

Værdiansættelse af investeringsejendomme



Hanne Degn

Line Birch Jensen

Aflevering d. 9. Maj 2012

Vejleder: Jens Kristian Andersen

CBS – Hovedopgave – HD(R)

Summary

We have reviewed the issues rised by valuation of investment property when you, as an investor, are considering whether it is desirable to invest in commercial properties.

The overall market in Denmark has suffered during the financial crisis and this has caused a spillover effect on the Danish property market, including the price of investment properties and number of trades during the period.

There are two models that can be used to make a valuation of investment properties, the return-based method and the DCF model. We have used the DCF model for the final valuation of investment properties, as it takes into account the future cash flow for the property and generally takes into account the future, thus we get the most accurate property values.

We need the investor's return requirements to make the valuation. This we calculate from the CAPM, the risk-free rate and risk addition. We compare the return requirement with the investment's WACC, the weighted average cost of capital. WACC thus takes into account, that the financing of an investment are made at different costs - the cost of mortgaging is cheaper than the portion which is financed by equity. The return requirement calculated using the CAPM should be higher than the financed WACC, otherwise it will not be desirable for the investor to invest in investment property.

We have calculated property values both in the yield-based method and the DCF model using a required return of 5%. After this calculation we'll make some sensitivity analyzes where we consider the sensitivity of the change before and after the investment is made. We make sensitivity analysis based of change in the required return, market rents, vacancy in the property during the budget period and vacancy in the terminal year.

Finally, we compare the investment in commercial property with alternative investments, including bank deposits, investment in bonds and equities. It is a general comparison of the return an investor gets over a 10 year period. This comparison results in a discussing of the Swedish and German property market, where we primarily look at the development in the capital cities.

Indholdsfortegnelse

1: Indledning	4
1.1: Problemformulering	5
1.2: Afgrænsning	6
1.3: Model- og metodegrundlag	6
1.4: Dokumentation	7
2: Historisk udvikling	8
2.1: Renteniveauet	10
2.2: Beskæftigelsen	11
2.3: Afkastkrav på investeringsejendomme	12
2.4: Tomgang i investeringsejendomme	13
2.5: Priserne på investeringsejendomme	13
2.6: Antal handler af investeringsejendomme	15
2.7: Realkreditinstitutternes nyudlån til erhvervsejendomme	16
2.8: Ejendomsmarkedet kontra udviklingen i det danske marked	17
2.9: Delkonklusion	18
3: Metode til værdiansættelse af investeringsejendomme	19
3.1: Den afkastbaserede metode	20
3.2: Discounted Cash flow (DCF)	21
3.3: Delkonklusion	26
4: Beregning af investors afkastkrav	26
4.1: CAPM (Capital Asset Pricing Model)	27
4.1.1: Beta værdien	28
4.1.2: Beregning CAPM	30
4.2: Afkastkrav kontra WACC	33
4.3: Delkonklusion	35
5: Investors undersøgelser før investering	35
5.1: Beskrivelse af Case-ejendommen – Livjæergade 17, 2100 Østerbro	36
5.2: Gennemgang af ejendommens indtægtsgrundlag	37
5.3: Budgetlægning	38
5.4: Værdiansættelse af Livjæergade efter den afkastbaserede metode	39

5.5: Værdiansættelse af Livjægergade efter DCF metoden.....	42
5.6: Delkonklusion.....	44
6: Følsomhedsanalyse på værdiansættelsen.....	45
6.1: Afkastkrav	46
6.2: Cash flow.....	47
6.2.1: Indtægter.....	47
6.2.2: Omkostninger.....	49
6.3: Delkonklusion.....	52
7: Alternative investeringer	53
7.1: Investeringsformer.....	54
7.1.1: Bankindskud	54
7.1.2: Obligationer.....	56
7.1.3: Aktier	57
7.2: Finansiering.....	60
7.3: Sammenligning af investerings alternativer	63
7.4: Delkonklusion.....	66
8: Perspektivering – udenlandske markeder	67
8.1: Det svenske ejendomsmarked.....	67
8.2: Det tyske ejendomsmarked	68
8.3: Sammenligning med det danske ejendomsmarked	70
8.4: Delkonklusion.....	72
9: Konklusion	74
10: Litteraturliste	78
10.1: Internet	78
10.1.1: Materiale til beregninger	79
10.2: Bøger	79
10.3: Andet.....	80
11: Bilagsoversigt.....	81

1: Indledning

Vi har i de senere år kunne følge udviklingen i finanskrisen, og de følger det har haft dels på værdiansættelsen af investeringsejendomme, men også på handlen og investeringslysten med investeringsejendomme. Værdiansættelsen af investeringsejendomme er et spændende emne i denne tid, dels i forbindelse med regnskabsaflæggelse set fra virksomhedens synsvinkel, men i særdeleshed også set fra en investors synsvinkel. Der er sket meget på ejendomsmarkedet siden før finanskrisen kom til Danmark. Er det stadig et attraktivt marked for investorerne eller vælger de alternative investeringer.

Investeringsejendomme defineres her som ejendomme, erhvervet i investerings øjemed, og med det klare formål at skabe en økonomisk fortjeneste både i form af løbende lejeindtægter, men også ved senere gensalg af ejendommen. Investeringsejendomme anskaffes således, som udgangspunkt ikke, for selv at bebo eller benytte ejendommen. Investeringsejendomme er både boligejendomme, erhvervsejendomme og blandede bolig-og erhvervsejendomme. Dog er det ens for alle typer ejendomme at værdien af dem har været nedadgående i de senere år, hvilket udviklingen i finanskrisen har spillet en stor rolle i.

Vi vil i denne opgave kigge nærmere på det paradoks, at til trods for at både prisniveauet på investeringsejendomme og obligationsrenten er historisk lavt, så er antallet af handler alligevel faldet i årene fra finanskrisens start og til i dag. Vi vil se nærmere på, hvilke faktorer der har påvirket værdiansættelsen af ejendommene, og hvorfor har et fald i prisniveauet sammenholdt med det lave renteniveau, ikke medført en stigning i handlen med investeringsejendomme.

1.1: Problemformulering

I fortsættelse af ovenstående kan vores problemformulering formuleres således:

Hvordan bestemmes den mest korrekte værdi på en investeringsejendom, og er det et attraktivt marked at investere i?

Ovenstående vil blive undersøgt nærmere gennem nedenstående 5 delspørgsmål:

- Hvordan har ejendomsmarkedet udviklet sig siden finanskrisens start?
- Hvilke metoder anvendes til værdiansættelse af investeringsejendomme?
- Hvordan beregnes investors afkastkrav?
- Hvilke faktorer har en direkte indvirkning på ejendomsværdien? Og hvor følsom er beregningen?
- Hvilke alternative investeringsmuligheder har investor?

Vi vil indledningsvis starte med en gennemgang af den historiske udvikling på ejendomsmarkedet, herunder udviklingen i afkastkravet, tomgangs- og prisniveauet, samt antal gennemførte handler. Herudover vil vi se på den generelle markedsudvikling via renteniveauet og beskæftigelsen, som vil munde ud i en status på hvor markedet befinder sig i dag.

Derefter vil der følge en gennemgang af den afkastbaserede metode og DCF modellen, som anvendes til at værdiansætte investeringsejendomme. I fortsættelse heraf vil vi beregne investors afkastkrav via CAPM modellen. Herefter vil vi foretage konkrete beregninger på de to modeller, sammenholdt med de faktorer, der har påvirket værdiansættelserne, og derved foretage vores egne følsomhedsberegninger på en konkret ejendom.

Endelig vil vi kort se på hvilke alternativer investor har i forhold til investering i erhvervsejendomme, herunder bankindskud, samt investeringer i obligationer og aktier.

Vi vil afslutningsvis perspektivere det danske ejendomsmarked med det svenske og det tyske, dog primært udviklingen i hovedstæderne.

1.2: Afgrænsning

Vi vil i vores opgave udelukkende koncentrere os om det danske marked og dermed alene tage højde for de danske regler på området. Dog vil vi afslutningsvis perspektivere med det svenske og tyske ejendomsmarked.

Vi vil opgaven igennem primært koncentrere os om investeringsejendomme i København, men vi vil dog også inddrage observationer om det generelle ejendomsmarked i Danmark.

