

Værdiansættelse af investeringsejendomme - det retvisende billede



Camilla Herløv

Rasmus Astrup Christiansen

Afgangsprøjsjekt HD 2. del – Regnskab og Økonomistyring, Copenhagen Business School

Vejleder: Peer Brusgaard

Anslag / normalsider: 167.147 anslag / 73,5 normalsider

Afleveringsdato: 11. maj 2015

0. Executive Summary

The fair value is given by the price of an asset or liability in a transaction between two independent market participants at the time of measurement. However, if the transaction is not made, estimating the fair value of investment properties contains of significant accounting estimates.

Many factors have a significant impact on the valuation of investment properties at fair value. This paper will examine how it is possible to value commercial investment properties using the fair value method, in accordance with IAS 40, and still comply with the Danish Financial Act's interpretation of the true and fair view.

IAS 40.45 describes the process for valuation of investment properties at fair value. The first steps are to compare the process with a completely comparable property on an active market. Since it can be almost impossible to find a completely comparable property, IAS 40.46 leads to another solution on which establish the valuation of discounted cash flow projections based on reliable estimates of future cash flows. There are two models accepted to unify the valuation: "Discounted Cash Flow Model" and "Normal Earnings Model". Factors as rental income, operating expenses, including vacancy rent and the net initial yield, are inputs to the two models and give the value of the investment properties. The input in the two models are the factors that are difficult to determine, as they must reflect the trend in the market as well as the expectations of the future operation.

A case study is performed to make analyses of the factors above and to discuss the appropriateness of the data. In order to identify the most significant factors and factors with a high degree of subjectivity, a sensitivity analysis is performed. From the sensitivity analysis performed, it is found that both the rental income and exit yield in the valuation model have a significant impact on the valuation, as only a few discrepancies in the inputs have a significant impact on the value of the properties.

In order to answer the main problem in the paper, both an auditor and a valeur have been interviewed. The interviews are performed to identify how these experts handle the significant uncertainties in the factors used as inputs to the valuation models.

Indholdsfortegnelse

0. Executive Summary	1
1. Indledning, problemstilling og metode	4
1.1 Indledning	4
1.2 Problemstilling	5
1.2.1 Problemformulering	5
1.3 Afgrænsning	6
1.4 Metodevalg	7
1.5 Data og kildekritik	8
1.6 Hovedopgavens struktur	9
2. Teori	12
2.1 Indledning	12
2.2 Lovgivning	12
2.2.1 Det præstations- og formueorienterede regnskabsparadigme	12
2.2.2 Generalklausulen	13
2.2.3 Begrebsrammen	14
3. Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme	17
3.1 Indledning	17
3.2 Indregning af anlægsaktiver	17
3.3 Indregning af investeringsejendomme	19
3.4 Måling af investeringsejendomme	19
3.5 Metoder til opgørelse af dagsværdi	21
3.6 Delkonklusion	22
4. Metoder til værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi	23
4.1 Indledning	23
4.2 Normalindtjeningsmodellen	23
4.3 DCF-modellen	26
4.4 Forskelle mellem normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen	29
4.5 Delkonklusion	31
5. Opgørelse af faktorer	31
5.1 Indledning	31
5.2 Huslejeindtægter	32
5.3 Driftsomkostninger	33
5.4 Forrentningskrav/diskonteringsrente	35
5.5 Terminalværdi	40
5.6 Markedsrapporter	42

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

5.7 Delkonklusion	42
6. Følsomhedsanalyse	43
6.1 Indledning	43
6.2 Forudsætninger.....	43
6.3 Følsomhedsanalyser	61
6.3.1 Scenarie 1 – regulering af skønnet markedsleje	62
6.3.2 Scenarie 2 – tomgang – tidspunkt for genudlejning	63
6.3.3 Scenarie 3 – estimering af driftsomkostninger, herunder vedligeholdelsesomkostninger	64
6.3.4 Scenarie 4 – estimering af forrentningskrav/diskonteringsrente	66
6.4 Delkonklusion	67
7. Håndtering af risici i praksis	68
7.1 Indledning	68
7.2 Ledelsen	69
7.3 Valuaren	70
7.3.1 Forrentningskrav	70
7.3.2 Huslejeindtægter og markedsleje	71
7.3.3 Tomgang	72
7.4 Revisor	72
7.4.1 Forrentningskrav	72
7.4.2 Huslejeindtægter og markedsleje	73
7.4.3. Tomgang	74
7.5 Delkonklusion	74
8. Konklusion	76
9. Perspektivering.....	78
10. Litteraturliste	80
10.1 Love, standarder og vejledninger	80
10.2 Bøger	80
10.3 Publikationer og rapporter.....	80
10.4 Artikler	81
11. Bilag	82

1. Indledning, problemstilling og metode

1.1 Indledning

Ejendomsmarkedets har over de seneste år udviklet sig som en rutsjebanetur. Det er gået op og ned – og det er gået stærkt.

Årene op til den økonomiske krise i 2007/08 bar præg af et meget attraktivt ejendomsmarked¹. Forventninger til en god investering var gennemgående grundet en periode med høj vækst i markedet, hvilket i særdeleshed prægede kravet til forrentning på ejendomsinvesteringer. Tiderne vendte, og bankernes villighed til udlån af store summer vendte 180 grader, da usikkerhed og nervøsitet blev dominerende i ejendomsinvesteringsmarkedet såvel som i mange andre markeder. Der opstod national og international økonomisk krise. Den økonomiske krise bremsede både private og virksomheders forbrug, hvilket ligeledes medførte lavere handelsaktivitet på ejendomsinvesteringsmarkedet.

Den lave handelsaktivitet har gjort det vanskeligt at finde den rette markedsværdi for ejendommene og dermed vanskeligt at værdiansætte disse, så det giver et retvisende billede i selskabernes eksterne regnskaber. En række år med negativ udvikling i ejendomsmarkedet har ført til en diskussion af, og øget fokus på, kravene til korrekt værdiansættelse af ejendomme i forhold til regnskabsførelse.

Efter nogle år med lavere aktivitet på ejendomsmarkedet end tidligere er efterspørgslen de seneste tre år, baseret på transaktionsvolumen på det danske marked for investeringsejendomme, steget. Stigningen i efterspørgslen på ejendomsmarkedet kan ses som følge af høje aktiepriser og lave obligationsrenter, som igen har gjort investeringsejendomme til en attraktiv aktivklasse for investorerne².

Det volatile marked gør værdiansættelsen af investeringsejendomme vanskelig. Dette som følge af blandt andet de markedsrisici, som må tages i betragtning i forbindelse med fastsættelse af dags-værdien for investeringsejendomme; herudover faktorer som tomgang, huslejeindtægter med videre.

¹ Sadolin Albæk Newsletter – Markedskommentar: Erhvervs- og investeringsejendomme, januar 2015, side 3

² Sadolin Albæk Newsletter – Markedskommentar: Erhvervs- og investeringsejendomme, januar 2015, side 3

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Denne usikkerhed i værdiansættelse af investeringsejendomme samt de mange faktorer, som har væsentlig påvirkning på værdien af investeringsejendomme, gør området komplekst, da området i væsentlig grad er påvirket af regnskabsmæssigt skøn.

1.2 Problemstilling

Som beskrevet i indledningen ovenfor, er ejendomsinvesteringsmarkedet præget af usikkerheder og væsentligt regnskabsmæssigt skøn.

En række faktorer har væsentlig betydning for den endelige værdi af ejendomme, som blandt andet valuarer og revisorer må forholde sig til og efter bedste overbevisning må fastsætte. Modeller er fastsat til beregning af værdien. Disse værdiansættelsesmodeller er dog præget af subjektive input, hvilket giver anledning til en diskussion af, hvorledes der leves op til årsregnskabslovens krav om regnskabsaflæggelse efter det retvisende billede.

1.2.1 Problemformulering

Ovenstående problemstilling kan sammenfattes i nedenstående hovedproblem:

Hvilke usikkerheder er til stede ved værdiansættelse af investeringsejendomme, og hvordan leves op til kravene i årsregnskabsloven om, at det eksterne regnskab skal give et retvisende billede, når værdiansættelse af investeringsejendomme er præget af væsentligt skøn og usikkerheder?

For at besvare ovenstående problemformulering, er nedenstående undersøgelsesspørgsmål udarbejdet:

1. Hvilke krav stiller årsregnskabsloven til indregning og måling af investeringsejendomme i det eksterne regnskab?
2. Hvilke metoder anvendes til værdiansættelse af investeringsejendomme?
3. Hvilke faktorer har påvirkning på værdien af investeringsejendomme, og hvordan opgøres disse?
4. Hvor følsom er værdiansættelse af investeringsejendomme i forhold til de faktorer, som påvirker værdien heraf?
5. Hvordan håndteres usikkerhederne ved værdiansættelse af investeringsejendomme i praksis og hvordan reduceres disse?

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

1.3 Afgrænsning

For at sikre en dybdegående og konkret behandling af opgavens problemstilling, vil opgaven indledningsvist indeholde en afgrænsning til analysens emnemæssige indhold og struktur.

Vi vil i opgaven afgrænse os til ejendomsinvesteringsmarkedet i Danmark. Det er dermed naturligt også at afgrænse opgaven til at berøre de danske regnskabsregler. Opgaven er derfor udarbejdet med udgangspunkt i årsregnskabslovens ("ÅRL") begrebsramme i forhold til den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme samt fortolkningsbidragene bag denne. Årsregnskabsloven bruger International Accounting Standards ("IAS") som fortolkningsbidrag³, som derved også bliver berørt. I relation til dette vil det udelukkende være forhold og paragraffer, som har betydning og relevans for opgavens problemstilling, der vil blive gennemgået. Speciallovgivning, som finansielle virksomheder, statslige virksomheder med videre er underlagt, vil derfor ikke blive behandlet i opgaven.

Opgaven vil udelukkende berøre værdiansættelse samt indregning og måling af ejendomme, der klassificeres som investeringsejendomme i det eksterne regnskab. Vi vil derfor ikke gennemgå bestemmelser for indregning og måling af handelsejendomme, domicilejendomme eller ejendomme under opførsel.

Teoriafsnittet om indregning og måling af investeringsejendomme vil berøre de forskellige muligheder om indregning og måling, men fokus vil være på måling til dagsværdi. Dette er ligeledes afspejlet ved, at der alene fokuseres på værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi⁴.

Opgaven vil indeholde beskrivelse og analyse af to afkastbaseret modeller til dagsværdimåling – normalindtjeningsmodellen og Discounted Cash Flow modellen (DCF-modellen). Afsnittet vil ikke omfatte en matematisk gennemgang af de to modeller.

Som følge af, at graden af regnskabsmæssigt skøn er størst ved erhvervslejemål, vil vi i opgaven afgrænse os til at skrive om dette. Grunden til dette er i høj grad, at det bedste udgangspunkt, for vurdering af markedsværdien for en ejendom, er at sammenligne med handelspriser for lignende ejendomme, der fornyligt er solgt, jf. IAS 40. Dette kræver dog et effektivt marked for den pågældende type ejendom. Salgsvolumen af ejendomme til erhverv er væsentligt lavere

³ KPMG Indsigt i årsregnskabsloven 2013/14, side 38

⁴ Dagsværdi defineres under afsnit 3.4 om indregning af investeringsejendomme

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

end for bolig, hvorfor der kun i mindre grad eksisterer et effektivt marked. Dette nødvendiggør, at der i stedet foretages et skøn over den forventede markedsværdi.

Der er udelukkende fokus på den regnskabsmæssige behandling ved værdiansættelsen af investeringsejendomme. Gældsforpligtelser og finansiering, der relaterer sig til investeringsejendomme, vil derfor ikke blive behandlet i opgaven. Herudover vil opgaven ikke behandle skat og moms.

1.4 Metodevalg

Den indledende del af opgaven vil i høj grad være af beskrivende karakter, da denne indeholder beskrivelse af gældende lovgivning og grundlæggende teori om investeringsejendomme. Det efterfølgende afsnit bærer præg af en eksplorativ tilgang, da afsnittet har til formål at frembringe interessante forhold til nærmere undersøgelse⁵. Undersøgelsen i dette afsnit vil netop indeholde identifikation af væsentlige faktorer og risici i forbindelse med værdiansættelse af investeringssejendomme. Disse identificerede faktorer og risici vil blive behandlet i det efterfølgende afsnit. Opgavens afsluttende afsnit vil indeholde en normativ undersøgelse med det formål at anvisе løsningsforslag til de identificerede problemer⁶. Afsnittet vil indeholde en diskussion af den praktiske håndtering af disse risici.

I den beskrivende del af opgaven vil vi inddrage teori fra relevante artikler, publikationer, regnskabsvejledninger og –standarder og bøger. Til den eksplorative del af opgaven vil vi ligeledes anvende publikationer om værdiansættelse af investeringsejendom samt et casestudie. Casen vil blive anvendt til analyse af faktorer til værdiansættelse af investeringsejendomme til identifikation af de væsentligste risici og usikkerheder ved værdiansættelsen. Data fra casen vil alene blive brugt som et eksempel for en værdiansættelse af en investeringsejendom. Selve værdien af ejendommen i casen vil ikke blive testet, men derimod vil de faktorer, som er medtaget for at bestemme værdien af ejendommen, blive diskuteret og udfordret. Samtidig vil data fra casen blive brugt til en følsomhedsanalyse for at tydeliggøre effekten ved ændringer af de forskellige faktorer, som indgår i værdiansættelse af investeringsejendomme.

For at besvare opgavens problemformulering samt det sidste undersøgelsesspørgsmål i problemstillingen, er der foretaget interview af Michael Tuborg, statsautoriseret revisor, Director

⁵ Den skinbarlige virkelighed, side 22

⁶ Den skinbarlige virkelighed, side 23

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

og ansvarlig for KPMG's ejendomsgruppe. Der er endvidere foretaget interview af Per Weinreich, Senior Director og vurderingschef hos CBRE. De foretagne interviews er delvist struktureret, og omdrejningspunktet for interviewene har været opgavens problemformulering. Hertil er der anvendt en interviewguide styret af en række underspørgsmål i forlængelse af opgavens problemformulering. De foretagne interviews er dokumenteret ved referater, som kan findes i opgavens bilag.

1.5 Data og kildekritik

Til besvarelse af opgaven anvendes hovedsageligt sekundære kilder. Disse består primært af relevante regnskabsvejledninger, bøger samt publikationer og artikler skrevet af fagpersoner. Størstedelen af det anvendte data er derfor af kvalitativ karakter. Dette vil dog suppleres med kvantitative data i form af tal i markedsrapporter samt oplysninger i det anvendte salgsprospekt, udarbejdet af Sadolin Albæk.⁷ Der anvendes materialer i form af publikationer udgivet af fagpersoner. Disse vurderes at være pålidelige, da materialerne er udarbejdet på baggrund af fagpersonernes viden om emnet og erfaringer. Publikationerne er udarbejdet for så vidt muligt at ensrette metoden for værdiansættelse af investeringsejendomme, da det for eksempel ikke er lovreguleret, hvordan der tages højde for risici i modellerne til værdiansættelse af investerings-ejendomme. Dette betyder også, at publikationerne ikke er et facit til, hvordan man skal værdiansætte investeringsejendomme, men i højere grad anbefalinger hertil.

Vi vil til analyse af faktorer, som indgår i værdiansættelse af investeringsejendomme, anvende en konkret case ved at bruge et salgsprospekt for en ejendom, som er til salg, som datagrundlag. Dette som følge af, at det er lettere at eksemplificere påvirkningen af de enkelte faktorer, som indgår i en værdiansættelse af investeringsejendomme, med udgangspunkt i en faktisk ejendom. Salgsprospektet er udarbejdet af Sadolin Albæk. Sadolin Albæk er en større aktør på ejendoms-markedet i forhold til køb og salg af erhvervsejendomme samt vurdering heraf. Vi vurderer derfor, at data fra salgsprospektet er pålidelige. Salgsprospektet er udarbejdet med det formål at sælge ejendommen til den højst mulige pris, hvorfor det kan diskuteres, om informationerne heri i højere grad er givet ud fra et "best-case-synspunkt" og ikke nødvendigvis afspejler den

⁷ Den skinbarlige virkelighed, side 152

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

fulde sandhed i forhold til værdiansættelse til markedsværdi⁸.

Som supplement til de sekundære data vil vi foretage to interviews med henblik på opnå viden om den praktiske tilgangsviklen til værdiansættelser. Der er i denne forbindelse foretaget overvejelser om strukturen på interviewene. Det delvist strukturerede interview vil blive anvendt i begge tilfælde, da formålet med interviewene er at opnå og uddybe viden om værdiansættelser i praksis.⁹

Interviewet anvendes i høj grad for at identificere, hvordan usikkerhederne i værdiansættelse af investeringsejendomme håndteres i praksis. De kvalitative data kræver en vis skeptisk tilgang til indholdet for at vurdere, om informationerne er pålidelige eller ej. Informationerne sammenholdes med forståelsen opnået ved de yderligere data indhentet i opgaven for at vurdere validiteten såvel som reliabiliteten heri.

1.6 Hovedopgavens struktur

Hovedopgavens første del indeholder en beskrivelse af indledning og problemsøgning og -stilling. Herefter findes en beskrivelse af metodiske overvejelser i forhold til problemstilling og behandlingen heraf.

Hovedopgavens anden del vil indledningsvist indeholde en redegørelse af årsregnskabslovens bestemmelse om det retvisende billede. Dette vil lede til en redegørelse af bestemmelserne for indregning og måling af materielle anlægsaktiver, herunder investeringsejendomme, i henhold til årsregnskabsloven. Dernæst vil opgaven indeholde en beskrivelse af forskellige metoder til værdiansættelse af investeringsejendomme. Introduktionen til værdiansættelsesmodellerne vil lede til opgavens tredje del om opgørelse af inputfaktorer samt forudsætninger forud for værdiansættelserne. Hovedopgavens tredje del vil desuden indeholde en analyse af de faktorer og forudsætninger, der danner grundlag for input i værdiansættelsesmodellerne.

Der vil i afsnit 5 analyseres på de risici og elementer af skøn, som ligger til grund for inputfaktorerne. Gennemgangen af disse har til formål at identificere de faktorer, som indeholder væsentlige risici og væsentlige elementer af skøn. De i det foregående afsnit identificerede faktorer

⁸ Markedsværdien på en ejendom defineres som: "Det skønnede beløb, som aktivet kan handles til på værdiansættelsesdatoen mellem en villig køber og en villig sælger i en arms længde transaktion efter korrekt markedsføring, hvor parterne hver havde handlet på et velinformeret grundlag, med forsigtighed og uden tvang," jf. <http://www.erhvervsejendommen.com/de-forskellige-vurderingsprincipper-evs.html>, læst 4. april 2015

⁹ Den skinbarlige virkelighed, side 169

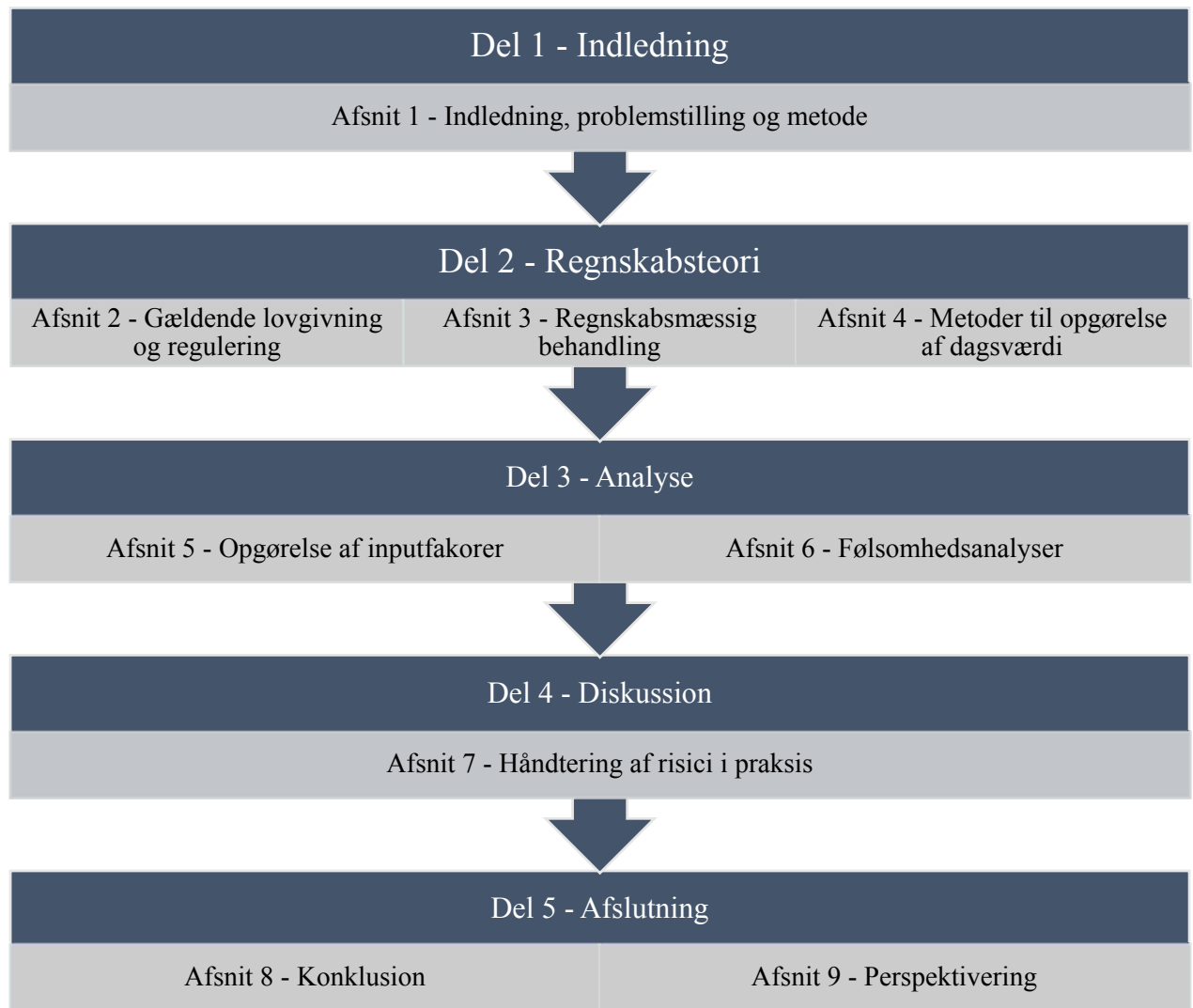
Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

vil blive behandlet og analyseret i forhold til den valgte case. De faktiske oplysninger fra casen analyseres i forhold til opgavens foregående afsnit. Dette vil lede til et afsnit med følsomhedsanalyser, hvor effekten ved ændringer i de identificerede væsentlige faktorer vil blive analyseret.

Hovedopgavens fjerde del vil indeholde en diskussion af den praktiske håndtering af de i de foregående afsnit identificerede risici. Der vil i afsnittet blive inddraget de "erfaringer", vi har gjort os i forbindelse med interview af Per Weinreich, valuar, og Michael Tuborg, statsautoriseret revisor. Tilgangsvinklen vil være at se på, hvordan disse risici håndteres af en udførende person, nemlig valuaren og herefter at se på hvordan revisoren udfordrer og forholder sig til den udarbejdede værdiansættelse og hermed også de forbundne risici. Dette er fundet interessant, da valuarens værdiansættelse kan ligge til grund for det regnskab, som direktionen aflægger, og hermed skriver under på, at det lever op til kravene om det retvisende billede. En revisor skriver ligeledes under på, at regnskabet er revideret, og at det er revisors opfattelse, at regnskabet giver et retvisende billede.

Opgaven vil afslutningsvis indeholde en konklusion, som svarer på den identificerede problemstilling. Herefter vil en perspektivering indlede en diskussion af, hvordan usikkerhederne i værdiansættelserne kan mindskes i fremtiden.

Strukturen i hovedopgaven er grafisk illustreret på næste side.



Figur 1 – Hovedopgavens struktur¹⁰

¹⁰ Egen tilvirkning

2. Teori

2.1 Indledning

Dette afsnit vil beskrive teorien bag investeringsejendomme samt grundlæggende teori om begrebsrammen såvel som general klausulen. Herudover vil teorien om det præsentations- og formueorienterede paradigme blive gennemgået.

Teoriafsnittet vil fungere som et indledende afsnit til regnskabsteorien omkring investerings-ejendomme, som efterfølgende vil blive gennemgået.

Afsnittet er relevant som indledning til opgavens beskrivende og analyserende afsnit for at kunne besvare opgavens problemstilling, herunder de udarbejdede undersøgelsesspørgsmål.

2.2 Lovgivning

Danske og internationale regnskabsregler har til hensigt bedst muligt at sikre, at indregning og måling af virksomheders finansielle stilling er korrekt og dermed giver et retvisende billede. Årsregnskabsloven betragtes som en rammelov, hvor danske regnskabsvejledninger samt internationaler regnskabsstandards danner grundlag for detailreguleringen¹¹.

I Danmark er der udarbejdet regnskabsvejledninger, som danske virksomheder kan bruge som rettesnor, hvor årsregnskabsloven tillader fortolkning. Det er frivilligt for virksomhederne om de vil følge regnskabsvejledningerne, men det er dog et krav, at virksomhedernes årsrapporter holder sig inden for årsregnskabslovens rammer¹².

Inden for regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme bruger årsregnskabsloven bestemmelserne i de internationale standarder, som fortolkningsbidrag. Den regnskabsmæssige behandling er efter de internationale standarder reguleret af IAS 40.

2.2.1 Det præstations- og formueorienterede regnskabsparadigme

I 2001 blev den nye årsregnskabslov, "Årsregnskabsloven af 2001", vedtaget, og med denne blev det formueorienterede regnskabsparadigme indført¹³.

Det formueorienterede regnskabsparadigme ser virksomheden som et "væksthus for aktiver", hvilket indebærer, at indtægter, omkostninger og overskud defineres, indregnes og måles i ba-

¹¹ KPMG Indsigt i årsregnskabsloven 2013/14, side 44

¹² http://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Standarder%20og%20vejledninger/Danske%20regnskabsvejledninger/D%20Regnskabsvejledning%20i%20trykt%20form, læst 4. april 2015

¹³ Finansiell rapportering – teori og regulering, side 57

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

balancen som henholdsvis stigning, fald og nettostigning i nettoaktiver/egenkapital (aktiver – forpligtelser = nettoaktiver = egenkapital). Ifølge det formueorienterede regnskabsparadigme er resultatopgørelsen i princippet overflødig og anvendes kun til klassificering og præsentation af balanceændringerne. Alle regnskabsposter præsenteret i balancen måles til dagsværdi af fremtidige pengestrømme med kapitalværdi som den teoretisk korrekte, trods markedsprisen er den foretrukne måleattribut¹⁴.

Inden vedtagelsen af den nye årsregnskabslov var det præstationsorienterede regnskabsparadigme den dominerende regnskabspolitik – både nationalt og internationalt¹⁵. Det præstationsorienterede paradigme ser virksomheden som en ”transformationsproces”, hvor driftsaktiviteten måles direkte i resultatopgørelsen på grundlag af indtægter (varesalg) fratrasket omkostninger (medgået ressourceforbrug), som giver overskuddet. Modsat det formueorienterede paradigme, ser det præstationsorienterede regnskabsparadigme resultatopgørelsen, som den primære faktor, og balancen tillægges dermed en sekundær betydning. Den foretrukne model er her kostprismodellen, som danner teoretisk grundlag for regnskaberne¹⁶.

Årsregnskabslovens bestemmelser følger i dag ikke det formueorienterede regnskabsparadigme fuldt ud. Afsnittet om indregning og måling af investeringsejendomme vil redegøre for de forskellige måleattributter, som årsregnskabsloven tillader for indregning og måling af investeringsejendomme.

2.2.2 Generalklausulen

Ved vedtagelsen af den nye årsregnskabslov i 2001 gik generalklausulens ordlyd fra at være ”god regnskabsskik” til at være ”retvisende billede”¹⁷.

I henhold til årsregnskabslovens § 11 skal den eksterne årsrapport give et retvisende billede af virksomhedens aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultat, svarende til virksomhedens soliditet, likviditet og indtjening:

ÅRL § 11: Årsregnskabet og et eventuelt koncernregnskab skal give et retvisende billede af virksomhedens og, hvis der er udarbejdet koncernregnskab, koncernens aktiver og passiver,

¹⁴ Finansiell rapportering – teori og regulering, side 44

¹⁵ Finansiell rapportering – teori og regulering, side 57

¹⁶ Finansiell rapportering – teori og regulering, side 80

¹⁷ Finansiell rapportering – teori og regulering, side 57

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

finansielle stilling samt resultat. Ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse for de forhold, som beretningen omhandler.

Generalklausulen er en overordnet målsætning om det retvisende billede¹⁸. Der er i den danske årsregnskabslov indarbejdet en begrebsramme for at skabe et godt grundlag for at kunne overholde generalklausulen om det retvisende billede.

2.2.3 Begrebsrammen

Den danske begrebsramme er udarbejdet på baggrund af IASB's begrebsramme fra 1989. Begrebsrammen er inddelt i 5 niveauer¹⁹:

- Niveau 1 – Brugernes informationsbehov
- Niveau 2 – Kvalitetskrav
- Niveau 3 – Definition af elementer
- Niveau 4 – Indregning og måling
- Niveau 5 – Klassifikation

Niveau 1 og 2 danner målsætningen for virksomheders regnskabsudarbejdelse og er med til at uddybe indholdet i generalklausulen.

Niveau 1 omhandler regnskabsbrugerne og deres informationsbehov. Ifølge dette niveau har det eksterne regnskab tre formål²⁰:

- Prognoseopgaven: Her bruges regnskabet til at vurdere virksomhedens evne til at skabe fremtidige pengestrømme.
- Kontrolopgaven: Her bruges regnskabet af for eksempel aktionærerne til at kontrollere, at ledelsen holder egenkapital intakt og forvalter denne effektivt.
- Fordelingsopgaven: Her bruges regnskabet til at vurdere ressourceallokeringen mellem virksomheden og investorerne.

Niveau 2 beskriver de kvalitative egenskaber, som regnskabet skal besidde for at kunne være til nytte for prognoseopgaven, jf. niveau 1. Den finansielle information i regnskabet skal indeholde den bedste kombination af de to kvalitative egenskaber: "relevans" og "validitet", for at skabe den højeste nytteværdi for regnskabsbrugeren.

¹⁸ Finansiell rapportering – teori og regulering, side 198

¹⁹ KPMG Indsigt i årsregnskabsloven 2013/14, side 49

²⁰ Finansiell rapportering – teori og regulering, side 201-203

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Relevans forstås ved, at informationen skal være i stand til at gøre en forskel for regnskabsbrugers beslutning om ressourceallokering. Validitet forstås ved, at den finansielle information i regnskabet troværdigt repræsenterer de økonomiske fænomener, som den foregiver at præsentere²¹.

Niveau 3, 4 og 5 er begrebsrammens målesystemer. Disse niveauer angiver generelle kriterier og krav til målesystemer for at kunne efterleve målsætningen angivet i niveau 1 og 2 i praksis. Niveau 3 og 4 vil for investeringsejendomme blive beskrevet i afsnit 3 om årsregnskabslovens krav til indregning og måling.

Begrebsrammens niveau 5 omhandler klassifikation og præsentation. Begrebsrammen har ikke udviklet dette niveau, men henholder sig til to kriterier, som altid skal være opfyldt²².

- Kriterierne eller egenskaberne, som danner grundlag for klassifikationen, skal være relevante for brugeren for at dække deres informationsbehov.
- Transaktioner og begivenheder skal kunne klassificeres på grundlag af de valgte kriterier eller egenskaber, således at der dannes homogene klasser.

Begrebsrammen leder til de grundlæggende forudsætninger. Disse ses af årsregnskabslovens § 13. De grundlæggende forudsætninger udgør rammebestemmelserne for begrebsrammen. De ni forudsætninger kan nævnes som værende²³:

1. Klarhed: Forudsætningen er dækket af kravet ”forståelighed”, som er en del af niveau 2 i begrebsrammen og går på, at informationen skal være forståelig for at være til nytte for nogen.
2. Substans: Forudsætningen skal forstås som ”indhold frem for formalia”.
3. Væsentlighed: Væsentlighed er en tærskelværdi for, at informationen er til nytte for brugeren.
4. Going concern: Forudsætningen om, at driften formodes at fortsætte, såfremt den ikke skal eller ikke antages at kunne fortsætte.
5. Neutralitet: Forudsætningen går på, at regnskabsinformationerne ikke må være tendente af for eksempel ledelsens egne ønsker.

²¹Finansiell rapportering – teori og regulering, side 206

²² Finansiell rapportering – teori og regulering, side 219

²³ Finansiell rapportering – teori og regulering, side 220

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

6. Periodisering: Transaktioner skal indregnes, når de opstår og ikke, når de udmøntes i pengestrømme.
7. Konsistens: Forudsætningen er dækket af kravet under niveau 2 i begrebsrammen og går på, at de samme måleattributter og indregningskriterier skal anvendes fra periode til periode. Det skal dog ses i sammenhæng med relevans- og validitetskriterierne.
8. Brutto princippet: Enkelte transaktioner, begivenheder og værdiændringer skal måles og indregnes hver for sig og må ikke modregnes med hinanden.
9. Kontinuitet: Forudsætningen går på, at primobalancen skal stemme overens med sidste års ultimobalance. Herudover at regnskabsår, metoder for indregning og måling mv. ikke må ændres fra den ene periode til den anden. Dog skal det som forudsætningen om konsistens ses i sammenhæng med relevans- og validitetskriterierne, som beskrevet ved niveau 2.

