" eiendommer på 5,25 %.

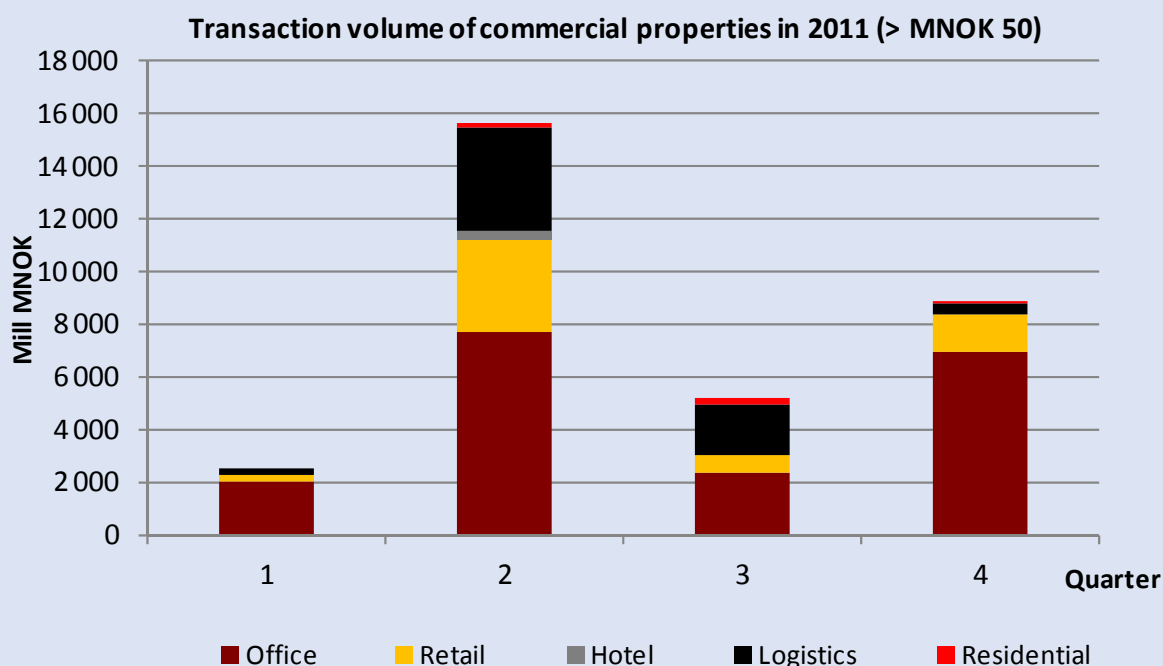
Over sommeren tilspisset uroen rundt statsgjeld og budsjettunderskudd i EU og USA seg. Dette førte med seg mindre forutsigbarhet og en mer avventende tilnærming blant investorer. Bankenes innlånskostnader steg voldsomt, men fallende lange renter begrenset effekten på finansieringskostnadene. Transaksjonsvolumet i tredje kvartal endte på beskjedne 5,1 milliarder NOK.

Utviklingen med stigende kredittmarginer og fallende renter fortsatte gjennom fjerde kvartal. Aktiviteten i investeringsmarkedet tok seg likevel opp igjen og en

rekke transaksjoner fant sted i årets siste måneder som blant annet Middelthuns gate 17, Akersgaten 24-26, Karenslyst Allé 54-56-58 og Sannergata 2. Foreløpig har vi registrert et transaksjonsvolum på 9,7 milliarder NOK i fjerde kvartal.

Transaksjonsmarkedet har vært velfungerende gjennom 2011, til tross for et turbulent år i internasjonal økonomi, preget av mye usikkerhet. Markedet er selektivt og investorer er profesjonelle i sin tilnærming til kjøp og salg. Etterspørselen etter de gode objektene med bra beliggenhet og sikre leietakere på lange kontrakter har holdt seg stabilt gjennom året. Sekundære eiendommer med mer utfordrende beliggenhet og/eller kortere løpetid har ikke opplevd den samme verdistigningen og verdidifferansen har økt gjennom året.

Nesten ingen corporate-transaksjoner fant sted i 2011, noe som også har gjort seg utslag i det totale transaksjonsvolumet. Den største corporate-transaksjonen vi har registrert er Orkla Eiendom AS oppkjøp av FG Eiendom fra Coop Eiendom og Selskapets grundere, Knut S. Olsen, Tore Larsen og Eirik Ohr. Orkla hadde fra før en eierandel på 33 %, men gjennom årets oppkjøp eier de nå 100 % av selskapet.