Vores opgave skal ses fra en investors synsvinkel. Vi vil således ikke beskæftige os med en konkret virksomhed, men alene tage udgangspunkt i en konkret ejendom som er til salg hos Sadolin & Albæk. Denne ejendom vil vi bruge til at beregne ejendomsværdien på, ud fra de to værdiansættelsesmodeller, som benyttes i praksis.

Vi tager udgangspunkt i, en max kreditforeningsbelåning af ejendommen og vil derfor ikke behandle andre låneformer.

1.3: Model- og metodegrundlag

Til vores gennemgang af den historiske udvikling på ejendomsmarkedet vil vi primært bruge data fra Danmarksstatistik og Sadolin & Albæk.

Vi vil bruge CAPM modellen til, at beregne investors afkastkrav til investeringerne og sammenholde den med investeringens WACC. Vores beregning af afkastkravet sammenholdes herefter med det talmateriale som offentliggøres, bl.a. af Sadolin & Albæk.

Til vores værdiansættelse af ejendommen vil vi, som tidligere nævnt bruge DCF-modellen og den afkastbaserede metode, samt lave følsomhedsanalyser på Cash flows'ne der er i modellerne. Vi har brugt en tilrettet DCF-model fra Aberdeen Asset Management

Afslutningsvis vil vi bruge artikler samt talmateriale fra Danmarks statistik, til at belyse hvilke afkast muligheder der er på alternative investeringer.

Derudover vil vi bruge internettet til data søgning.

1.4: Dokumentation

Dokumentationen til spørgsmålet om værdiansættelsen af investeringejendomme vil være teori fra faget finansiel planlægning og inputs fra Aberdeen Asset Management, samt M. Goldschmidt Ejendomme A/S.

Til vores værdiansættelse af investeringejendom vil vi hente oplysninger fra Sadolin & Albæk, som en vilkårlig investor også kunne have gjort.

Vores dokumentation vil komme fra Danmarks statistik og artikler, som vi vil anvende til at understøtte vores konklusioner gennem opgaven.

2: Historisk udvikling¹

Finanskrisen startede i USA i 2007. Det hele startede på boligmarkedet. I USA udstedte mange kreditinstitutter såkaldte "Subprime lån", som var en slags boliglån, der udstedes til personer med en dårlig kreditværdighed. Årsagen til at disse lån blev udstedt, skal ses i lyset af en tendens efter terror angrebet på USA i 2001. Wall Street blev lukket ned, og bankerne verden over holdt renteniveauet kunstigt lavt i perioden derefter, for derved at holde forbruget i gang. Dette kunstigt lave renteniveau påvirkede forbruget i årerne efter finanskrisen, og det betød at priserne stille og roligt steg til et niveau, som var meget højt og urealistisk.

I 2007 faldt prisen på boliger, og folk stod med et lån, der lå langt over værdien på deres bolig. Herhjemme skete der lignende udvikling. Ejendomsbøllen sprang og de investeringer, som investorerne havde foretaget, gav ikke det afkast, som de forventede, og dermed kunne de ikke tilbagebetale de lån, de havde optaget, i f.eks. ejendommen. Også bankerne imellem gik det galt. Tilliden bankerne imellem, medførte at de blev mere tilbageholdende med låne penge til hinanden. Frygten for, at lånene ikke kunne tilbagebetales steg i takt med at opmærksomheden blev rettet mod alle de lån, der var givet ud til de dårlige betalere, og som efterfølgende var blevet solgt for mere end de var værd.

Det var en selvforstærkende situation, som opstod på baggrund af urealistiske høje boligpriser, hvor ejendommen herefter blev belånt i den kunstige friværdi. Samtidig steg forbruget på alt muligt andet end tilbagebetaling af boliglån. Der var forbrugerfest i perioden forud for finanskrisen, og da ejendomspriserne så falder, overstiger belåningen ejendommens reelle værdi.

Mange af ejendommene blev sat på tvangsauktion i perioden efter og bankerne og realkreditinstitutterne tabte mange penge på den bekostning.

Regeringen i Danmark har i flere omgange været inde og støtte bankerne med de såkaldte bankpakker. Blandt andet blev Finansiel stabilitet oprettet som led i bankpakke nr. 1 som blev vedtaget i oktober 2008, siden er 3 bankpakker kommet til, i kampen om at redde de danske

¹ <http://www.erhvervsbladet.dk/erhvervsklima/saadan-startede-den-aktuelle-finanskrise>

<http://laan-penge-her.dk/artikel/finanskrisen/>

<http://www.altandetlige.dk/fagligt/da-finanskrisen-begyndte-at-buldre.htm>

banker². Selvom der har været denne redningsaktion fra regeringens side, er flere banker blevet opkøbt i perioden eller overtaget af Finansiel stabilitet³. Bankernes knæk har gjort forbrugerne meget usikre og forbrugertilliden har været meget lav i perioden⁴. Forbrugerne har ikke haft den samme tillid til markedet, da mange virksomheder, privat personer og banker er gået konkurs. Den almindelige forbruger i Danmark værner om sine penge og bruger ikke bare løs som før i tiden⁵, hvilket er medvirkende til at markedet og den danske økonomi har svært ved, at komme sig efter finanskrisen. Der skal gang i hjulene igen, og det skal forbrugerne være medvirkende til.

Mange virksomheder er gået konkurs under krisen og mange banker har lidt et knæk, hvilket har haft en indvirkning på hele landets, såvel som på den enkelte forbrugers økonomi. Der var ikke nogen, der havde forudset at krisen skulle være så længe eller være så hård, og der er heller ikke nogen, der ved, hvor længe finanskrisen vil vare ved eller om Danmark er igennem den. Man kan ikke forudsige fremtiden, og det er også en af grundene til at både bankerne og andre långivere har strammet op på deres udlåns procedurer. Det er ikke lige så nemt at låne penge som før år 2007, der er strammet meget op på området, selvom nationalbanken prøver at sætte gang i hjulene ved at sænke renten⁶. Virkningen af det historisk lave renteniveau har endnu ikke vist sig, da det i dag stadig er lige svært, at få et lån godkendt.

Flere tiltag er taget i årene, der er gået siden starten af krisen i 2007, blandt andet har man som forbruger kunne få sine SP penge⁷ udbetalt. Senest har man nu mulighed for at få udbetalt efterlønnen⁸, som måske vil kunne sætte gang i forbruget og dermed skabe flere arbejdspladser, og øge omsætningen hos virksomhederne.

² <http://politiken.dk/erhverv/faktaerhverv/ECE1417675/fakta-faa-overblik-over-bankpakkerne/>

³ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2010/02/03/181929.htm>

⁴ <http://penge.dk/investering/nyheder/finans/danmarkoekonomer-forbrugertillid-som-under-finanskrisen>

⁵ http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/228725/forbrugertilliden_stormer_frem.html

⁶ <http://www.business.dk/oekonomi/nationalbanken-saenker-renten-til-historisk-lavpunkt>

⁷ <http://www.business.dk/pension/sp-penge-udbetales-foerst-midt-i-juni>

⁸ http://borsen.dk/nyheder/privatoekonomi/artikel/1/223109/skattefrit_efterloensbidrag_til_udbetaling_fra_den_2_april.html

2.1: Renteniveauet

Renteniveauet i Danmark er historisk lav. Som det kan ses i nedenstående figur, har obligationsrenten aldrig været lavere, end den er i dag. Nationalbanken har, som allerede nævnt, sænket renten, for at skabe vækst igen, men det har endnu ikke haft den ønskede effekt. Umiddelbart synes det rekordlave renteniveau, at ville sætte gang i investeringslysten hos de investorer, der skal ud og finansiere dele af fremtidige investeringer. Én faktor er, at renteniveauet er lavt, en anden er, hvorvidt bankerne og realkreditinstitutterne er villige til at låne pengene ud til investor. Efter krisens start er det blevet sværere at få et lån igennem, der er strengere krav fra de forskellige institutter til låntager, og man skal have en ret god kreditværdighed for at kunne låne til investeringer, det gælder både for investorer og private personer.

Figur 1 Rente udviklingen 1998 - 2012



Kilde: <http://www.realkreditraadet.dk/Statistikker/Obligationsrente.aspx>

Den lange realkreditobligationsrente, som skal ses som den 10 årlige realkreditobligations rente, er faldet til under 4 % i 2012, hvorimod den korte realkreditobligationsrente er helt nede under 1 %.