Ved overholdelse af ovenstående vil et regnskab blive aflagt i overensstemmelse med general klausulen om det retvisende billede.

3. Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

3.1 Indledning

Dette afsnit har til formål at besvare det første undersøgelsesspørgsmål om årsregnskabslovens krav til indregning og måling af investeringsejendomme.

Beskrivelsen vil danne grundlag for en efterfølgende redegørelse for de to metoder til værdiansættelse af investeringsejendomme.

3.2 Indregning af anlægsaktiver

Regnskabet er sammensat af elementer, og alle poster i regnskabet skal placeres i disse elementer. Begrebsrammens niveau 3 definerer disse elementer.

Definitionen på et aktiv er i henhold til årsregnskabslovens bilag 1C følgende:

"Aktiver er ressourcer, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden."

Årsregnskabsloven definerer ydermere anlægsaktiver som aktiver, der er bestemt til vedvarende eje eller brug for virksomheden.

Materielle anlægsaktiver er defineret som fysiske aktiver, der besiddes af virksomheden til brug i produktion eller distribution af varer eller tjenesteydelser eller med henblik på udlejning eller administrative formål, og som forventes anvendt i mere end én regnskabsperiode.

Begrebsrammens niveau 4 definerer de kriterier, som skal være opfyldt for, at et element kan indregnes i balancen. Disse kriterier er at finde i årsregnskabslovens § 33. I henhold til denne bestemmelse skal materielle anlægsaktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden og aktivets kostpris kan måles pålideligt. Derudover tilskriver loven, at det skal vurderes, om virksomheden har fået overdraget de fordele og risici, som er forbundet med ejerskabet af aktivet.

I årsregnskabsloven er der ingen direkte definition af ejendomstyper. Regnskabsvejledningen og reglerne i IFRS, herunder IAS 40, giver eksempler på, hvilke ejendomstyper der kan være.

Regnskabsvejledningen og IAS 40 definerer 4 typer af ejendomme:

- Domicilejendomme
- Handelsejendomme
- Ejendomme under opførsel

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

- Investeringsejendomme

Som det fremgår i opgavens afgrænsning, vil opgaven alene indeholde en redegørelse og analyse af investeringsejendomme. Investeringsejendomme defineres nedenfor.

IAS 40 definerer investeringsejendomme som:

"Ejendomme (grunde og bygninger – eller en del af en bygning – eller både grunde og bygninger), som besiddes (af indehaveren eller en leasingtager gennem en finansiell leasingkontrakt) for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele, frem for ejendomme, som;

- a) Anvendes i produktionen, til levering eller tjenesteydelser eller til administrative formål, eller (domicilejendomme)*
- b) Videresælges som led i det normale forretningsforløb (handelsejendomme)"²⁴.*

Regnskabsvejledning 17 har defineret investeringsejendomme som ejendomme, der besiddes med henblik på at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast og/eller langsigtet kapitalgevinst ved videresalg. Regnskabsvejledning 17 kommer derudover med følgende eksempler på investeringsejendomme:

- Ejendomme, der er udlejet
- Ejendomme, der er tomme, men ejet med henblik på udlejning
- Ejendomme, hvor den fremtidige anvendelse endnu ikke er fastlagt
- Investeringsejendomme, der er under ombygning, renovering mv. med henblik på at sikre fortsat anvendelse som investeringsejendom
- Investeringsejendomme, der udbydes til salg, og som ikke ombygges eller renoveres med henblik på salg, forbliver investeringsejendomme. Investeringsejendomme overføres derimod til handelsejendomme, når ejendommen i væsentligt omfang ombygges eller renoveres med henblik på salg.
- Leasingtagers finansielt leasede investeringsejendomme, der er videreudlejet på operationelle vilkår²⁵.

²⁴ IAS 40.5

²⁵ Regnskabsvejledning 17.2 - Investeringsejendomme

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Definitionen af investeringsejendomme i regnskabsvejledning 17 er meget lig definitionen i IAS 40. Som tidligere bekræftet er IAS 40 fortolkningsbidrag til årsregnskabslovens bestemmelser om investeringsaktiver, hvilket forklarer ligheden mellem regnskabsvejledning 17 og IAS 40.

3.3 Indregning af investeringsejendomme

For at indregne en investeringsejendom som et aktiv i balancen, skal indregningskriterierne for indregning af aktiver jf. ÅRL § 33 være opfyldt.

Investeringsejendomme kan derfor indregnes, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden, og aktivets kostpris kan måles pålideligt.

Overgang af fremtidige økonomiske fordele og risici for den erhvervede investeringsejendomme, finder sædvanligvis sted på overtagelsesdagen.²⁶

3.4 Måling af investeringsejendomme

Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris. Kostprisen består af købsprisen for ejendommen samt de omkostninger, der direkte kan henføres til erhvervelsen, for eksempel tinglysningsafgifter og advokatsalær²⁷.

Efterfølgende måling af investeringsejendomme kan ske ved forskellige bestemmelser i årsregnskabsloven:

- Måling til kostpris med fradrag for afskrivninger
- Måling til dagsværdi efter ÅRL § 41
- Måling til dagsværdi efter ÅRL § 38

Kostpris med fradrag for afskrivninger

Hovedreglen for måling af materielle anlægsaktiver, og herunder investeringsaktiver, er kostpris med fradrag for af- og nedskrivninger, jf. ÅRL §§ 36 og 40.

Når denne regnskabspraksis anvendes, er der dog krav om nedskrivning, hvis den regnskabsmæssige værdi er højere end genindvindingsværdien, hvilket er beskrevet i årsregnskabslovens § 42:

²⁶ Regnskabsvejledning 17.3.1 - Investeringsejendomme

²⁷ PwC regnskabshåndbogen 2014, side 196

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

"Anlægsaktiver, der ikke løbende reguleres til dagsværdi efter §§ 37 eller 38, skal nedskrives til en lavere genindvindingsværdi."

Dagsværdi er i henhold til årsregnskabsloven defineret som et beløb, hvorved et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse kan udlignes ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter.²⁸ I bemærkninger til årsregnskabsloven ses det, at begrebet "dagsværdi" kan anvendes synonymt for begrebet, "fair value". Fair value er i henhold til IFRS 13 defineret som prisen, der vil blive modtaget ved salg af et aktiv eller betalt for en overdragelse af en forpligtelse, i en regulær handel mellem markedsdeltagere på balancedagen.²⁹

Måling af investeringsejendomme til kostpris vil ikke bliver gennemgået yderligere, da der er afgrænset herfra.

Dagsværdi efter ÅRL § 41

Løbende indregning til dagsværdi er et alternativ til hovedreglen om måling til kostpris i henhold til årsregnskabsloven:

ÅRL § 41: *"Virksomheder kan vælge at opskrive materielle anlægsaktiver og kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder til dagsværdi."*

Opskrivning skal foretages til dagsværdi. Dagsværdien svarer på et velfungerende marked til salgsværdien af aktivet. Hvis der ikke eksistere et velfungerende marked, og der heller ikke kan indhentes en tilnærmet salgsværdi, kan virksomheden vælge at anvende genanskaffelses- eller nettorealiseringsværdien³⁰.

Ifølge årsregnskabsloven skal opskrivningen til dagsværdi indregnes direkte på egenkapitalen. Denne skal bindes på en særlig reserve på egenkapitalen, der ikke kan benyttes til udbytte eller dækning af eventuelt underskud³¹.

Opskrivningen skal revurderes jævnligt. Revurderingen skal foretages med et interval, som svarer til de forventede udsving i dagsværdien³².

²⁸ Årsregnskabsloven bilag 1, definitioner afsnit D.

²⁹ KPMG Indsigt i årsregnskabsloven 2013/14, side 71

³⁰ KPMG Indsigt i årsregnskabsloven 2013/14, side 221

³¹ KPMG Indsigt i årsregnskabsloven 2013/14, side 221

³² KPMG Indsigt i årsregnskabsloven 2013/14, side 221

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Dagsværdi efter ÅRL § 38

Virksomheder med investeringsaktivitet som hovedaktivitet har mulighed for at anvende en særregel i henhold til årsregnskabslovens § 38:

"Virksomheder, der som hovedaktivitet udøver investeringsvirksomhed, kan efter første indregning løbende regulere de i stk. 2 nævnte aktiver, som er omfattet af investeringsaktiviteten og dermed forbundne finansielle forpligtelser, til dagsværdi."³³

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder anvendelse på investeringer i finansielle aktiver, investeringsejendomme, råstoffer og lignende materielle aktiver samt finansielle forpligtelser, der er forbundet dermed. Anvendelse kan ske på samtlige investeringsaktiver eller på enkelte kategorier af investeringsaktiver samt de finansielle forpligtelser, der er forbundet dermed."

Det er frivilligt for virksomheder, om de vil måle investeringsejendomme til dagsværdi efter § 38. Ved eventuelt tilvalg skal målingen dog ske for samtlige investeringsejendomme, som virksomheden måtte være i besiddelse af.

Der foretages ikke afskrivninger på investeringsejendomme ved indregning efter denne bestemmelse, da dagsværdireguleringerne skal sikre, at aktivets reelle værdi er afspejlet i regnskabet³⁴.

Der skal efter denne bestemmelse ske værdiregulering årligt. Denne værdiregulering skal indregnes i resultatopgørelsen som en del af den ordinære drift. På balancen bliver værdireguleringen vist under egenkapitalen, som en fri reserve. Opgavens problemstilling om værdiansættelse af investeringsejendommen er afgrænset til at fokusere på indregning og måling af investeringsejendomme til dagsværdi. Det kan derfor konkluderes, at opgavens problemstilling må ses i relation til det formueorienterede paradigme, hvor balancen er i centrum, og resultatopgørelsen ses som en residual af reguleringen i balancen. Dette er netop tilfældet ved dagsværdiregulering af investeringsejendomme efter bestemmelserne i årsregnskabslovens § 38, da ejendommens værdi skal vurderes, og ændring af dennes værdi bliver afspejlet i resultatopgørelsen.

3.5 Metoder til opgørelse af dagsværdi

Ifølge internationale bestemmelser om opgørelse af dagsværdi, er den bedste dokumentation for dagsværdien den aktuelle priser på et aktivt marked for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand, som indgår i et tilsvarende leje- eller andre

³³ Årsregnskabsloven § 38

³⁴ PwC regnskabshåndbogen 2014, side 196

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

kontraktforhold³⁵. Dette stiller krav til, at virksomheden, der ønsker at værdiansætte ejendommen, har indgående indsigt og kendskab til ejendomsmarkedet. Derudover stiller det krav til at den ejendom, der ønskes værdiansat, er sammenlignelig med andre tilsvarende nyligt solgte ejendomme. Da dette oftest ikke er tilfældet, har virksomhederne mulighed for at fravige bestemmelsen i IAS 40.45 og i stedet inddrage kilderne beskrevet nedenfor:

- a) Aktuelle priser på et aktivt marked for ejendomme, som er af en anden art, i en anden vedligeholdelsesstand eller har en anden beliggenhed (eller som indgår i andre typer leje- eller andre kontraktforhold), der reguleres for at afspejle disse forskelle
- b) Nylige priser for lignende ejendomme på mindre aktive markeder, der reguleres for at afspejle eventuelle ændringer i økonomiske forhold efter det tidspunkt, hvor transaktionerne til disse priser fandt sted
- c) Diskonterede pengestrømsprognoser baseret på pålidelige skøn over fremtidige pengestrømme på grundlag af vilkår for eksisterende leje- og andre kontraktforhold og om muligt ekstern dokumentation, såsom aktuelle markedsleje for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand. Diskonteringsatsen afspejler aktuelle markedsvurderinger af usikkerhed forbundet med beløb og tidspunkt for pengestrømme³⁶.

3.6 Delkonklusion

Ved første indregning skal investeringsejendomme måles til kostpris. Årsregnskabsloven tillader herefter både måling af investeringsejendomme til kostpris og dagsværdi. Kostpris er en måleattribut som anvendes i det præstationsorienterede regnskabsparadigme, mens dagsværdi anvendes i det formueorienterede regnskabsparadigme. Årsregnskabsloven tillader altså både måleattributter som stammer fra det præstations- og formueorienterede regnskabsparadigme.

Såfremt virksomhederne ønsker at måle ejendomme til dagsværdi, er der to afgørende bestemmelser i årsregnskabsloven. ÅRL § 41 tillader måling til dagsværdi, hvor den tilhørende dagsværdiregulering skal indregnes som bunden reserve på egenkapitalen. Hvis virksomheden har investeringsaktivitet som hovedaktivitet, tillader ÅRL § 38 måling til dagsværdi og den tilhørende værdiregulering skal indregnes i driften.

³⁵ IAS 40.45

³⁶ IAS 40.46

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Ifølge IAS 40.45 er den bedste kilde til opgørelse af en korrekt dagsværdi, en aktuel salgspris på et aktivt marked, for en ejendom med samme beliggenhed og i samme stand mv. Dette ses dog i praksis meget sjældent, hvorfor bestemmelserne i IAS 40.46 ofte finder anvendelse. IAS 40.46c tillader værdiansættelse baseret på diskonterede pengestrømsprognoser.

4. Metoder til værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi

4.1 Indledning

Formålet med dette afsnit er at besvare det andet undersøgelsesspørgsmål om metoder til værdiansættelse af investeringsejendomme. Afsnittet vil være et beskrivende afsnit, der leder op til analyse og diskussion af de faktorer og usikkerheder, som indgår i værdiansættelsesmodellerne.

Som beskrevet i afsnit 3.5 ovenfor, er den bedste dokumentation for værdiansættelse, aktuelle priser på et aktivt marked for en tilsvarende ejendom. Bestemmelserne i IAS 40.46 tillader dog i henhold til niveau 3, at dagsværdiopgørelser foretages på baggrund af diskonterede pengestrømsprognoser. I praksis foretages sådanne dagsværdiopgørelser ved brug af modellerne "Normalindtjenings-modellen" eller "Discounted cash flow-modellen", også kaldet "DCF-modellen".

4.2 Normalindtjeningsmodellen

Normalindtjeningsmodellen anvendes til opgørelse af dagsværdien for en investeringsejendom. Modellen defineres i Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl. af 26. marts 2014, bilag 9.

Normalindtjeningsmodellen opgør værdien af investeringsejendommen på basis af ejendommens forventede nettodriftsresultat (driftsafkast) i et typisk stabiliseret driftsår. I normalindtjeningsmodellen tilbagediskonteres pengestrømmene ultimo året.

Modellen er inddelt i 3 faser³⁷.

- Fase 1 – Ejendommens driftsafkast
- Fase 2 – Ejendommens forrentningskrav
- Fase 3 – Tillæg og fradrag

Selve beregningen af ejendommens værdi kan opstilles i følgende formel:

³⁷ KPMG Investeringsejendomme, side 46

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

$$Ejendomsværdi = driftsafkast * forretningskrav +/- tillæg og fradrag$$

Fase 1 - Ejendommens driftsafkast³⁸

Ejendommens driftsafkast opgøres som et budget for de kommende 12 måneder fra opgørelsestidspunktet ud fra den aktuelle viden, der eksisterer om ejendommen på det givne tidspunkt. I forhold til værdiansættelse af investeringsejendomme til brug for regnskabet, vil opgørelsestidspunktet være balancedagen.

Driftsafkastet består af nedenstående poster:

- + Årlig forventet lejeindtægt ifølge indgåede lejekontrakter
- +/- Regulering til forventet markedsleje
- + Skønnet årlig markedsleje på ikke udlejede arealer
- Gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift
- Administrationsomkostninger
- Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger
- = Budgetteret driftsafkast

Huslejeindtægterne fastsættes på baggrund af indgåede lejekontrakter. Det forudsættes, at de indgåede kontrakter løber 12 måneder fra opgørelsestidspunktet. Fraviger den faktiske husleje væsentligt fra den forventede markedsleje, skal der ske regulering hertil. Derefter tillægges en skønnet markedsleje for ikke udlejede lokaler.

Gennemsnitlige vedligeholdelsesomkostninger og administrationsomkostninger skal herefter fratrækkes i opgørelsen af driftsafkastet. Afslutningsvis skal ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger fratrækkes i opgørelsen.

Ved de indledende to faser forsøger man i en værdiansættelse af en investeringsejendom at normalisere ejendommen.

³⁸ KPMG Investeringsejendomme, side 46-47

Fase 2 – Ejendommens forrentningskrav

Forrentningskravet, også kaldet afkastkravet, er det minimumsafkast, som er fastsat for ejendommen. Forrentningskravet afspejler risikoen, som investoren har i forbindelse med investeringen i ejendommen. Hvis der er en høj risiko ved investering i ejendommen, skal investor have kompensation for denne risiko, hvilket afspejles i et højere forrentningskrav.

Forrentningskravet kan defineres som følgende³⁹:

$$\text{Forrentningskrav} = \text{Risikofri rente} + \text{markedsrisikopræmie for investeringsejendomme}$$

Hvordan forrentningskravet og de indeholdte faktorer rent praksis fastsættes og usikkerheden herved, gennemgås i afsnit 5.

Fase 3 – Tillæg og fradrag

I fase 1 og fase 2 opgøres den normaliserede dagsværdi for ejendommen, der værdiansættes, men til denne værdi skal der korrigeres for en række tillæg og fradrag, som er særlige forhold for den specifikke ejendom, der værdiansættes. Nedenfor er disse tillæg og fradrag oplistet⁴⁰:

- Fradrag for tab af lejeindtægt på ikke udlejede arealer (tomgang)
- Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedsleje
- Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder
- Fradrag for udgifter til klargøring af ikke udlejede lokaler
- Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægter af modtagne lejerdeposita og faste forudbetalinger

Der korrigeres for de nævnte tillæg og fradrag, da der i fase 1 er foretaget en række tilnærmelser og skøn i forhold til normaliseret drift, hvilket ikke nødvendigvis afspejler den aktuelle situation for ejendommen, der værdiansættes.

I fase 1 blev driftsafkastet opgjort under forudsætning af, at ejendommens lokaler er fuldt udlejede. I denne fase vil der derfor blive korrigeret for de tabte lejeindtægter ved tomgang. Fradraget beregnes som lejeindtægter for tomme lejemål indtil genudlejning forventes at finde sted. Reguleringen i forhold til markedslejen, som blev foretaget i fase 1 tog ikke hensyn til det

³⁹ Værdiansættelse af investeringsejendomme - Definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, side 7

⁴⁰ KPMG Investeringsejendomme, side 49-50

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

tidsmæssige perspektiv. Såfremt forskellen mellem markedislejen og de faktiske huslejeindtægter først forventes at opstå på et senere tidspunkt end opgørelsetidspunktet, skal der reguleres for dette i fase 3. Vedligeholdelsesomkostningerne, som blev fratrasket i fase 1, var baseret på historiske tal. Ved at tage ejendommens stand i betragtning, skal der ske regulering for eventuelle udskudte vedligeholdelsesudgifter.

Hvis ikke udlejede lokaler kræver istandsættelse før genudlejning, og udlejer betaler disse udgifter, skal der i opgørelsen af ejendommens værdi, indregnes et fradrag til dækning af disse. Det skal dog bemærkes, at der kun må tages fradrag for udgifterne, hvis disse ikke dækker istandsættelse, som fører til stigende lejeindtægter.

Ved indgåelse af lejekontrakter indbetaler lejer som regel et depositum. Forrentningen af de fastdeponerede beløb må forrentes og de fremtidige tilskrevne renter skal tilbagediskonteres i modellen. Der skal derfor korrigeres for denne værdi. Alternativt tillægges deposita ejendommens værdi i fase 3⁴¹.

4.3 DCF-modellen

DCF-modellen er et anerkendt alternativ til normalindtjeningsmodellen. Normalindtjeningsmodellen har traditionelt set været den mest anvendte model til værdiansættelse af investeringsejendomme. De senere år er denne tendens dog vendt, og DCF-modellen har vundet større indpas hos brugerne. Dette kan begrundes med den stigende internationalisering og den informationsmæssige fordel, der er, ved at kunne følge ejendommens betalingsstrømme over tid⁴². DCF-modellen er i større ejendomsselskaber den mest anvendte model, hvor normalindtjeningsmodellen ses som den foretrukne værdiansættelsesmodel hos de mindre ejendomsselskaber⁴³.

Modellen går overordnet set ud på at opgøre dagsværdien af ejendommen på baggrund af de forventede fremtidige pengestrømme fra driften, som tilbagediskonteres med investors diskonteringsrente. Diskonteringsrenten er som udgangspunkt givet ved ejendommens nominelle forrentningskrav inklusiv inflation⁴⁴.

⁴¹ KPMG investeringsejendomme, side 50

⁴² Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 22.

⁴³ <http://www.ey.com/DK/da/Industries/Real-Estate/artikel-faldgrupper-ved-aflaeggelse-af-aarsrapporter-181214>, læst 1. april 2015

⁴⁴ Værdiansættelse af investeringsejendomme - Definition af forrentningskrav, side 7

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Modellen tager udgangspunkt i to tidsperioder; budgetperioden og terminalperioden. Budgetperiodens længde skal angive perioden frem til tidspunktet, hvor ejendommens fremtidige pengestrømme er stabile. Terminalperioden er restperioden af ejendommens forventede levetid. Terminalperioden indtræder, når de forventede fremtidige pengestrømme fra ejendommens drifts forventes konstante. DCF modellen kan opdeles i følgende trin⁴⁵:

- Trin 1 – Bestemmelse af pengestrømme i budgetperioden
- Trin 2 – Tilbagediskontering af pengestrømme fra budgetperioden til dagsværdi
- Trin 3 – Bestemmelse af terminal værdi
- Trin 4 – Tilbagediskontering af terminalværdi til dagsværdi
- Trin 5 – Bestemmelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier

Nedenfor defineres og forklares de fem trin.

Trin 1

I budgetperioden foretages en detaljeret budgettering af driften i de enkelte regnskabsår. De frie pengestrømme er givet ved indtægter og omkostninger i forbindelse med drift af ejendommen. Indtægter omfatter blandt andet:

- Lejeindtægter for lokaler
- Lejeindtægter for parkeringspladser, lysreklamer mv.
- Lejeregulering, hvis lejen forventes at kunne hæves eller sænkes
- Lejestigninger på baggrund af aftaler i lejekontrakter og forventninger til den almindelige prisudvikling.

Driftsomkostningerne omfatter blandt andet:

- Omkostninger til vicevært, administration, ejendomsskatter og forsikringer
- Investeringer for at lejen kan hæves eller andre investeringer
- Forventede omkostninger til tomgang i ejendommen
- Omkostninger til vedligeholdelse

⁴⁵ Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF modellen, side 7

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Længden af budgetperioden varierer fra ejendom til ejendom. Budgetperioden bør være af en længde, der modsvarer udviklingsplanerne for ejendommen, således at terminalperioden svarer til en fuldt udviklet ejendom. De fleste anvender en 10-årig periode⁴⁶.

Trin 2

For at værdien af de fremtidige pengestrømme kan bestemmes, må disse tilbagediskonteres med udgangstidspunktet. Hertil anvendes en diskonteringsrente, som indledningsvist må fastsættes for den enkelte ejendom.

Diskonteringsrenten afhænger, ligesom forrentningskravet i normalindtjeningsmodellen, både af ejendomsrelaterede faktorer såvel som makroøkonomiske forhold og kan derfor være vanskelig at bestemme. Dette forhold vil blive behandlet i afsnit 5.4 som en del af besvarelsen af det tredje undersøgelsesspørgsmål.

De tilbagediskonterede pengestrømme for de enkelte år findes ved formlen:

$$\frac{\text{Driftsoverskud}}{(1 + \text{diskonteringsrenten})^n}$$

Hvor "n" er det år, der tilbagediskonteres i. Diskonteringsrenten er givet ved forrentningskravet tillagt inflation.

Trin 3

Ved udløb af budgetperioden antages det, at de frie pengestrømme er konstante. Terminalåret er således et udtryk for gennemsnittet over de fremtidige år. Værdien for denne perioden opgøres med udgangspunkt i et terminalår. Værdien af ejendommen i terminalåret findes ved hjælp af forrentningskravet uden inflation. Terminalåret kan betragtes som et normalår, som beskriver den del af pengestrømmene, hvor det ikke længere er nødvendigt at tage stilling til specifikke pengestrømme. Terminalværdien beregnes ved:

$$\frac{\text{Driftsoverskud i terminalperioden}}{1 + \text{forrentningskravet}}$$

⁴⁶ Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF modellen, Ejendomsforeningen Danmark

Trin 4

Terminalværdien skal tilbagediskonteres ligesom pengestrømmene i budgetperioden. Tilbage-diskontering af terminalværdien bestemmes ved følgende formel:

$$\frac{\text{Terminalværdi}}{(1 + \text{diskonteringsrenten})^n}$$

Hvor "n" er antal år i budgetperioden⁴⁷. Hvis terminalåret fastsættes til år 11, skal nutidsværdien heraf findes ved at tilbagediskontere værdien af terminalåret i 10 år.

Trin 5

Værdien af ejendommen er lig summen af det tilbagediskonterede pengestrømme fra henholds-vis budgetperioden og den tilbagediskonterede terminalværdi.

Ved disse fem trin beregnes således værdien af den pågældende ejendom ved brug af DCF-modellen.

4.4 Forskelle mellem normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen

En af de primære forskelle i de to værdiansættelsesmodellerne er detaljeringsgraden. I normal-indtjeningsmodellen opgøres i fase 1 og 2 et normaliseret driftsafkast, hvorefter der, såfremt det er nødvendigt, sker tillæg og fradrag for særlige forhold i fase 3. DCF-modellen er opdelt i en budget- og terminalperiode, hvor terminalperioden skal forstås som perioden, hvor ejendommens fremtidige pengestrømme forventes at være stabile i ejendommens restløbetid. Terminal-perioden kan derfor sammenlignes med normalindtjeningsmodellens fase 1 og 2. I DCF-modellens budgetperiode er det muligt at foretage en relativ detaljeret budgettering af de fremdige pengestrømme. Lejeindtægter kan eksempelvis specificeres pr. lejer eller pr. lejemål, hvilket kan være relevant, hvis lejen reguleres forskelligt. Dette er ikke muligt i normalindtjeningsmodellen, hvorfor DCF-modellen er mere egnet til værdiansættelse med flere lejere, hvor lejen reguleres forskelligt.

En anden forskel i budgetteringen i de to modeller er muligheden for at indregne forventet effekt af ejendomspotentialer og omkostninger til renoveringen forbundet hermed. Såfremt virksomheden ønsker at værdiansætte en ejendom, som har et stort lejepotentiale efter en fremtidig

⁴⁷ Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 9

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

renoveringen, er det muligt i DCF modellen at medtage denne forventede stigning i lejeindtægterne i budgetperioden. At indregne disse forhold i fase 3 i normalindtjeningsmodellen vil være meget vanskeligt, da der både skal reguleres for en fremtidig værdistigning samtidig med enkeltstående omkostninger. Hvis der er tale om flere arealer, hvor der er potentiale for renovering og efterfølgende lejestigninger, gør dette blot en regulering i normalindtjeningsmodellen endnu vanskeligere.

Forrentningskravet i normalindtjeningsmodellen kan sammenlignes med forrentningskravet i DCF-modellen. Behandlingen af inflation gør dog, at der alligevel er en forskel i de to nævnte forrentningskrav. Diskonteringsrenten i DCF-modellen, fratrasket inflation, kan sammenlignes med forrentningskravet i normalindtjeningsmodellen, dog under den forudsætning at forrentningskravet i normalindtjeningsmodellen er opgjort uden at medregne forhold, som normalt fradrages i fase 3.

Normalindtjeningsmodellen kan virke lettere at anvende i praksis end DCF-modellen, da den er mindre beregningstung. Modellen kan med fordel anvendes, hvis ejendommen er i god stand, lejeindtægter reguleres ens for alle lejemål, og lejen er på niveau med markedslejen. Den simple karakter i normalindtjeningsmodellen gør den meget anvendelig, når de driften er stabil, mens det er lettere at korrigere i DCF-modellen de enkelte år, hvis driften er ustabil.

DCF-modellen er bedre egnet til ejendomme, som kræver en detaljeret budgettering af pengestrømme, eventuelt hvis ovenstående forudsætninger for anvendelse af normalindtjeningsmodellen ikke er til stede. DCF-modellen bruges også som et budgetteringsværktøj, som kan anvendes til at styre virksomhedens langsigtede planlægning og likviditet⁴⁸. Det skal dog bemærkes, at begge modeller kan anvendes til værdiansættelse af ejendomme. Der kan blot være forhold omkring ejendommen, som gør den ene model mere egnet til værdiansættelse end den anden.

I begge modeller må det noteres, at graden af skønsmæssige elementer i input medfører en høj grad af regnskabsmæssigt skøn i regnskabsposten, investeringsejendomme. Dette er særligt højt på parametrene som markedsleje, forrentningskrav og estimering af effekten af tomgang. Dette vil blive diskuteret i de efterfølgende afsnit. Modellerne er da et forsøg på at ensarte og konkretisere værdiansættelsen af investeringsejendomme⁴⁹.

⁴⁸ KPMG Investeringsejendomme, side 5

⁴⁹ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, side 8

4.5 Delkonklusion

Den bedste metode, til værdiansættelse af investeringsejendomme, er aktuelle priser på et aktivt marked for en tilsvarende ejendom med samme beliggenhed og i samme stand. Derudover skal den indgå i et tilsvarende leje- eller kontraktforhold⁵⁰. Det vil dog være meget vanskeligt, hvis ikke umuligt, at finde dokumentation for dette i praksis, hvorfor IAS 40.46 tillader anvendelse af anerkendte værdiansættelsesmodeller i henhold til niveau c i IAS 40.46.

I praksis ses det ofte, at modellerne normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen anvendes til værdiansættelse af investeringsejendomme. Begge modeller bygger på værdiansættelse ved hjælp af pengestrømme samt et fastsat forrentningskrav.

En investeringsejendom har kun én korrekt værdi. Dette betyder, at uanset om værdiansættelsen foretages ved anvendelse af normalindtjeningsmodellen eller DCF-modellen, skal den opgjorte værdi derfor være den samme. Modellernes forskelle gør, at egnetheden varierer alt efter forholdene omkring den ejendom, som ønskes værdiansat. Er der tale om værdiansættelse af en ejendom, som er i et stabilt år, kan normalindtjeningsmodellen med fordel anvendes, da denne er simpel og nem at anvende. Er der derimod tale om en ejendom med mange lejere, som reguleres forskelligt ved større planlagte vedligeholdelsesomkostninger med videre, kan DCF-modellen med fordel anvendes, da der i budgetperioden kan tages højde for disse forhold.

Det kan derfor konkluderes, at begge værdiansættelsesmodeller kan anvendes, men forhold ved ejendommen kan resultere i, at den ene model kan være bedre egnet end den anden.

5. Opgørelse af faktorer

5.1 Indledning

Formålet med dette afsnit er at besvare det tredje undersøgelsesspørgsmål omkring opgørelse af faktorerne, som indgår i værdiansættelsesmodellerne. Som beskrevet i indledningen til opgaven, er værdiansættelse af investeringsejendomme præget af væsentlig usikkerhed grundet de mange faktorer, som indgår i værdiansættelsesmodellerne. Det er interessant at se på, hvordan disse faktorer opgøres. Dette afsnit vil ligeledes indeholde en diskussion af, hvorfor faktorerne kan være vanskelige at opgøre.

⁵⁰ IAS 40.45

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Input og faktorer, som indgår i værdiansættelsesmodellerne, er i store træk ens. Hvor der er forskelle ved de enkelte faktorer, alt efter hvilken metode der anvendes, vil dette blive diskuteret.

5.2 Huslejeindtægter

Huslejeindtægterne består af tre typer af lejeindtægter:

- Leje i henhold til lejekontrakter
- Regulering til markedslejen
- Årlig skønnet markedsleje for ikke udlejede lokaler (tomgang)

Leje i henhold til lejekontrakter

Huslejeindtægterne skal opgøres som den leje, der opnås i henhold til allerede indgåede lejekontrakter under den forudsætning af, at alle lejekontrakter på opgørelsestidspunktet løber i 12 måneder.

En af forskellene mellem de to værdiansættelsesmodeller er, at normalindtjeningsmodellen tager udgangspunkt i driften i et stabilt år, hvor DCF-modellen består af en budgetperiode og en terminalperiode, hvilket betyder, at huslejen budgetteres over en længere årrække i DCF-modellen. DCF-modellen muliggør en høj detaljeringsgrad, da lejeindtægter kan budgetteres pr. lejemål. Det betyder, at man kan opstille pengestrømmene pr. lejer og hermed tage højde for individuelle lejereguleringer, opsigelsesperioder mv.

I DCF-modellen skal lejeindtægterne budgetteres i hele budgetperioden. Dette foretages i praksis ved at lejeindtægten på opgørelsestidspunktet indsættes i det første år i modellen. Herefter tillægges en stigning til huslejen hvert år i henhold til kontrakten. Det ses typisk, at stigningen i huslejen svarer til minimumsstigningen i henhold til kontrakten eller stigningen i nettoprisindekset.

Regulering til markedslejen

Hvis den aktuelle husleje i henhold til lejekontrakten afviger væsentligt fra markedslejen, og man forventer at lejen reguleres på et senere tidspunkt, bør der ske en regulering herfor, således at den forventede lejeindtægt i opgørelsen afspejler markedslejen. I normalindtjeningsmodellen indregnes hele effekten af implementeringen i opgørelsens fase 1. Herefter korrigeres der i fase 3 for den tidsperiode, der er kontraktuelt bestemt, inden reguleringen til markedsleje forventes at finde sted.