Tabellen under lister opp de 10 største transaksjonene i 2011. Vi tar forbehold om at listen kan forandre seg ettersom flere transaksjoner blir offentliggjort. Listen viser at Storebrand sitt salg av Steen & Strøm magasinet og nabobygget Karl Johans gate 16 c utgjorde den største transaksjonen i 2011 med en samlet brutto eiendomsverdi på over 1 milliard NOK.

9 av de 10 største transaksjonene fant sted i Oslo, og 60 % av det totale transaksjonsvolumet fant sted i Oslo-området. Transaksjonsaktiviteten i Oslo var høy gjennom året og opp mot nivået sett i 2007.

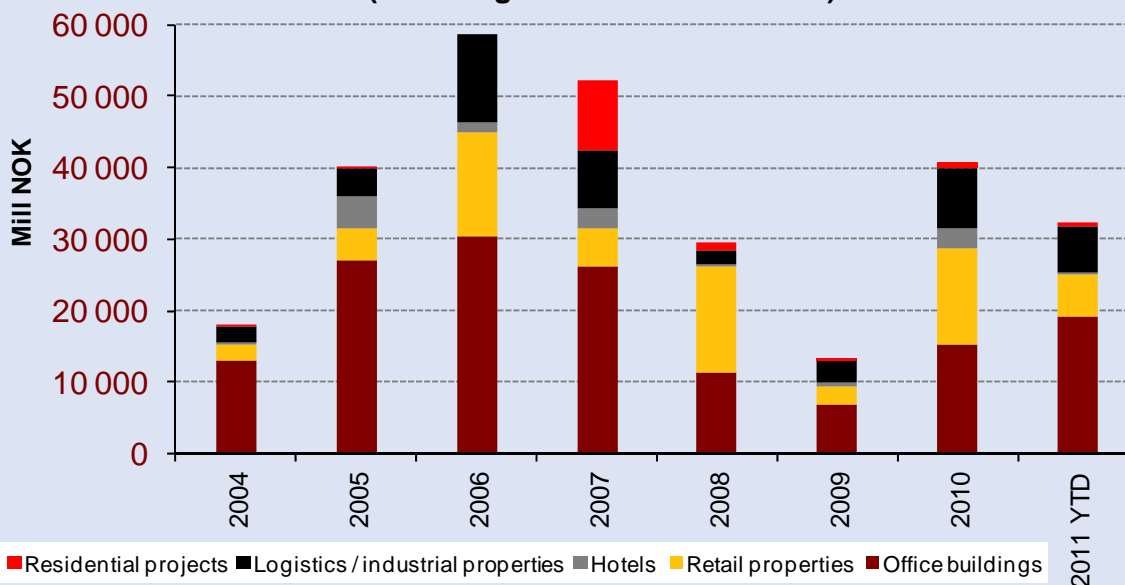
Ved inngangen til 2012 er det fortsatt knyttet mye usikkerhet til den videre utviklingen rundt gjeldskrisen i EU og de fremtidige vekstutsiktene for verdensøkonomien. Men Norge er fortsatt annerledeslandet hvor økt vekst i innenlandsk etterspørsel til en viss grad motvirker svake vekstimpulser fra internasjonal økonomi.

Bankenes innlånskostnader har som påpekt steget betraktelig gjennom andre halvår som igjen har ført til

at bankene har strammet inn på utlån. Likevel er bankene fortsatt med på å finansiere gode prosjekter til tross for at de er blitt mer selektive i forhold til å prioritere eksisterende kundebase og hvilke prosjekter de vil være med på. Transaksjonene som fant sted i løpet av fjorårets siste måneder viser at de gode objektene fortsatt oppnår skarpe priser. Næringseiendom med god beliggenhet og sikre leietakere anses som et attraktivt og trygt investeringsprodukt. Investorers preferanse for trygghet, kombinert med et volatilt aksje- og obligasjonsmarked, taler også for at interessen vil opprettholdes.

Det er tidlig å spå hvordan transaksjonsmarkedet i 2012 vil se ut, men både kjøpere og selgere er til stede i markedet. Akershus Eiendom har allerede en ordrebok som taler for at 2012 også kan bli et interessant år. Foreløpig er vårt beste anslag at volumet vil komme opp på nivå med 2011 og en flat yieldutvikling. Disse anslagene forutsetter at vi ikke for en ytterligere tilspissing av gjeldskrisen i Europa.