Nationalbankens udlånsrente er efter det nyeste udspil om sænkning af renten helt nede på 0,70%⁹. Det svarer til den korte rente i DKK, som er illustreret i grafen ovenfor.

For låntager er det godt, at obligationsrenten er rekordlav. Omvendt vil en potentiel investor, der opkøber obligationen, få et lavere afkast på sin investering. Det er således både positivt og negativt at rente niveauet er så lavt, det afhænger af, fra hvilken vinkel man ser det.

Siden finanskrisen start er flere og flere udenlandske investorer begyndt at handle på det danske obligationsmarked. Udenlandske investorer finder de danske realkreditobligationer meget sikre og investeringssummen i de danske obligationer er næsten fordoblet siden 2008. De udenlandske investorer anser den danske obligation for meget sikker, i forhold til resten af verden, hvor der har været, og stadig er stor risiko og usikkerhed på det finansielle marked¹⁰. Det er ikke kun de danske realkreditobligationer de udenlandske investorer er interesseret i, det er også de danske statsobligationer. Investeringsandelen fra de udenlandske investorer i de danske statsobligationer udgør i 2011 35 %¹¹. Denne interesse fra udlandet er en direkte tillidserklæring til det danske obligationsmarked, som et marked, hvor risikoen er lavere end i resten af verden, selv ovenpå den finanskrisen vi har i dag.

2.2: Beskæftigelsen

Siden finanskrisens start i 2007 er beskæftigelsen faldet betydeligt. Ifølge Danmarksstatistik¹² er beskæftigelsen faldet til 2.456.671 i 2011, et fald på over 200.000 (7,75 %) i beskæftigelsen siden 2008.

Beskæftigelsen har en indirekte indflydelse på ejendomsmarkedet. Man kan sige at hvis beskæftigelsen går ned, og flere og flere bliver arbejdsløse, vil det alt andet lige have en negativ effekt på hele markedet generelt. Der vil ikke være brug for kontorudvidelse eller produktionsudvidelse, hvis der indenfor de forskellige brancher fyres folk, eller hvis produktionen

⁹ http://www.nationalbanken.dk/dndk/minfo.nsf/side/officielle_rentesatser!opendocument

¹⁰ <http://magasinetejedom.dk/news/singleview/article/krisen-har-fordoblet-udenlandske-investeringer-i-danske-obligationer.html>

¹¹ http://img.borsen.dk/img/cms/tuksi4/media/nyheder.art_grafik/7919_url_6525.jpg

¹² http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?menu=y&pxfile=20124315014105394964RASOFF11.px&gr_type=0&PLanguage=0

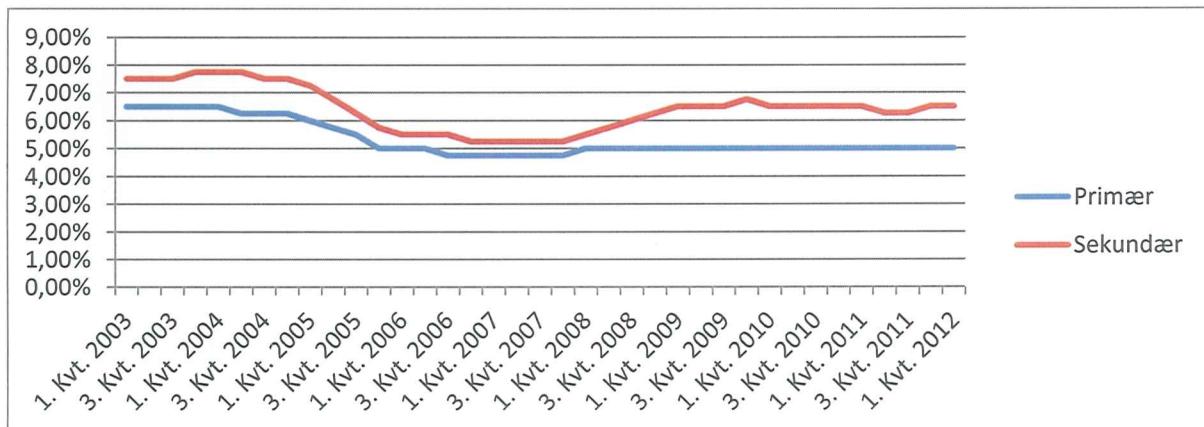
flyttes til et billigere land. Eftersom der er færre i arbejde, vil flere og flere erhvervsbygninger komme til at stå tomme, og der er ingen der er interesseret i at investere i en ejendom hvor der kun er tomgang, medmindre investor selv skal bruge ejendomme og flytte sit erhverv til den nye adresse.

Derudover er der jo den åbenlyse effekt på hele økonomien i Danmark, vi er inde i en kriseperiode, hvor der er meget høj arbejdsløshed, mange har mistet penge på investeringer og det kan også mærkes på investeringslysten hos investorerne.

2.3: Afkastkrav på investeringejendomme

Investors afkastkrav har ligeledes udviklet sig igennem årene. Vi har set nærmere på Sadolin & Albæks markedsbarometer for perioden 2003-2012¹³.

Figur 2 Afkastkravet primære kontorejendomme i København 2003-2012



Kilde: Egen tilvirkning efter markedsbarometer fra Sadolin-Albæk: [http://www.sadolin-albaek.dk/dk/5/publikationer/50/83/markedsbarometer_\(dk\)%29/](http://www.sadolin-albaek.dk/dk/5/publikationer/50/83/markedsbarometer_(dk)%29/)

Afkastkravet på primære kontorejendomme i København er i perioden 2003-2012 både faldet og steget, som det ses i ovenstående figur. I 2003 var startafkastet på kontorer med en primær beliggenhed i København på 6,5%, hvilket har været det højeste niveau i perioden. I perioden fra 2008 til 2012, har startafkastet ligget på 5% på primære kontor ejendomme, hvormod startafkastet på den sekundære beliggenhed i København har svinget i perioden. Startafkastet på den sekundære placering var højest i slutningen af 2003 og starten af 2004, hvor afkastet lå på

¹³ [http://www.sadolin-albaek.dk/dk/5/publikationer/50/83/markedsbarometer_\(dk\)/](http://www.sadolin-albaek.dk/dk/5/publikationer/50/83/markedsbarometer_(dk)/)

7,75% og var lavest i 2007, hvor det var nede 5,25%. Generelt kan der siges at startafkastet har været højest før finanskrisens start i 2007, men har i dag stadig et pænt niveau på 5,00% på kontor ejendomme med primær beliggenhed i København og 6,5% på de sekundære.

Startafkastet på en investering er ikke det samme som investors afkastkrav, men det er så tæt på som man kan komme. Man kan sige at startafkastet er det faktiske afkast man som investor kan få på ejendomsinvesteringen det første år, hvorimod investors afkastkrav er det afkast investor ønsker at få på investeringen.

2.4: Tomgang i investeringsejendomme

Vi har ligeledes brugt markedsbarometeret fra Sadolin & Albæk til at se nærmere på udviklingen i tomgange i investeringsejendomme i København. Tomgangen er over perioden 2003 - 2012 steget markant. Det er en stigning på 161 % fra slutningen af 2003 til slutningen af 2012. Tomgangen var på sit laveste i 1. kvartal i 2007, hvor den lå på 3,8%, siden er den gået stødt op ad, til 9,8% i 1. kvartal 2012, hvilket også er det højeste niveau i perioden. Det kan ud fra Sadolin & Albæks markedsbarometer udledes at tomgangen har fulgt markedet i Danmark siden finanskrisens start i 2007.

Tomgangen har stor betydning for værdiansættelsen af investeringsejendommene. Investor er derfor interesseret i, at der er et minimum af tomgang, da det har en påvirkning på ejendommens Cash flows. Dette vil vi komme nærmere ind på i afsnit 6.2.2.