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

I DCF-modellen indregnes reguleringen til markedslejen i budgetperioden fra det år, hvor det forventes, at reguleringen finder sted. Det forventes, at lejen reguleres til markedslejen efter den periode, hvor lejekontrakterne er uopsigelige, da denne leje anses som fast bestemt.

Tomgang

Planlagt og kendt tomgangsleje skal medtages i opgørelsen af ejendommens driftsafkast⁵¹. I fase 1 skal den skønnede huslejeindtægt for hele tomgangsarealet indregnes. Herefter skal indtægten trækkes fra i fase 3 for den periode, der forventes at forløbe indtil lejemålet er genudlejet. I DCF-modellen indregnes tomgangen i pengestrømmene. Indtægterne for de ikke udlejet lokaler, skal indregnes fra det tidspunkt, lejemålet forventes genudlejet. Usikkerheden ved fremtidig, men ikke kendt tomgang, indgår som en risiko i forrentningskravet⁵².

Ved ejendomme med få lejere kan risikoen for tomgang lettere vurderes ud fra uopsigeligheden i den eksisterende lejers kontrakt og lejerbonitet. Tomgangperioden må vurderes i forhold til lejemålets stand, størrelse, indretning og beliggenhed i forhold til efterspørgslen. For en ejendom med flere lejere vil uopsigeligheden i lejernes kontrakter som regel være kortere, og lejemålene vil være mindre. Her vil man kunne se på en gennemsnitsbetragtning i tomgang fra historiske data og på markedet generelt⁵³.

5.3 Driftsomkostninger

Driftsomkostninger indeholder, som beskrevet i afsnit 4.3, blandt andet omkostninger til vicevært, administration, forsikringer, forventede omkostninger til tomgang og vedligeholdelse. I normalindtjeningsmodellen skal driftsafkastet afspejle et stabilt år, hvorfor driftsomkostningerne ligeledes skal afspejle et stabilt år. Hvis omkostningerne svinger meget over årene, kan det derfor være relevant at se på en periodes gennemsnit til brug for opgørelse af omkostningerne.

I DCF modellen opgøres de forventede omkostninger i budgetperioden og terminalperioden. I budgetperioden skal omkostningerne budgetteres for hvert år. I praksis kan denne øvelse foretages ved at opstille et budget for omkostningerne i år 1 og bruge disse som udgangspunkt. I de efterfølgende år tillægges en forventet stigning, for eksempel inflation. Er der derudover forventede omkostninger, som overstiger inflationen, skal der tages højde for dette. Det kan for

⁵¹ KPMG Investeringsejendomme, side 48

⁵² Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav, side 13

⁵³ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, side 45

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

eksempel være omkostninger til udskiftning af vinduer i ejendommen. Hvis man på opgørelsestidspunktet ved, at alle vinduer i ejendommen skal udskiftes i år 4 i budgetperioden, indarbejdes disse forventede omkostninger i opgørelsen af driftsomkostninger. Det er ikke på samme måde muligt at tage højde for dette i normalindtjeningsmodellen, da denne tager udgangspunkt i et stabilt år. Anvendes normalindtjeningsmodellen, kan denne type omkostning dog fratrækkes værdien af ejendommen i fase 3. I terminalperioden bør omkostningerne opgøres som de forventede omkostninger per år i resten af ejendommens forventede levetid.

Usikkerheden i driftsomkostningerne afhænger af, hvilken type af omkostninger der er tale om. Grundskyld opgøres som en fast promille af den afgiftspligtige grundværdi efter fradrag for forbedringer⁵⁴. Opgørelsen heraf er bestemt af SKAT, hvorfor der ikke er den store usikkerhed i budgettering af denne omkostning.

Udvendig vedligeholdelse er modsat en omkostningstype, som er præget af større usikkerhed og skøn. Det er oplagt at tage udgangspunkt i historiske omkostninger, for at få en idé om de fremtidige vedligeholdelsesomkostninger, men ligesom for de andre parametre, som indgår i budgetteringen, er dette ikke tilstrækkeligt. Der skal indarbejdes en forventning til omkostningernes niveau i fremtiden.

Graden af usikkerhed i budgetteringen af driftsomkostningerne samt effekten af denne på den endelige værdiansættelse afhænger blandt andet af, om omkostningerne er lejer- eller udlejerbetalte. Hvis driftsomkostningerne er betalt af lejer, vil dette påvirke usikkerheden ved budgetteringen af omkostningerne positivt, dvs. usikkerheden i forhold til korrekt opgørelse heraf er mindre. Omkostningerne vil ikke have effekt på pengestrømmene og derfor ikke værdiansættelsen, da de er betalt af lejer.

Usikkerheden ved budgettering af driftsomkostninger påvirkes også af ejendommens stand. Hvis en ejendom er gammel, bygget af materialer af dårlig kvalitet eller af anden grund er i dårlig stand, vil der skulle budgetteres flere omkostninger til vedligeholdelse og renovering, end for en ejendom i god stand. Det kan samtidig være vanskeligere at budgettere de fremtidige omkostninger til udvendig vedligeholdelse af en ejendom, som er i en dårlig stand.

⁵⁴ <http://www.kk.dk/artikel/ejendomsskatter-og-afgifter>, læst 26. april 2015

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

En anden usikkerhed ved driftsomkostningerne ligger i, at selve budgetteringen kan være foretaget af eksempelvis en regnskabschef. Når regnskabschefen skal udarbejde et budget for driftsomkostninger, kan der være en tendens til at omkostningerne bliver budgetteret for lavt. Denne tendens kan både være baseret på en bevidst eller ubevidst handling. Dette som følge af, at det giver en højere ejendomsværdi ved værdiansættelsen, hvilket kan antages, i nogle tilfælde, at være ledelsens ønske.

I pengestrømmene for driften vil der desuden indgå investeringer i materielle anlægsaktiver ved eksempelvis modernisering af ejendommen. Omkostningerne, som medtages i pengestrømmene, er omkostninger til renovering, som ikke allerede er omkostningsført. Herudover kan planlagte forbedringer have en afledt effekt på huslejestigninger, som dermed har en effekt på de fremtidige pengestrømme. Disse bør dog være sandsynlige og velbegrundede⁵⁵.

5.4 Forrentningskrav/diskonteringsrente

Normalindtjeningsmodellens forrentningskrav og DCF-modellens diskonteringsrente opgøres begge ud fra makroøkonomiske forhold og ejendomsspecifikke faktorer. Som tidligere nævnt, er forrentningskravet som udgangspunkt lig diskonteringsrenten fratrasket inflation. Derudover tillægges den risiko frie rente.

I henhold til afsnit 4.2 kan forrentningskravet beskrives med følgende formel:

$$\text{Forrentningskrav} = \text{Risikofri rente} + \text{markedsrisikopræmie for investeringsejendomme}$$

For at fastsætte den risikofrie rente mest retvisende, bør virksomheden tage udgangspunkt i en risikofri rente, der har tilnærmelsesvis samme tidshorisont som den ejendom, der ønskes værdiansat. Den risikofrie rente tager dog ofte udgangspunkt i renten på 10 årige statsobligationer⁵⁶.

Markedsrisikopræmien er derimod noget vanskeligere at opgøre, da markedsrisikopræmien består af en række markedsrisici (systematiske risici) og ejendomsrelaterede risici (usystematiske risici).

Markedsrisici, også kaldet makroøkonomiske faktorer, kan blandt andet nævnes som:

*Makroøkonomiske faktorer*⁵⁷:

⁵⁵ KPMG Investeringsejendomme, side 54

⁵⁶ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, side 11

⁵⁷ Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF modellen, side 12

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

- BNP og beskæftigelse
- Illikviditet ved salg
- Markedslejeforventninger
- Lovændringer

Ud over de makroøkonomiske faktorer er der en række ejendomsrelaterede risici, som skal vurderes i forbindelse med fastsættelse af markedsrisikopræmien. De ejendomsrelaterede risici kan blandt andet nævnes som:

Ejendomsrelaterede risici⁵⁸:

- Type af ejendom
- Beliggenhed
- Lejers bonitet / manglende lejebetalinger
- Tomgang

Alle ovennævnte forhold skal vurderes for den enkelte ejendom, der ønskes værdiansat, når forrentningskravet, skal fastsættes. Alle forholdene vægter forskelligt i forhold til forrentningskravet og selve vægtningen er en subjektiv vurdering, som foretages af ledelsen. Det kræver derfor, at ledelsen har kendskab til ejendomsmarkedet, hvis et retvisende forrentningskrav skal fastsættes. De enkelte forhold er nærmere beskrevet nedenfor.

Makroøkonomiske faktorer

BNP og beskæftigelse

Der eksisterer en risiko for, at lejer ikke kan leve op til de økonomiske kontraktforhold. I perioder med lavkonjunktur vil risikoen for denne være størst. Modsat i perioder med højkonjunktur ses en lavere gennulejningsrisiko og en højere leje som følge af stigende efterspørgsel fra lejere. Højkonjunktur vil betyde, at der anvendes et lavere forrentningskrav ved værdiansættelse af investeringsejendommen. Dette som følge af, at den nævnte risiko er lavere⁵⁹.

⁵⁸ Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF-modellen, side 11

⁵⁹ Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF modellen, side 11

Estimering af markedslejeforventninger

Væksten i markedslejen udgør en risiko med betydning for forrentningskravet og dermed værdien af investeringsejendommen. Markedslejen er afhængig af udbud og efterspørgsel, som er påvirket af en lang række faktorer, og er derfor vanskelig at estimere. Risikoen er højere i et ustabilt og usikkert marked, mens den er lavere i et roligt og mere forudsigeligt marked.

Risiko ved lovændringer

Risikoen, ved at lovændringer har væsentlig betydning, vil afvige betydeligt fra den ene sektor til den anden. Stramning i lovgivningen påvirker investors villighed til at købe ejendomme – særligt på boligejendomme ses der reguleringer af for eksempel lejeloven. Hvis de planlagte ændringer i lovgivningen vurderes fordelagtige for investor, vil det sænke forrentningskravet.

Ejendomsrelaterede risici

Type af ejendom

Det har væsentlig betydning for risici for investor, om der er tale om boligejendom, butik, kontor eller andet. En stor del af ovennævnte markedsrisici har forskellig påvirkning, alt efter ejendommstypen. For eksempel vil større investeringsejendomme til erhverv som udgangspunkt have en større risiko for tomgang.

Beliggenhed

Leje- og investorefterspørgsel er i særdeleshed påvirket af beliggenheden. En ejendom med god beliggenhed er mere eftertragtet og har derfor et lavere forrentningskrav.

Beliggenhed kan ligeledes ses som en makroøkonomisk faktor, som udgør en risiko ved investeringen. Ejendomsmarkedet ændrer sig løbende, og et attraktivt område kan over tiden blive mere eller mindre attraktivt blandt andet grundet for eksempel ændringer i infrastruktur, indkøbs- og arbejdsmuligheder. Hvor attraktivt området er efter forskellige parametre, vil således også have betydning for forrentningskravet.

Lejers bonitet/manglende lejebetalinger

Forholdet kaldes også aftalerisiko og går på, at lejer med få økonomiske ressourcer udgør en driftsrisiko, hvilket medfører et højere forrentningskrav. Man anser lejere fra den offentlige sektor til at udgøre en lav risiko herfor⁶⁰.

Tomgang

En manglende mulighed for genudlejning omfatter risiko for ledige lejemål i fremtiden. Reel og forventet tomgang inkluderes i pengestrømmene, mens den ukendte faktor ved tomgang indgår som en risiko ved fastsættelse af forrentningskravet. Risikoen kan særligt forbindes med beliggenhed samt hvordan ejendommen opfylder fremtidige lejers yderligere krav. For at betragte risikoen for tomgang må man ligeledes se på sammensætning af lejere og deres økonomiske situation såvel som uopsigelighed i lejekontrakter. Hvis en ejendoms lejere primært er sammensat af lejere, som er i en dårlig økonomisk situation, vil dette øge risikoen for tomgang. Derudover vil en lejersammensætning hovedsageligt bestående af lejere, hvor uopsigelsesperioden er udløbet, øge risikoen for tomgang.

Generelt

I modeller til værdiansættelse er der mulighed for at regulere for risici i både driftsafkastet/pengestrømmene. Det er dog centralt, at der skelnes mellem, hvorvidt risici medtages i driftsafkastet/pengestrømmene eller i forrentningskravet og ikke begge steder. Nedenfor ses en model, som skal ses som en rettesnor for, hvor risiciene medtages i de to modeller til værdiansættelse af investeringsejendomme. Faktorerne er beskrevet ovenfor som en del af det tredje undersøgelsesspørgsmål.

⁶⁰ Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav, side 12

	Diskonterings- rente	Pengestrømme
<u>Ejendomsrelaterede faktorer</u>		
Type af ejendom	X	
Beliggenhed	X	
Lejers bonitet	X	
Kontraktlængde		X
Faktisk leje i fodhold til markedsleje		X
Genudlejningsrisiko og restværdi		X
Tomgang		X
Indretningsudgifter		X
Deposita		X
Udskudt vedligeholdelse		X
<u>Makroøkonomiske faktorer</u>		
BNP, beskæftigelse m.m.	X	
Inflation	X	X
Markedslejeforventninger	X	
Risikofri rente	X	

Figur 2 - håndtering af de forskellige risikofaktorer i DCF-modellen⁶¹

Som det ses af ovenstående, bør faktorerne enten medtages i diskonteringsrenten (forrentningskravet i normalindtjeningsmodellen dog uden inflation) eller i pengestrømmene. Den eneste faktor, som er angivet begge steder, er inflationen. Dette skyldes, at pengestrømmene i DCF-modellen bliver indekseret herefter. På baggrund af dette skal inflationen også indregnes i diskonteringsrenten.

Kontraktlængden er dog en faktor, der kan diskuteres. I henhold til ovenstående tabel skal lejekontraktens varighed ligge i pengestrømmene. Hvis en lejekontrakt er uopsigelig i 10 år, og den kontraktbestemte leje er under markedslejen, skal den faktiske leje indregnes i pengestrømmene i de 10 år, og herefter kan der reguleres til markedslejen. Denne behandling bakkes op af økonomiske teoretikere⁶². Det begrundes med, at ejendommen i en værdiansættelse er normaliseret

⁶¹ Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen, side 11 – tilpasset.

⁶² Interview med Per Weinreich, bilag 14

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

og afkastet vil derfor ikke blive påvirket af kontraktlængden. Det ses dog i praksis, at ejendomme med lange lejekontrakter, handles til et lavere afkast end en tilsvarende ejendom med en kortere uopsigelsesperiode⁶³.

Tomgang er en anden faktor, som kan diskuteres. I henhold til Ejendomsforeningen Danmarks første publikation om værdiansættelse efter DCF-modellen⁶⁴, blev det beskrevet, at tomgang skal indgå som en faktor i pengestrømmene. De har dog senere udgivet en publikation om opgørelse af forrentningskrav, hvori de skriver, at tomgang også indgår i fastsættelsen heraf⁶⁵. Konklusionen i forhold til behandling af tomgang må derfor blive, at kendt tomgang skal indregnes i pengestrømmene, hvor den risiko, der menes at være, eksempelvis som følge af lejers bonitet, skal behandles i opgørelsen af forrentningskravet.

En analyse og diskussion af de enkelte risici for, hvor stor effekten er, samt hvordan de behandles i praksis, vil blive belyst i opgaven som en del af besvarelsen af det fjerde og femte undersøgelsesspørgsmål.

5.5 Terminalværdi

DCF-modellen består, som beskrevet i afsnit 4.3, af to perioder: Budgetperioden og terminalperioden. Når budgetperioden ophører, indtræffer terminalperioden. I praksis ses det ofte, at budgetperioden er fastsat til 10 år. Terminalværdien udgør i de fleste tilfælde mellem 40 og 60 procent af den samlede ejendomsværdi⁶⁶. Terminalværdien er derfor central i værdiansættelsen, og det er vigtigt, at denne er opgjort så præcis som muligt.

Der er to faktorer, som påvirker terminalværdien:

- Fremtidige pengestrømme
- Diskonteringsrenten i terminalperioden

⁶³ Interview med Per Weinreich, bilag 14

⁶⁴ Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen, side 11

⁶⁵ Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav, side 13

⁶⁶ Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF modellen, side 12

Fremtidige pengestrømme⁶⁷

Terminalperioden betragtes som et ”normalår”, som er udtryk for perioden, hvor der ikke længere skal indregnes specifikke forhold i indtægter eller omkostninger. DCF-modellens terminalperiode kan sammenlignes med normalindtjeningsmodellens fase 1. Pengestrømmene er derfor i terminalåret et udtryk for de forventede pengestrømme i ejendommens restlevetid.

I disse pengestrømme skal alle indtægter og udgifter normaliseres. Hvis for eksempel driftsomkostninger til vicevært, administration, forsikring eller andet har været højere i budgetperioden, end de forventes at blive i terminalperioden, er det vigtigt ikke blot at tage gennemsnittet af de sidste 10 år, men i stedet sætte en forventning til det ”normale” og bruge dette som omkostning i terminalåret. Omkostninger til vedligeholdelse og eventuelle forbedringer, som forventes at skulle afholdes i terminalperioden, skal også medtages i terminalåret. Hvis man for eksempel mener, at taget på ejendommen skiftes hvert 30. år, skal omkostningen hertil opgøres og divideres med 30 år, inden den tillægges terminalåret.

Omkostninger til tomgang skal også medtages i opgørelsen af pengestrømme i terminalperioden. Den tabte lejeindtægt i terminalperioden og omkostningerne til genudlejning, istandsættelse med videre skal opgøres. Tomgang kan baseres på historiske data for tomgang, forventning til fremtiden samt øvrigt markedskendskab.

Fastsættes de fremtidige pengestrømme for højt eller lavt, vil dette have stor indvirkning på terminalværdien. I opgavens afsnit om følsomhedsanalyser, ændres på pengestrømmene i terminalperioden, for at illustrere følsomheden i pengestrømmene.

Diskonteringsrenten

Som udgangspunkt bør diskonteringsrenten i terminalperioden være den samme som i budgetperioden, men uden inflation. Diskonteringsrenten kan dog ændres, hvis det forventes, at risikofaktorerne ændres i terminalperioden. Det må understreges, at der skal ske markante ændringer i risikoprofilen før diskonteringsrenten bør ændres. For eksempel i forbindelse med større investeringer, som blandt andet vil ændre lejeindtægterne, kan dette tale for en ændring i diskonteringsrenten⁶⁸.

⁶⁷ Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF modellen, side 12

⁶⁸ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, side 29

5.6 Markedsrapporter

Flere erhvervsmæglerselskaber som EDC, Nybolig og Sadolin Albæk udgiver jævnligt markedsrapporter, hvori forskellige forhold på ejendomsmarkedet er analyseret. Rapporterne indeholder analyser og oplysninger om blandt andet udviklingen i makroøkonomiske forhold, tomgangsrater, afkast på ejendomme og markedsleje. Det er værd at skele til markedsrapporterne, når værdiansættelse af investeringsejendomme skal foretages, da de er udarbejdet af eksperter og kan være med til at mindske graden af subjektivitet i værdiansættelsen.

Markedsrapporterne skal dog altid anvendes med en vis skepsis, da man ikke kender forudsætningerne bag de faktorer, som er analyseret og opgjort. Opgørelse af markedsleje og forrentningskrav kræver en række analyser af markedet og ejendommen, som ønskes værdiansat. Disse analyser bliver ikke vist i markedsrapporterne. Det er blot resultaterne af disse, som er vist heri. To udgivere af markedsrapporter kan sagtens oplyse to forskellige forrentningskrav for den samme type ejendom for den samme periode. Grunden til dette er, at forrentningskravet er et resultat af forskellige analyser og forudsætninger i forhold til markedet og ejendommene, som er påvirket af subjektivitet. Denne subjektivitet vil blive analyseret og beskrevet yderligere i afsnit 6.

5.7 Delkonklusion

Værdiansættelsesmodellerne påvirkes af mange forskellige faktorer. Faktorerne kan i hovedtræk nævnes som lejeindtægter, driftsomkostninger, forrentningskrav/diskonteringsrente og terminal værdi (dog kun i DCF-modellen). For alle faktorer indgår derudover mange forudsætninger og input. Forudsætningerne og input i værdiansættelsesmodellerne er præget af skøn. Dette skøn afhænger i høj grad af den enkelte ejendom og dens lejere, hvilket også betyder, at huslejeindtægterne kan være præget af højere grad af skøn for en given ejendom end for eksempel dens nabo ejendom.

Nogle faktorer i værdiansættelsen relaterer sig til ejendommen og andre til markedet. Det er derfor vigtigt, når værdiansættelsen udarbejdes, at både markedet og ejendommen analyseres grundigt for at opnå den mest præcise værdiansættelse.

Opgørelsen af faktorerne kan blandt andet foretages på baggrund af historiske data, kontraktuelle forhold og markedsrapporter udarbejdet af erhvervsmæglerselskaber samt forventninger til fremtiden. Det er netop forventninger til fremtiden, som medfører usikkerheden i opgørelsen af disse faktorer, da ingen kan spå om fremtiden.

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Ovenstående diskussion af usikkerheder og opgørelse af faktorer, leder naturligt til næste afsnit. Dette vil indeholde en analyse af faktorerne i salgsprospektet i forhold til en værdiansættelse til markedsværdi samt følsomhedsanalyser ved ændringer i forskellige faktorer.

6. Følsomhedsanalyse

6.1 Indledning

Formålet med dette afsnit er at besvare det fjerde undersøgelsesspørgsmål omkring følsomheden i værdiansættelse af investeringsejendommen i forhold til de faktorer, som er beskrevet i afsnit 5, og som har væsentlig betydning for værdien af ejendommen.

Usikkerheden i opgørelsen af de forudsætninger, som indgår i værdiansættelsesmodellerne, medfører en usikkerhed i værdiansættelsen af investeringsejendommen. Det er derfor interessant at se på, hvor stor en påvirkning justeringer i opgørelsen af huslejeindtægter, driftsomkostninger, afkastkravet og andet har på værdien af ejendommen. Afsnittet vil diskutere de enkelte risici, som indgår som input i værdiansættelsesmodeller, for at identificere, hvor usikkerhederne er størst. Konklusionen af dette vil blive anvendt i afsnit 7 til besvarelse af undersøgelsesspørgsmål 5.

Afsnittet vil indeholde en beskrivelse af oplysningerne i salgsprospektet for ejendommen samt egne justerede forudsætninger til brug for analyse. De givne forudsætninger vil blive diskuteret, og der vil blive udarbejdet en DCF-model, hvor markedsværdien vil blive bestemt. Herefter følger et afsnit med følsomhedsanalyser, hvor der ændres på forudsætningerne til værdiansættelsen.

6.2 Forudsætninger

Som beskrevet i afsnittet om metodevalg, er det besluttet at anvende en specifik case, et salgsprospekt, til dette afsnit. Vi har valgt at anvende investeringsejendommen matr. nr. 315 Utterslev, København, som er en ejendom anvendt primært til kontor. Ejendommen er placeret i Nordvest tæt ved Nørrebro station. Ejendommen er delvist udlejet til to lejere, CPH West og Hans Knudsen Instituttet, som samlet bidrager til en årlig huslejeindtægt på 5.528.657 kr. pr. år, mens der er tomgangsleje optaget til 429.600 kr. pr. år. Den samlede årlige huslejeindtægt udgør 5.958.257 kr. pr. år. I henhold til salgsprospektet fra Sadolin Albæk, er ejendomsværdien opgjort til 77,5 mio. kr. inklusiv deposita. Ejendommen er udvalgt, fordi den opfylder kravet om, at der skal være tale om en investeringsejendom til erhverv og ikke bolig. Herudover fremgår

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

en del relevante oplysninger i salgsprospektet, såsom lejeindtægter, driftsomkostninger, afkastkrav, lejers vilkår med videre. Ydermere er der tomgangsleje i ejendommen samt tale om en ejendom med flere lejere. Følgende oplysninger er givet:

Ejendom, Glentevej 61-65, 2400 København NV

- Ejendommen er på 9.935 m² ekskl. grundareal. Ejendommen er udlejet til to lejere, som har en opsigelsesvarsel på lejemålet på 6 måneder.
- Lejere betaler visse driftsomkostninger, hvilket ved fuld udlejning er estimeret til 556.161 kr. pr. år. Udlejers midlertidige omkostninger forbundet med tomgangslejen er i salgsprospektet estimeret til 50.000 kr. pr. år.
- Udlejer afholder omkostninger til administration og vedligeholdelse. Administrationsomkostninger er estimeret til 2,0 % af den samlede huslejeindtægt, og er derfor i salgsprospektet estimeret til 119.165 kr. pr. år.
- Der afsættes 30 kr. / m² til udvendig vedligeholdelse pr. år. svarende til 284.850 kr. pr. år
- Forrentningskrav er givet ved 7,2 %
- Deposita er tillagt den beregnede værdi af ejendommen efter værdien af de frie pengestrømme fra budgetperioden og terminalperioden. Lejere har indbetalt et deposita, som svarer til 1,4 - 6 måneders gældende leje.

Ejendommen er beliggende i Københavns nordvest kvarter nær offentlig transport. De to nuværende lejere har været lejere siden henholdsvis 1977 og 2009. Ejendommen ejes af MP Pension.

Det er besluttet at anvende et salgsprospekt, eftersom disse data er tilgængelige. Dette betyder dog, at værdien, som er angivet i salgsprospektet, med stor sandsynlighed ikke er et udtryk for markedsværdien. Markedsværdien er, som nævnt i afsnit 1.5, udtryk for den skønnede værdi mellem to uvildige parter i en armslængde transaktion inden for en passende markedsføringstid. Et salgsprospekt er udtryk for den højest mulige pris, som ejendommen kan sælges til og er således ikke et udtryk for markedsværdien⁶⁹. Prisen, som fremgår af et salgsprospekt, er tiltænkt

⁶⁹ Interview med Per Weinreich, bilag 14

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

liebhaveren⁷⁰, mens ejendomsværdien fra en markedsværdirapport, der angiver markedsværdien på ejendommen, ikke tager hensyn til en liebhaver, som har en særlig interesse.

Som følge af, at markedsværdirapporter for enkelte ejendomme ikke er offentligt tilgængelige, og det ikke har vist sig muligt at anskaffe en sådan, anvendes et salgsprospekt for den valgte ejendom.

I salgsprospektet er normalindtjeningsmodellen anvendt til opgørelse af ejendommens værdi. Værdien af ejendommen skal give det samme, om end det er DCF-modellen eller normalindtjeningsmodellen, der anvendes. Til analyse af følsomheder anvendes DCF-modellen til beregningerne. Dette er som følge af, at normalindtjeningsmodellen er mere statisk⁷¹ og for ikke at begrænse mulighederne for analyse, samtidig med at være konsekvente i metoden. Det må igen pointeres, at casen anvendes som et eksempel på en investeringsejendom, hvor det nærmere er selve faktorerne til beregning af værdien, som vil blive diskuteret og analyseret, end selve problemstillingen om, hvorvidt den samme ejendomsværdi kan findes.

For at kunne opstille DCF-modellen med udgangspunkt i data fra salgsprospektet, er nedenstående forhold overvejet og medtaget i beregningen. I beregningen reguleres der for forudsætninger, som ikke menes at være udtryk for markedet generelt. Herved findes en markedsværdi, som vil blive brugt til analyserne. Grunden til dette er, at usikkerhederne ved forudsætningerne således i højere grad kan vises, da der ses bort fra, at salgsprospektet er udarbejdet til et andet formål. Indledningsvist vil det på baggrund af data fra salgsprospektet vises, at ejendomsværdien ved brug af normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen er den samme. Det må noteres, at ejendomsværdien opgjort i salgsprospektet er en afrundet værdi. I bilag 2 er den faktiske værdi beregnet ved brug af normalindtjeningsmodellen. Beregning af værdien ved brug af DCF-modellen kan findes af bilag 3.

Huslejeindtægter

Ejendomsværdien i salgsprospektet udgør den højeste udbudspris, hvorfor det må vurderes, hvorvidt de oplyste lejeindtægter er udtryk for markedslejen eller ej. Som udgangspunkt vil det forventes, at lejen i salgsprospektet er højere end markedslejen, eftersom salgsprospektet, som nævnt, netop skal ramme liebhaveren. Alternativt vil en regulering af forrentningskravet også

⁷⁰ Liebhaveren defineres som en person, der har en særlig interesse for ejendomme, og er derfor villig til at betale en pris over markedsværdien.

⁷¹ Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF modellen, side 6

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

kunne ses, eftersom der enten må ses en justering i driftsafkastet/pengestrømmene eller i forrentningskravet.

Huslejeindtægter skal i en værdiansættelse af en ejendom opgøres som de faktiske lejeindtægter i den periode, hvor lejemålet er uopsigeligt. Lejeindtægterne skal herefter reguleres til markedslejen. Lejen reguleres til markedsleje i normalindtjeningsmodellens fase 1 og i DCF-modellens terminal periode, da formålet med disse er at vise ejendommen i en normalsituation. I henhold til erhvervslejelovens §13 kan både udlejer og lejer pågribe sig retten til at få reguleret huslejen til markedslejen, såfremt den gældende husleje afviger væsentligt herfra. Retspraksis har fastsat et niveau for en væsentlig afvigelse på 12 %⁷².

For at vurdere, hvorvidt lejen er et udtryk for markedslejen eller ej, er det første udgangspunkt, i henhold til IAS 40.45 og IAS 40.46, jf. afsnit 3.5, at finde en sammenlignelig ejendom, som fornyligt er solgt. Gennemsigtigheden på erhvervsejendomme er begrænset, da det ikke er lovpligtigt, at informationer om solgte ejendomme er offentligt tilgængelige – såsom kvadratmeterpriser, gennemsnitlig leje pr. kvadratmeter og lignende på solgte erhvervsejendomme. I markedsrapporter oplyses nogle solgte ejendomme, men med begrænsede oplysninger for ejendommene. Da oplysningerne er meget begrænsede, vil der ikke blive sammenholdt med solgte ejendomme. Derimod er alternativet hertil at sammenholde med ejendomme, som anses for sammenlignelige ved beliggenhed, type af ejendom, stand med videre, som er til salg. Ved opslag ses det, at naboejendommen, Glentevej 67-69, 2400 København NV, også er til salg⁷³. Der er ligeledes tale om en kontorejendom, hvor Hans Knudsen Instituttet er den eneste lejer. I henhold til salgsprospektet er ejendomsværdien 71,5 mio. kr. med et areal på 8.490 m². Den årlige husleje fremgår af lejeoversigten i salgsprospektet til 5.322.575 kr., mens lejerbetalte driftsomkostninger i henhold til driftsbudgettet er opgjort til 285.895 kr. pr. år. Dette giver således en bruttoleje⁷⁴ for hele ejendommen på 5.608.470 kr. pr. år og dermed en bruttoleje pr. år pr. m²:

$$\frac{5.608.470 \text{ kr./år}}{8.490 \text{ m}^2} = 660,60 \text{ kr. pr. år/m}^2$$

⁷² <http://www.wtc-law.dk/publikationer/artikler/regulering-til-markedsleje-erhvervsejendomme/>, læst 8. april 2015

⁷³ Bilag 4 – Salgsprospekt for Glentevej 67-69

⁷⁴ Bruttoleje er givet ved nettoleje tillagt lejerbetalte driftsomkostninger

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Inden den årlige leje pr. kvadratmeter for de to ejendomme kan sammenlignes, er det nødvendigt at analysere ejendommen og vurdere, om denne overhovedet kan betragtes som værende en sammenlignelig ejendom. Tre væsentlige parametre, der bør sammenlignes, er:

- Ejendommens type
- Ejendommens stand
- Lejeindtægter i forhold til uopsigelighed

Ejendommens type:

Der er ved begge ejendomme tale om kontorejendomme. Det ses dog af salgsprospektet for naboejendommen, at 1.904 m² anvendes til parkering, opbevaring og tagterrasse. Lejen for disse arealer er ikke oplyst særskilt i salgsprospektet⁷⁵. I salgsprospektet for Glentevej 61-65 er der ud over kontorarealer, lokaler til undervisning, lager og kælder. På baggrund af dette må det konkluderes at ejendommens typen varierer mellem de to ejendomme.

Ejendommens stand:

Ejendommens stand skal vurderes, da denne har indflydelse på den leje, en udlejer kan kræve for ejendommens lokaler. Det er ikke muligt at konkludere på ejendommens stand for de to ejendomme, da vi ikke har alle oplysninger om dette tilgængelige i salgsprospekterne. Det er dog alligevel muligt at gøre sig nogle overvejelser ud fra de tilgængelige oplysninger. Naboejendommen er klassificeret med energimærket F, hvor Glentevej 61-65 er klassificeret med energimærket C. Noget kunne derfor tyde på, at naboejendommen er i dårligere stand end Glentevej 61-65.

Kontraktlængder

I et lejemåls uopsigelighedsperiode kan man forestille sig, at lejen ikke nødvendigvis er et udtryk for markedslejen. Ved lejeaftalens indgåelse er en leje til dels bestemt ud fra markedslejen, men der kan også være givet en rabat for at få lejemålet udlejet til lejer. I sådanne tilfælde kan lejen i uopsigelighedsperioden afvige fra markedslejen.