**Transaction volume of commercial properties
(deals larger than NOK 50 million)**



| | Adresse | Sted | Kjøper | Selger |
|-----|---------------------------------------|--------|---------------------------------|---|
| 1. | Q2 Karl Johans gate 23 & 16 c | Oslo | Søylen Eiendom / Schage Eiendom | Storebrand Eiendom |
| 2. | Q4 Sjøyst Arken | Oslo | DnB Eiendomsinvest | Fram Eiendom |
| 3. | Q2 Tjuvholmen 1-5 | Oslo | Eiendomsspar | Aberdeen Asset Mangament |
| 4. | Q2 Grev Wedels Plass 9 | Oslo | Storebrand Eiendomsinvest KS | UBS Real Estate Kapitalanlagegesellschaft |
| 5. | Q4 Fornebu Site 1.2 / 1.3 (utvikling) | Bærum | Aker ASA | Fornebu Utvikling ASA |
| 6. | Q2 Sandslihaugen 30 | Bergen | Dnb Livsforsikring | Statoil |
| 7. | Q4 Middelthuns gate 17 | Oslo | OBOS / Veidekke | Norwegian Property |
| 8. | Q2 Pilestredet 35 | Oslo | Pareto Project Finance | Oslo Areal |
| 9. | Q3 Henrik Ibsens gate 100 (50 %) | Oslo | Familien Steinsvik | Høegh Eiendom |
| 10. | Q4 Sannergata 2 | Oslo | Pareto Project Finance | DnB Livsforsikring |

Definisjoner og ansvarsfraskrivelse

I denne kvartalsrapporten har nedenstående uttrykk følgende betydning, med mindre annet er direkte uttalt eller fremgår av sammenheng. De nedenstående definisjonene gjelder også for de foregående sidene i denne kvartalsrapporten.

Definisjoner:

| | |
|-------------------|---|
| PEN / Selskapet | Pareto Eiendomsinvest Nordic AS. |
| PPF | Pareto Project Finance AS. |
| Hjemmelsselskap | Selskapet med tinglyst hjemmel (registrert i grunnboken) til en eiendom |
| IRR | Årlig avkastning, målt i prosent. |
| VEK | Verdijustert egenkapital. |
| 10 års swap rente | Den faste renten banken tilbyr på lån over en periode på 10 år, før tillagt lånemargin. |
| Yield | Forholdet mellom årlig netto leieinntekter (brutto leieinntekter minus årlige eierkostnader) og brutto eiendomsverdi, oppgitt i prosent. Yelden måler direkteavkastningen man oppnår på en eiendomsinvestering. |
| Prime yield | Markedets laveste yield. Prime yield relateres gjerne til den direkteavkastning som kan oppnås på moderne kontorbygg med den mest attraktive beliggenheten i Oslo sentrum. |
| Yield gap | Forskjellen mellom prime yield og swap rente, målt i basispunkter (Ett basispunkt = 0,01%). En indikator på meravkastningen man oppnår utover den faste renten bankene tilbyr. |

Ansvarsfraskrivelse:

Kvartalsrapporten er utelukkende ment for informasjonsformål, og må ikke under noen omstendighet betraktes som et tilbud om eller en oppfordring til å handle aksjer i Selskapet. Det gis ingen garantier og det aksepteres intet ansvar for tap, direkte eller indirekte, som oppstår som følge av at leseren agerer på bakgrunn av informasjon, meninger eller estimater som finnes i dette dokumentet.

Informasjonen i dette dokumentet, herunder uttrykte oppfatninger eller prognoser, er innhentet fra eller basert på kilder som vi har vurdert som pålitelige. Vi kan imidlertid ikke garantere for informasjonens nøyaktighet, tilstrekkelighet eller fullstendighet.

Noe av informasjonen i dokumentet kan inneholde prognoser eller fremoverskuende uttalelser vedrørende fremtidige hendelser eller fremtidige resultater i markeder eller selskaper. Faktiske hendelser og resultater kan avvike substansielt fra dette. Pareto Project Finance AS aksepterer ikke ansvar for tap som oppstår som følge av bruk av slik informasjon.

Det understrekes at den historiske kursutviklingen og de avkastningsmål det er referert til ikke innebærer noen garanti for framtidig avkastning. Det understrekes også at avkastningen / kursutviklingen kan variere som følge av svingninger i valutakursene.. Fremgangsmåten ved beregning av VEK er nærmere beskrevet i Pareto Project Finance AS' markedsrapport av september 2011. Risikofaktorer og kostnadsstruktur er nærmere beskrevet i prospektet (Informasjonsmemorandum) utarbeidet i forbindelse med tidligere emisjoner.