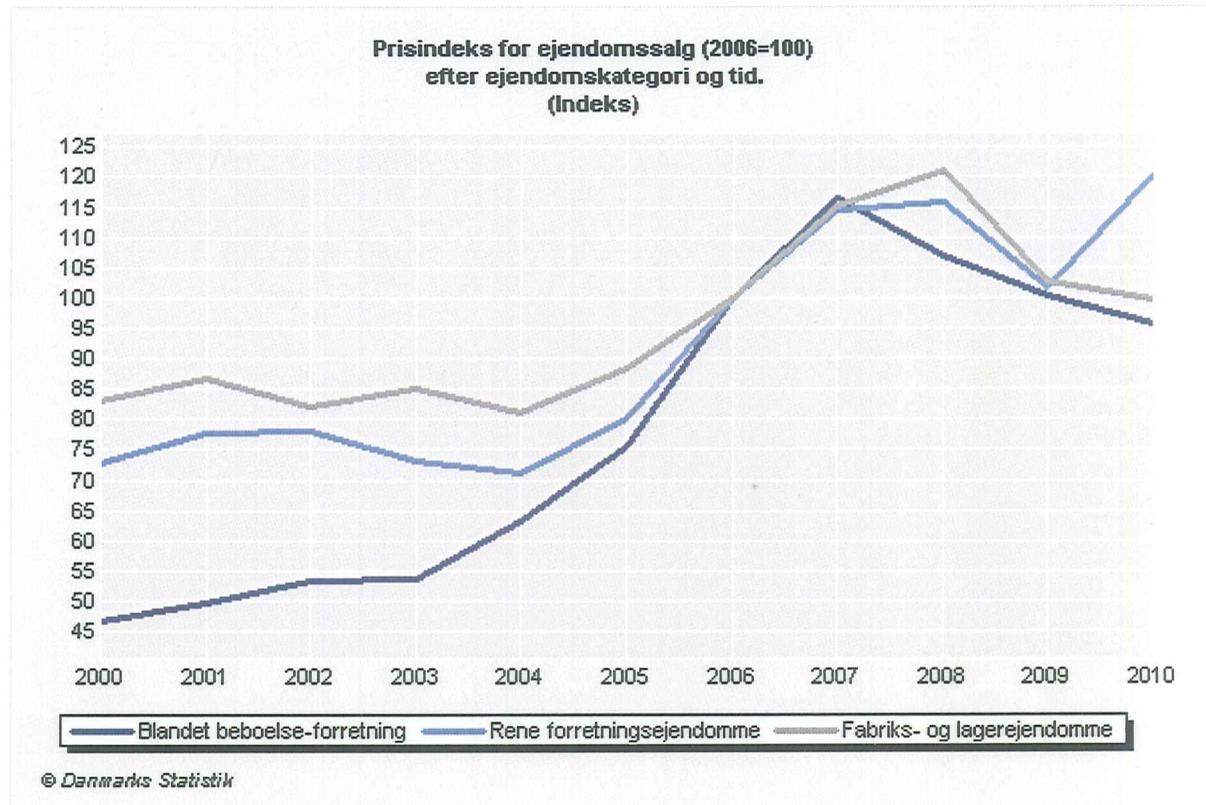
2.5: Priserne på investeringsejendomme

I nedenstående figur vises prisindekset for ejendomssalg i perioden 2000–2010 med 2006 som indeks år.

Som det kan ses, er prisniveauet steget markant fra perioden 2004–2007, hvorefter den er faldet igen for blandet beboelse-forretning og for fabriks – og lagerejendomme, hvorimod prisniveauet

for en ren forretningsejendom ligger højere end før krisen, da den er steget med 20,5 % siden 2006, før krisen¹⁴.

Figur 3 Prisindeks for ejendomssalg 2006 - 2010



Kilde:

http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?gr_type=0&gr_width=600&gr_height=400&gr_fontsize=1&menu=y&PLanguage=0&pxfile=201242912619106307122EJEN6.px&wonload=600&honload=400&rotate=1

Prisindekset viser prisen af ejendommene, der bliver handlet, men ikke, hvor mange der bliver handlet. Man kan undre sig over stigningen i prisen på rene forretningsejendomme, da man umiddelbart vil sige, at prisen følger efterspørgslen i en almindelig udbud- og efterspørgselsmodel. Udbuddet vil, alt andet lige, være større end før krisen, da der ikke bliver handlet så mange ejendomme, da det både er sværere at låne penge til investeringer, men investorerne er også mere tilbageholdende med at investere, da der er mange der har tabt penge på andre investeringer og der fortsat er risiko for at finanskrisen fortsætter i mange år endnu.

¹⁴http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?gr_type=0&gr_width=600&gr_height=400&gr_fontsize=11&menu=y&PLanguage=0&pxfile=201243161926105397668EJEN6.px&wonload=600&honload=400&rotate=1

Derudover spiller det også ind, hvilke ejendomme der bliver udbudt. Hvis det er en ejendom med høj tomgang, der ligger i udkanten af byen, vil den ikke være så attraktiv for investor, da det kan være vanskeligt at udleje lokalerne. Grunden til at prisniveauet er steget endnu mere efter krisen for rene erhvervsejendomme i forhold til blandede ejendomme og fabriks- og lagerejendomme, kan hænge sammen med, at de ejendomme, der er blevet solgt i perioden efter 2009, er de ejendomme, der har gode beliggenheder og ingen tomgang. Dermed vil prisen naturligvis også være derefter. Derfor kan prisniveauet ikke ses, som en enkelstående faktor for, om det går godt eller skidt på ejendomsinvesteringsmarkedet, da der mangler en specifikation på, hvilke investeringsejendomme der er tale om, om det er ejendomme med primære eller de sekundære beliggenheder.

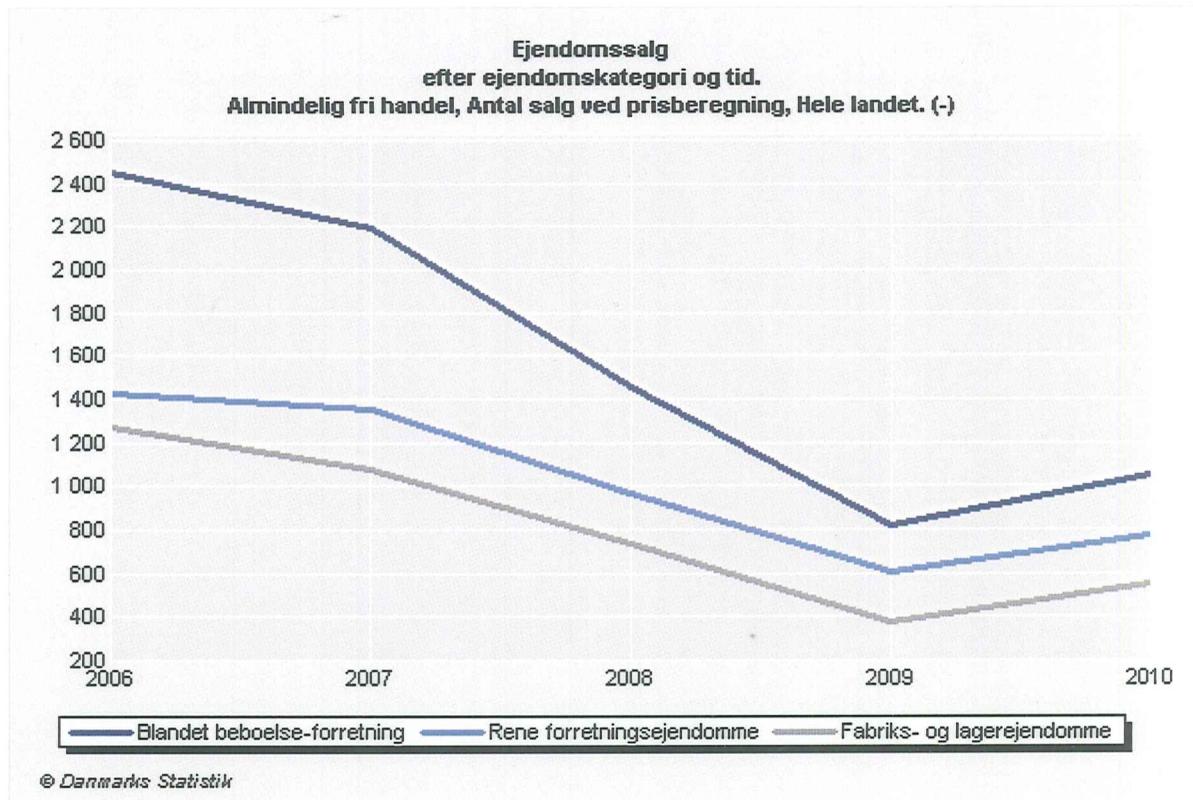
2.6: Antal handler af investeringsejendomme

For at kunne vurdere status på investeringsejendomsmarkedet, skal vi også se på antallet af gennemførte handler. Vi har ikke kunne finde materiale på Statistikbanken, der går længere tilbage end til 2006, men umiddelbart kan man godt få et indtryk af, at antallet af ejendomshandler er faldet yderligere siden 2006.