⁷⁵ Bilag 4 – Salgsprospekt for Glentevej 67-69

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

I salgsprospektet for naboejendommen ses det, at lejemålet er uopsigeligt fra lejers side indtil oktober 2017⁷⁶. Når ejendommen anvendes som sammenlignelig ejendom, skal dette derfor tages med i betragtningen, hvorvidt lejen kan anses som at være udtryk for markedslejen.

På baggrund af ovenstående må det konkluderes, at der er forskelle imellem ejendommene, som gør, at de ikke er helt sammenlignelige. Det er dog stadig værd, at skele til naboejendommen, når huslejeniveauet skal vurderes.

Ydermere eksisterer der, som beskrevet i afsnit 5, flere markedsrapporter, som udgives kvartalsvist eller halvårligt fra de større erhvervsmæglerselskaber. Disse markedsrapporter kan anvendes som input i forbindelse med værdiansættelse, men ikke som et facit. Heraf fremgår blandt andet markedslejen for ejendomme i forskellige områder i Danmark. Markedslejen er angivet som et spænd, som skal ses som vejledende. Ejendommen er beliggende i Nordvest, som en del af brokvarteret. I markedsrapporten for Nybolig Erhverv og EDC fremgår ejendomsklasser, som de enkelte ejendomme må opsplittes i – ejendomsklasse A, B eller C. Ejendomsklasserne er defineret efter faciliteter og stand, såsom størrelse, parkeringsfaciliteter, energimærkeklasse, generelle adgangsforhold med videre, jf. EDC Market Update for vinter/forår 2015. Ejendomsklasse A er ejendomme med den bedste beliggenhed for området og højeste standard, samtidig med at ejendommen er indflytningsklar. Lejeniveauet vil typisk være det højeste i området, og der forventes en lav genudlejningsperiode.

Den valgte erhvervsejendom er beliggende i Nordvest i relativ kort afstand til Nørrebro station. Ejendommens beliggenhed i sig selv inden for området i brokvarteret, må ikke anses for værende af klasse A. Under vurdering af også de andre parametre beskrevet ovenfor vurderes det, at ejendommen er af klasse C. En nærmere analyse af dette vil kræve et omfattende arbejde. Eftersom dette i sig selv ikke vil bidrage til besvarelse af problemformuleringen vil markedet og ejendommens specifikke klasse ikke blive diskuteret yderligere.

Ved sammenholdelse af de enkelte markedsrapporter for første kvartal af 2015 fås følgende tabel:

⁷⁶ Bilag 1 – Salgsprospekt for Glentevej 61-65

Udgiver	Markedsleje i kr. pr. år pr. kvm.	Afkastkrav	Klasse / beliggenhed
Nybolig Erhverv	800 - 1.000	7,00 - 7,50 %	Klasse C - brokvarteret
EDC	700	7,75 %	Klasse C - tertiær
Sadolin Albæk	1.075	6,50%	Sekundær

Figur 3 – Markedsleje og afkastkrav⁷⁷

Som tabellen viser, er spændet relativt stort for markedslejen i de enkelte markedsrapporter. Det må desuden noteres, at informationen fra Sadolin Albæk ikke vurderes at være retvisende for ejendommen i Nordvest. Grunden til dette er, at markedsrapporten ikke inddeler København i underområder, som de to andre markedsrapporter. Der må være væsentlig forskel på, om ejendommen ligger i Indre by eller på Nørrebro. Markedslejen i rapporterne er givet ved bruttolejen. Ovenstående tabel må således sammenholdes med lejeindtægterne, som fremgår af salgsprospektet for ejendommen i Nordvest.

Bruttolejen i salgsprospektet er beregnet, hvor det antages, at driftsomkostningerne, som fremgår af budgettet, er fordelt forholdsmæssigt efter areal for de enkelte kontorlejemål. Beregningen ses af bilag 5. Af beregningen fås det, at den gennemsnitlige bruttoleje er 656 kr. pr. m² pr. år for hele ejendommen. Af dette fremgår dog også tomgangslejen samt et areal med lager, hvor markedslejen er anderledes end for kontorejendommen. Eftersom lagerarealet, som lejes af Hans Knudsen Instituttet, kun består af en meget begrænset del af den samlede leje, er det valgt at se bort fra dette ved vurdering af, om den oplyste leje er i overensstemmelse med markedslejen. Det forudsættes derfor, at denne leje er markedskonform.

Vedrørende tomgangslejen behandles denne særskilt, hvorfor der indledningsvist også ses bort fra denne. For de resterende tre arealer, som er legebærende lejemål, udgør den samlede huslejeindtægt i henhold til salgsprospektet 5.419.232 kr. pr. år for et areal på 8.699 m². De forholdsmæssigt fordelte lejerbetalte driftsomkostninger, i henhold til bilag 5, udgør 492.924 kr. pr. år, hvilket svarer til en bruttoleje på 5.912.156 kr. pr. år. Således fås en bruttoleje på:

$$\frac{5.912.156 \text{ kr./år}}{8.699 \text{ m}^2} = 679,64 \text{ kr./år/m}^2$$

Denne leje må således sammenholdes med markedslejen for at vurdere, om det er nødvendigt at regulere til markedslejen. Det ses altså, at lejen i salgsprospektet er i den lave ende i forhold

⁷⁷ Egen tilvirkning. Se bilag 6 for markedsrapporter

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

til markedsrapporterne fra henholdsvis EDC, Sadolin Albæk og Nybolig Erhverv i figur 3. Afvigelsen fra markedsrapporterne er dog begrænset, hvor EDC's markedsrapport blot viser en gennemsnitlig markedsleje på 700 kr. pr. år pr. m². Som følge af, at et parameter som stand kan have væsentlig betydning for den givne lejer, og at lejen ikke afviger mere end ca. 20 kr. pr. år pr. m² fra det laveste niveau, er det valgt ikke at regulere denne yderligere. Samtidig er ejendommen beliggende i Nordvest, hvilket ikke ses som et af de mest attraktive områder – også et område, som inden for den opdeling, der laves i markedsrapporterne, ses som mindre attraktivt. Det væsentlige er nærmere diskussionen af, hvorvidt den oplyste leje er udtryk for markedslejen eller ej.

Eftersom salgsprospektet som udgangspunkt vil være den højeste udbudspris af ejendommen, og det vurderes, at den givne lejeindtægt er udtryk for markedslejen, må enten forrentningskravet eller andre parametre i driftsafkastet/pengestrømmene være justeret, således at ejendomsprisen i salgsprospektet er højere end markedsværdien.

Ved sammenholdelse til salgsprospektet for naboejendommen, Glentevej 67-69, 2400 København NV, viste denne en bruttoleje under den opgjorte bruttoleje for den valgte ejendom, hvilket som udgangspunkt indikerer, at markedslejen er i den højere ende. Dog fremgår det af lejeoversigten i salgsprospektet for Glentevej 67-69, at en større del af arealet er parkering og opbevaring. Som det også ses af salgsprospektet for ejendommen Glentevej 61-65, er den årlige leje for et sådant lejemål generelt lavere end for kontorarealer. Dette betyder, at før den beregnede bruttoleje på 660,60 kr. pr. år pr. m² for Glentevej 67-69 er direkte sammenlignelig med bruttolejen for den valgte ejendom, skal der reguleres herfor. Dette vil i så fald blot betyde, at bruttolejen for Glentevej 67-69 er højere, hvorfor det vurderes, at denne er på samme niveau som bruttolejen for den valgte ejendom.

I DCF-modellen for opgørelse af markedsværdien for ejendommen, anvendes derfor lejen, som fremgår af salgsprospektet.

I afsnit 6.3 vil der blive analyseret på effekten på ejendomsværdien, såfremt lejen i værdiansættelsesmodellen ændres således, at den givne leje i salgsprospektet ikke er et udtryk for markedslejen.

Tomgangslejen er i salgsprospektet optaget til den gennemsnitlige nettogleje i forhold til de andre lejemål i ejendommen. Som følge af, at det er vurderet, at lejen for lagerarealet bevares,

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

som det fremgår af salgsprospektet, må tomgangslejen optages i DCF-modellen som den beregnede bruttoleje på 679,64 kr. pr. år pr. m². Som følge af, at der ikke er givet nogen oplysninger om, hvor lang en tomgangsperiode der forventes, indarbejdes tomgang til markedsleje fra år 1. Parametrene som markedslejen for tomgangsarealet og tomgangsperioden vil blive diskuteret og analyseret i afsnittet om følsomhedsanalysen, jf. afsnit 6.3.

I salgsprospektet ses det, at den uopsigelige periode er udløbet, men at der dog er et varsel på 6 måneder ved opsigelse. I DCF-modellen indregnes den faktiske leje i den periode, hvor lejen i henhold til kontrakten er uopsigelig, hvorefter markedslejen indregnes i modellen. Dette indregnes i pengestrømmene. I værdiansættelse af investeringsejendomme ses bort fra finansiering. Dog eksisterer der også en tendens til en villighed fra investor om at sænke forrentningskravet ved længere kontraktlængder, hvilket også er beskrevet i afsnit 5.4 om ejendomsrelaterede risici.

Driftsomkostninger

Driftsomkostningerne udgør i henhold til salgsprospektet 997.500 kr. pr. år. Dette omfatter blandt andet omkostninger til grundskyld, renovering, skadedyrsbekæmpelse, snerydning, ejendomsadministration og udvendig vedligeholdelse. Omkostningerne kan deles op i lejer- og udlejerbetalte omkostninger. De lejerbetalte omkostninger udgør 556.616 kr. pr. år og de udlejerbetalte omkostninger udgør 441.339 kr. pr. år. De af udlejer betalte omkostninger dækker omkostninger til grundskyld, udvendig vedligeholdelse og ejendomsadministration.

Risikoen i forhold til budgettering for de ovennævnte typer af omkostninger ses primært ved omkostninger til udvendig vedligeholdelse og ejendomsadministration. Omkostningerne skal afspejle forventninger til fremtiden, men der er flere måder at vurdere om budgetteringen virker plausibel. Nedenfor beskrives to af disse:

- Sammenholdelse af budgetterede vedligeholdelsesomkostninger med sammenlignelige ejendomme
- Sammenholdelse af budgetterede vedligeholdelsesomkostninger med foregående år

Ved sammenholdelse af budgetterede vedligeholdelsesomkostninger med sammenlignelige ejendomme, er det vigtigt at have i mente, at to identiske ejendomme formentlig ikke findes, og at det derfor er nødvendigt at tage højde for forskellige faktorer.

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Naboejendommen til Glentevej 61-65 er til salg, og for at kunne sammenligne niveauet af vedligeholdelsesomkostninger med denne ejendom vil der ses på, hvorvidt de to ejendomme er sammenlignelige. I salgsprospektet er udvendige vedligeholdelsesomkostninger budgetteret til 40 kr. / m²⁷⁸. Der er således en forskel på 10 kr. Vi har ikke oplysninger eller viden om, hvilke forhold som kan være forskellige ved de to ejendomme og dermed være grunden til forskellig budgetterede vedligeholdelsesomkostninger. Hvis standen på Glentevej 67-69 er dårligere end Glentevej 61-65, kan dette være en grund til de højere vedligeholdelsesomkostninger. Forudsættes det, at ejendommene er i samme stand og planlagt vedligeholdelse for de kommende år er ens, kan forskellen være en indikation på, at omkostningerne er budgetteret for højt for den ene ejendom eller for lavt for den anden.

Som tidligere beskrevet, kan budgettet for omkostninger have en tendens til at være til den positive side. Det kan derfor være relevant at sammenholde de budgetterede omkostninger med de faktisk afholdte omkostninger for foregående regnskabsår.

I følsomhedsanalyserne vil effekten ved fejlbudgettering af vedligeholdelsesomkostninger illustreres og diskuteres.

Inflation og regulering af indtægter og driftsomkostninger

Huslejeindtægter og driftsomkostninger skal pristalsreguleres i de frie pengestrømme – både grundet kontraktuelle forhold samt udviklingen i markedet. I henhold til salgsprospektet bliver huslejeindtægterne reguleret årligt med nettoprisindekset dog minimum henholdsvis 1,5 % og 2,0 % for de to lejere. Nettoprisindekset er mål for inflationen, som i Danmark de senere år har været tæt på 0⁷⁹. Det antages, at den langsigtede inflation udgør 1,8 % pr. år, hvilket er i overensstemmelse med Den Europæiske Centralbanks inflationsmål for euro-området⁸⁰. Og eftersom Danmarks Nationalbank fører en fastkurspolitik over for euroen, må det være rimeligt at anvende det langsigtede inflationsmål i værdiansættelsesmodellen⁸¹. Af denne årsag pristalsreguleres ejendommens indtægter og omkostninger med 1,8 % pr. år. Som følge af, at inflationen de seneste år i Danmark har været omkring 0, antages det ikke, at inflationen allerede efter ét år vil ligge på niveauet for det langsigtede inflationsmål på 1,8 %. I stedet er der estimeret med,

⁷⁸ Bilag 4 – Salgsprospekt for Glentevej 67-69

⁷⁹ <http://www.dst.dk/da/Statistik/emner/forbrugerpriser/nettoprisindeks.aspx> læst 4. april 2015

⁸⁰ http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/table_hist_hicp.en.html læst 4. april 2015

⁸¹ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, side 31

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

at inflationen for år 2 udgør 1 % og år 3 udgør 1,5 %. Herefter anvendes det langsigtede inflationsmål. Dette betyder da også, at huslejeindtægterne reguleres med minimumsreguleringen på henholdsvis 1,5 og 2,0 % frem for inflationen, når minimumsreguleringen overstiger inflationen i den givne periode. I terminalperioden anvendes ligeledes det langsigtede inflationsmål, eftersom dette er udtryk for den forventede vækst i markedet i al uendelighed.

Budgetperioden

Som nævnt tidligere i afsnit 4.3, skal budgetperiodens længde afspejle perioden frem til tidspunktet, hvor ejendommens frie pengestrømme stabiliseres, således at vækstraten svarer til den langsigtede inflation. I beregningen af ejendommens værdi ved brug af DCF-modellen, er en budgetperiode på 10 år valgt. Grunden til dette er, at casen i højere grad bliver brugt til analyser ved ændringer på udvalgte parametre end en efterprøvning af den fastsatte ejendomsværdi i salgsprospektet. Herudover for ikke at begrænse budgetperioden, når der udarbejdes følsomhedsanalyse på for eksempel tomgang.

Tilbagediskontering af frie pengestrømme

Det fremgår ikke af salgsprospektet, hvorvidt huslejen betales forud- eller bagudrettet eller, for hvor mange måneder af gangen. Eftersom indtægter i dag vurderes at have en større værdi end indtægter på et givent fremtidigt tidspunkt, har det en betydning, hvorvidt huslejen er forudbetalt eller bagudbetalt⁸². Det har naturligvis den samme effekt for ejendommens driftsomkostninger. Da det ikke er oplyst, hvornår både indtægter og omkostninger forfalder til betaling, og med forudsætningen om, at lejen er forudbetalt en måned, tilbagediskonteres pengestrømmene for ejendommen i DCF-modellen fra år 1 med diskonteringsrenten. Effekten på én måneds forudbetalt husleje er begrænset, men vil give en mindre overvurdering af værdien af ejendommen.

De frie pengestrømme er tilbagediskonteret i år ét, da DCF-modellen er udarbejdet til at efterligne normalindtjeningsmodellen i salgsprospektet, da normalindtjeningsmodellen tilbagediskonterer i år ét, som er terminalåret.

Deposita

Der findes to forskellige metoder til behandling af deposita i værdiansættelsesmodellerne.

Deposita har efter en markeds-mæssig betragtning ingen forrentning tilknyttet. Deposita er dog likviditet, som bør forrentes efter den risikofrie rente, da det må ses som et relevant afkast for

⁸² Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, side 24

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

den ekstra likviditet, der er blevet tilført ejer. Denne kan fastsættes som renten på en statsobligation med en løbetid svarende til den gennemsnitlige uopsigelsesperiode på lejekontrakterne for lejere af ejendommen⁸³. For ejendommen i København er denne oplyst til blot 6 måneder, hvorfor en statsobligation med forfald i slutningen af 2015 anses som rimelig at anvende. En statsobligation, som udløber i november 2015, har en negativ rente på 0,61 %, i henhold til bilag 7. En negativ rente vil medføre negative pengestrømme. I dette tilfælde vil udlejer kunne foreslå lejer at tilbagebetale depositummet og i stedet få lejers bank til at udstede en bankgaranti, da det ikke er attraktivt for lejer, at et indestående genererer negative pengestrømme.

En anden metode til behandling af deposita er at tillægge værdien af deposita til ejendomsværdien⁸⁴. I beregninger, som senere ligger til grund for analyserne, er deposita tillagt ejendomsværdien.

Forrentningskrav

Usikkerhederne er størst når der ikke eksisterer et effektivt marked for den enkelte ejendom. I disse situationer, vil det derfor være vanskeligere at fastsætte et forrentningskrav, da det kun i en mindre grad er muligt at sammenholde med sammenlignelige ejendomme.

Markedsrapporter kan anvendes som input til bestemmelse af værdien, og særligt forrentningskravet for solgte sammenlignelige ejendomme anvendes i praksis til bestemmelse af værdien. Forrentningskravet for ejendommen på Glentevej 61-65 udgør i salgsprospektet 7,2 %. Satsen fastsættes på baggrund af en lang række parametre, som vil blive diskuteret for den valgte ejendom. Både de markedsrelaterede og ejendomsspecifikke risici diskuteres.

Markedsrelaterede risici

Grundlæggende er forrentningskravet styret af udbud og efterspørgsel. I perioder, hvor markedet går mod, at udbuddet overstiger efterspørgslen efter investeringsejendomme, taler dette for et højere forrentningskrav og dermed en lavere ejendomsværdi. Modsat i perioder, hvor markedet går mod, at efterspørgslen overstiger udbuddet, taler dette for et lavere forrentningskrav.

Det er centralt, at de enkelte risici ikke kan stå alene. Hvis markedstendensen er højkonjunktur med stigende efterspørgsel og højere lejer, betyder dette ikke nødvendigvis et lavt forrentningskrav, da de ejendomsspecifikke risici også må tages med i betragtningen. Hvis ejendommen

⁸³ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, side 30

⁸⁴ KPMG Investeringsejendomme, side 54

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

eksempelvis er dårligt beliggende i forhold til ejendommens formål eller hvis standen er ringe, kan forrentningskravet sagtens være højt.

Afslutningsvis sammenholdes de enkelte parametre i forhold til den nuværende markedssituation samt de ejendomsspecifikke forhold for den valgte ejendommen, for at diskutere betydningen af de enkelte parametre.

BNP og beskæftigelse

Når der er lavkonjunktur i markedet er genudlejningsrisikoen større end ved højkonjunktur. Dette er som følge af, at efterspørgslen efter kontorlejemål er højere ved højkonjunktur.

Ved værdiansættelse af en ejendom er det derfor relevant at se på, hvordan forrentningskravet og ejendomsværdien har udviklet sig over en periode sammenholdt med, hvordan markedet har udviklet sig. Hvis man i en periode er gået fra højkonjunktur til lavkonjunktur, vil man forvente en negativ udvikling i forrentningskravet, således at dette er steget. Dette er dog kun ét af mange parametre, hvorfor der ikke behøver at være en direkte sammenhæng. En modsat udvikling vil kunne forklares ved nogle af de øvrige parametre, som er diskuteret nedenfor.

I det nuværende marked i første kvartal af 2015 ses en positiv tendens i konjunktoren – dog sammenlignet med før krisen på et lavere niveau. Dette fremgår blandt andet af Greens Analyseinstituttets konjunkturundersøgelsesrapport for 1. kvartal 2015⁸⁵, hvor det ses, at konjunktoren har været stigende siden 2012/13. Dette taler således for, at usikkerheden ved genudlejning er i den lavere ende, som følge af højere efterspørgsel på kontorlejemål.

Estimering af markedslejeforventninger

I pengestrømmene indarbejdes en stigning i markedslejen som enten minimumsregulering eller inflation, som beskrevet i afsnit 6.2 om inflation og regulering af indtægter og driftsomkostninger. Der er dog en usikkerhed relateret til, at denne regulering ikke er udtryk for markedslejen, hvilket skal afspejles i forrentningskravet.

For at vurdere denne effekt er det relevant at se på den historiske udvikling i markedet, men mindst lige så relevant at se på tendensen i markedet fremadrettet og de forventninger, der er

⁸⁵ http://img.borsen.dk/img/cms/tuksi4/media/cmsmedia/2289_content_2_127.pdf, side 5, læst 28. april 2015

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

hertil. Disse er blandt andet afspejlet i markedsrapporterne fra de større erhvervsmæglerselskaber.

Dette parameter vil have størst betydning i et marked, som er ustabilt, hvor det er vanskeligt at forudsige udviklingen i udbud og efterspørgsel. Dette som følge af, at en investor vil have kompensation for den usikkerhed, der eksisterer herved. Effekten kan ligeledes være positiv, hvis usikkerheden giver mulighed for et større potentiale for ejendommen. Dette kunne eksempelvis være, hvis der er snak om, hvorvidt der skal bygges en metro i nærområdet. De bedre transportmulighederne vil kunne gøre ejendommen mere attraktiv og øge værdien af ejendommen gennem stigende huslejeindtægter.

For den valgte case, Glentevej 61-65, fremgår der enkelte informationer i salgsprospektet, som er relevante for dette:

"Stor fokus på byfornyelse, hvor de tidligere industribygninger renoveres og laves om til beboelse, detailhandel, foreninger samt institutioner"⁸⁶.

Det må dog noteres, at salgsprospektet har til formål at fungere som et markedsføringsværktøj snarere end en nøjagtig beskrivelse af virkeligheden, hvorfor tendensen er, at ordlyden er mere positiv. Ligeledes vil det være relevant at se på markedsrapporter for, hvad forventningerne i henhold til erhvervsmæglerselskaberne er for det lokale område.

Usikkerheden i estimering af markedsforventninger kræver et indgående kendskab til markedet, da det meget sjældent vil ses, at markedslejen også i realiteten stiger med inflationen eller minimumsreguleringen på huslejeindtægterne, som indarbejdes i pengestrømmene.

For at vurdere markedslejeforventningerne for den valgte ejendom yderligere, kræver dette en dybdegående analyse af markedet. Eftersom dette ikke er opgavens formål, er dette ikke foretaget.

Risiko ved lovændringer

Lovgivningen kan begrænse attraktiviteten i et segment eller for en given ejendomstype, da det kan hæmme lejers vilkår.

⁸⁶ Bilag 1 – Salgsprospekt for Glentevej 61-65

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Hvor meget denne risiko vægter i forrentningskravet er vanskeligt at opgøre – men det må forudsættes, at denne risiko er medregnet med mere eller mindre samme vægtning for alle ejendomme inden for samme ejendomstype.

Ejendomsrelaterede risici

Type af ejendom

Typen af ejendom har betydning for forrentningskravet. Særligt hvorvidt der er tale om en boligejendom eller erhvervsejendom, har en væsentlig betydning – dette er blandt andet som følge af, at for eksempel risikoen ved tomgang som regel er mindre for boligejendomme end for erhvervsejendomme. Der er i opgaven afgrænset til alene at omtale erhvervsejendomme, hvorfor der ses bort fra dette.

Herudover har det betydning, hvorvidt der er tale om en lagerbygning, kontorejendom eller andet. De andre både markedsrelaterede og ejendomsspecifikke risici, som er nævnt, er dog meget afhængige af, hvilken type ejendom der er tale om. Et eksempel herpå er beliggenhed, da en lagerbygningens beliggenhed oftest vil være at foretrække i områder uden for meget trafik, hvorfor Indre by er mindre attraktiv.

I forhold til den valgte ejendom på Glentevej 61-65 er den primære del af lejemålet kontorarealer. Eftersom de øvrige risici netop påvirker ejendomme forskelligt efter typen af ejendom, er denne risiko indeholdt i beskrivelserne for de øvrige risici.

Beliggenhed

Både huslejeindtægterne, som beskrevet i tidligere afsnit i opgaven, og forrentningskravet er væsentligt påvirket af beliggenheden for ejendommen. Ejendomme, som er beliggende i attraktive områder til formålet, vil have et lavere forrentningskrav og omvendt. Formålet med ejendommen vil i høj grad afhænge af, hvilken type af ejendom der er tale om.

For at vurdere, hvor attraktiv beliggenheden er i markedet for den pågældende type ejendom, vil det være relevant at sammenholde med de offentliggjorte markedsrapporter, som opsummerer tendensen i ejendomsmarkedet. Markedsrapporterne er ligeledes områdeopdelt, eftersom det udgør en stor betydning, hvorvidt en ejendom ligger i Jylland eller i København, herunder om ejendommen ligger i Indre by eller i Storkøbenhavn. I markedsrapporterne fremgår desuden et spænd i afkastkravet, som er opdelt efter henholdsvis ejendomsklassen og beliggenheden.

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Alene det faktum, at beliggenheden er et af de to kriterier i markedsrapporterne, beskriver at det er en stor faktor for forrentningskravet og opgørelsen af dette.

For den valgte ejendom på Glentevej 61-65 er denne beliggende i Nordvest, hvilket generelt ikke ses som et af de mest attraktive områder i København. Man kunne forestille sig, at interessen fra lejere vil være lavere, som følge af en placering i Nordvest, hvilket taler for større risiko ved tomgang.

Lejers bonitet/manglende lejebetalinger

Der eksisterer en risiko for, at lejer ikke har økonomiske ressourcer til at betale sin leje. Denne risiko kan fastsættes ved at vurdere sine lejerers økonomiske situation både ved indflytning og løbende for at kontrollere, at det virker sandsynligt, at lejer kan betale den aftalte husleje. Ved få lejere er denne øvelse relativ simpel, men ved ejendomme med mange forskellige lejere vil det være mere krævende. Samtidig vil der være forskel på, om der er tale om en mindre privat virksomhed eller en offentlig institution, hvor sidstnævnte taler for en lavere risiko.

Såfremt lejerne er dårlige betalere, vil der indregnes en større risiko i forrentningskravet – både som følge af usikkerheden ved de manglende betalinger, men også ved risikoen for, at lejer må fraflytte som følge af konkurs eller andet.

I forhold til den valgte ejendom på Glentevej 61-65, er de eneste lejere Hans Knudsen Instituttet og CPH West. CPH West er en offentlig uddannelsesinstitution, hvilket indikerer en lav risiko for manglende lejebetalinger. Hans Knudsen Instituttet er en socialøkonomisk erhvervsdrivende fond, som samarbejder med en række kommuner, hvilket også indikerer en lav risiko.

Tomgang

Der eksisterer en risiko for, at ens lejer vil flytte, hvilket giver ledige lejemål. Hvis opsigelsesvarslingen er lille, vil dette øge risikoen for, at ejer sidder inde med ledige lejemål med en manglende mulighed for genudlejning. Samtidig kan der være høje istandsættelsesomkostninger ved fraflytning, som skal medtages i betragtningerne.

Risikoen for tomgang afhænger i høj grad af de andre faktorer, da disse blandt andet beskriver attraktiviteten ved ejendommen. For eksempel, hvis beliggenheden er i et område med høj efterspørgsel, men med lavt udbud og ejendommen er i en stand, som lever op til efterspørgslen

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

krav, taler dette for en lavere risiko. Dette som følge af, at i tilfælde af ledige lejemål, vil genudlejningsrisikoen være lav, da lejere 'står i kø' for at leje sig ind.

I forhold til den valgte ejendom på Glentevej 61-65 må der, som følge af det lave opsigelsesvarsel på seks måneder, være en større risiko for tomgang. Samtidig med dette kan der være en større risiko for ikke at kunne genudleje de ledige lejemål ved fraflytning. Dette må ses sammen med ejendommens beliggenhed og yderligere faktorer. Omvendt har de 2 lejere været lejere relativt længe, hvilket kan tale for, at risikoen for tomgang mindskes.

Opsummering

Generelt må det noteres om forrentningskravet, at de enkelte parametre, der udgør en risiko og er afspejlet i forrentningskravet, er afhængige af hinanden. Dette betyder også, at der skal være sammenhæng i de forudsætninger, der ligger til grund for en given sats af forrentningskrav. Hvis markedet går mod højkonjunktur, og ejendommen er beliggende i et attraktivt område og er nyligt istandsat, vil man forvente, at ejendommens forrentningskrav er lavere end tidligere.

I DCF-modellen, som er udarbejdet for at opgøre en markedsværdi for ejendommen, vil et forrentningskrav, lig det anvendte i salgsprospektet på 7,2 %, give en ejendomsværdi på 78,7 mio. kr.⁸⁷ Dette er højere end ejendomsværdien, som den fremgår i salgsprospektet. Grunden til forskellen mellem den beregnede værdi og ejendomsværdien i salgsprospektet er, at tomgangslejen er justeret positivt til markedslejen. Dette påvirker kun driftsomkostningerne med 2 % af de nye samlede lejeindtægter, da ejendomsadministrationen er budgetteret til at udgøre dette. Under forudsætning af, at ejendomsværdien i salgsprospektet udgør den højeste udbudspris på ejendommen, giver dette ikke mening. Dette må i så fald betyde, at forrentningskravet i salgsprospektet er fastsat lavere, end dette vil være for fastsættelse af markedsværdien. Af denne grund må forrentningskravet justeres ved opgørelse af markedsværdien på ejendommen. Forrentningskravet er på denne baggrund fastsat til 7,5 %.

For at vurdere forrentningskravet på de 7,5 %, må der indledningsvist sammenholdes med sammenlignelige ejendomme. Som tidligere nævnt, er naboejendommen også til salg. Det er blandt andet nævnt i afsnit 6.2 om huslejeindtægter, hvordan standen af ejendommen og lejeniveauet kan sammenlignes. Herudover vil det være relevant at se på faktorer som beliggenhed (hvilket dog i dette tilfælde giver sig selv, da det er naboejendommen), lejers bonitet, eventuel tomgang

⁸⁷ Bilag 8

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

med flere. Omkring lejers bonitet er Hans Knudsen Instituttet lejer begge steder, og som følge af at antal lejere er begrænset i begge ejendomme, taler dette for, at ejendommen er sammenlignelig. Samtidig indikerer det faktum, at der er få antal lejere i begge ejendomme, også at risikoen indregnet i forrentningskravet vedrørende tomgang vil være på samme niveau.

Forrentningskravet for naboejendommen, Glentevej 67-69, udgør 6,7 %. Dette indikerer altså, at de to ejendomme enten ikke er tilpas sammenlignelige eller at forrentningskravet er for højt for Glentevej 61-65. Der er dog flere forhold, som kan forklare forskellen i forrentningskravene. Blandt andet må det nævnes, at der under henvisning til afsnit 5.4 kan være forskelle i, om risici indregnes under pengestrømmene eller i forrentningskravet. Det må herudover igen noteres, at den sammenlignelige ejendom er ud fra et salgsprospekt, som altså ikke er udtryk for markedsværdien. Det vil derimod være mere optimalt at sammenholde med en solgt sammenlignelig ejendom, eftersom en ejendoms markedsværdi først kendes, når den er solgt mellem to uafhængige parter.

Ved sammenholdelse med markedsrapporterne fra de større erhvervsmæglerselskaber ses det, at et forrentningskrav på 7,5 %⁸⁸ ligger i den høje ende af spændet. Samtidig er det konkluderet, at markedslejen ligger i den lave ende af spændet – begge forhold taler altså for en markedsværdi i den lave ende i forhold til, hvad markedsrapporterne angiver. Der er en række forhold, som kan forklare, at ejendomsværdien ligger i den lave ende af spændet. Dette kan blandt andet skyldes, hvis ejendommen på Glentevej 61-65 er i en dårlig stand, da den nuværende lejer har været lejer i mange år. Hvis der ikke er sket tilstrækkelig indvendig renovering og istandsættelse, vil sådanne omkostninger kunne medregnes i forrentningskravet, eftersom det ikke vides, hvorvidt de nuværende lejere vil opsiges lejemålet. Alternativt skulle disse omkostninger medregnes i pengestrømmene.

Værdien af ejendommen

I salgsprospektet er ejendommens værdi beregnet til 77,50 mio. kr., hvilket er fastsat på baggrund af normalindtjeningsmodellen. For at illustrere påstanden om, at modellerne skal give den samme markedsværdi, er der i bilag 3 opstillet en DCF-model, som tilsvarende giver en markedsværdi på 77,77 mio. kr. Når man efterregner ejendomsværdien i salgsprospektet ved brug af normalindtjeningsmodellen, fås ligeledes 77,77 mio. kr. Det er således efterprøvet, at de to modeller giver den samme værdi.

⁸⁸ Der henvises til figur 3

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Til brug for følsomhedsanalyserne er en DCF-model til fastsættelse af markedsværdien, som nævnt, opstillet på baggrund af ovenstående forudsætninger, jf. bilag 9. Denne vil blive brugt som udgangspunkt for følsomhedsanalyserne. Markedsværdien er således bestemt til 75,39 mio. kr., hvilket er 2,38 mio. kr. under ejendomsværdien i henhold til salgsprospektet. Som følge af, at salgsprospektet er et udtryk for den højeste udbudspris, vil det også forventes, at markedsværdien er under værdien i salgsprospektet, som skal fange liebhaveren i værdiansættelsen. De to faktorer, som giver forskellen i ejendomsværdien, er tomgang og forrentningskrav. Regulering til markedsleje kunne også have været en faktor her, men den faktiske leje er vurderet til at være på niveau med markedslejen og er derfor ikke reguleret. Tomgangslejen er opgjort til markedslejen, som er beskrevet i afsnit 5.2 under huslejeindtægter. Som følge af denne regulering, må forrentningskravet blive reguleret, da ejendomsværdien i salgsprospektet ses som den højeste udbudsværdi.