Overordnet set er handlerne faldet fra 5.157 i 2006 til 2.376 i 2009, hvilket svarer til et fald på 53,93%. Dette kan være medvirkende til, at priserne er faldet i samme periode, da man har været nødsaget til at nedsætte prisen på ejendommene for at sælge dem eller man har måske givet et afslag for at få en handel igennem.

Dog viser nedenstående graf, ligesom grafen for prisniveauet, at der kommer gang i markedet igen efter 2009, da antal handler stiger med 24,45% fra 2009 til 2010, hvilket er en indikation på at markedet er på vej op igen efter krisen.

Figur 4 Ejendomssalg i perioden 2006 - 2010



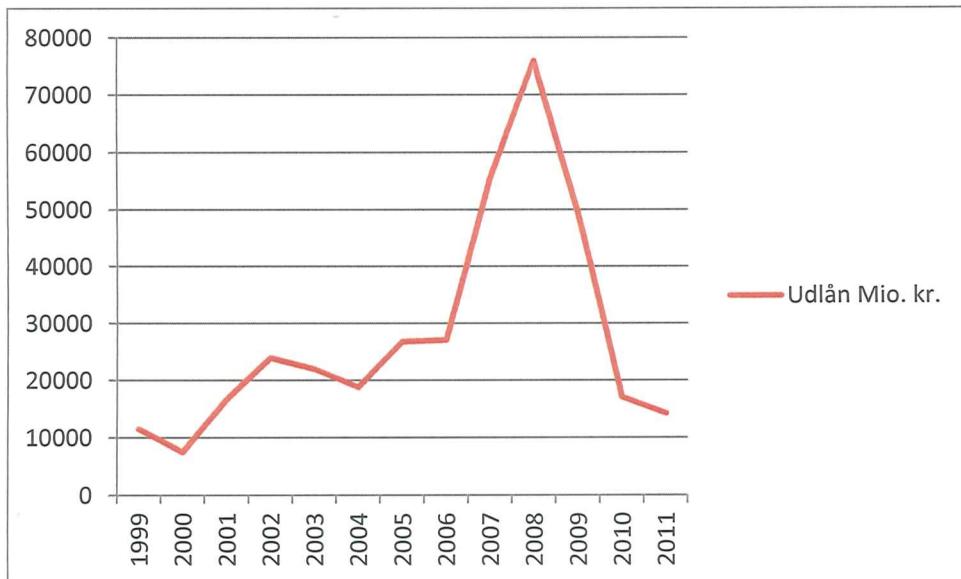
Kilde:

http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?menu=y&pxfile=2012429121841106307122EJEN88.px&gr_type=0&PLanguage=0

2.7: Realkreditinstitutternes nyudlån til erhvervsejendomme

Finanskrisen har også sat sit spor i ny udlån hos realkreditinstitutterne, der er færre ny udlån i dag end der var i slutningen af 2006. I 2006 var der ny udlån for 27 mia., hvorimod der i 2009 var nyudlån for 49 mia., dette er en stigning på 82,40%. Af nedenstående graf fremgår det dog, at der samlet set i perioden 2006–2010 har været et fald på 36,86%, da nyudlån hos realkreditinstitutterne i perioden 2009–2010 er faldet med 65,38 %.

Figur 5 Realkreditternes nyudlån til erhvervsejendomme



Kilde: Figur egen tilvirkning efter data fra statistikbanken;

http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?menu=y&pxfile=2012429123112106307122MPK7.px&gr_type=0&PLanguage=0

Både realkreditinstitutterne og bankerne er ikke så villige til at låne penge ud, som de var før finanskrisen, hverken til private eller til erhverv.

Selvom renten på realkreditobligationer er historisk lav, har dette ikke haft indvirkning på udlånslysten hos hverken bankerne eller realkreditinstitutterne, hvilket igen hænger sammen med kreditværdigheden hos kunden, men også at de selv har svært ved at låne pengene på den anden side.

Faldet i ny udlån skal dog også sammenholdes med tidligere afsnit, hvoraf det fremgik at antallet af handler er faldet med 53,93% i perioden 2006-2009. Det er således ikke alene låntagers kreditværdighed, som har været årsag til faldet i ny udlån.

2.8: Ejendomsmarkedet kontra udviklingen i det danske marked

Markedet har i Danmark siden finanskrisens start i 2007 været for nedadgående. Renten er faldet i perioden og beskæftigelsen er faldet, generelt set er Danmark inde i en lavkonjunkturperiode og det kan også mærkes på ejendomsmarkedet. Det danske ejendomsmarked følger det generelle

marked i Danmark, hvis der er lavkonjunktur i Danmark smitter det af på antal handler af investeringsejendomme, hvilket kan ses på priserne på ejendommene, og omvendt hvis der er højkonjunktur.

Danmark har været i en økonomisk krise i perioden siden 2007, og det har haft en direkte indvirkning på banker og realkreditinstitutterne i Danmark. Det er svært at rejse kapital og det får således også direkte indvirkning på ejendomshandlen. Antal handler og priserne på ejendommene er faldet i perioden efter finanskrisens start, hvilket kan ses på både afkastkravet og tomgangen i investeringsejendommene i København. Det kan således konkluderes, at ejendomsmarkedet følger det generelle marked i Danmark, hvis det går nedad for økonomien, følger ejendomsmarkedet med ned. Og omvendt hvis der er en periode med højkonjunktur, vil ejendomsmarkedet følge med op.

Samlet set kan man sige markedet for investeringsejendomme, er et marked som er gået ned af bakke, dog tyder det på, at der igen er ved, at komme gang i salget af investeringsejendommene i Danmark. Sadolin & Aalbæk har i deres nyhedsbrev af februar 2012 været ganske optimistiske med hensyn til fremtiden for ejendomsmarkedet, og prisudviklingen. De skriver at ca. halvdelen af de investorer der investere i danske ejendomme, er udenlandske investorer. Det er lettere at låne til finansieringen i Danmark, i forhold til andre lande, selvom det er fortsat er svært, er Danmark stadig konkurrence dygtig i forhold til udlandet¹⁵.

2.9: Delkonklusion

Renteniveauet er historisk lavt i Danmark, men på trods af det, har udviklingen i markedet været nedadgående de seneste år. Siden finanskrisens start i 2007, er både renten, afkastkravet, priserne på investeringsejendomme og antal handler med erhvervsejendomme faldet. Udviklingen på det danske marked har en afsmittende effekt på det danske ejendomsmarked, da dette marked følger det generelle marked. Danmark har været inde i en krise og er det stadigvæk. Forbrugertilliden har været svækket, arbejdsløsheden har været stigende og bankerne samt realkreditinstitutterne har været forsigtige med at låne penge ud til både forbrugerne men også til investorerne i

¹⁵ http://www.sadolin-albaek.dk/dk/newsletter/214.7747/newsletter_februar_2012.pdf

Danmark. Der er en generel manglende tillid til markedet, hvilket er med til at gøre det svært for Danmark at komme ud af den økonomiske krise. Selvom renten er sænket og priserne på ejendommene ligeså, er der ikke for alvor kommet gang i markedet endnu.

Generelt kan det siges at markedet, både generelt men i særdeleshed også ejendomsmarkedet har lidt et knæk efter finanskrisen, men det tyder på at der er ved at komme gang i ejendomsbranchen igen, flere spår om positive ændringer, både på forbrugertilliden men også på ejendomsmarkedet. Saldolin & Albæk er positive omkring udviklingen i ejendomsmarkedet, i deres nyhedsbrev af februar 2012.

3: Metode til værdiansættelse af investeringsejendomme

Værdiansættelse af investeringsejendomme sker enten efter den afkastbaserede metode eller efter DCF (Discounted Cash Flow)modellen. Værdiansættelsen sker dels som led i opfyldelse af regnskabslovgivningen, hvorefter investeringsejendomme optages i årsregnskabet til dagsværdi, dog til anskaffelsessummen ved første indregning¹⁶. Både den afkastbaserede metode og DCF-modellen er godkendt til fastsættelse af dagsværdien, såvel efter de danske som de internationale regnskabsbestemmelser.

Herudover sker værdiansættelserne i forbindelse med køb og salg af investeringsejendommene, både af sælgere, investorer og lånegivere. En investor vil forsøge at minimere købsprisen, for derved at maksimere sit afkast. Omvendt vil sælger forsøge at få så meget for sin ejendom som muligt. Endelig vil lånegiver foretage en forsiktig vurdering af ejendommen, for derved at ramme den værdi, som flere uafhængige investorer ville være villige til at give. Det må derfor også forventes, at de tre parter kan komme frem til forskellige værdiansættelser, da de typisk vil have forskellige forudsætninger at værdiansætte ud fra.

¹⁶ Årsregnskabslovens § 38, stk. 2 og IFRS40

3.1: Den afkastbaserede metode¹⁷

Den afkastbaserede metode er den mest simple metode til at fastsætte handelsværdien af en investeringsejendom på. Efter denne metode opgøres ejendommens driftsafkast, i et typisk regnskabsår, som lejeindtægter fratrukket de driftsudgifter, som ikke er dækket af ejendommens lejer. Herefter kan ejendommens værdi fastsættes i forhold til investors afkasts krav:

$$\text{Ejendommens værdi} = \frac{(\text{lejeindtægt} - \text{driftsudgift})}{\text{forrentningskrav}}$$

Ejendommens lejeindtægter og driftsudgifter kan umiddelbart aflæses i ejendommens regnskab eller estimeres i henhold til indgåede lejekontrakter og ejendommens generelle stand.

Driftsafkastet afhænger således af de lejekontrakter, der er indgået, og de aftaler, der er indgået med lejerne omkring betaling af dele af ejendommens driftsudgifter, uover selve lejebetalingen. Typisk afholder udlejer alle udgifter til den udvendige vedligeholdelse af ejendommen, og lejer betaler en andel af den løbende drift af ejendommen i forhold til aftalt fordelingstal, fx lejemålets m² i forhold til ejendommens samlede areal.

Indvendig vedligeholdelse afholdes typisk af lejer. Ejendomsskatten og dækningsafgift opkræves enten alene med de årlige stigninger i henhold til erhvervslejelovens bestemmelser, eller det aftales i lejekontrakten, at hele udgiften medtages i ejendommens fællesregnskab, som lejerne betaler til uover lejen. Ved opgørelsen af ejendommens driftsafkast, er det således vigtigt at kende indholdet af de enkelte lejeaftaler. Herudover er det vigtigt, at være opmærksom på, at man som køber af en ejendom, overtager alle de lejeretslige forpligtelser, som er indgået på ejendommen.

Ved opgørelsen af lejeindtægter og driftsudgifter tages udgangspunkt i et normalt regnskabsår og ikke i et enkelt år, hvor der for eksempel er meget tomgang eller ekstra høje ejer udgifter, hvis dette normalt ikke er tilfældet, idet værdiansættelsen ellers ikke bliver korrekt.

¹⁷ Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF Modelle, Ejendomsforeningen Danmark, oktober 2006

Forrentningskravet fastsættes ud fra de risici, som er forbundet med at investere i ejendommen. I afsnit 4 vil vi se nærmere på, hvordan afkastkravet beregnes.

Fordelen ved anvendelsen af den afkastbaserede metode er, at den er nem at anvende, og let at overskue. Omvendt, er det en statisk model, hvor der alene tages udgangspunkt i ét regnskabsår. Der tages således umiddelbart ikke hensyn til fremtidige år, og forventningerne hertil, dette ligger implicit i afkastkravet.

3.2: Discounted Cash flow (DCF)¹⁸

DCF modellen er den mest anvendte model til værdiansættelse af investeringsejendomme.

Årsagen hertil er, at den giver mulighed for at medtage flere faktorer end ved den afkastbaserede metode.

Værdiansættelsen efter DCF modellen sker ved at tilbagediskontere en række forventede Cash flows i budgetperioden samt terminalværdien ved budgetperiodens udløb, til år 0, med en individuel fastsat diskonteringsrente. Budgetteringen af periodens Cash flows, terminalværdien og fastsættelsen af diskonteringsrenten er således de tre elementer i modellen, som er afgørende for, hvor præcis værdiansættelsen bliver.

Værdiansættelsen efter DCF modellen kan umiddelbart inddeltes i følgende 5 trin:

1. Bestemmelse af Cash flowet i budgetperioden
2. Tilbagediskontering af Cash flowet
3. Bestemmelse af terminalværdi
4. Tilbagediskontering af terminalværdi
5. Bestemmelse af ejendommens værdi

¹⁸ Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF Modelle, Ejendomsforeningen Danmark, oktober 2006.

Trin 1 – beregning af Cash flow i budget perioden:

Indledningsvist fastsættes budgetperioden, som typisk ligger på 10 år. Herefter budgetteres periodens Cash flows. Budgetperiodens Cash flow opgøres som de forventede fremtidige årlige indtægter fratrukket driftsudgifter.

Alle indtægter og de udgifter, som ikke dækkes af lejerne, medtages i budgettet. Også estimeret lejeindtægt på tomgangslejemål medtages som indtægt, for på den måde at vise den samlede mulige indtægt i budgetperioden. Omvendt medtages tomgangslejen også som udgift i de perioder, hvor det måtte forventes at lejemålet ikke er udlejet.

Udover lejeindtægten er det også muligt via fællesregnskab at få erhvervslejere til at betale henlæggelser til fornyelse af fx varmeanlæg, elevator og ventilationssystem. Denne indtægt kommer således udover lejeindtægten. Henlæggelserne pristalsreguleres på samme måde som lejeindtægten.

I forbindelse med budgetteringen af lejeindtægter og ejendommens udgifter er det vigtigt at kende indholdet af de enkelte lejekontrakter. Hvilke udgifter deltager lejerne i, og hvilke skal dækkes af ejendommen, og hvilke aftaler er der indgået omkring lejeregulering.

Det er vigtigt, at alle indtægter og udgifter medtages, da forglemmelser hurtigt medfører store udsving i værdiansættelsen. Samtidig skal det dog bemærkes, at det stadig kun er et budget for forventet Cash flow, og der kan ske ændringer i budgetperioden, hvorfor det ikke er muligt at opstille et fuldstændigt korrekt budget for en 10 årig periode.

Lejeindtægterne kan til en vis grænse budgetteres ret præcist, hvis der fortsat er uopsigelighed i lejekontrakterne. Stigninger i lejeindtægten reguleres som aftalt i de enkelte lejekontrakter. Stigningen vil oftest være fastsat som stigningen i nettoprisindekset, eventuelt med en aftalt minimum og maksimum regulering. Herudover kan lejen, i henhold til erhvervslejelovens § 13, reguleres til markedslejen hvert 4 år, hvis ikke andet er aftalt i lejekontrakten. For at kunne reguleres til markedslejen er det en forudsætning, at den gældende leje er væsentlig lavere eller væsentlig højere end markedslejen. I en dom fra 2009 er væsentlighedskravet fastsat til 10%.¹⁹ Såvel udlejer som lejer kan kræve lejen reguleret. Det kan således også blive tale om

¹⁹ <http://www.gorrissenfederspiel.com/GFKNyheder/Files/Dokument1DK%5C42.pdf>

lejenedsættelser, hvilket vi ser i højere grad under lavkonjunkturer, enten som varslede § 13 lejenedsættelse eller i forbindelse med genforhandling af lejekontrakter.

Driftsudgifterne kan variere meget fra år til år. De almindelige driftsudgifter til den normale drift og som er tilbagevendende udgifter, estimeres ud fra de seneste kendte udgifter tillagt en forventet prisstigning. De tilbagevendende udgifter består af forskellige serviceaftaler om drift af ejendommen (fx renovationsaftaler, vicevært, elevator service mv.). Herudover er der udgifter til reparationer og vedligeholdelse af ejendommen, som estimeres dels ud fra ejendommens stand og dels ud fra tidligere års udgifter. Oftest deltager lejerne i udgifterne til den almindelige drift af ejendommen, men er der lejere som ikke deltager, skal deres andele medtages som en tilbagevendende udgift, som pålignes ejendommen. Det er samtidig vigtigt at huske at medtage tomme lejemåls andel af fællesudgifterne som en udgift, da denne ligeledes pålignes ejendommen.