I forhold til den sammenlignelige ejendom på Glentevej 67-69 er det relevant at se på den gennemsnitlige pris pr. kvadratmeter for de to ejendom:

$$\text{Glentevej 61-65: } \frac{76.352.690 \text{ kr.}}{9.935 \text{ m}^2} = 7.685 \text{ kr. / m}^2$$

$$\text{Glentevej 67-69: } \frac{71.164.520 \text{ kr.}}{8.490 \text{ m}^2} = 8.382 \text{ kr. / m}^2$$

Hvilket svarer til en forskel i ejendomsprisen pr. kvadratmeter på 9,1 %. Dette indikerer altså, at prisen for ejendommen på Glentevej 61-65 er for lav.

Det må dog konkluderes, at der er mange faktorer, der spiller ind for at vurdere prisen i forhold til en sammenlignelig ejendom. Eftersom oplysningerne, som er givet i et salgsprospekt, er meget begrænsede, er det vanskeligt at konkludere på prisen på den valgte ejendom på baggrund af denne øvelse. Sammenholdelsen skal i nærmere grad ses som et eksempel på de overvejelser, der må gøres for at vurdere prisen på en ejendom ved sammenholdelse til en sammenlignelig ejendom.

6.3 Følsomhedsanalyser

Følgende afsnit vil forklare og analysere de oplysninger, som er givet i salgsprospektet i forhold til de teoretiske risici og usikkerheder, som er beskrevet i afsnit 5 og 6.2. Formålet med afsnittet er at belyse den effekt, usikkerheden i de forskellige parametre kan have på værdiansættelsen af en investeringsejendom. Dette vil ske ved hjælp af forskellige følsomhedsanalyser. Følsomhedsanalyserne vil indeholde følgende 4 scenarier:

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

- Scenarie 1 – estimering af skønnet markedsleje
- Scenarie 2 – tidspunkt for genudlejning
- Scenarie 3 – estimering af driftsomkostninger, herunder vedligeholdelsesomkostninger
- Scenarie 4 – estimering af forrentningskrav/diskonteringsrente

Scenarierne skal hjælpe med at besvare delspørgsmål 4 i en delkonklusion til afsnittet.

6.3.1 Scenarie 1 – regulering af skønnet markedsleje

Som beskrevet i afsnit 5.2, er markedslejen et skønnet parameter, som indgår i værdiansættelsen af investeringsejendomme.

I afsnittet med forudsætninger blev huslejen, som er anvendt i salgsprospektet, vurderet i forhold til markedslejen i henhold til forskellige markedsrapporter. Lejen i salgsprospektet lå lige uden for den nederste grænse i spændet i rapporterne. Hvis man antager, at den laveste markedsleje, som var 700 kr./m², er udtryk for den korrekte markedsleje, ligger salgsprospektet kun 3 % under denne. Der er derfor ikke reguleret til markedsleje i forudsætninger. Markedsleje er dog et skøn, og det er derfor relevant at se på udviklingen i markedsværdien på ejendommen, hvis markedslejen ændres.

Da lejeindtægterne skal reguleres til markedsleje, når den uopsigelige periode er udløbet, indregnes de faktiske lejeomkostninger i de første 6 måneder i år 1. Markedslejen indregnes for de resterende 6 måneder i år 1 samt de resterende år i DCF-modellen. I dette tilfælde, hvor den faktiske leje anses for at være lig markedslejen, har dette ikke nogen effekt.

Beregningen af brutto- og nettogleje pr. lejemål anvendt i DCF-modellen, ses i bilag 5.

Nedenfor ses det, hvilken påvirkning en ændring i markedslejen, vil have på markedsværdien af ejendommen i kroner og procent.

	Ændring i markedsleje	Markedsværdi i kr.	Forskel i kr.	Forskel i pct.
Markedsleje = 600	-11,8%	65.949.102	-9.441.920	-14,3%
Markedsleje = faktisk leje, ca. 680	-	75.391.021	-	-
Markedsleje = 750	10,3%	84.384.396	8.993.375	10,7%
Markedsleje = 800	17,6%	90.412.209	15.021.188	16,6%

Figur 4 – Følsomhedsanalyse ved ændring i markedsleje ⁸⁹

⁸⁹ Egen tilvirkning, se bilag 10 for beregning

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Det ses af ovenstående, at markedsværdien påvirkes meget, når markedslejen reguleres op og ned i forhold til udgangspunktet. Huslejeindtægter er en væsentlig faktor og vægter højt i værdiansættelsesmodellerne. Det har derfor en stor betydning, når markedslejen reguleres. Det er derfor vigtigt, at markedslejen, som skønnes og anvendes i værdiansættelsesmodeller, er så korrekt som mulig. I forudsætningerne illustrerede figur 3 markedslejen fra de anvendte markedsrapporter. Markedslejen var i Q1 2015 700 – 1025 kr. pr. år /m² ifølge de tre erhvervsmæglerselskaber for en klasse C ejendom i København (brokvarteret). De tre virksomheder kommer altså ikke med én markedsleje og men med tre forskellige, hvilket bekræfter, at markedslejen er en skønnet faktor med usikkerhed forbundet hertil. Når en ejendom skal værdiansættes, kan man derfor ikke blot slå op i en markedsrapport og finde markedslejen for en given ejendom. I tabellen ovenfor ses det for eksempel, at en ændring i markedslejen fra 750 kr. pr. år/m² til 800 kr. pr. år/m² giver en forskel på cirka 6 mio. kr.

6.3.2 Scenarie 2 – tomgang – tidspunkt for genudlejning

Formålet med scenariet er at analysere effekten ved et forkert estimat af perioden for tomgang, velvidende at tomgang indregnes i værdiansættelsen efter forventning om udlejning af lejemålet inden for en vis periode.

I salgsprospektet er lejeindtægter for ikke-udlejede lokaler indregnet i år 1, idet den forventede leje er tillagt i opgørelsens fase 1, uden at der er taget fradrag for senere genudlejning i opgørelsens fase 3. Dette kan skyldes, at salgsprospekter ofte ikke viser fase 3 i værdiansættelsesmodellen.

På opgørelsestidspunktet vil virksomheden ikke vide med sikkerhed, hvornår de ikke udlejede lokaler vil blive genudlejet med mindre en underskrevet lejekontrakt forefindes. Af denne årsag vil der blive analyseret på, hvilken effekt det vil have på værdien af ejendommen, hvis estimatet om tomgangsperioden er forkert, således at det ledige lejemål bliver udlejet på et senere tidspunkt. I beregningen vil der derfor indgå udlejerbetalte driftsomkostninger for 50.000 kr., som det er estimeret i salgsprospektet.

Lejeindtægterne vil indsættes efter henholdsvis 1, 3 og 5 år. Det antages, at huslejen er steget med inflationen i perioden indtil genudlejning sker. Tomgangslejen reguleres herefter årligt med 2 %, svarende til minimumsreguleringen på det lejemål, som sidst blev udlejet. Dette under forudsætning af, at en ny lejekontrakts vilkår om udvikling i husleje vil følge tendensen fra

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

kontrakten med Hans Knudsen Instituttet, som reguleres med nettoprisindekset, dog min. 2 %. Terminalværdien beregnes i forhold til den langsigtede inflation.

Ved behandling af tomgang kan det være relevant at indarbejde omkostninger til istandsættelse af lejemålet i forbindelse med genudlejning. Når en ny lejer flytter ind, vil der som oftest være omkostninger i forbindelse med istandsættelse, da nye lejere kan ønske en tilpasning af lejemålet før indflytning. Dette er ikke indarbejdet i beregningen, da analysen skal vise effekten af de manglende lejeindtægter, hvilket ikke ønskes påvirket af en skønnet omkostning til istandsættelse. Det skal dog bemærkes, at omkostninger til istandsættelse vil påvirke ejendomsværdien negativt, da nettopengestrømmene mindskes.

	Markedsværdi i kr.	Forskel i kr.	Forskel i pct.
Ingen tomgang	75.391.021	-	-
Tomgang indtil år 2	74.909.554	-481.467	-0,6%
Tomgang indtil år 4	74.103.004	-1.288.017	-1,7%
Tomgang indtil år 6	73.320.675	-2.070.346	-2,8%

Figur 5 – Følsomhedsanalyse ved genudlejning på forskelligt tidspunkt ⁹⁰

Tomgang er en usikker størrelse, da ingen ved, hvor længe et eventuelt lejemål vil stå tomt, og hvor stor en del af ejendommen der vil være tale om. Tabellen viser, at markedsværdien vil falde med 481.467 kr., hvis det ledige lejemål først udlejes efter år 1 og et fald på 2.070.346 kr., hvis lejemålet først udlejes efter år 5. I følsomhedsanalysen er påvirkningen på markedsværdien af ejendommen i den mindre ende ved tomgang i 1 år, og selvom der er tomgang i 5 år, vurderes påvirkningen på ejendomsværdien på 2,8 % også at være i den mindre ende. Dette kan særligt forklares ved, at tomgangsarealet kun udgør 7 % af ejendommens samlede areal. Hvis tomgangsarealet var større, ville dette påvirke værdien i højere grad i scenariet opstillet ovenfor.

6.3.3 Scenarie 3 – estimering af driftsomkostninger, herunder vedligeholdelsesomkostninger

Som tidligere diskuteret, er der flere usikkerheder omkring driftsomkostninger. I denne følsomhedsanalyse er det besluttet at illustrere usikkerheden, der ligger i forkert budgettering af udvendig vedligeholdelsesomkostninger. De udvendige vedligeholdelsesomkostninger er valgt, fordi disse anses som vanskelige at budgettere, som det fremgår af afsnit 5.3 om driftsomkostninger.

⁹⁰ Egen tilvirkning, se bilag 11 for beregning

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Usikkerheden ved udvendig vedligeholdelsesomkostninger ligger som tidligere beskrevet primært i selve budgetteringen. Det kan ske, at omkostningerne bliver budgetteret forkert – bevidst eller ubevidst. Ledelsen i en virksomhed kan have incitament til at værdiansætte ejendommen med den højst mulige værdi, da dette vil have en positiv effekt i regnskabet. Det er dog ikke kun i forhold til bevidst fejlbudgettering, at der er en risiko. Ledelsen kan have en tendens til i højere grad at se mere positivt på fremtiden som følge af, at dette vil påvirke økonomien for virksomheden positivt. Dette vil altså ligeledes have en positiv påvirkning på værdien af ejendommen ved værdiansættelsen.

I salgsprospektet er udvendige vedligeholdelsesomkostninger opgjort til 30 kr./m². Det ses også af salgsprospektet, at disse omkostninger er beregnet som $30 \text{ kr. pr. år/m}^2 \times 9.495 \text{ m}^2 = 284.850 \text{ kr. pr. år}$. Ejendommen har et samlet areal på 9.935 m². Forskellen på de 440 m² skyldes, at disse er kælderarealer, hvorfor der ikke er udvendig vedligeholdelsesomkostninger for disse. Nedenfor ses det, hvilken påvirkning en ændring på 5 kr. pr. år/m² har på værdien af ejendommen i kroner og procent.

	Markedsværdi i kr.	Ændring i kr.	Ændring i pct.
kr. 20,00	76.644.544	1.253.523	1,6%
kr. 25,00	76.017.783	626.761	0,8%
kr. 30,00	75.931.021	-	-
kr. 35,00	74.764.260	-626.761	-0,8%
kr. 40,00	74.137.498	-1.253.523	-1,6%

Figur 6 – Følsomhedsanalyse ved ændring i udvendige vedligeholdelsesomkostninger⁹¹

Tabellen viser, at en ændring på 5 kr. pr. år/m² har en påvirkning på 626.761 kr. pr. år på markedsværdien af ejendommen, hvilket svarer til en ændring på 0,8 %. Ændringen i markedsværdien er ikke voldsom høj, hvilket skyldes primært ét forhold. De udvendige vedligeholdelsesomkostninger udgør en mindre del af de samlede pengestrømme og en ændring af disse vil derfor påvirke den samlede værdi mindre end eksempelvis en ændring i huslejeindtægterne, da disse udgør en større del af de samlede pengestrømme. Som følge af, at det ikke virker sandsynligt, at de udvendige vedligeholdelsesomkostninger budgetteres for eksempel 50 % forkert, vil det også betyde, at effekten ved forkert budgettering af udvendig vedligeholdelsesomkostninger slår mindre igennem end for eksempel fejlestimering af markedslejen og forrentningskravet.

⁹¹ Egen tilvirkning, se bilag 12 for beregning

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

6.3.4 Scenarie 4 – estimering af forrentningskrav/diskonteringsrente

Som det er diskuteret tidligere, er der en lang række risici og usikkerheder tilknyttet forrentningskravet. Forrentningskravet fastsættes som udgangspunkt på baggrund af sammenlignelige handler, men dette kan være vanskeligt at finde, da der som udgangspunkt ikke er to ejendomme, som er ens. Herudover udgiver nogle af de større erhvervsmæglerselskaber markedsrapporter, som beskriver markedssituationer og tendenser i de enkelte områder. I disse opgives et spænd i forrentningskravet opdelt efter område og ejendommens klasse, som er bestemt efter en række faktorer, som tidligere nævnt. De enkelte parametre, som påvirker forrentningskravet, er diskuteret i afsnit 5.4 om forrentningskravet, som alle vægter forskelligt i forhold til fastsættelse af dette. Det er altså vanskeligt at fastsætte forrentningskravet, da det er påvirket af et væsentligt skøn. Af denne grund er det valgt at udarbejde en følsomhedsanalyse på forrentningskravet for at illustrere den betydning, som et forkert estimat har. Nedenfor er udarbejdet en tabel, hvor markedsværdien er beregnet med forskellige forrentningskrav.

	Markedsværdi i kr.	Forskel i kr.	Forskel i pct.
7,00%	79.832.764	4.441.743	5,6%
7,25%	77.524.143	2.133.122	2,8%
7,50%	75.391.021	-	-
7,75%	73.415.848	-1.975.173	-2,7%
8,00%	71.583.283	-3.807.739	-5,3%

Figur 7 – Følsomhedsanalyse ved ændring i forrentningskrav⁹²

Tabellen illustrerer, at en ændring i forrentningskravet på bare 0,25 %-point har en effekt på 2,0 – 2,1 mio. kr. svarende til en ændring i markedsværdien på 2,7 – 2,8 %. Denne effekt må ses i forhold til, at udgangspunktet for forrentningskravet er 7,5 %. Dette er i den højere ende af spændet for erhvervsejendomme, eftersom det antages, at ejendommen på Glentevej 61-65 er af klasse C, hvor standarden er ringest og forrentningskravet højest. Hvis ejendommen havde været af klasse A med en bedre beliggenhed, ville dette indikere et lavere forrentningskrav. En følsomhedsanalyse på et lavere forrentningskrav vil give et større udsving i markedsværdi, hvis satsen eksempelvis ændres med 0,25 %-point.

Følsomhedsanalysen viser, at en justering på forrentningskravet på 0,25 og 0,5 %-point giver en relativ stor effekt på markedsværdien. Og med de usikkerheder, som er indeholdt i forrentningskravet, gør det denne faktor til en af de væsentligste.

⁹² Egen tilvirkning, se bilag 13 for beregning

6.4 Delkonklusion

Det må konkluderes på baggrund af ovenstående analyser, at små ændringer i input til værdiansættelsesmodellerne påvirker markedsværdien i større eller mindre grad. Det er derfor meget vigtigt, at input opgøres så nøjagtigt og korrekt som muligt, hvis man skal stole på værdiansættelsen.

Til værdiansættelsen er det, som tidligere nævnt, givet i IAS 40.45, at udgangspunktet er, at sammenholde med en ejendom magen til. Det er dog også konkluderet, at dette ikke findes i praksis. I ovenstående analyser er der sammenholdt med naboejendommen. Konklusionen på dette er, at selvom flere faktorer ud fra de givne oplysninger lader til at være sammenlignelige, er prisen på ejendommen noget forskellig end for den valgte case. Dette afspejler, at sammenholdelse til sammenlignelige ejendomme er vanskeligt at foretage i praksis, da der er mange enkeltstående faktorer, som er gældende. Det kræver altså et indgående kendskab til markedet og de specifikke ejendomme for at vurdere, om en ejendom er sammenlignelig og herefter anvende den som sammenholdelsesgrundlag.

Faktorer som driftsomkostninger og tomgang er diskuteret, og der er for disse foretaget følsomhedsanalyser. For driftsomkostninger er det primært de udvendige vedligeholdelsesomkostninger, som kan være vanskelige at opgøre. I følsomhedsanalysen ses det, at et forkert estimat kan have en vis effekt, men for at effekten på ejendomsværdien skal være væsentlig, kræver det også at estimatet er meget forkert. Omkring tomgang ses, at der kan være forskel efter, fra hvilken periode det forventes, at en ny lejer vil flytte ind, da det har betydning for de fremtidige pengestrømme. I den specifikke case er betydningen dog begrænset. Dette som følge af, at kun en begrænset del af ejendommens arealer ikke er udlejede. Selvom tomgang ikke er indeholdt i pengestrømmene i denne case, er det ikke ens betydende med at, det ikke er en væsentlig faktor. Det må antages, at der i forrentningskravet, er medtaget en usikkerhed ved fremtidig tomgang.

Det må noteres, at markedslejen og forrentningskravet har den største effekt på markedsværdien i analysen. Begge input er præget af væsentligt skøn. Markedslejen er, som ordet lægger op til, et udtryk for den leje, der kan opnås for det givne lejemål på markedet. Da markedet ikke er fuldt ud gennemsigtigt, og det ikke er muligt at opnå viden om den faktiske markedsleje, opgøres denne ud fra forventninger og erfaringer til markedet, og dermed indarbejdes et element af skøn. Forrentningskravet opgøres på baggrund af en række faktorer, som både bygger på markeds-

og ejendomsspecifikke risici. Det kræver igen et godt kendskab til markedet, men den manglende gennemsigtighed og de mange faktorer, som skal opgøres, medfører en væsentlig grad af usikkerhed og skøn. Dertil må det tilføjes, at opgørelsen af disse faktorer er præget af subjektivitet. Dette er med til at øge usikkerheden i værdiansættelsen.

7. Håndtering af risici i praksis

7.1 Indledning

Formålet med dette afsnit er at besvare det femte undersøgelsesspørgsmål vedrørende håndtering af risici i faktorerne til værdiansættelse af investeringsejendomme i praksis. Afsnittet vil tage udgangspunkt i de to udførte interviews af henholdsvis en revisor og en valuar. De to personer har hver deres opgave til sikring af korrekt værdiansættelse af investeringsejendomme og overholdelse af general klausulen og dermed det retvisende billede. Valuaren udarbejder markedsrapporter, som i visse tilfælde ligger til grund for markedsværdien på en ejendom, der fremgår af det eksterne regnskab. Revisors funktion er derimod at udfordre den markedsværdi, som er fastsat af valuaren eller ledelsen, for at denne kan indgå som dokumentation for værdien på en ejendom, der er indregnet i det eksterne regnskab. Dette er således to forskellige tilgange til værdiansættelsen af investeringsejendomme, og det vil således blive diskuteret i dette afsnit, hvordan disse forholder sig til de væsentlige risici, der eksisterer ved værdiansættelse af investeringsejendomme, som skal danne grundlag for besvarelse af hovedproblemet.

I afsnit 6 blev de forskellige faktorer, som indgår i værdiansættelsesmodellerne, diskuteret for at identificere de væsentligste usikkerheder ved værdiansættelsen. Her blev det konkluderet, at særligt huslejeindtægterne og forrentningskravet har en større betydning for værdiansættelsen, da det kan være vanskeligt at opgøre disse, samtidig med at faktorerne har en stor betydning for ejendomsværdien i sidste ende. En faktor som tomgang må også vurderes som værende en faktor, der kan udgøre en større usikkerhed ved værdiansættelsen.

Afsnittet vil således indeholde en redegørelse og diskussion af, hvordan usikkerhederne, som relaterer sig til de faktorer, der danner input i modeller til værdiansættelse af investeringsejendomme, bliver håndteret i praksis.

7.2 Ledelsen

Da det ikke er lovbestemt, at aktiver i et regnskab, som måles til dagsværdi, skal værdiansættes af en valuar, ses det ofte, at ledelsen selv vælger at foretage værdiansættelserne⁹³. Det kan være en udfordring for ledelsen at fastsætte blandet andet et korrekt forrentningskrav og markedsleje. Dette kan begrundes med ledelsens måske begrænsede kendskab til markedet. For at fastsætte et forrentningskrav og en markedsleje, er det, som tidligere diskuteret, vigtigt at have et godt kendskab til markedet, og de tendenser der ses her.

I de tilfælde, hvor ledelsen selv vælger at fastsætte værdien af deres investeringsejendomme, må det forventes, at der er en tendens til, at de tager udgangspunkt i de faktiske lejekontrakter, hvorefter der sammenholdes med markedsrapporter. Den omtalte begrænsede indsigt og kendskab til markedet, må kunne forventes at medføre, at ledelsen i høj grad skeler til markedsrapporter, udgivet af erhvervsmæglerselskaber, når markedslejen og forrentningskrav skal fastsættes. Da markedsrapporterne ofte giver et spænd for både markedsleje og forrentningskrav medfører dette en usikkerhed i forhold til nøjagtigheden. Derudover kender ledelsen ikke de forudsætninger, som ligger til grund for de markedslejer og forrentningskrav, som er oplyst.

Kendskabet til markedet må forventes at være mere begrænset, end når en valuar er involveret, hvorfor tendensen i højere grad må anses for at være, at ledelsen vil bruge de faktiske lejeindtægter frem for en reel markedsleje.

På baggrund af ovenstående må det konkluderes, at der er en større usikkerhed ved fastsættelse af markedsleje og forrentningskrav, når alene ledelsen skal tage stilling til det.

Modsat har ledelsen et godt kendskab til de specifikke ejendomme og deres driftsregnskaber, hvilket er en fordel, når budgettet for driftsomkostningerne skal fastsættes og de ejendomsspecifikke risici skal vurderes til fastsættelse af forrentningskravet. Ledelsen har adgang til historiske data, som kan bruges i forbindelse med budgetteringen, og derudover må det forventes, at ledelsen er velinformeret og har et kendskab til eventuelle ombygningsplaner eller større planlagt renovering, som vil medføre højere omkostninger. Det er nødvendigt at tage højde for sådanne i en værdiansættelse, hvorfor ledelsens kendskab til driften af ejendommen, anses for at reducere risikoen for en for lav budgettering af omkostninger. Det må dog tilføjes, at ledelsen,

⁹³ Interview med Peter Weinreich, bilag 14

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

som tidligere nævnt, måske kan have en tendens til både bevidst og ubevidst at budgettere omkostninger til den lave side, da dette vil give mere positive pengestrømme og dermed en højere ejendomsværdi. Det er dog konkluderet i følsomhedsanalyserne, at en ændring i eksempelvis de udvendige vedligeholdelsesomkostninger ikke giver en væsentlig ændring på ejendomsværdien. Denne risiko anses derfor ikke være den største, når der sammenholdes med de øvrige diskuterende risici.

7.3 Valuaren

7.3.1 Forrentningskrav

De mange faktorer, som skal overvejes ved fastsættelsen af forrentningskravet, betyder netop, at forrentningskravet er præget af skøn og subjektive vurderinger. I afsnit 6 er det noteret, at forrentningskravet kan være vanskelig at opgøre, og en kun mindre justering kan give store udsving i ejendomsværdien.

Da forrentningskravet i høj grad bestemmes af tendenserne på markedet, forklarer Per Weinreich, at man som valuar har en fordel ved opgørelse af ejendomsværdien. Valuarer har den fordel, at beskæftigelse med værdiansættelse af investeringsejendomme netop er valuares primære opgave. Valuarer har et indgående kendskab til ejendomsmarkedet, som netop er der, hvor de differentierer sig fra andre, der foretager en værdiansættelse af investeringsejendomme – for eksempel ledelsen i en virksomhed.

Ved opgørelse af forrentningskravet ses på sammenlignelige ejendomme⁹⁴, og faktorerne som beliggenhed, stand mv. tages med i betragtningen for at vurdere, om forrentningskravet for ejendommen, som værdiansættes, skal lægge under, over eller lig forrentningskravet for den sammenlignelige ejendom. Herudover gør det indgående kendskab til markedet, at valuarer i højere grad har mulighed for at vurdere, hvorvidt forrentningskravet afspejler tendensen i markedet i det givne område. Valuares datagrundlag for at sammenholde med sammenlignelige ejendomme er bedre end for andre, eftersom de store erhvervsmæglerselskaber i Danmark udveksler handelsdata kvartalsvist, hvoraf faktorer som pris, afkast og lejeniveau fremgår⁹⁵.

⁹⁴ Interview med Per Weinreich, bilag 14

⁹⁵ Interview med Per Weinreich, bilag 14

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

7.3.2 Huslejeindtægter og markedsleje

Under henvisning til indledningen til afsnit 7 er det noteret, at huslejeindtægterne udgør en større usikkerhed ved en værdiansættelse af investeringsejendomme. Grunden til dette er primært, at markedslejen, som indarbejdes i de to afkastbaserede modeller, er et skøn på baggrund af, hvordan markedet udvikler sig.

Per Weinreich forklarer, at han i praksis regulerer til markedslejen i værdiansættelsesmodellerne, når den faktiske leje afviger mere end 15 % fra markedslejen. Som tidligere beskrevet, er det retspraksis, at 12 % er niveauet for ændring til markedslejen. Per Weinreich begrundet blandt andet reguleringen med, at hvis forskellen mellem markedslejen og den faktiske leje ikke er væsentlig, kan en lejer ikke få medhold i retten for regulering af lejen. Reguleringen på de 12 % skal ses i forhold til erhvervslejelovens § 13, som beskrevet i afsnit 7.2 om huslejeindtægter.

Når valuaren, som beskrevet ovenfor, ikke justerer til markedslejen, såfremt forskellen mellem den faktiske leje og markedslejen anses som uvæsentligt, er det samtidig efter en betragtning om, at der også er usikkerheder i at fastsætte en markedsleje. Markedslejen skal afspejle den generelle tendens i markedet, men opgøres som et gennemsnit af mange forhold, hvorfor denne også i høj grad er usikker.

I teorien, som beskrevet i afsnit 5.2, justeres huslejeindtægterne i de to afkastbaserede modeller til markedslejen. Det må således ud fra ovenstående betragtning og holdninger til regulering til markedslejen noteres, at praksis ikke følger teorien fuldstændigt. Det vurderes dog ikke, at konklusionen skal være, at teorien slet ikke følges. Teorien er ikke lovbestemt, og det vurderes rimeligt, at der ikke blindt reguleres til markedslejen, da denne jo ikke kan fastsættes uden elementer af skøn.

Dette leder naturligt til den næste problemstilling, som vedrører opgørelse af markedslejen.

Valuarer har, som nævnt, et indgående kendskab til ejendomsmarkedet. Dette betyder, at valuarers forudsætninger for at opgøre markedslejen pålideligt, er gode i forhold til mange andre. Samtidig forklarer Per Weinreich, at han i høj grad sammenholder informationerne for den givne ejendom, der skal værdiansættes, med sammenlignelige ejendomme. Per Weinreich har den fordel, at han har adgang til informationer, som ikke er offentlig tilgængelige, hvilket gør det lettere at sammenholde med sammenlignelige ejendomme.

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

På baggrund af ovenstående må det konkluderes, at valuaren har gode forudsætninger for at vurdere lejen, så denne svarer til den gældende markedsleje.

7.3.3 Tomgang

Som tidligere diskuteret, må tomgangslejen såvel som perioden med tomgang estimeres ved værdiansættelsen. I de to afkastbaserede værdiansættelsesmodeller fastsættes tomgangslejen som den estimerede markedsleje. Perioden, hvor lejemålet står tomt, må estimeres. Per forklarer, at denne periode fastsættes på baggrund af ejendommens beliggenhed, stand, anvendelse, indretning med videre. Som også gældende for de øvrige faktorer, sammenholder valuaren med sammenlignelige ejendomme og anvender dermed sin viden om, hvor længe en sådan periode som regel er under de givne forudsætninger. Estimering af markedslejen er behandlet i afsnit 7.3.2.

Det er noteret i interviewet med Per Weinreich, at hvis to mæglere værdiansætter den samme ejendom, er det et succeskriterie, hvis de to mæglere fastsætter en værdi hver, som ligger inde for et spænd på +/- 10 %. En afvigelse på 10 % må fra revisors synspunkt anses som væsentlig for det eksterne regnskab, hvorfor der er en problemstilling ved, at der kan være disse større udsving i ejendomsværdierne, der fastsættes – på trods af anvendelse af eksterne eksperter, som en valuarer må anses for at være.

En valuar lever af at værdiansættelse ejendomme. Som nævnt, er en af de klare fordele ved, at en valuar foretager værdiansættelsen frem for ledelsen selv, at denne har et indgående kendskab til markedet. Herudover har valuaren et datagrundlag, som er noget bedre end en ledelse vil have i forhold til for eksempel sammenholdelse til sammenlignelige ejendomme. Valuaren må således have det bedste udgangspunkt for at kunne opgøre en værdi på en ejendom, som af en revisor kan accepteres, således at værdien, der indregnes i det eksterne regnskab, lever op til kravet om det retvisende billede.

7.4 Revisor

7.4.1 Forrentningskrav

Revisors opgave i forbindelse med revisionen af et årsregnskab er at opnå tilstrækkelig egnet revisionsbevis for virksomhedens årsregnskab. Dette ligger til grund for, at revisor kan afgive en revisionspåtegning uden forbehold eller supplerende oplysninger. Dermed kan revisor kon-

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

kludere, at regnskabet giver et retvisende billede af virksomhedens aktiver, passiver og finansielle stilling på balancedagen samt af resultatet af virksomhedens aktiviteter for regnskabsåret i overensstemmelse med årsregnskabsloven.

Revisors opgave, i forhold til revision af investeringsejendomme, ligger i at forholde sig kritisk til de forudsætninger, der ligger til grund for værdiansættelsen samt opnå dokumentation for input i den anvendte model til værdiansættelse.

For revisors synspunkt er fremgangsmåden i høj grad, at se på tendensen i markedet i forhold til udviklingen i forrentningskravet⁹⁶. Hvis den generelle tendens i markedet siden sidste års aflæggelse af årsrapport, er en stigende efterspørgsel efter investeringsejendomme med kontorarealer i det givne område, mens udbuddet er uændret, forventes et lavere forrentningskrav, med mindre andre forhold taler mod dette. Michael Tuborg forklarer, at disse tendenser netop kan aflæses af markedsrapporter, hvorfor markedsrapporterne er relevante at anvende til at vurdere forrentningskravet. I markedsrapporterne fremgår, som tidligere nævnt, også et spænd af et forrentningskrav, som er givet efter beliggenhed og ejendomsklasse, som det er relevant at sammenholde med.

7.4.2 Huslejeindtægter og markedsleje

For at efterprøve lejeindtægten, der fremgår i værdiansættelsen, vil revisor kun i mindre grad have adgang til sammenlignelige erhvervsejendomme. Derimod er markedsrapporter tilgængelige, hvortil markedslejen kan sammenholdes⁹⁷. Herudover er en af de grundlæggende tilgange til revisionen at se på udviklingen i lejeindtægten i forhold til tidligere perioder – for eksempel, hvis en markedsværdirapport er udarbejdet år forinden, kan denne sammenholdes den nye markedsværdirapport for at kunne identificere, om tendensen er i overensstemmelse med forventningerne. Desuden afstemmes til huslejekontrakter mellem lejer og udlejer.

Revisor vurderer ligeledes lejeindtægterne i forhold til markedslejen, men ud over dette har revisor samtidig en holdning til, at det må vurderes, om der er indikationer på, at lejer vil flytte ud. Hvis lejer flytter ud, vil den nye lejeindtægt som udgangspunkt være lig markedslejen. Dette bakkes samtidig op af interviewet med Michael Tuborg, der forklarer, at det i en revisionsproces er relevant at forespørge, om der har været kommunikation med lejer, der indikerer, hvorvidt lejer er tilfreds eller utilfreds. Såfremt markedslejen er ca. 10 % over markedslejen, hvilket jo

⁹⁶ Interview med Michael Tuborg, bilag 15

⁹⁷ Interview med Michael Tuborg, bilag 15

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

er under det niveau valuaren ville regulere ved, men der er indikationer på, at lejer ønsker, at flytte ud, må dette tages med i overvejelserne, når huslejen skal fastsættes. Derudover skal dette selvfølgelig vurderes i forhold til tomgang og risiko for denne.

7.4.3. Tomgang

I forbindelse med revisionen af huslejeindtægter, er det ligeledes relevant at se på, hvordan tomgang er behandlet for den givne ejendom. Michael Tuborg fortæller, at der særligt er to forhold, man skal sikre sig bliver behandlet korrekt, når indtægter fra tomgangsleje medtages i pengestrømmene. Det ene er at, man skal være opmærksom på, hvorvidt der er medregnet istandsættelsesomkostninger, der vil være forbundet med klargøring af lejemålet til en eventuel ny lejer⁹⁸. Det andet centrale ved tomgang er, hvis genudlejningen ikke forventes at finde sted med det samme, fordi der således skal reguleres for de manglende lejeindtægter i værdiansættelsesmodellen⁹⁹. I DCF-modellen indarbejdes de manglende lejeindtægter i de år i budgetperioden, hvor disse forventes. I normalindtjeningsmodellen reguleres der for de manglende lejeindtægter i fase 3.