Udgifter til udvendig vedligeholdelse af ejendommen påhviler oftest udlejer, og er der større vedligeholdelses arbejder, fx af ejendommens klimaskærm i budgetperioden, bør udgiften ligeledes medtages i budgettet, men alene forholdsmaessigt i det år omkostningen opstår. Hvis der ikke er umiddelbare forventninger om større vedligeholdelsesudgifter, bør den årlige vedligeholdelsesudgift modsvare forventningen om udgifter hertil.

I afsnit 6 vil vi se nærmere på, hvordan ændrede forudsætninger i det budgetterede Cash flow påvirker den endelige prissætning af ejendommen.

Endelig bør investor kigge på, om der er uudnyttede muligheder for at øge lejeindtægten. Kan der tilknyttes lejerbetalte p-pladser eller udlejes antenneplads på taget. Denne eventuelle ekstra lejeindtægt bør dog alene figurere i et skygge budget som en latent lejeindtægt, som ikke er afgørende for afgivelsen af købstilbud på ejendommen, da denne indtjening ellers vil være medvirkende til at forøge den pris, investor er villig til at betale for ejendommen.

Trin 2 – Tilbagediskontering af periodens Cash flow

På dette trin fastsættes tilbagediskonteringsrenten, som anvendes til at beregne nutidsværdien af budgetperiodens og terminalværdiens Cash flows.

Diskonteringsrenten består af en risikofri rente + et risiko tillæg. Den risikofrie rente sidestilles med en statsobligation med samme løbetid som budgetperioden, mens risikotillægget bestemmes ud fra de forventede risici, der er forbundet med budgetteringen af den enkelte ejendoms Cash flows. Jo større usikkerhed om budgettet, jo større risikotillæg. Risikotillægget bestemmes således af de forhold, som det ikke er muligt at tage højde for i budgetteringen af ejendommens Cash flow.

Faktorer som indregnes i risikotillægget er således faktorer såsom ejendommens beliggenhed, ejendomstype, lejers bonitet, samt almindelig udbud og efterspørgsel. Herudover indgår også makroøkonomiske forhold såsom BNP, beskæftigelsen og inflation også i fastsættelsen af diskonteringsfaktoren.

Diskonteringsrenten afspejler dermed en investors afkastkrav til en given investering. Vi vil i afsnit 4, se nærmere på, hvordan dette afkast krav kan beregnes.

Trin 3 – Terminalværdi

Terminalårets Cash flow budgetteres ud fra en forventning om, at Cash flowet kan fortsætte i det uendelige. Der tages således udgangspunkt i en evighedsbetragtning, hvor det er de gennemsnitlige Cash flow, som danner grundlag for terminalværdien.

Det betyder, at der skal tages hensyn til større vedligeholdelses- og istandsættelsesarbejder, som måske ikke har været aktuelle i den 10 årlige budgetperiode, men som alene måtte forventes indenfor ejendommens livsperiode, som er den betragtning, der danner grundlag for budgetteringen i terminalåret. De udgifter til renovering og vedligeholdelse, som må forventes i ejendommens levetid, dette kan for eksempel være udskiftning af tag, vinduer, naturgasfyr eller lignende, bør medtages. Herudover bør der medtages en estimeret udgift til istandsættelse af

tomgangslejemål ligesom der bør budgetteres med en vis tomgangsperiode, herunder også ejer udgifter på forbrugs- og driftsregnskaberne, som ellers ville være dækket af en lejer.

Udgiften til udskiftning eller renovering af tag, vinduer eller lignende estimeres i forhold til forventet holdbarhed. Antages taget for eksempel at have en levetid på 30 år, medtages udgiften med 1/30. På den måde fordeles alle forbedrings- og renoveringsudgifter ud, og Cash flowet vil svare til et normaltår, på samme måde som ved anvendelsen af den afkastbaserede metode.

Tomgang kan i terminalåret budgetteres i forhold til den netop afsluttede 10 årlige budgetperiode. Er der for eksempel samlet set budgetteret med tomgang på 5% af den samlede lejeindtægt, kan dette danne udgangspunktet for terminalperioden. Herudover budgetteres ligeledes med de ekstra udgifter, som måtte blive pålignet ejendommen i forbindelse med tomgang. Udgifter som tidligere var afholdt af lejer, istandsættelse af lejemål og udgifter til genudlejning af lejemålet, herunder annoncering og mæglersalær medtages også.

Den endelige terminalværdi fastsættes som Cash flowet i terminalåret delt med diskonteringsrenten.

Det er vigtigt at være opmærksom på, at terminalværdien ofte udgør 40-60 % af den samlede ejendomsværdi. Derfor har budgetteringen i terminalåret stor betydning, og for høj eller lav budgettering slår hårdt igennem ved værdiansættelsen. Dette vil vi se nærmere på i afsnit 6.

Trin 4 – Tilbagediskontering af terminalværdien

Terminalværdien tilbagediskonteres på samme måde som de enkelte Cash flow i budgetperioden, dog med samme diskonteringsfaktor som i det sidste budgetår, idet der i terminalværdien ikke regnes med inflation. Terminalværdien beregnes således på samme måde som ejendomsværdien efter den afkastbaserede metode.

Trin 5 – Ejendommens værdi

Herefter kan ejendommens værdi beregnes som summen af de enkelte budgetårs Cash flow tilbagediskonteret til år 0, tillagt den tilbagediskonterede terminalværdi.

3.3: Delkonklusion

Den afkastbaserede metode og DCF modellen er to forskellige metoder til værdiansættelse af blandt andet investeringsejendomme. Den primære forskel mellem de metoder, er at DCF modellen bygger på en række tilbagediskontere Cash flows, og på denne måde medtager flere variable, hvilket giver mulighed for en mere præcis værdiansættelse. Derudover er DCF modellen en real-model, hvor der tages hensyn til inflation og aftalte lejereguleringer i budgetperioden. Den afkast baserede metode er omvendt en statisk model, hvor der tages udgangspunkt i et typisk indkomstår, uden hensyntagen til inflation og lejereguleringer.

DCF modellen er den mest anvendte værdiansættelsesmodel i ejendomsbranchen. Årsagen hertil, er at den som nævnt giver mulighed for at budgettere ejendommens Cash flows over en periode, og dermed mulighed for et mere realistisk billede af indtjeningsmulighederne. Samtidig er det dog vigtigt at være opmærksom på, at det kun er et budget, og der er stor sandsynlighed for at de forudsætninger, som lægges til grund for budgetlægningen ændrer sig over perioden. Dette forsøges der at tage højde for i afkastkravet, som vi ser nærmere på i næste afsnit.

4: Beregning af investors afkastkrav

I forbindelse med værdiansættelsen af investeringsejendomme, er det vigtigt, at fastsætte det mest præcise afkastkrav, som en given investering må forventes at kunne oppebære. Sættes afkastkravet for lavt, vil det medføre, at en investor måske vil være klar til at give en højere pris for ejendommen, og omvendt ved et for højt afkast krav. Dette kigger vi nærmere på i afsnit 6.1, hvor vi i forbindelse med værdiansættelsen af vores case ejendom, vil foretage følsomhedsanalyser på ejendomsværdien, som følge af ændret afkastkrav.

Afkastkravet kan bestemmes ud fra CAPM, som gennemgås nedenfor.

4.1: CAPM (Capital Asset Pricing Model)²⁰

CAPM anvendes til at beregne det forventede afkast på en enkelt investering eller afkastet på en investeringsportefølje.

I henhold til CAPM kan det forventede afkast på en investering beregnes som den risikofrie rente tillagt et risikotillæg²¹.

$$\bar{r}_a = r_f + \beta_a (\bar{r}_m - r_f)$$

Where:

r_f = Risk free rate

β_a = Beta of the security

\bar{r}_m = Expected market return

I henhold til CAPM kompenseres investor således først for tidsværdien af sine investeringer i form af den risikofrie rente. Den risikofrie rente er den rente, en investor ville kunne opnå ved at placere sine penge uden samtidig at påtage sig en risiko. Ofte anvendes en 10 årig statsobligation, som et udtryk for den risikofrie rente. Herefter kompenseres investor for at påtage sig en risiko. Dette risikotillæg gives, for at kompensere investor for den ekstra risiko, investor påtager sig ved at foretage en given investering.