Revisors fokus på, at der skal være konsistens i tendenserne i de forskellige faktorer og at der er overensstemmelse til udviklingen i markedet, er med til at mindske usikkerhederne. Revisors opgave ligger dermed i at udfordre og sikre, at der foreligger tilstrækkelig dokumentation til grund for fastsættelse af ejendomsværdien. Revisor er en uafhængig tredjepart i forbindelse med værdiansættelse af investeringsejendomme. Revisor kan derfor se objektivt på værdiansættelsen og input heri, hvilket er med til at mindske den risiko, der ligger i, at ledelsen kan have incitament og tendens til at værdiansætte ejendommene for højt.

Vurderer revisor, at der er opnået tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis for regnskabsposten, investeringsejendomme, samt de resterende regnskabsposter i for eksempel et ejendomsselskab, vil der afgives en påtegning på regnskabet uden forbehold eller supplerende oplysning. Med denne bekræftes det, at regnskabet giver et retvisende billede af selskabets finansielle stilling.

7.5 Delkonklusion

Ledelsen foretager ofte selv værdiansættelse af investeringsejendomme til brug for det eksterne regnskab. Ledelsen har et nøje kendskab til ejendommens drift og tilstand, hvilken er et godt

⁹⁸ Interview med Michael Tuborg, bilag 15

⁹⁹ Interview med Michael Tuborg, bilag 15

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

udgangspunkt til værdiansættelsen. Dette betyder, at ledelsen har et godt kendskab til budgetteringen og de ejendomsspecifikke faktorer ved værdiansættelsen. Ledelsen har dog ikke nødvendigvis det samme kendskab til de markedsrelaterede faktorer, som også indgår i værdiansættelsen. Involvering af en valuar vil kunne øge nøjagtigheden af de markedsrelaterede faktorer.

En valuar baserer i høj grad værdiansættelsen på et datagrundlag fra solgte ejendomme, som kan anses for at være sammenlignelige. En valuar har et indgående kendskab til markedet og et datagrundlag omkring salg af andre ejendomme, som er væsentlig bedre end for eksempel en ledelse. En involvering af en valuar ved værdiansættelse af en investeringsejendom vil derfor som udgangspunkt reducere usikkerheden i de faktorer, der indgår ved værdiansættelse af investeringsejendomme. Værdien i de eksterne regnskab er udover at være fastsat af en ledelse og eventuel valuar også revideret.

Revisors funktion er modsat valuaren, der fastsætter ejendomsværdien, at efterprøve denne. En revisor ser i høj grad på udviklingen i ejendomsværdien fra tidligere perioder og sammenligner dette med forventningen til værdien, som er baseret på udviklingen i markedet. Revisors rolle som offentlighedens tillidsrepræsentant gør, at revisor må forholde sig objektivt til værdiansættelsen. Dette kan reducere usikkerheden, der kan være ved, at ledelsen har tendens til at estimere ejendomsværdien for højt. Revisor forholder sig til værdiansættelsen som helhed og kontrollerer, at der er sammenhæng mellem for eksempel udviklingen i markedet og udviklingen i forrentningskravet.

Det må således overordnet kunne konkluderes, at ledelsens nøje kendskab til de ejendomsspecifikke faktorer, og valuar og revisors kendskab til markedet, i høj grad er med til at reducere usikkerhederne i faktorerne til værdiansættelsen.

8. Konklusion

Opgaven har behandlet problemstillingen vedrørende usikkerhederne, der ligger i input i værdiansættelsesmodellerne samt den problemstilling dette giver i form af væsentlig grad af regnskabsmæssigt skønt. Det er diskuteret og analyseret, hvorvidt der kan leves op til bestemmelserne i general klausulens ordlyd om det retvisende billede.

Årsregnskabsloven tillader flere metoder til indregning og måling af investeringsejendomme. Første indregning af disse sker til kostpris. Efterfølgende måling af investeringsejendomme kan både ske til kostpris efter §§ 36 og 40 samt dagsværdi efter §§ 38 og 41. Bestemmelserne i § 38 må kun anvendes, såfremt en virksomhed har investeringsaktivitet som hovedaktivitet.

Dagsværdien på en ejendom er givet ved et beløb, hvorved et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse kan udlignes ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter. Dette betyder, at den faktiske værdi på en investeringsejendom først er givet, når den er solgt mellem to uafhængige parter. Når værdiansættelse til dagsværdi skal ske til brug for det eksterne regnskab, kendes den faktiske værdi altså ikke, hvorfor værdiansættelse må ske ved andre metoder.

Det første udgangspunkt i henhold til IAS 40.45 er, at prisen på ejendommen værdiansættes som den aktuelle priser på et aktivt marked for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand, som indgår i et tilsvarende leje- eller andre kontraktforhold. Da det i praksis vil betyde, at værdien skal bestemmes ud fra en fuldt ud sammenlignelig ejendom, er dette næsten umuligt. Et alternativ hertil er bestemmelse af værdien efter IAS 40.46, hvor det tillades at sammenholde til ejendomme, der ikke er fuldt ud sammenlignelige, og der i stedet reguleres for disse forskelle ved værdiansættelsen. Hernæst tillader IAS 40.46, at diskonterede pengestrømsprognoser baseret på pålidelige skøn over fremtidige pengestrømme anvendes til værdiansættelse af investeringsejendomme.

Hvor sidstnævnte metode anvendes, er der to anerkendte modeller til opgørelse af en ejendoms værdi: "Normalindtjeningsmodellen" og "Discounted Cash Flow Modellen" (DCF-modellen). Begge modeller kan betegnes som afkastbaseret modeller, da modellerne beregner værdien af ejendommen på baggrund af det opgjorte driftsafkast. Eftersom modellerne beregner ejendoms værdien på baggrund af budgetter, eksisterer der en vis usikkerhed i at estimere disse værdier. Der er specielt en usikkerhed i opgørelsen af lejeindtægterne. Dette skyldes at, lejeindtægterne skal reguleres til markedslejen, såfremt de faktiske lejeindtægter afviger væsentligt fra denne. Da markedslejen er en skønnet faktor, medfører dette en vis usikkerhed i lejeindtægterne.

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Ud over det estimerede driftsafkast indgår investors afkastkrav, også kaldet forretningskrav, også som input i modellerne. Dette opgøres ens for de to modeller, dog skal der i DCF-modellen tillægges inflation. Forrentningskravet består af en række faktorer, som må fastsættes både ud fra udviklingen i markedet og ud fra ejendomsspecifikke forhold. I forhold til markedet er det blandt andet vigtigt at vurdere, hvilken påvirkning BNP, markedsleje forventninger og lovændringer har i forhold til investors forrentningskrav for ejendommen. De ejendomsspecifikke forhold, som skal vurderes, er blandt andet stand og beliggenhed. Værdiansættelsen kræver derfor et godt indgående kendskab til både markedet og den specifikke ejendom.

Værdiansættelsesmodellerne er relativt følsomme over for ændringer i input. Ændringer i input ændrer markedsværdien, nogle input er dog mere følsomme over for ændringer end andre. På baggrund af de i opgaven foretagende følsomhedsanalyser, må det konkluderes at ændringer i markedslejen og forrentningskravet har den største effekt på markedsværdien. Lejeindtægter udgør en væsentlig del af de samlede nettopengestrømme, hvorfor en ændring i markedslejen vil påvirke markedsværdien væsentligt. Forrentningskravet er en faktor, som ganges på driftsafkastet og nettopengestrømmene. Dette betyder derfor, at en ændring forretningskravet, ligesom for lejeindtægterne, vil have en væsentlig påvirkning på markedsværdien af ejendommen.

Det kan konkluderes, at værdiansættelsesmodellernes input indeholder en væsentlig grad af skøn, hvilken medfører høj grad af regnskabsmæssigt skøn i regnskabsposten investeringsejendomme.

Værdiansættelsesmodellernes input opgøres ofte på baggrund af sammenlignelige ejendomme, da dette kan give en god indikation på, hvordan input skal opgøres. Det skal dog bemærkes, at det er næsten umuligt at finde fuldstændig sammenlignelige ejendomme, og det er derfor vigtigt at tage højde for ejendommens specifikke forhold.

Ledelsen i en virksomhed har et nøje kendskab til ejendommens drift og de ejendomsspecifikke faktorer, der indgår i en værdiansættelse af investeringsejendomme. Derimod har valuaren et indgående kendskab til markedet, hvilket reducerer risici ved opgørelse af de markedsrelaterede faktorer. For at revisor kan afgive sin revisionspåtegning uden forbehold og hermed skrive under på, at regnskabet opfylder kravene om det retvisende billede, er det nødvendigt at forholde sig kritisk til ejendomsværdien. Revisor og valuaren har ikke nødvendigvis den samme definition på væsentlighed, hvilket i nogle tilfælde kan øge risikoen for en for høj eller for lav værdiansættelse.

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Det kan konkluderes, at en værdiansættelse af en ejendom, hvor de ejendomsspecifikke og markedsspecifikke risici er gennemgåede og indarbejdet behørigt i modellen, vil kunne give en ejendomsværdi som er retvisende for ejendommen. Dermed vil værdiansættelsen kunne leve op til kraven i årsregnskabsloven om det retvisende billede. Dette ændrer dog ikke på faktum, at der altid vil være usikkerheder forbundet ved værdiansættelse af investeringsejendomme. Der eksisterer kun én sandhed – én korrekt ejendomsværdi – men denne kendes først i det øjeblik, hvor ejendommen er solgt mellem uafhængige parter.

9. Perspektivering

I forbindelse med, at usikkerhederne i de faktorer, som indgår ved værdiansættelse af investeringsejendomme, er diskuteret, er det relevant at se på, hvordan disse i fremtiden i højere grad vil kunne reduceres. Det vil særligt blive diskuteret, hvilke lovmæssige tiltag, man kunne forvente blev implementeret i fremtiden.

Grundlæggende er den lovregulerede teori om investeringsejendomme målt til dagsværdi afspejlet i IAS 40. IAS 40 forklarer den overordnede metode til værdiansættelse af investerings-ejendomme og den proces, som må følges – herunder sammenholdelse med andre solgte ejendomme samt værdiansættelse på baggrund af diskonterede pengestrømsprognoser. Loven stiller således ikke krav til, hvordan de enkelte faktorer, skal indregnes i modeller, som er udarbejdet til formålet. Derimod er dette beskrevet i publikationer til værdiansættelse af investeringsejendomme, som ligeledes er anvendt i opgaven til besvarelse af problemstillingen.

I Danmark er publikationer udarbejdet af Ejendomsforeningen Danmark i 2006 og årene herefter for at ensrette metoden til opgørelse af ejendomsværdier. I forordene i "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen" står følgende skrevet:

"Udviklingen gennem de seneste fire år har dog vist et behov for at ensarte den metodiske anvendelse af DCF-modellen og herunder yderligere beskrive modellens detaljer og den bagvedliggende teori. Målsætningen med denne publikations anbefalinger er at imødekomme dette behov".

Dette forklarer således – lidt forsimplet – at det i praksis har vist sig vanskeligt at værdiansætte investeringsejendomme med det data, som er tilgængeligt. Hvis ikke metoden for værdiansættelsen ensartes, er det vanskeligt at følge IAS 40.45 omkring sammenholdelse af ejendommen med sammenlignelige ejendomme.

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Samtidig er det noteret i interviewet med Per Weinreich, at valuarer kun i mindre grad bliver anvendt til værdiansættelse af investeringsejendomme til brug for det eksterne regnskab. Som følge af, at valuarer om ikke andet må have nogle af de bedste forudsætninger til at værdiansætte en ejendom, må dette øge risikoen for fejl.

Hvorvidt man i højere grad i fremtiden vil lovregulere området, end man i forvejen gør, vides ikke på nuværende tidspunkt. I opgavens problemstilling er der afgrænset fra anden lovgivning end årsregnskabsloven, men for finansielle virksomheder underlagt lov om finansiel virksomhed, har den økonomiske krise i høj grad påvirket, at der er sket stramninger i lovgivning. Der er ikke sket en stramning i forhold til kravene til værdiansættelse af investeringsejendomme, men det er ikke usandsynligt, at det senere vil ses, at kravene til hertil også vil skærpes for eksempel ved implementering af et krav om brug af eksterne valuarer. På nuværende tidspunkt må man ved værdiansættelse af investeringsejendomme læne sig op af de udarbejdede publikationer, men det kunne tænkes, at der i fremtiden vil kunne ses stramninger i lovgivningen på området. Det kunne for eksempel være et krav for selskaber, der har investeringsaktivitet som hovedaktivitet, at der skal ligge en markedsværdirapport fra en valuar til grund for værdiansættelsen. Alternativt, at der for selskaber, hvor investeringsejendomme overstiger en vis procent af aktiverne, vil være krav om, at en markedsværdirapport fra en valuar ligger til grund for værdiansættelsen. Dette vil øge nøjagtigheden af de indregnede værdier i årsrapporterne, da valuarer må anses for at have det bedste grundlag for værdiansættelse af investeringsejendomme.

Det må samtidig nævnes, at perspektiveringen alene fokuserer på det danske marked isoleret set.

10. Litteraturliste

10.1 Love, standarder og vejledninger

- Årsregnskabsloven
- International Accounting Standard 40 (IAS 40)
- Regnskabsvejledning 17 - investeringsejendomme

10.2 Bøger

- Titel: Den Skinbarlige Virkelighed – vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne
Forfatter: Ib Andersen
Forlag: Forlaget Samfundslitteratur
Udgivelsesår: 4. udgave, 3. oplag 2010
- Titel: Finansiell rapportering – teori og regulering
Forfatter: Jens. O. Elling
Forlag: Gjellerup / Gads Forlag
Udgivelsesår: 3. udgave, 1. oplag 2012

10.3 Publikationer og rapporter

- Titel: KPMG - Investeringsejendomme
Forfatter: KPMG Ejendom & Enterprise
Udgivelsesår: 2008
- Titel: Indsigt i årsregnskabsloven
Forfatter: KPMG
Udgivelsesår: 8. udgave 2013/14
- Titel: Regnskabshåndsbogen 2014
Forfatter: PwC
Udgivelsesår: 2014
- Titel: Værdiansættelse af fast ejendom – En introduktion til DCF-modellen
Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark
Udgivelsesår: 2006
- Titel: Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen
Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark & RICS Nordic
Udgivelsesår: 2010

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

- Titel: Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav
Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark
Udgivelsesår: 2013
- Titel: EDC Market Update – vinter/forår 2015
Forfatter: EDC Erhverv
Udgivelsesår: 2015
- Titel: Nybolig Markedsrapport – Erhvervsejendomme i Danmark – forår 2015
Forfatter: Nybolig Erhverv
Udgivelsesår: 2015
- Titel: Newsletter – Markedskommentar: Erhvervs- og investeringsejendomme
Forfatter: Sadolin Albæk
Udgivelsesår: 2015

10.4 Artikler

- *Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder som opslagsværk*
http://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Standarder%20og%20vejledninger/Danske%20regnskabsvejledninger/D%20Regnskabsvejledning%20i%20trykt%20form, læst 4. april 2015
- *Faldgrupper i forbindelse med ejendomsselskabernes aflæggelse af årsrapporter*
<http://www.ey.com/DK/da/Industries/Real-Estate/artikel-faldgrupper-ved-aflaeggelse-af-aarsrapporter-1812144>, læst 1. april 2015
- *Ejendomsskatter og afgifter*
<http://www.kk.dk/artikel/ejendomsskatter-og-afgifter>, læst 26. april 2015
<http://www.wtc-law.dk/publikationer/artikler/regulering-til-markedsleje-erhvervsejendomme/>, læst 8. april 2015
- *Nettoprisindeks*
<http://www.dst.dk/da/Statistik/emner/forbrugerpriser/nettoprisindeks.aspx>, læst 4. april 2015
- *Inflations forecast* http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/table_hist_hicp.en.html, læst 4. april 2015
- *Konjunkturundersøgelse* http://img.borsen.dk/img/cms/tuksi4/media/cmsmedia/2289_content_2_127.pdf (side 5), læst 28. april 2015

11. Bilag

Bilag 1 – Uddrag fra salgsprospekt for Glentevej 61-65.....	83
Bilag 2 – Normalindtjeningsmodellen	90
Bilag 3 – Værdi iht. Normalindtjeningsmodellen = værdi iht. DFC-modellen.....	91
Bilag 4 – Uddrag fra salgsprospekt for Naboejendommen	92
Bilag 5 – Opgørelse af brutto- og nettoleje	97
Bilag 6 – Markedsrapporter.....	99
Bilag 7 – Rente på statsobligation.....	100
Bilag 8 – DCF model med forudsætninger indarbejdet	101
Bilag 9 – DCF model, markedsværdi.....	102
Bilag 10 – Scenarie 1: Regulering af skønnet markedsleje	103
Bilag 11 – Scenarie 2: Tomgang – tidspunkt for genudlejning.....	106
Bilag 12 – Scenarie 3: Estimering af driftsomkostninger, vedligeholdelsesomkostninger	109
Bilag 13 – Scenarie 4: Estimering af forrentningskrav/diskonteringsrente.....	113
Bilag 14 – Referat af interview af Per Weinreich	117
Bilag 15 - Referat af interview af Michael Tuborg	120

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 1 – Uddrag fra salgsprospekt for Glentevej 61-65.

Hele salgsprospektet kan findes på sadolin-albaek.dk

Salgsprospekt

Glentevej 61-65 2400 København NV

Erhvervsejendom på i alt 9.935 m²
beliggende i København NV

Fleksibel og moderne ejendom med
gode private parkeringsmuligheder i
kælder

Velbeliggende ejendom mht. både
privat og offentlig transport

Område i kraftig udvikling, hvor
traditionel industri afløses af nye
kreative virksomheder

Pris: kr. 77,5 mio.

Nettostartafkast: 7,2%



In alliance with
Jones Lang LaSalle



Sadolin | ALBÆK

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Glentevej 61-65, 2400 København NV

Introduktion og transaktionsstruktur

■ Introduktion

Investeringen omfatter en erhvervsejendom beliggende i Københavns nordvestkvarter, tæt på offentlig transport og med særdeles gode til- og frakørselsforhold via Ringvej 2.

Fleksibel og funktionel ejendom udlejet til CPH West og Hans Knudsen Institutet.

Til ejendommen hører der desuden en kælderetage, der bl.a. anvendes til parkering og lager.



■ Transaktionsstruktur

Ejendommen sælges på vegne af MP Pension, og processen varetages af Sadolin & Albæk. Transaktionen vil blive struktureret som en traditionel ejendomshandel med ansvarsfraskrivelse, hvor køber afholder omkostninger til tinglysning.

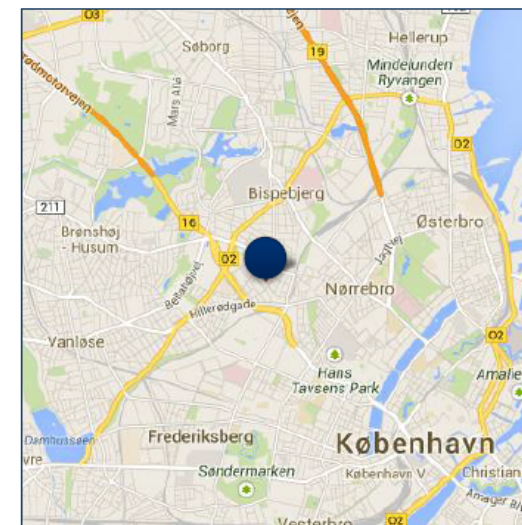
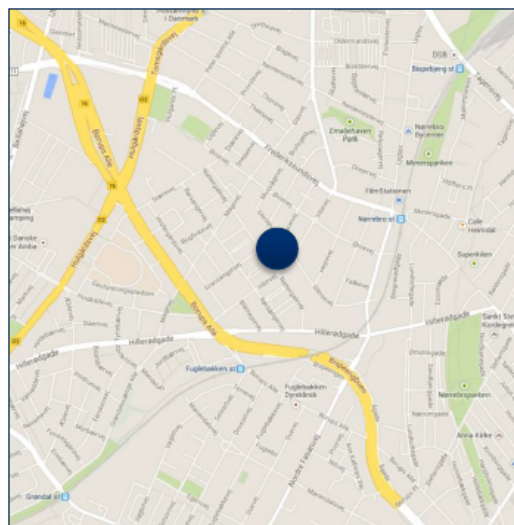
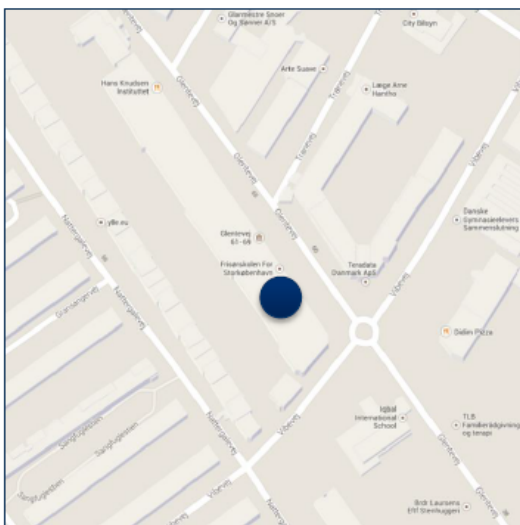
Sælger forudsætter, at 5% af købesummen deponeres kontant ved underskrift af endelig købsaftale, samt at restkøbesummen deponeres kontant på overtagelsesdagen.



Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Glentevej 61-65, 2400 København NV

Kort og beliggenhed



Området

- Ejendommen er beliggende i København NV, tæt på både privat og offentlig transport.
- Området er i dag præget af ældre sociale bolig- og industribyggerier samt en stor etnisk diversitet i både beboere og forretninger.
- Stor fokus på byfornyelse, hvor de tidligere industribygninger renoveres og laves om til beboelse, detailhandel, foreninger samt institutioner.

Udvalgte rejsetider og afstande:

- 8 minutters gang til Nørrebro Station (700 m)
- 2 minutters kørsel til Motorring 2 (1,0 km)
- 3 minutters kørsel til Hillerød motorvej (2,9 km)
- 7 minutters kørsel til Rådhuspladsen i København (5,0 km)

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Glentevej 61-65, 2400 København NV

Fakta

■ Ejendommen

Ejendommen er matrikuleret under matr.nr. 315 Utterslev, København og udbydes på vegne af Magistrenes Pensionskasse.

Ejendommen er opført i 1976 med ydervægge af betonelementer samt builtuptag. De 9.935 m² er fordelt på fem etager inkl. kælder, og ejendommen har to indgange fra Glentevej samt en indgang fra Vibevej.

Ejendommen anvendes af to lejere og er indrettet til lettere produktion, undervisning og administration.

Derudover er der en kælder, som anvendes til opbevaring og parkeringspladser.

Ejendommen er udstyret med tre elevatorer og ventilation og fremstår overordnet set i god stand.

■ Planforhold

Ejendommen er underlagt bestemmelserne i Lokalplan nr. 274 og Kommuneplan 2011 for Københavns Kommune.

■ Moms

Ejendommen er momsregistreret.

■ Udlejningsforhold

Ejendommen er udlejet til CPH West (frisørskolen) og Hans Knudsen Institutet på hhv. 7.575 m² og 1.524 m².

På nuværende tidspunkt står der desuden 716 m² ledig, svarende til ca. 7% af ejendommens samlede areal.

Lejen bliver årligt indekseret med udviklingen i NPI, dog min. 1,5%-2,0% og max. 5,0%.

Lejerne afholder alle driftsomkostninger ved fuld udlejning bortset fra udvendig vedligeholdelse, ejendomsadministration samt en mindre andel af den årlige grundskyld, som er inkluderet i CPH Wests lejeniveau.



Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Glentevej 61-65, 2400 København NV

Fakta

■ Arealforhold

Ejendommens grundareal andrager 3.877 m², heraf vej 329 m².

Ejendommens samlede udlejningsareal udgør ifølge lejelisten 9.935 m², hvilket er 450 m² mindre end arealet ifølge BBR-meddelelsen.

■ Skatter og afgifter 2013

Ifølge skattebilletten andrager ejendommens grundskyld i alt kr. 265.496.

■ Offentlig vurdering pr. 1. oktober 2012

Ejendomsværdi i alt kr. 78.000.000

- heraf grundværdi i alt kr. 7.739.100

■ Energimærke

Ejendommen er energimærket med karakteren C.

■ Driftsbudget

Budgetlejeindtægt p.a.* kr. 5.958.257

Ejers driftsomkostninger p.a.** kr. 441.339

Nettodrift p.a. kr. 5.516.918

**) Omfatter tomgangsleje for ledigt lejemål*

***) Indeholder ikke ejers midlertidige omkostninger forbundet med tomgang, der er estimeret til ca. kr. 50.000 p.a.*

■ Udbudspris kr. 77.500.000

Refusion af deposita kr. 1.147.310

Investering før købsomkostninger kr. 76.352.690

■ Pris pr. m² udlejningsareal kr. ca. 7.800

■ Nettostartafkast 7,2%

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Glentevej 61-65, 2400 København NV

Lejeoversigt

Nr.	Lejer	Anvendelse	Etage	Areal (m ²)	Lejeindtægt		Deposita		Lejeregulering					Lejemål		
					(kr. pr. år)	(kr./m ² pr. år)	(kr.)	(måneder)	Måned	Min.	Max.	Generelt	Ikrafttræden	Lejer	Udlejer	Varsel
1	CPH West	Kontor/undervisning	Glentevej 61	6.650	4.021.993	605	471.518	1,4	Januar	1,5%		NPI	01.10.1977			6 mdr.
2	CPH West	Kontor/undervisning	Glentevej 61, st.	925	659.270	713	329.635	6,0	Januar	1,5%		NPI	01.08.2004			6 mdr.
3	Hans Knudsen Institut	Kontor/undervisning	Glentevej 61-65, st.	1.124	737.969	657	301.458	4,9	April	2,0%	5,0%	NPI	01.04.2009	31.03.2014	30.06.2020	6 mdr.
4	Hans Knudsen Institut	Lager	Glentevej 61-65, kld.	400	109.426	274	44.700	4,9	April	2,0%	5,0%	NPI	01.04.2009		30.06.2020	6 mdr.
6	Ledig	Kontor/undervisning	Glentevej 61-65, 3. sal	716	429.600	600										
5	Viceværtsskontor*	Kontor	Glentevej 61	30												
7	Fællesareal	Fællesareal	Glentevej 61, 3., fælles areal	50												
8	Fællesareal	Fællesareal	Glentevej, kld., varmecentral	40												
9	Ledig	Parkering	Glentevej p-pladser													
I ALT				9.935	5.958.257	600	1.147.310	2,3								

Note: Arealangivelser stammer fra lejeoversigten. Tomgangsleje er angivet for ledigt lejemål

*) Ikke-lejebærende lejemål



Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Glentevej 61-65, 2400 København NV

Driftsomkostninger

Omkostninger	Brutto	Lejerandel**	Netto
Grundskyld	265.496	228.172	37.324
Andre skatter og afgifter	1.404	1.404	
Renovation	8.250	8.250	
Sprinkler*	7.419	7.419	
Affaldsgebyr + renovationstakst*	6.600	6.600	
Skadedyrsbekæmpelse*	4.446	4.446	
Ejendomsforsikring*	130.263	130.263	
Containerrenovation*	70.362	70.362	
Snerydning & glatfører*	1.320	1.320	
Elevatorabonnementer*	25.224	25.224	
Serviceabonnementer*	9.680	9.680	
Vedligeholdelse, tekniske installationer*	48.933	48.933	
Renholdelse*	10.134	10.134	
Administration - regnskaber*	3.954	3.954	
Udvendig vedligeholdelse, bygning 30 kr. pr. m ² 9.495 m ²	284.850		284.850
Ejendomsadministration 2,0%	119.165		119.165
I ALT	997.500	556.161	441.339

Note: Baseret på ejers oplysninger

*) Driftsregnskab 2012

**) Ved fuld udlejning. Ejers midlertidige omkostninger forbundet med tomgang er estimeret til ca. kr.50.000 p.a.



Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 2 – Normalindtjeningsmodellen

Normalindtjeningsmodellen, Glentevej 61-65

Leje	5.958.257
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter	
Ejendomsforsikring	130.263
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925
Grundskyld	228.172
I alt	556.161
Lejeindtægter fratrasket lejerbetalte driftsudgifter i alt	6.514.418
Udvendig veligeholdelse 30 kr./m2.	284.850
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	119.165
Grundskyld	37.324
Lejerbetalte udgifter	556.161
Driftsudgifter i alt	997.500
Netto driftsoverskud	5.516.918
Afkastkrav	7,2%
Ejendommens værdi	76.623.859
Depositum	1.147.310
Ejendommens værdi	77.771.169
Afrundet værdi (værdi iht. Salgsprospekt)	77.500.000
Forskel	271.169

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 3 – Værdi iht. Normalindtjeningsmodellen = værdi iht. DFC-modellen

Normalindtjeningsmodellen = DCF-modellen

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation	0,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2%	0,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 1,5 %	0,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
CPH West	4.681.263	4.765.526	4.851.305	4.938.629	5.027.524	5.118.019	5.210.144	5.303.926	5.399.397	5.496.586	5.595.525
Hans Knudsen instituttet	847.395	862.648	878.176	893.983	910.075	926.456	943.132	960.109	977.391	994.984	1.012.893
Tomgangsleje	429.600	437.333	445.205	453.218	461.376	469.681	478.135	486.742	495.503	504.422	513.502
Nettoleje	5.958.258	6.065.507	6.174.686	6.285.830	6.398.975	6.514.157	6.631.411	6.750.777	6.872.291	6.995.992	7.121.920
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	132.608	134.995	137.425	139.898	142.416	144.980	147.590	150.246	152.951	155.704
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	101.597	103.426	105.288	107.183	109.112	111.076	113.076	115.111	117.183	119.292
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	99.688	101.482	103.309	105.168	107.061	108.988	110.950	112.947	114.980	117.050
Grundskyld	228.172	232.279	236.460	240.716	245.049	249.460	253.950	258.522	263.175	267.912	272.735
I alt	556.161	566.172	576.363	586.738	597.299	608.050	618.995	630.137	641.479	653.026	664.781
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.514.419	6.631.679	6.751.049	6.872.568	6.996.274	7.122.207	7.250.407	7.380.914	7.513.770	7.649.018	7.786.700
Udvendig veligeholdelse 30 kr./m2.	284.850	289.977	295.197	300.510	305.920	311.426	317.032	322.738	328.548	334.462	340.482
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	119.165	121.310	123.494	125.717	127.980	130.283	132.628	135.016	137.446	139.920	142.438
Grundskyld	37.324	37.996	38.680	39.376	40.085	40.806	41.541	42.289	43.050	43.825	44.613
Lejerbetalte udgifter	556.161	566.172	576.363	586.738	597.299	608.050	618.995	630.137	641.479	653.026	664.781
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	997.500	1.015.455	1.033.733	1.052.341	1.071.283	1.090.566	1.110.196	1.130.179	1.150.523	1.171.232	1.192.314
Driftsoverskud	5.516.919	5.616.223	5.717.315	5.820.227	5.924.991	6.031.641	6.140.211	6.250.734	6.363.248	6.477.786	6.594.386
Ejendommens cashflow	5.516.919	5.616.223	5.717.315	5.820.227	5.924.991	6.031.641	6.140.211	6.250.734	6.363.248	6.477.786	6.594.386
Diskonteringsfaktor	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,50	0,46	0,42	
Nutidsværdi af pengestrømme	5.061.393	4.727.063	4.414.817	4.123.196	3.850.838	3.596.470	3.358.905	3.137.033	2.929.816	2.736.287	
Terminalværdi											91.588.697
Forrentningskrav	7,2%										
Diskonteringsrente	9,0%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	37.935.818	48,78%									
Nutidsværdi af terminalværdi	38.688.055	49,75%									
Deposita	1.147.310	1,48%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	77.771.182,78	100,00%									
Værdi, jf. DCF-model i salgsprospektet	77.771.169,17										
Forskel	14										

Salgsprospekt

**Glentevej 67-69
2400 København NV**

Erhvervsejendom på i alt 8.490 m²,
som er fuldt udlejet til Hans Knudsen
Instituttet på en lejekontrakt frem til
minimum oktober 2018

Fleksibel og funktionel ejendom med
privat parkeringskælder og
velbeliggende i forhold til både
offentlig og privat transport

Område i kraftig udvikling, hvor
traditionel industri afløses af nye
kreative virksomheder

Pris: kr. 71,5 mio.

Nettostartafkast: 6,7%



In alliance with
Jones Lang
LaSalle



JONES LANG
LASALLE

Sadolin | ALBÆK

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Glentevej 67-69, 2400 København NV

Introduktion og transaktionsstruktur

■ Introduktion

Investeringen omfatter en fuldt udlejet erhvervsejendom beliggende i Københavns nordvestkvarter udlejet til Hans Knudsen Institutet med kontrakt frem til minimum oktober 2018.

Fleksibel og funktionelt indrettet til undervisning, lettere produktion og administration samt velbeliggende i forhold til både privat og offentlig transport.

Ejendommen omfatter et udlejningsareal på 8.490 m², hvoraf 1.618 m² udgør parkeringskælder og 286 m² tagterrasse.



■ Transaktionsstruktur

Ejendommen sælges på vegne af MP Pension, og processen varetages af Sadolin & Albæk. Transaktionen vil blive struktureret som en traditionel ejendomshandel med ansvarsfraskrivelse, hvor køber afholder omkostninger til tinglysning.

Sælger forudsætter, at 5% af købesummen deponeres kontant ved underskrift af endelig købsaftale, samt at restkøbesummen deponeres kontant på overtagelsesdagen.



In alliance with
Jones Lang LaSalle



- 2 -

Sadolin | ALBÆK

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Glentevej 67-69, 2400 København NV

Fakta

■ Ejendommen

Ejendommen er matrikuleret under matr.nr. 142 Utterslev, København og udbydes på vegne af Magistrenes Pensionskasse.

Ejendommen er opført i 1969 med ydervægge af glas og metal samt builtup tag.

Ejendommen omfatter et udlejningsareal på i alt 6.586 m² fordelt på 4 etager ekskl. kælder og har indgang fra Glentevej med reception i stueetagen. De resterende etager er inddelt i moderne og fleksible kontor-, undervisnings- og produktionslokaler. Ydermere omfatter ejendommen en kælder på 1.618 m², som anvendes parkering og opbevaring samt en tagterrasse på 286 m².

Ejendommen er udstyret med ventilation, tre personelevatorer, en vareelevators og fremstår overordnet set i god stand.

■ Planforhold

Ejendommen er omfattet af bestemmelserne i Lokalplan nr. 274 og Kommuneplan 2011 for Københavns Kommune.

■ Moms

Ejendommen er momsregistreret.

■ Udlejningsforhold

Ejendommen er fuldt udlejet til Hans Knudsen Institut og anvendes til diverse administrations- og undervisningsformål i relation til ledige på arbejdsmarkedet.

Lejekontrakten kan fra lejers side uopsigelig frem til oktober 2017, hvorefter der kan ske opsigelse med 12 måneders forudgående varsel.

Lejen bliver årlig indekseret med den procentvise udvikling i NPI, dog minimum 2% og maksimum 5%.



Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Glentevej 67-69, 2400 København NV

Fakta

■ Arealforhold

Ejendommens grundareal andrager 2.915 m², heraf vej 243 m².

Ejendommens samlede udlejningsareal udgør ifølge lejelisten 8.490 m², heraf 1.618 m² kælder og 286 m² tagterrasse, hvilket er 295 m² mindre end arealet ifølge BBR-meddelelsen.

■ Skatter og afgifter 2013

Ifølge skattebilletten andrager ejendommens skatter og afgifter i alt kr. 252.110.

■ Offentlig vurdering pr. 1. oktober 2012

Ejendomsværdi i alt kr. 86.000.000

- heraf grundværdi i alt kr. 8.016.300

■ Energimærke

Ejendommen er klassificeret med energimærkning F.

■ Driftsbudget

Faktisk lejeindtægt p.a. kr. 5.322.575

Ejers driftsomkostninger p.a. kr. 527.578

Nettodrift p.a. kr. 4.794.997

■ Udbudspris kr. 71.500.000

Refusion af deposita kr. 335.480

Investering før købsomkostninger kr. 71.164.520

■ Pris pr. m² udlejningsareal kr. ca. 8.400

■ Nettostartafkast 6,7%

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Glentevej 67-69, 2400 København NV

Lejeoversigt

Nr.	Lejer	Anvendelse	Etage	Areal (m²)	Lejeindtægt		Deposita		Lejeregulering				Lejemål Ikrafttræden	Uopsigelighed		
					(kr. pr. år)	(kr./m² pr. år)	(kr.)	(måneder)	Måned	Min.	Max.	Generelt		Lejer	Udlejer	Varsel
1	Hans Knudsen Institut	Kontor/undervisning	Glentevej 67-69	6.586	5.322.575	627	335.480	0,8	Januar	2,0%	5,0%	NPI	01.07.2005	01.10.2017	01.07.2020	12 mdr.
	Hans Knudsen Institut	Parkering/opbevaring	Kælder	1.618	Inkl.	Inkl.	Inkl.	Inkl.								
	Hans Knudsen Institut	Tagterasse		286	Inkl.	Inkl.	Inkl.	Inkl.								
I ALT				8.490	5.322.575	627	335.480	0,8								

Note: Arealangivelser stammer fra lejeoversigten

Glentevej 67-69, 2400 København NV

Driftsomkostninger

Omkostninger	Brutto		Lejerandel	Netto
Grundskyld	252.110		80.522	171.588
Andre skatter og afgifter	1.548		276	1.272
Ejendomsforsikring*	109.990		109.990	
Vand, varme, elektricitet m.v.			Afholdes af lejer	
Rengøring, vicevært o.l.			Afholdes af lejer	
Indvendig vedligeholdelse, bygning			Afholdes af lejer	
Udvendig vedligeholdelse, bygning				
40 kr. pr. m²	6.872 m²	274.880		274.880
Ejendomsadministration	1,5%	79.839		79.839
Serviceeftersyn m.v.*		95.107	95.107	
I ALT	813.473		285.895	527.578

Note: Baseret på ejers oplysninger

*) Driftsbudget 2012

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 5 – Opgørelse af brutto- og nettoleje

Glentevej 61-65, 2400 København NV

Faktisk leje = markedsleje

Lejer	Areal	Lejeindtægt		Driftsomkostninger (lejerbetalte)		Bruttoleje	Nettoleje	Bruttoleje	Areal	Gennemsnitlig bruttoleje	Nettoleje
		kr. pr. år	kr./m ² pr.	kr. pr. år	kr./m ² pr.						
	m ²								m ²		
CPH West	6650	4.021.993	605	376.818	57	661	604,81	4.398.811,20	6.650		4.021.993,00
CPH West	925	659.270	713	52.415	57	769	712,72	711.684,56	925		659.270,00
Hans Knudsen											
Instituttet	1124	737.969	657	63.691	57	713	656,56	801.659,78	1.124		737.969,00
Hans Knudsen											
Instituttet	400	109.426	274	22.666	57	330	273,57				109.426,00
Ledig	716	429.600	600	40.572	57	657	600,00				429.600,00
Viceværtsskontor	30	0	0	0	0	0	0				
Fællesareal	50	0	0	0	0	0	0				
Fællesareal	40	0	0	0	0	0	0				
Ledig	0	0	0	0	0	0	0				
	9.935	5.958.258	600	556.161	56	656	600	5.912.156	8.699	679,64	5.958.258,00

Nettoleje CPH West = 4.681.263,00

Nettoleje Hans Knudsen Instituttet = 847.395,00

Markedsleje = 750

Lejer	Areal	Lejeindtægt		Driftsomkostninger (lejerbetalte)		Bruttoleje	Nettoleje	Bruttoleje	Areal	Gennemsnitlig bruttoleje	Nettoleje
		kr. pr. år	kr./m ² pr.	kr. pr. år	kr./m ² pr.						
	m ²								m ²		
CPH West	6650	4.021.993	605	376.818	57	750	693,34	4.987.500,00	6.650		4.610.681,80
CPH West	925	659.270	713	52.415	57	750	693,34	693.750,00	925		641.335,44
Hans Knudsen											
Instituttet	1124	737.969	657	63.691	57	750	693,34	843.000,00	1.124		779.309,22
Hans Knudsen											
Instituttet	400	109.426	274	22.666	57	330	273,57				109.426,00
Ledig	716	429.600	600	40.572	57	750	693,34	537.000,00	716		496.428,30
Viceværtsskontor	30	0	0	0	0	0	0				
Fællesareal	50	0	0	0	0	0	0				
Fællesareal	40	0	0	0	0	0	0				
Ledig	0	0	0	0	0	0	0				
	9.935	5.958.258	600	556.161	56	656	600	7.061.250	9.415	750,00	6.637.180,76

Nettoleje CPH West = 5.252.017,24

Nettoleje Hans Knudsen Instituttet = 888.735,22

Note: Lejerbetalte omkostninger for CPH West og Hans Knudsens instituttets kontorarealer = 376.818 kr. + 52.415 kr. + 63.691 kr. = 492.924 kr./m² pr. år

Hvor faktisk leje = markedsleje: Huslejeindtægt for kontorarealer pr. år = 4.021.993 kr. + 659.270 kr. + 737.969 kr. = 5.419.232 kr. pr. år

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Markedsleje = 800

Lejer	Areal	Lejeindtægt		Driftsomkostninger (lejerbetalte)		Bruttoleje	Nettoleje	Bruttoleje	Areal	Gennemsnitlig bruttoleje	Nettoleje
	m ²	kr. pr. år	kr./m ² pr	kr. pr. år	kr./m ² pr	kr./m ² pr. år	kr./m ² pr. år	kr. pr. år	m ²	kr./m ² pr. år	kr. pr. år
CPH West	6650	4.021.993	605	376.818	57	800	743,34	5.320.000,00	6.650		4.943.181,80
CPH West	925	659.270	713	52.415	57	800	743,34	740.000,00	925		687.585,44
Hans Knudsen Institut	1124	737.969	657	63.691	57	800	743,34	899.200,00	1.124		835.509,22
Hans Knudsen Institut	400	109.426	274	22.666	57	330	273,57				109.426,00
Ledig	716	429.600	600	40.572	57	800	743,34	572.800,00	716		532.228,30
Viceværtsskontor	30	0	0	0	0	0	0				
Fællesareal	50	0	0	0		0	0				
Fællesareal	40	0	0	0		0	0				
Ledig	0	0	0	0		0	0				
	9.935	5.958.258	600	556.161	56	656	600	7.532.000	9.415	800,00	7.107.930,76

Nettoleje CPH West = 5.630.767,24

Nettoleje Hans Knudsen Instituttet = 944.935,22

Markedsleje = 600

Lejer	Areal	Lejeindtægt		Driftsomkostninger (lejerbetalte)		Bruttoleje	Nettoleje	Bruttoleje	Areal	Gennemsnitlig bruttoleje	Nettoleje
	m ²	kr. pr. år	kr./m ² pr	kr. pr. år	kr./m ² pr	kr./m ² pr. år	kr./m ² pr. år	kr. pr. år	m ²	kr./m ² pr. år	kr. pr. år
CPH West	6650	4.021.993	605	376.818	57	600	543,34	3.990.000,00	6.650		3.613.181,80
CPH West	925	659.270	713	52.415	57	600	543,34	555.000,00	925		502.585,44
Hans Knudsen Instituttet	1124	737.969	657	63.691	57	600	543,34	674.400,00	1.124		610.709,22
Hans Knudsen Instituttet	400	109.426	274	22.666	57	330	273,57				109.426,00
Ledig	716	429.600	600	40.572	57	600	543,34	429.600,00	716		389.028,30
Viceværtsskontor	30	0	0	0	0	0	0				
Fællesareal	50	0	0	0		0	0				
Fællesareal	40	0	0	0		0	0				
Ledig	0	0	0	0		0	0				
	9.935	5.958.258	600	556.161	56	656	600	5.649.000	9.415	600,00	5.224.930,76

Nettoleje CPH West = 4.115.767,24

Nettoleje Hans Knudsen Instituttet = 720.135,22

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 6 – Markedsrapporter

Region Hovedstaden - Kontorejendomme 1. kvartal 2015

	City (ældre ejd.)	Frederiksberg brokvarterer	Havnefronter/City (nyere ejd.)	Ørestad	Ring 3-4 (Storkøbenhavn)	Hillerød
Total forventet færdiggørelse 2015 (m²)	-	10.000	23.000	30.000	40.000	-
Total forventet færdiggørelse 2016 (m²)	-	15.000	13.900	30.000	10.000	-
Total forventet færdiggørelse 2017 (m²)	-	5.000	25.000	30.000	5.000	-
Tomgangsrate i %	9,00-10,00	9,00-10,00	8,00-9,00	-	9,00-10,00	-
Kortsigtsprognose (→ → →)	→	→	→	→	→	→
Bruttoleje: Klasse A ejd. (DKK/m²/år)	1.400-1.800	1.200-1.900	2.000-2.550	1.500-1.900	1.000-1.300	1.000-1.150
Kortsigtsprognose (→ → →)	→	→	→	→	→	→
Bruttoleje: Klasse B ejd. (DKK/m²/år)	1.000-1.400	1.000-1.200	1.500-2.000	1.200-1.500	600-800	750-950
Kortsigtsprognose (→ → →)	→	→	→	→	→	→
Bruttoleje: Klasse C ejd. (DKK/m²/år)	900-1.000	800-1.000	-	-	500-600	450-750
Kortsigtsprognose (→ → →)	→	→	→	→	→	→
Afkast: Klasse A ejendomme i %	4,50-5,00	5,00-5,50	4,75-5,00	5,00	7,00-7,50	7,25-7,50
Afkast: Klasse B ejendomme i %	5,50-6,00	6,50-7,00	6,00-6,25	6,00-6,50	8,50-9,00	7,75-8,00
Afkast: Klasse C ejendomme i %	6,25-7,00	7,00-7,50	-	-	9,00-10,00	8,00-9,50

Kilde, Markedsrapport – Erhvervsejendomme i Danmark, udgivet af Nybolig forår 2015

Afkastkrav i %, årlig markedsleje i kr/m² og tendens på 3-6 måneders sigt.

	Klasse A		Klasse B		Klasse C		Klasse A		Klasse B		Klasse C	
København	Afkastkrav i %						Årlig markedsleje i kr./m²					
Primær	5,00	➡	5,50	➡	6,00	➡	1.700	➡	1.300	➡	1.100	➡
Sekundær	5,50	➡	6,00	➡	6,75	➡	1.300	➡	1.000	➡	850	➡
Tertiær	6,75	➡	7,25	➡	7,75	➡	1.050	➡	850	➡	700	➡

Kilde: Market Update – Vinter/forår 2015, udgivet af EDC erhverv

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Kontor		2010				2011				2012				2013				2014				2015	Ændring
		1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	4. - 1. kv.
Leje		- Kr./m2/år eksklusive driftsomkostninger og skatter -																				- % -	
København	Primær	1.750	1.700	1.700	1.700	1.750	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.750	1.800	1.800	1.800	1.775	1.750	1.750	1.750	1.750	1.750	0,0%
	Sekundær	1.125	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.075	1.075	1.075	1.075	1.075
Aarhus	Primær	1.400	1.400	1.400	1.400	1.400	1.400	1.400	1.400	1.400	1.400	1.400	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	1.350	0,0%
	Sekundær	850	825	800	800	800	750	750	750	750	750	750	750	750	750	750	750	750	750	750	750	750	0,0%
Trekantområdet	Primær	1.050	1.050	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	0,0%
	Sekundær	625	625	600	600	600	550	550	550	550	550	550	525	525	525	550	550	550	550	550	550	550	0,0%
Startforrentning																						- %-point -	
København	Primær	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	0,00
	Sekundær	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25	6,25	6,50	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	0,00
Aarhus	Primær	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	0,00
	Sekundær	7,00	7,00	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	0,00
Trekantområdet	Primær	6,00	6,00	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	0,00
	Sekundær	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,00	7,00	7,00	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	0,00
Tomgang																						- %-point -	

Kilde: Newsletter – Markedskommentar: Erhvervs- og investeringsejendomme, udgivet af Sadolin Albæk, Januar 2015

Bilag 7 – Rente på statsobligation

4ST.L.15 GB, 4% DANSKE STAT ST. LÅN 2015, (DK0009921439)

KURSFÖRÖRNING

STAMDATA

HANDELSINFORMATION

NYHEDER

I dag (2015-04-06) - 4% Danske Stat St. Lån 2015 - DK0009921439

Seneste	+/-	Bud	Udbud	Høj	Lav	Gns. kurs alle handler
102,950	0,074	102,670	103,050	102,950	102,710	102,810

Kursinformation

Attribut	Værdi	Dato
Åbningskurs	102,810	2015-04-01
Lukkekurs/Vejledendekurs	102,874	2015-03-31
Gns. kurs alle handler	102,810	2015-04-01
Høj	102,950	2015-04-01
Lav	102,710	2015-04-01
Varighed	0,61	2015-04-01
Effektiv rente	-0,61	2015-04-01
Renteberegningskurs	102,810	2015-04-01
Omsætning	211.530.868,89	2015-04-01

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 8 – DCF model med forudsætninger indarbejdet

DCF-model (korrigeret for min. Regulering, inflation samt tomgang)

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation		0,0%	1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2%		0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %		0,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
CPH West	4.681.263	4.765.526	4.837.009	4.924.075	5.012.708	5.102.937	5.194.790	5.288.296	5.383.485	5.480.388	5.579.035
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje	486.620	496.352	506.279	516.405	526.733	537.267	548.013	558.973	570.152	581.555	592.023
Nettoleje	6.015.278	6.126.221	6.224.917	6.339.742	6.456.688	6.575.797	6.697.107	6.820.659	6.946.496	7.074.659	7.202.003
Lejerbetalер/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.571.439	6.687.943	6.795.066	6.920.153	7.047.547	7.177.291	7.309.428	7.444.002	7.581.059	7.720.644	7.859.615
Udvendig veligeholdelse 30 kr./m2.	284.850	287.699	292.014	297.270	302.621	308.068	313.614	319.259	325.005	330.855	336.811
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	120.306	122.524	124.498	126.795	129.134	131.516	133.942	136.413	138.930	141.493	144.040
Grundskyld	37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352	44.132
Lejerbetalte udgifter	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	998.641	1.009.643	1.024.923	1.043.428	1.062.266	1.081.444	1.100.969	1.120.847	1.141.083	1.161.686	1.182.596
Driftsoverskud	5.572.798	5.678.300	5.770.142	5.876.725	5.985.281	6.095.846	6.208.458	6.323.155	6.439.975	6.558.958	6.677.020
Ejendommens cashflow	5.572.798	5.678.300	5.770.142	5.876.725	5.985.281	6.095.846	6.208.458	6.323.155	6.439.975	6.558.958	6.677.020
Diskonteringsfaktor	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,50	0,46	0,42	
Nutidsværdi af pengestrømme	5.112.659	4.779.312	4.455.609	4.163.220	3.890.022	3.634.754	3.396.239	3.173.378	2.965.144	2.770.575	
Terminalværdi											92.736.383
Forrentningskrav	7,2%										
Diskonteringsrente	9,0%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	38.340.911	48,74%									
Nutidsværdi af terminalværdi	39.172.850	49,80%									
Deposita	1.147.310	1,5%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	78.661.071,49	100,00%									
Værdi, jf. DCF-model i salgsprospektet	77.771.182,78										
Forskel	889.889										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 9 – DCF model, markedsværdi

DCF-model - Markedsværdi

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CPH West	4.681.263	4.751.482	4.822.754	4.909.564	4.997.936	5.087.899	5.179.481	5.272.712	5.367.620	5.464.238	5.562.594
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje	486.620	496.352	506.279	516.405	526.733	537.267	548.013	558.973	570.152	581.555	592.023
Nettoleje	6.015.278	6.112.177	6.210.663	6.325.231	6.441.916	6.560.759	6.681.798	6.805.075	6.930.631	7.058.508	7.185.562
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.571.439	6.673.899	6.780.811	6.905.642	7.032.775	7.162.253	7.294.119	7.428.418	7.565.194	7.704.493	7.843.174
Udvendig veligeholdelse 30 kr./m2.	284.850	287.699	292.014	297.270	302.621	308.068	313.614	319.259	325.005	330.855	336.811
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	120.306	122.244	124.213	126.505	128.838	131.215	133.636	136.101	138.613	141.170	143.711
Grundskyld	37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352	44.132
Lejerbetalte udgifter	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	998.641	1.009.362	1.024.638	1.043.137	1.061.970	1.081.144	1.100.663	1.120.535	1.140.766	1.161.362	1.182.267
Driftsoverskud	5.572.798	5.664.537	5.756.173	5.862.504	5.970.804	6.081.109	6.193.456	6.307.882	6.424.428	6.543.131	6.660.907
Ejendommens cashflow	5.572.798	5.664.537	5.756.173	5.862.504	5.970.804	6.081.109	6.193.456	6.307.882	6.424.428	6.543.131	6.660.907
Diskonteringsfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41	
Nutidsværdi af pengestrømme	5.098.626	4.741.591	4.408.322	4.107.736	3.827.648	3.566.661	3.323.471	3.096.865	2.885.712	2.688.958	
Terminalværdi											88.812.096
Forrentningskrav	7,5%										
Diskonteringsrente	9,3%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	37.745.591	50,07%									
Nutidsværdi af terminalværdi	36.498.121	48,41%									
Deposita	1.147.310	1,52%									
Værdi af ejendommen (markedsværdi)	75.391.021,22	100,00%									
Værdi, jf. DCF-model i salgsprospektet	77.771.182,78										
Forskel	-2.380.162										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 10 – Scenarie 1: Regulering af skønnet markedsleje

10.A

Markedsleje på 600	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
 CPH West - faktisk leje (6. mdr.)	2.340.632										
Hans Knudsen instituttet - faktisk leje (6 mdr).	423.698										
 CPH West	2.057.884	4.240.166	4.303.769	4.381.237	4.460.099	4.540.381	4.622.108	4.705.305	4.790.001	4.876.221	4.963.993
Hans Knudsen instituttet	360.068	720.135	734.538	749.229	764.213	779.498	795.087	810.989	827.209	843.753	858.941
 Tomgangsleje	389.028	396.809	404.745	412.840	421.097	429.519	438.109	446.871	455.809	464.925	473.293
Nettoleje	5.571.309	5.357.110	5.443.052	5.543.305	5.645.409	5.749.397	5.855.304	5.963.166	6.073.019	6.184.899	6.296.227
 Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
 Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.127.470	5.918.833	6.013.200	6.123.716	6.236.267	6.350.891	6.467.625	6.586.509	6.707.581	6.830.884	6.953.840
 Udvendig velgeholdelse 30 kr./m2.	284.850	287.699	292.014	297.270	302.621	308.068	313.614	319.259	325.005	330.855	336.811
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	111.426	107.142	108.861	110.866	112.908	114.988	117.106	119.263	121.460	123.698	125.925
Grundskyld	37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352	44.132
Lejerbetalte udgifter	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	989.761	994.261	1.009.286	1.027.499	1.046.040	1.064.916	1.084.133	1.103.697	1.123.614	1.143.890	1.164.480
 Driftsoverskud	5.137.708	4.924.572	5.003.914	5.096.217	5.190.227	5.285.974	5.383.492	5.482.811	5.583.968	5.686.994	5.789.360
 Ejendommens cashflow	5.137.708	4.924.572	5.003.914	5.096.217	5.190.227	5.285.974	5.383.492	5.482.811	5.583.968	5.686.994	5.789.360
Diskonteringsfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41	
 Nutidsværdi af pengestrømme	4.700.557	4.122.192	3.832.210	3.570.815	3.327.251	3.100.303	2.888.836	2.691.795	2.508.196	2.337.121	
Terminalværdi											77.191.460
Forrentningskrav	7,5%										
Diskonteringsrente	9,3%										
 Sum af nutidsværdi af pengestrømme	33.079.275	50,16%									
Nutidsværdi af terminalværdi	31.722.517	48,10%									
 Deposita	1.147.310	1,74%									
 Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	65.949.101,62	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	-9.441.920										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

10.B

Markedsleje på 750

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
CPH West - faktisk leje (6. mdr.)	2.340.632										
Hans Knudsen instituttet - faktisk leje (6 mdr).	423.698										
CPH West	2.626.009	5.410.759	5.491.921	5.590.775	5.691.409	5.793.855	5.898.144	6.004.311	6.112.388	6.222.411	6.334.415
Hans Knudsen instituttet	444.368	924.640	943.133	961.996	981.236	1.000.860	1.020.877	1.041.295	1.062.121	1.083.363	1.102.864
Tomgangsleje	496.428	506.357	516.484	526.814	537.350	548.097	559.059	570.240	581.645	593.278	603.957
Nettoleje	6.331.134	6.841.756	6.951.538	7.079.585	7.209.995	7.342.812	7.478.080	7.615.846	7.756.154	7.899.052	8.041.235
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttogleje)	6.887.295	7.403.479	7.521.686	7.659.996	7.800.853	7.944.306	8.090.401	8.239.188	8.390.717	8.545.037	8.698.848
Udvendig veligeholdelse 30 kr./m2.	284.850	287.699	292.014	297.270	302.621	308.068	313.614	319.259	325.005	330.855	336.811
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	126.623	136.835	139.031	141.592	144.200	146.856	149.562	152.317	155.123	157.981	160.825
Grundskyld	37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352	44.132
Lejerbetalte udgifter	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	1.004.958	1.023.953	1.039.456	1.058.224	1.077.332	1.096.785	1.116.589	1.136.751	1.157.277	1.178.173	1.199.380
Driftsoverskud	5.882.337	6.379.526	6.482.230	6.601.771	6.723.521	6.847.521	6.973.812	7.102.438	7.233.440	7.366.864	7.499.467
Ejendommens cashflow	5.882.337	6.379.526	6.482.230	6.601.771	6.723.521	6.847.521	6.973.812	7.102.438	7.233.440	7.366.864	7.499.467
Diskonteringsfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41	
Nutidsværdi af pengestrømme	5.381.827	5.340.084	4.964.368	4.625.725	4.310.186	4.016.173	3.742.218	3.486.953	3.249.103	3.027.478	
Terminalværdi											99.992.900
Forrentningskrav	7,5%										
Diskonteringsrente	9,3%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	42.144.115	49,94%									
Nutidsværdi af terminalværdi	41.092.971	48,70%									
Deposita	1.147.310	1,36%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	84.384.396,32	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	8.993.375										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

10.C

Markedsleje på 800

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CPH West - faktisk leje (6. mdr.)	2.340.632										
Hans Knudsen instituttet - faktisk leje (6 mdr).	423.698										
CPH West	2.815.384	5.800.957	5.887.972	5.993.955	6.101.846	6.211.679	6.323.490	6.437.312	6.553.184	6.671.141	6.791.222
Hans Knudsen instituttet	472.468	983.111	1.002.773	1.022.828	1.043.285	1.064.151	1.085.434	1.107.142	1.129.285	1.151.871	1.172.604
Tomgangsleje	532.228	542.873	553.730	564.805	576.101	587.623	599.376	611.363	623.590	636.062	647.511
Nettoleje	6.584.409	7.326.941	7.444.475	7.581.588	7.721.232	7.863.453	8.008.299	8.155.818	8.306.059	8.459.074	8.611.338
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttogleje)	7.140.570	7.888.663	8.014.623	8.161.999	8.312.091	8.464.947	8.620.620	8.779.160	8.940.622	9.105.059	9.268.950
Udvendig veligeholdelse 30 kr./m2.	284.850	287.699	292.014	297.270	302.621	308.068	313.614	319.259	325.005	330.855	336.811
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	131.688	146.539	148.889	151.632	154.425	157.269	160.166	163.116	166.121	169.181	172.227
Grundskyld	37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352	44.132
Lejerbetalte udgifter	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	1.010.023	1.033.657	1.049.315	1.068.265	1.087.557	1.107.198	1.127.193	1.147.550	1.168.275	1.189.374	1.210.783
Driftsoverskud	6.130.546	6.855.006	6.965.309	7.093.735	7.224.534	7.357.749	7.493.426	7.631.610	7.772.348	7.915.685	8.058.168
Ejendommens cashflow	6.130.546	6.855.006	6.965.309	7.093.735	7.224.534	7.357.749	7.493.426	7.631.610	7.772.348	7.915.685	8.058.168
Diskonteringsfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41	
Nutidsværdi af pengestrømme	5.608.917	5.738.092	5.334.330	4.970.434	4.631.365	4.315.429	4.021.048	3.746.751	3.491.168	3.253.021	
Terminalværdi											107.442.237
Forrentningskrav	7,5%										
Diskonteringsrente	9,3%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	45.110.557	49,89%									
Nutidsværdi af terminalværdi	44.154.342	48,84%									
Deposita	1.147.310	1,27%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	90.412.209,21	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	15.021.188										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 11 – Scenarie 2: Tomgang – tidspunkt for genudlejning

11.A

Tomgang efter år 1											
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation		1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Min. Regulering 1,5 %		1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
CPH West	4.681.263	4.751.482	4.822.754	4.909.564	4.997.936	5.087.899	5.179.481	5.272.712	5.367.620	5.464.238	5.562.594
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje	-	496.401	506.329	516.455	526.784	537.320	548.066	559.028	570.208	581.612	592.081
Nettoleje	5.528.658	6.112.225	6.210.713	6.325.281	6.441.968	6.560.811	6.681.852	6.805.130	6.930.687	7.058.565	7.185.620
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.084.819	6.673.948	6.780.861	6.905.692	7.032.826	7.162.305	7.294.173	7.428.472	7.565.250	7.704.550	7.843.232
Udvendig veligeholdelse 30 kr./m2.	284.850	287.699	292.014	297.270	302.621	308.068	313.614	319.259	325.005	330.855	336.811
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	110.573	122.245	124.214	126.506	128.839	131.216	133.637	136.103	138.614	141.171	143.712
Grundskyld	37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352	44.132
Lejerbetalte udgifter	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	50.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	1.038.908	1.009.363	1.024.639	1.043.138	1.061.972	1.081.145	1.100.664	1.120.536	1.140.767	1.161.364	1.182.268
Driftsoverskud	5.045.911	5.664.585	5.756.222	5.862.554	5.970.855	6.081.160	6.193.508	6.307.936	6.424.482	6.543.187	6.660.964
Ejendommens cashflow	5.045.911	5.664.585	5.756.222	5.862.554	5.970.855	6.081.160	6.193.508	6.307.936	6.424.482	6.543.187	6.660.964
Diskonteringsfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41	
Nutidsværdi af pengestrømme	4.616.570	4.741.631	4.408.360	4.107.771	3.827.681	3.566.691	3.323.499	3.096.891	2.885.737	2.688.981	
Terminalværdi											88.812.855
Forrentningskrav	7,5%										
Diskonteringsrente	9,3%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	37.263.812	49,75%									
Nutidsværdi af terminalværdi	36.498.432	48,72%									
Deposita	1.147.310	1,53%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	74.909.553,79	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	-481.467										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

11.B

Tomgang efter år 3

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CPH West	4.681.263	4.751.482	4.822.754	4.909.564	4.997.936	5.087.899	5.179.481	5.272.712	5.367.620	5.464.238	5.562.594
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje				522.614	533.066	543.727	554.602	565.694	577.008	588.548	599.142
Nettoleje	5.528.658	5.615.825	5.704.384	6.331.440	6.448.249	6.567.218	6.688.387	6.811.796	6.937.486	7.065.501	7.192.680
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.084.819	6.177.547	6.274.532	6.911.851	7.039.108	7.168.712	7.300.708	7.435.138	7.572.049	7.711.486	7.850.292
Udvendig veligholdelse 30 kr./m2.	284.850	287.699	292.014	297.270	302.621	308.068	313.614	319.259	325.005	330.855	336.811
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	110.573	112.316	114.088	126.629	128.965	131.344	133.768	136.236	138.750	141.310	143.854
Grundskyld	37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352	44.132
Lejerbetalte udgifter	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	50.000	50.500	51.258	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	1.038.908	1.049.935	1.065.770	1.043.262	1.062.097	1.081.273	1.100.795	1.120.670	1.140.903	1.161.502	1.182.409
Driftsoverskud	5.045.911	5.127.613	5.208.762	5.868.589	5.977.011	6.087.439	6.199.913	6.314.469	6.431.146	6.549.983	6.667.883
Ejendommens cashflow	5.045.911	5.127.613	5.208.762	5.868.589	5.977.011	6.087.439	6.199.913	6.314.469	6.431.146	6.549.983	6.667.883
Diskonteringsfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41	
Nutidsværdi af pengestrømme	4.616.570	4.292.150	3.989.092	4.112.000	3.831.627	3.570.374	3.326.936	3.100.099	2.888.730	2.691.774	
Terminalværdi											88.905.107
Forrentningskrav	7,5%										
Diskonteringsrente	9,3%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	36.419.350	49,15%									
Nutidsværdi af terminalværdi	36.536.344	49,30%									
Deposita	1.147.310	1,55%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	74.103.004,48	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	-1.288.017										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

11.C

Tomgang efter år 5

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CPH West	4.681.263	4.751.482	4.822.754	4.909.564	4.997.936	5.087.899	5.179.481	5.272.712	5.367.620	5.464.238	5.562.594
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje						541.597	552.429	563.477	574.747	586.242	596.794
Nettoleje	5.528.658	5.615.825	5.704.384	5.808.826	5.915.183	6.565.088	6.686.214	6.809.580	6.935.226	7.063.195	7.190.332
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttogleje)	6.084.819	6.177.547	6.274.532	6.389.237	6.506.042	7.166.582	7.298.535	7.432.922	7.569.789	7.709.180	7.847.945
Udvendig veligeholdelse 30 kr./m2.	284.850	287.699	292.014	297.270	302.621	308.068	313.614	319.259	325.005	330.855	336.811
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	110.573	112.316	114.088	116.177	118.304	131.302	133.724	136.192	138.705	141.264	143.807
Grundskyld	37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352	44.132
Lejerbetalte udgifter	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	50.000	50.500	51.258	52.180	53.119	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	1.038.908	1.049.935	1.065.770	1.084.989	1.104.555	1.081.230	1.100.752	1.120.625	1.140.858	1.161.456	1.182.362
Driftsoverskud	5.045.911	5.127.613	5.208.762	5.304.248	5.401.487	6.085.352	6.197.784	6.312.297	6.428.930	6.547.724	6.665.583
Ejendommens cashflow	5.045.911	5.127.613	5.208.762	5.304.248	5.401.487	6.085.352	6.197.784	6.312.297	6.428.930	6.547.724	6.665.583
Diskonteringsfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41	
Nutidsværdi af pengestrømme	4.616.570	4.292.150	3.989.092	3.716.577	3.462.681	3.569.149	3.325.793	3.099.032	2.887.735	2.690.845	
Terminalværdi											88.874.436
Forrentningskrav	7,5%										
Diskonteringsrente	9,3%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	35.649.625	48,62%									
Nutidsværdi af terminalværdi	36.523.740	49,81%									
Deposita	1.147.310	1,56%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	73.320.674,78	100%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	-2.070.346										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 12 – Scenarie 3: Estimering af driftsomkostninger, herunder vedligeholdelsesomkostninger

12.A

Udvendig vedligeholdelse 25 kr./m2

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
CPH West	4.681.263	4.751.482	4.822.754	4.909.564	4.997.936	5.087.899	5.179.481	5.272.712	5.367.620	5.464.238	5.562.594
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje	486.620	496.352	506.279	516.405	526.733	537.267	548.013	558.973	570.152	581.555	592.023
Nettoleje	6.015.278	6.112.177	6.210.663	6.325.231	6.441.916	6.560.759	6.681.798	6.805.075	6.930.631	7.058.508	7.185.562
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.571.439	6.673.899	6.780.811	6.905.642	7.032.775	7.162.253	7.294.119	7.428.418	7.565.194	7.704.493	7.843.174
m2											
Udvendig vedligeholdelse 25 kr./m2.	9.495,00	237.375	239.749	243.345	247.725	252.184	256.724	261.345	266.049	270.838	275.713
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne		120.306	122.244	124.213	126.505	128.838	131.215	133.636	136.101	138.613	141.170
Grundskyld		37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352
Lejerbetalte udgifter		556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt		951.166	961.412	975.969	993.592	1.011.534	1.029.799	1.048.394	1.067.325	1.086.599	1.106.220
Driftsoverskud		5.620.273	5.712.487	5.804.842	5.912.049	6.021.241	6.132.454	6.245.725	6.361.092	6.478.595	6.598.273
Ejendommens cashflow		5.620.273	5.712.487	5.804.842	5.912.049	6.021.241	6.132.454	6.245.725	6.361.092	6.478.595	6.598.273
Diskonteringsfaktor		0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41
Nutidsværdi af pengestrømme		5.142.061	4.781.729	4.445.595	4.142.451	3.859.981	3.596.775	3.351.519	3.122.989	2.910.043	2.711.619
Terminalværdi											89.560.564
Forrentningskrav	7,50%										
Diskonteringsrente	9,3%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	38.064.762	50,07%									
Nutidsværdi af terminalværdi	36.805.710	48,42%									
Deposita	1.147.310	1,51%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	76.017.782,61	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	626.761										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

12.B

Udvendig vedligeholdelse 20 kr./m2

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CPH West	4.681.263	4.751.482	4.822.754	4.909.564	4.997.936	5.087.899	5.179.481	5.272.712	5.367.620	5.464.238	5.562.594
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje	486.620	496.352	506.279	516.405	526.733	537.267	548.013	558.973	570.152	581.555	592.023
Nettoleje	6.015.278	6.112.177	6.210.663	6.325.231	6.441.916	6.560.759	6.681.798	6.805.075	6.930.631	7.058.508	7.185.562
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.571.439	6.673.899	6.780.811	6.905.642	7.032.775	7.162.253	7.294.119	7.428.418	7.565.194	7.704.493	7.843.174
m2											
Udvendig veligeholdelse 20 kr./m2.	9.495,00	189.900	191.799	194.676	198.180	201.747	205.379	209.076	212.839	216.670	220.570
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne		120.306	122.244	124.213	126.505	128.838	131.215	133.636	136.101	138.613	141.170
Grundskyld		37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352
Lejerbetalte udgifter		556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt		903.691	913.462	927.300	944.047	961.097	978.454	996.125	1.014.116	1.032.431	1.051.077
Driftsoverskud		5.667.748	5.760.437	5.853.511	5.961.594	6.071.678	6.183.798	6.297.993	6.414.302	6.532.763	6.653.416
Ejendommens cashflow		5.667.748	5.760.437	5.853.511	5.961.594	6.071.678	6.183.798	6.297.993	6.414.302	6.532.763	6.653.416
Diskonteringsfaktor		0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41
Nutidsværdi af pengestrømme		5.185.497	4.821.866	4.482.868	4.177.166	3.892.314	3.626.890	3.379.567	3.149.112	2.934.374	2.734.280
Terminalværdi											90.309.033
Forrentningskrav	7,50%										
Diskonteringsrente	9,3%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	38.383.934	50,08%									
Nutidsværdi af terminalværdi	37.113.300	48,42%									
Deposita	1.147.310	1,5%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	76.644.544,01	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	1.253.523										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

12.C

Udvendig vedligeholdelse 35 kr./m2

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation		1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %		1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
CPH West	4.681.263	4.751.482	4.822.754	4.909.564	4.997.936	5.087.899	5.179.481	5.272.712	5.367.620	5.464.238	5.562.594
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje	486.620	496.352	506.279	516.405	526.733	537.267	548.013	558.973	570.152	581.555	592.023
Nettoleje	6.015.278	6.112.177	6.210.663	6.325.231	6.441.916	6.560.759	6.681.798	6.805.075	6.930.631	7.058.508	7.185.562
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.571.439	6.673.899	6.780.811	6.905.642	7.032.775	7.162.253	7.294.119	7.428.418	7.565.194	7.704.493	7.843.174
Udvendig vedligeholdelse 35 kr./m2.	9.495,00	332.325	335.648	340.683	346.815	353.058	359.413	365.882	372.468	379.173	385.998
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne		120.306	122.244	124.213	126.505	128.838	131.215	133.636	136.101	138.613	141.170
Grundskyld		37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352
Lejerbetalte udgifter		556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	1.046.116	1.057.312	1.073.307	1.092.682	1.112.407	1.132.488	1.152.932	1.173.745	1.194.934	1.216.505	1.238.402
Driftsoverskud	5.525.323	5.616.588	5.707.504	5.812.959	5.920.367	6.029.764	6.141.187	6.254.673	6.370.260	6.487.988	6.604.772
Ejendommens cashflow	5.525.323	5.616.588	5.707.504	5.812.959	5.920.367	6.029.764	6.141.187	6.254.673	6.370.260	6.487.988	6.604.772
Diskonteringsfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41	
Nutidsværdi af pengestrømme	5.055.190	4.701.454	4.371.050	4.073.021	3.795.315	3.536.546	3.295.423	3.070.742	2.861.381	2.666.296	
Terminalværdi											88.063.628
Forrentningskrav	7,50%										
Diskonteringsrente	9,3%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	37.426.419	50,06%									
Nutidsværdi af terminalværdi	36.190.531	48,41%									
Deposita	1.147.310	1,53%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	74.764.259,82	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	-626.761										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

12.D

Udvendig vedligeholdelse 40 kr./m2

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CPH West	4.681.263	4.751.482	4.822.754	4.909.564	4.997.936	5.087.899	5.179.481	5.272.712	5.367.620	5.464.238	5.562.594
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje	486.620	496.352	506.279	516.405	526.733	537.267	548.013	558.973	570.152	581.555	592.023
Nettoleje	6.015.278	6.112.177	6.210.663	6.325.231	6.441.916	6.560.759	6.681.798	6.805.075	6.930.631	7.058.508	7.185.562
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttogleje)	6.571.439	6.673.899	6.780.811	6.905.642	7.032.775	7.162.253	7.294.119	7.428.418	7.565.194	7.704.493	7.843.174
m2											
Udvendig veligeholdelse 40 kr./m2.	9.495,00	379.800	383.598	389.352	396.360	403.495	410.758	418.151	425.678	433.340	441.140
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne		120.306	122.244	124.213	126.505	128.838	131.215	133.636	136.101	138.613	141.170
Grundskyld		37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352
Lejerbetalte udgifter		556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt		1.093.591	1.105.261	1.121.976	1.142.227	1.162.844	1.183.833	1.205.201	1.226.955	1.249.101	1.271.648
Driftsoverskud		5.477.848	5.568.638	5.658.835	5.763.414	5.869.930	5.978.419	6.088.918	6.201.463	6.316.093	6.432.846
Ejendommens cashflow		5.477.848	5.568.638	5.658.835	5.763.414	5.869.930	5.978.419	6.088.918	6.201.463	6.316.093	6.432.846
Diskonteringsfaktor		0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41
Nutidsværdi af pengestrømme		5.011.755	4.661.317	4.333.777	4.038.306	3.762.982	3.506.432	3.267.375	3.044.618	2.837.050	2.643.635
Terminalværdi											87.315.160
Forrentningskrav	7,50%										
Diskonteringsrente	9,3%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	37.107.247	50,05%									
Nutidsværdi af terminalværdi	35.882.941	48,40%									
Deposita	1.147.310	1,55%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	74.137.498,43	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	-1.253.523										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 13 – Scenarie 4: Estimering af forrentningskrav/diskonteringsrente

13.A

Afkastkrav på 7,25 %

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CPH West	4.681.263	4.751.482	4.822.754	4.909.564	4.997.936	5.087.899	5.179.481	5.272.712	5.367.620	5.464.238	5.562.594
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje	486.620	496.352	506.279	516.405	526.733	537.267	548.013	558.973	570.152	581.555	592.023
Nettoleje	6.015.278	6.112.177	6.210.663	6.325.231	6.441.916	6.560.759	6.681.798	6.805.075	6.930.631	7.058.508	7.185.562
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.571.439	6.673.899	6.780.811	6.905.642	7.032.775	7.162.253	7.294.119	7.428.418	7.565.194	7.704.493	7.843.174
Udvendig veligholdelse 30 kr./m2.	284.850	287.699	292.014	297.270	302.621	308.068	313.614	319.259	325.005	330.855	336.811
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	120.306	122.244	124.213	126.505	128.838	131.215	133.636	136.101	138.613	141.170	143.711
Grundskyld	37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352	44.132
Lejerbetalte udgifter	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	998.641	1.009.362	1.024.638	1.043.137	1.061.970	1.081.144	1.100.663	1.120.535	1.140.766	1.161.362	1.182.267
Driftsoverskud	5.572.798	5.664.537	5.756.173	5.862.504	5.970.804	6.081.109	6.193.456	6.307.882	6.424.428	6.543.131	6.660.907
Ejendommens cashflow	5.572.798	5.664.537	5.756.173	5.862.504	5.970.804	6.081.109	6.193.456	6.307.882	6.424.428	6.543.131	6.660.907
Diskonteringsfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41	
Nutidsværdi af pengestrømme	5.098.626	4.741.591	4.408.322	4.107.736	3.827.648	3.566.661	3.323.471	3.096.865	2.885.712	2.688.958	
Terminalværdi											91.874.582
Forrentningskrav	7,25%										
Diskonteringsrente	9,1%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	37.745.591	48,69%									
Nutidsværdi af terminalværdi	38.631.243	49,83%									
Deposita	1.147.310	1,48%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	77.524.143,33	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	2.133.122										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

13.B

Afkastkrav på 7,00 %

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CPH West	4.681.263	4.751.482	4.822.754	4.909.564	4.997.936	5.087.899	5.179.481	5.272.712	5.367.620	5.464.238	5.562.594
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje	486.620	496.352	506.279	516.405	526.733	537.267	548.013	558.973	570.152	581.555	592.023
Nettoleje	6.015.278	6.112.177	6.210.663	6.325.231	6.441.916	6.560.759	6.681.798	6.805.075	6.930.631	7.058.508	7.185.562
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.571.439	6.673.899	6.780.811	6.905.642	7.032.775	7.162.253	7.294.119	7.428.418	7.565.194	7.704.493	7.843.174
Udvendig veligeholdelse 30 kr./m2.	284.850	287.699	292.014	297.270	302.621	308.068	313.614	319.259	325.005	330.855	336.811
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	120.306	122.244	124.213	126.505	128.838	131.215	133.636	136.101	138.613	141.170	143.711
Grundskyld	37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352	44.132
Lejerbetalte udgifter	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	998.641	1.009.362	1.024.638	1.043.137	1.061.970	1.081.144	1.100.663	1.120.535	1.140.766	1.161.362	1.182.267
Driftsoverskud	5.572.798	5.664.537	5.756.173	5.862.504	5.970.804	6.081.109	6.193.456	6.307.882	6.424.428	6.543.131	6.660.907
Ejendommens cashflow	5.572.798	5.664.537	5.756.173	5.862.504	5.970.804	6.081.109	6.193.456	6.307.882	6.424.428	6.543.131	6.660.907
Diskonteringsfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41	
Nutidsværdi af pengestrømme	5.098.626	4.741.591	4.408.322	4.107.736	3.827.648	3.566.661	3.323.471	3.096.865	2.885.712	2.688.958	
Terminalværdi											95.155.817
Forrentningskrav	7,00%										
Diskonteringsrente	8,8%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	37.745.591	47,28%									
Nutidsværdi af terminalværdi	40.939.864	51,28%									
Deposita	1.147.310	1,44%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	79.832.764,19	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	4.441.743										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

13.C

Afkastkrav på 7,75

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CPH West	4.681.263	4.751.482	4.822.754	4.909.564	4.997.936	5.087.899	5.179.481	5.272.712	5.367.620	5.464.238	5.562.594
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje	486.620	496.352	506.279	516.405	526.733	537.267	548.013	558.973	570.152	581.555	592.023
Nettoleje	6.015.278	6.112.177	6.210.663	6.325.231	6.441.916	6.560.759	6.681.798	6.805.075	6.930.631	7.058.508	7.185.562
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.571.439	6.673.899	6.780.811	6.905.642	7.032.775	7.162.253	7.294.119	7.428.418	7.565.194	7.704.493	7.843.174
Udvendig veligeholdelse 30 kr./m2.	284.850	287.699	292.014	297.270	302.621	308.068	313.614	319.259	325.005	330.855	336.811
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	120.306	122.244	124.213	126.505	128.838	131.215	133.636	136.101	138.613	141.170	143.711
Grundskyld	37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352	44.132
Lejerbetalte udgifter	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	998.641	1.009.362	1.024.638	1.043.137	1.061.970	1.081.144	1.100.663	1.120.535	1.140.766	1.161.362	1.182.267
Driftsoverskud	5.572.798	5.664.537	5.756.173	5.862.504	5.970.804	6.081.109	6.193.456	6.307.882	6.424.428	6.543.131	6.660.907
Ejendommens cashflow	5.572.798	5.664.537	5.756.173	5.862.504	5.970.804	6.081.109	6.193.456	6.307.882	6.424.428	6.543.131	6.660.907
Diskonteringsfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41	
Nutidsværdi af pengestrømme	5.098.626	4.741.591	4.408.322	4.107.736	3.827.648	3.566.661	3.323.471	3.096.865	2.885.712	2.688.958	
Terminalværdi											85.947.190
Forrentningskrav	7,75%										
Diskonteringsrente	9,6%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	37.745.591	51,41%									
Nutidsværdi af terminalværdi	34.522.947	47,02%									
Deposita	1.147.310	1,56%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	73.415.847,76	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	-1.975.173										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

13.D

Afkastkrav på 8,00 %

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalperiode
Estimeret inflation			1,0%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Min. Regulering 2,0 %			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Min. Regulering 1,5 %			1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CPH West	4.681.263	4.751.482	4.822.754	4.909.564	4.997.936	5.087.899	5.179.481	5.272.712	5.367.620	5.464.238	5.562.594
Hans Knudsen instituttet	847.395	864.343	881.630	899.262	917.248	935.593	954.304	973.390	992.858	1.012.715	1.030.944
Tomgangsleje	486.620	496.352	506.279	516.405	526.733	537.267	548.013	558.973	570.152	581.555	592.023
Nettoleje	6.015.278	6.112.177	6.210.663	6.325.231	6.441.916	6.560.759	6.681.798	6.805.075	6.930.631	7.058.508	7.185.562
Lejerbetaler/godtgør følgende driftsudgifter											
Ejendomsforsikring	130.263	131.566	133.539	135.943	138.390	140.881	143.417	145.998	148.626	151.301	154.025
Renovation, Miljøafgift mv.	99.801	100.799	102.311	104.153	106.027	107.936	109.879	111.856	113.870	115.920	118.006
Snedrydning, udenomsarealer, serviceaftaler	97.925	98.904	100.388	102.195	104.034	105.907	107.813	109.754	111.729	113.741	115.788
Grundskyld	228.172	230.454	233.911	238.121	242.407	246.770	251.212	255.734	260.337	265.023	269.794
I alt	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Lejeindtægter inkl. lejerbetalte omkostninger (bruttoleje)	6.571.439	6.673.899	6.780.811	6.905.642	7.032.775	7.162.253	7.294.119	7.428.418	7.565.194	7.704.493	7.843.174
Udvendig veligeholdelse 30 kr./m2.	284.850	287.699	292.014	297.270	302.621	308.068	313.614	319.259	325.005	330.855	336.811
Ejendomsadministrations 2% af huslejeindtægterne	120.306	122.244	124.213	126.505	128.838	131.215	133.636	136.101	138.613	141.170	143.711
Grundskyld	37.324	37.697	38.263	38.951	39.653	40.366	41.093	41.833	42.586	43.352	44.132
Lejerbetalte udgifter	556.161	561.723	570.148	580.411	590.859	601.494	612.321	623.343	634.563	645.985	657.613
Ejerbetalte driftsudgifter ved tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsomkostninger i alt	998.641	1.009.362	1.024.638	1.043.137	1.061.970	1.081.144	1.100.663	1.120.535	1.140.766	1.161.362	1.182.267
Driftsoverskud	5.572.798	5.664.537	5.756.173	5.862.504	5.970.804	6.081.109	6.193.456	6.307.882	6.424.428	6.543.131	6.660.907
Ejendommens cashflow	5.572.798	5.664.537	5.756.173	5.862.504	5.970.804	6.081.109	6.193.456	6.307.882	6.424.428	6.543.131	6.660.907
Diskonteringsfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41	
Nutidsværdi af pengestrømme	5.098.626	4.741.591	4.408.322	4.107.736	3.827.648	3.566.661	3.323.471	3.096.865	2.885.712	2.688.958	
Terminalværdi											83.261.340
Forrentningskrav	8,00%										
Diskonteringsrente	9,8%										
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	37.745.591	52,73%									
Nutidsværdi af terminalværdi	32.690.382	45,67%									
Deposita	1.147.310	1,60%									
Værdi af ejendommen (beregnet værdi)	71.583.282,71	100,00%									
Markedsværdi	75.391.021,22										
Forskel	-3.807.739										

Nettoleje er fundet i bilag 5

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 14 – Referat af interview af Per Weinreich

Interviewet blev foretaget den 23. april 2015 på CBRE's adresse, Rued Langaards Alle 6-8 2300 København S. Til stede til interviewet var Per Weinreich, Senior Director hos CBRE, Camilla Herløv og Rasmus Astrup Christiansen. Referatet er godkendt af Per Weinreich ved bekræftelse på mail. Interviewet blev indledt med en introduktionen til opgavens problemstilling og struktur.

Nedenfor ses den til interviewet anvendte interviewguide:

1. Hvordan opgøres huslejeindtægterne i værdiansættelsesmodellerne i praksis?
2. Hvad er processen for fastsættelse af forrentningskravet i praksis?
3. Er der nogen konflikter ved, at risici enten opgøres i pengestrømmene eller i forrentningskravet?
4. Hvor ofte bliver I ansat til at foretage værdiansættelse af investeringsejendomme til brug for regnskabsaflæggelse eller til brug for dokumentation fra revisors side?
5. Hvordan indregnes tomgang i værdiansættelsesmodellerne i praksis?

Indledningsvist gør Per opmærksom på, at der er en vis forskel i, om en værdiansættelse af en investeringsejendom er foretaget med henblik på at udarbejde et salgsprospekt eller en markedsværdiurvering og –rapport. Han informerer om, at salgsprospektet er en form for markedsføringsmateriale, mens en markedsværdirapport er en rapport af en type, som skal anvendes til en årsrapport. I salgsprospektet, skal opgørelsen have "alt hvad den kan trække". Dette betyder, at ejendomsprisen som udgangspunkt er den højeste værdi, som ejendommen kan sælges til. Markedsværdirapporten skal overholde RICS, som er den internationale pendant til FSR og IASB for revisorer og regnskabsfolk – dog med færre specifikke vejledninger. Hvis man er certificeret til RICS, forpligter man sig til, at overholde deres regler og retningslinjer, når man udarbejder markedsværdirapporter.

Derudover forklarer Per indledningsvist definitionen af markedsværdibegrebet som følgende:

"Markedsværdi er den pris, der kan opnås i en handel mellem uvildige parter, i en armslængde transaktion, inden for en passende markedsføringstid."

Ejendomsværdien i salgsprospektet skal ikke opfylde denne definition, men det skal markedsværdirapporterne.

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Til spørgsmål 1:

Per fortæller, at det teoretiske udgangspunktet er, at markedslejen skal indregnes som lejeindtægterne i den anvendte værdiansættelsesmodel. Dette begrundes med, at ejendommen og dens driftsafkast skal normaliseres. Dette foregår i normalindtjeningsmodellens fase 1 og 2. I en periode, hvor lejen ikke kan reguleres rent kontraktuelt, eksempelvis som følge af uopsigelighed i lejekontrakten, bruges den faktiske leje i denne periode. I fase 1 i normalindtjeningsmodellen vil den faktiske leje således reguleres til markedsleje, mens der i fase 3 reguleres til den faktiske leje i perioden, hvor lejen er uopsigelig. I DCF-modellen vil man indregne den faktiske leje i budgetperioden i de år, hvor lejen ikke kan reguleres til markedslejen, som følge af uopsigelsesperioden i kontrakten. Når uopsigelsesperioden er udløbet, bliver der derefter reguleret til markedsleje i modellen.

Per fortæller, at der ligger en højesteretsdom som viser, at man kan regulere til markedsleje, når den faktiske lejen afviger mere end 10% fra markedslejen. Personligt bruger Per cirka 15 % og supplerer med oplysningen om, at huslejenævnet tidligere har accepteret 12 %. Hvis den faktiske leje afviger mere end 15 % reguleres således til markedslejen; hvis afvigelsen er under, anvendes den faktiske leje i stedet. Dette begrundes med, at der er usikkerheder i fastsættelse af markedslejen, da det ikke er sikkert at lejer overhovedet flytter ud og derudover kan lejer/udlejer ikke gå til domstolene og få reguleret lejen, hvis denne ikke afviger væsentligt.

Per fortæller, at det er naturligt ved fastsættelse af markedslejen, at se på sammenlignelig ejendomme.

Derudover tilføjes det, at der i markedsværdirapporter ikke må gives et spænd for værdien af ejendommen. Hvis der er to mæglere, som ansættes til samme opgave, er udgangspunktet, at den opgjorte markedsværdi for hver af de to mæglere, skal ligge inden for +/- 10 % af hinanden – ellers er der en af mæglerne, som ser markant anderledes på tingene, og dette kan tyde på, at en af mæglerne er galt på den.

Til spørgsmål 2:

Per forklarer, at når forrentningskravet skal fastsættes i en værdiansættelsessituation, tages der udgangspunkt i sammenlignelige handler. Herudover tilføjer Per, at man i højere grad i Norge følger den teoretiske metode, da man forsøger at opgøre de forskellige risici som vægtede tal. Per mener dog, at denne metode er ren gætværk, da det kræver nogle meget gennemsigtige ejendomshandler. Dette er ikke tilfældet på det danske marked, da der ikke er nogle krav om offentlighed omkring erhvervsejendomshandler. Han anser derfor ikke dette for en mulig fremgangsmåde.

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Til spørgsmål 3:

Vi oplyser Per, at vi er blevet bekendt med, at det i praksis kan være forskel i, hvorvidt man vælger at medtage risici ved bestemte forhold i pengestrømmene eller i forrentningskravet. Per oplyser, at der ikke bør være forskel – rent teoretisk, men bekræfter at det for særligt ét forhold ses, at det er forskelligt, om risici medtages i pengestrømmene eller i forrentningskravet. Der er her tale om lejekontraktens varighed. Personer med en mere økonomisk-teoretisk baggrund mener, at kontraktlængden skal medregnet i pengestrømmene fra driften. Per kommer med et eksempel, hvor en lejekontrakt løber i 15 år. Her vil de økonomisk-teoretikere opstille en budgetperiode på 15 år, indregne den faktiske leje i denne periode og herefter regulere lejen til markedslejen, såfremt denne afviger fra den faktiske leje. Per informerer dog, at det ikke altid er det, som ses i praksis. Der er en tendens til, at investor er villig til at kræve et lavere afkast ved en ejendom, som har en lang kontraktvarighed. Per afslutter med, at der kan argumenteres for, at risikoen kan ligge begge steder; det er blot vigtigt at huske, at medtage risikoen samtidig med, at det er centralt, at den ikke medtages begge steder.

Til spørgsmål 4:

I Danmark bruges Per og hans teams' vurderinger sjældent af regnskabsfolk og revisorer. Dette begrundes blandt andet med at, Finanstilsynet ingen krav stiller til, at dagsværdien til brug for regnskabet, skal være opgjort af en valuar.

Til spørgsmål 5:

I værdiansættelsesmodellerne indregnes tomgangslejen som den estimerede markedsleje. Hvornår markedslejen indregnes i DCF-modellen afhænger af, hvor lang tid det normalvis gennemsnitligt vil tage at genudleje lejemål med den beliggenhed, anvendelse, indretning, stand mv. I den periode, hvor det skønnes at lejemålet står tomt, føres enten en indtægt under tomgangslejen og en tilsvarende udgift, således det går i 0. Alternativt kan tomgangslejen undtages i denne periode.

Som opfølgning på interviewet har vi via e-mail forespurgt Per om følgende:

- Er priser på solgte erhvervsejendomme offentligt tilgængelig og hvis ja, hvor kan de findes?

Handler bliver som regel offentliggjort, men det er sjældent, at alle detaljer er med. De store erhvervsmæglerkæder i Danmark udveksler handelsdata kvartalsvist, dvs. afkast, pris og lejeniveau til brug for udarbejdelse for markedsvurderinger.

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

Bilag 15 - Referat af interview af Michael Tuborg

Interviewet blev foretaget den 23. april 2015 på KPMG's adresse, Amerika Plads 38, 2100 København Ø. Til stede til interviewet var Michael Tuborg, statsautoriseret revisor, Director og ansvarlig for KPMG's ejendomsgruppe, Camilla Herløv og Rasmus Astrup Christiansen. Referatet er godkendt af Michael Tuborg ved bekræftelse på mail.

Interviewet blev indledt med en introduktionen til opgavens problemstilling og struktur. Der blev desuden redegjort for interviewets formål.

Nedenfor ses den til interviewet anvendte interviewguide:

1. Hvor ser du de største risici ved driftsomkostninger og hvordan forholder du dig til niveauet i værdiansættelsen?
2. Hvordan forholder du dig i praksis til huslejeindtægterne opgjort i en værdiansættelse af investeringsejendomme efter en af de to afkastbaserede modeller?
3. Er der nogen konflikter ved, at risici enten opgøres i pengestrømmene eller i forrentningskravet?
4. Hvordan forholder du dig til forrentningskravet i en værdiansættelse?

Spørgsmål 1

Michael pointerer, at ved vurdering af forventede driftsomkostninger, er det relevant at fokusere på omkostningsarter som er behæftet med skøn og anvende mindre tid på nemt verificerbare omkostninger som eksempelvis grundskyld, forsikring m.v. Derimod er forventede omkostninger til vedligeholdelse mere usikkert at opgøre. Her vil man kunne sammenligne med, hvad der anses for at være standard, og markeds gennemsnit

Michael fortæller endvidere, at driftsomkostningerne særligt er interessante at se på, når der er tale om en ejendom i dårlig stand. Måden hvorpå Michael forholder sig til driftsomkostningerne er ved at sammenholde omkostningerne i en 3-5 års periode forud for værdiansættelsen og beregne et gennemsnit af dette. I en salgssituation sker det i praksis, at sælger udarbejder et budget, som revisor kan sammenholde med de historiske data omkring driftsomkostningernes niveau de seneste år. Hvis det tidligere for eksempel har kostet 300 tusinde kroner at vedligeholde en bygning, og man fremadrettet forventer 200 tusinde kroner, vil man søge en forklaring, da niveauet i omkostningerne ikke ville være i overensstemmelse med forventningen. Michael pointerer, at det særligt for udskudt vedligeholdelse

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

kan være vanskeligt at opgøre, hvor høje driftsomkostningerne skal være fremadrettet. Ved en værdiansættelse er blandt andet ejendommens stand derfor noget, som bør have fokus. Ledelsen kan være motiveret til at se positivt på fremtiden, hvorfor dette skal tages med i betragtningen.

Spørgsmål 2

Michael forklarer, at man i praksis for at efterprøve værdiansættelsen af ejendommen sammenholder lejen, som bliver anvendt i værdiansættelsesmodellen med andre ejendomme, som anses for sammenlignelige. Dette vil være et gennemsnit for mange ejendomme, hvilket dog kan være vanskeligt. Herudover vil man spørge, om der har været korrespondance med lejere som indikerer, at lejer enten er tilfreds eller utilfreds. Dette vil nemlig give en enten højere eller lavere risiko, da det indikerer, hvorvidt der vil være fremtidig tomgang eller ej. Sammenholdelse til markedsrapporter er ligeledes relevant.

Den valgte case på Glentevej 61-65 bringes op og det noteres, at den ene lejer har været lejer siden 1977. Michael forklarer, at nogen vil se det som sandsynligt, at de nok snart flytter ud mens andre ville se det som en styrke, at de har været lejere så længe. Dette afhænger af mange forhold, men holdningen har en større betydning for værdiansættelsen.

Som et led i spørgsmål 2 spørges Michael om, hvorvidt vi har vi en problemstilling vedr. hævnning til markedsleje efter Erhvervslejelovens § 13. Michael fortæller, at kontrakterne som regel er lavet på den måde, at lejen ikke kan ændres ved § 13 i et antal år. Herefter kunne lejer og udlejer mødes for at aftale den fremadrettede leje.

Herefter påbegyndes en diskussion af tomgang, og hvordan dette bliver behandlet i den valgte case. Michael stiller spørgsmålstejn ved, at tomgangslejen tages med i år 1, hvilket må betyde, at de forventer at udeleje tomgangsarealet med det samme. Det diskuteres, at der ikke er nogen fase 3 med i værdiansættelsen i salgsprospektet, som følger normalindtjeningsmodellen.

Michael noterer, at valuarer ved udgivelse af markedsværdirapporter, ikke nødvendigvis kontrollerer sammenhæng mellem de oplyste faktiske lejeindtægter og lejekontrakter. Derfor kan man ikke blindt stole på input i rapporter, og det er derfor noget, som må foretages af revisor.

Vedrørende behandling af tomgangsleje informerer Michael, at når man medtager indtægten i sin opgørelse, så skal der tages stilling til særligt to ting i modellen. Det ene er, at man skal fratrække de istandsættelsesomkostninger, der vil være ved at klargøre ejendommen til en ny lejer. Dernæst skal

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

man huske, at tage højde for, at man i denne periode samtidig vil opleve manglende indtægter, når ejendommen skal istandsættes til en ny lejer. Denne periode vil typisk udgøre ca. 6 – 12 måneder.

Spørgsmål 3

Michael pointerer indledningsvist, at der er nogen, som medtager en risiko i pengestrømmene, mens andre medtager den samme risiko i forrentningskravet. Dette betyder, at to værdiansættelser godt kan ende med samme ejendomsværdi, selvom forrentningskravet ikke er det samme i de to opgørelser, fordi usikkerhederne er indarbejdet i pengestrømmene i stedet for forrentningskravet. Dette gør det endnu vanskeligere at sammenholde forrentningskravet i forskellige ejendomme i markedet.

I og med, at det ikke er givet ved lov, hvor man skal indregne risikoen ses det i praksis, at det ikke altid gøres på samme måde.

Spørgsmål 4

Michael fortæller, at han ser på, "i hvilken retning byen bevæger sig", da det reflekterer udbud og efterspørgsel på markedet. Det noteres, at Michael er opmærksom på, at der er sammenhæng i, hvordan markedet bevæger sig og udviklingen i forrentningskravet.

Michael forklarer herudover, at det samtidig er relevant at se på markedsrapporter, da disse kan være med til at fortælle, hvordan markedet udvikler sig. Markedsrapporter anvendes i høj grad til at identificere, hvilke signaler, der er i markedet. Michael kigger på, hvordan tendensen er i markedet og sammenholde denne tendens med udviklingen i ejendomsværdien fra tidligere perioder til tidspunktet for opgørelse af ejendomsværdien. Samtidig fremgår et vejledende spænd af forrentningskravet i de enkelte markedsrapporter, som er relevant at sammenholde med.

Som opfølgning på interviewet har vi via mail forespurgt Michael om følgende:

- Kan man finde priser på solgte erhvervsejendomme i Danmark, hvis ja, hvor?

Der offentliggøres i en række ejendomsrelevante medier salgspriser på udvalgte erhvervsejendomme.

Herudover nævner Michael, at man på [oline.dk](http://online.dk) kan finde ejendomme som er sat til salg. Dette er godt nok ikke priser på solgte ejendomme, men i praksis findes den optimale situation sjældent. Når priserne

Afgangsprojekt HD 2. del – Værdiansættelse af investeringsejendomme

er på vej op, er udbudspriser tættere på faktiske salgspriser, modsat når markedet er faldende. Udbudspriser på lignende ejendomme sat til salg kan anvendes som rettesnor. Hvis man ikke kan få det bedste, må man tage det næstbedste.

Michael understreger, at den "rigtige" værdi først findes på det tidspunkt, hvor ejendommen handles mellem uafhængige parter.