I forbindelse med investeringer tales der om to risikotyper, systematisk og usystematisk risiko, som tilsammen udgør en investerings samlede risiko. Den risikotype som der justeres for i CAPM, er den systematiske risiko. Den systematiske risiko eller markedsrisikoen, som den også kaldes, påvirker hele økonomien. Det er derfor ikke muligt at diversificere sin investering for at undgå disse risici, da de er afledt af markedet. Det er dog forskelligt, hvor meget den systematiske risiko påvirker den enkelte investering. Eksempler på systematiske risici er generel økonomisk vækst eller som vi ser det i øjeblikket, finansiel krise, som påvirker hele markedet.

²⁰ Finance for Executives, kapitel 10

²¹ <http://www.investopedia.com/terms/c/CAPM.asp#axzz1qFXF2WGw>

Omvendt er den usystematiske risiko risikoen ved den enkelte virksomhed, så ved denne risiko er det muligt for investor at diversificere sig og dermed mindske risikoen. Dette kan gøres ved at spredde sine investeringer ud på virksomheder i forskellige brancher. Investor bliver derfor heller ikke belønnet for at bære usystematisk risiko.

4.1.1: Beta værdien

Beta værdien beskriver, hvor risikofyldt en aktie er i forhold til det samlede marked, og hvordan den bevæger sig i forhold til markedet generelt. Beta fastsættes på baggrund af historiske informationer og kan ikke umiddelbart forudsige en fremtidig udvikling i aktien.

Beta værdien beregnes som:

$$\beta_a = \frac{\text{Cov}(r_a, r_p)}{\text{Var}(r_p)},$$

Ved at inkludere et tilstrækkeligt højt antal observationer i beregningen fås det bedste bud på en fremtidig beta værdi. Det er i den forbindelse vigtigt at være opmærksom på, at der kan opnås forskellige betaværdier afhængig af, hvor mange observationer, som indgår i beregningen og hvilket markedsindeks, aktien måles overfor. Ved anvendelse af offentligjorte beta værdier er det således vigtigt at kende forudsætningerne for beregningen.

En beta værdi på én betyder at aktien ikke udvikler sig med samme udsving som markedet. En beta værdi på 0,50 betyder således, at stiger markedsværdien, er forventningen til den givne aktie, at denne alene vil stige halv så meget som markedet generelt. Omvendt vil en beta værdi over én, betyde at den givne aktie har større udsving end markedet generelt. Dette gælder både i op, og nedad gående retning. 0,8 anses som værende en lav betaværdi, mens 1,3 anses som værende høj beta værdi.²²

²² <http://penge.dk/ordbog/betavaerdi>

I perioder med generelt faldende aktiekurser, bør man således være påpasselig med at investere i aktier, hvor betaværdien er høj, idet de er letpåvirkelige af markedssituationen. Dermed vil sandsynligheden for at tage penge på investeringen være stor.

Vi har valgt at anvende Jeudan som proxy virksomhed, for vores investering, fordi de er børsnoteret, og fordi vi vurderer, at vores case ejendom passer ind i Jeudans portefølje, i forhold til både ejendomstype og beliggenhed. Vi har i bilag 3 beregnet deres beta værdi i forhold til OMX Copenhagen Benchmark CAP GI.

I vores beregning som er foretaget på baggrund af 60 observationer målt som de månedlige udsving i Jeudan aktien i forhold til OMX Copenhagen Benchmark CAP GI indekset i perioden 30/3 2007 – 31/3 2012, får vi en beta værdi på 0,2718. Til sammenligning har vi fundet Jeudans beta værdi på internettet til 0,470²³. Her kender vi dog ikke antallet af observationer og heller ikke hvilket markedsindeks, som Jeudan aktien er målt overfor. Idet der kun har været relativt få handler med Jeudan aktien i observationsperioden, mener vi ikke, at de månedlige observationer, tegner et repræsentativt billede af den relative risiko, som er forbundet med at investere i erhvervsejendomme, og vi fravælger derfor at anvende Jeudans beta i vores beregning af afkastkravet.

Jeudans beta værdi på 0,2718 må betegnes som en meget lav beta værdi. Forskellen mellem vores beregnede beta værdi og den offentliggjorte beta værdi på internettet, kan dels ligge i antallet af observationer, dels det markedsindeks aktien måles op mod. Vi har valgt at anvende OMX Copenhagen Benchmark CAP GI som et udtryk for markedsværdien, da det indeholder et tilpas bredt udsnit af markedets forskellige aktier, og dermed et godt sammenligningsgrundlag til beregning af beta værdien.

Som et alternativ til vores beta beregning på Jeudans aktie, har vi valgt beregne beta værdien på 3 svenske ejendomsselskaber, da vi ikke mener, at vi har et ejendomsselskab i Danmark, som er handlet tilstrækkeligt til at kunne give et troværdigt resultat. Samtidig mener vi, at det svenske ejendomsmarked umiddelbart godt kan sammenlignes med det danske. Beta beregningen af de 3

²³ <http://www.proinvestor.com/aktier/Jeudan/JDAN.CO>

svenske ejendomsselskaber kan ses i bilag 4. Vi har i beregningen anvendt det svenske OMX Stockholm Benchmark CAP GI, som markedsrenten.

Tabel 1: Beta værdier svenske ejendomsselskaber

Ejendomsselskab	Beta
Fabege	1,2539
Hufvudstaden	0,6276
Kungsleden	1,2524
Porteføljeværdi Sverige	1,0446

Kilde: Egen tilvirkning, for beregning se bilag 4.

Af ovenstående tabel fremgår vores beregnede betaværdien for 3 svenske ejendomsselskaber. Vi har så valgt at pulje betaværdierne, og tage en middelværdi af de 3, med den forventning at det giver et mere nuanceret billede af risikoen på ejendomsmarkedet. Vi får således en beta værdi på 1,0446, hvilket svarer det generelle marked. Betaværdien kan således siges at følge markedet, med de samme forventede udsving.

4.1.2: Beregning CAPM

Inden beregningen af CAPM, skal vi have fastlagt den risikofrie rente og markedsrenten. Som den risikofrie rente, kan som tidligere nævnt anvendes en 10 årig statsobligation. Afkastet på denne ligger på 1,58 %²⁴

Vi har ikke kunnet finde en klar definition af, hvilken markedsrente, der skal anvendes i CAPM. I henhold til vores lærebog skal beta beregnes overfor markedet generelt, da beta netop skal vise hvordan en enkelt investering/virksomhed bevæger sig i forhold til hele markedet, hvor alle alternativer er medtaget.²⁵ Umiddelbart synes det dog ikke muligt at medtage alle alternative investeringer i et indeks, og samtidig måle dem over en længere periode, for at opnå et så præcist estimat for en fremtidig markedsrente, som muligt.

²⁴

http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?gr_type=0&gr_width=550&gr_height=400&gr_ontsize=11&menu=y&PLanguage=0&pxfile=201253161846106463791DNRENTA.px&wownload=1150&hownload=550&rotate=

²⁵ Finance for executives, side 330

Vi har valgt at anvende en markedsrente på 7,9 %, som er den markedsrente, oplyst i vores lærebog²⁶. Denne er målt over en periode på 108 år, hvorfor vi mener denne er mere præcis, end det vi har forsøgt at måle os frem til via forskellige indeks på OMX, hvor vi alene kunne komme tilbage til 1995.

$$\text{CAPM kan nu beregnes som: } 1,58 + (7,9 - 1,58) * 1,0446 = \underline{\underline{8,18}}$$

Afkastkravet på 8,18 % bør dog, for god ordens skyld lige sammenlignes med de seneste offentligjorte markedsbarometre, som de forskellige erhvervsmæglere offentliggør. Sadolin & Albæk oplyser i deres markedsbarometer, at startafkastet på prime location kontorejendomme i København er 5 %, og 6 % for sekundære kontorejendomme. Umiddelbart synes det således ikke, korrekt at fastholde et afkastkrav på 8,18 % ved investering i kontorejendomme i København.

Vores case ejendom, som beskrives i det kommende afsnit, er en blandet bolig- og kontorejendom beliggende på Østerbro i København. Vi vurderer ikke, at den helt har prime beliggenhed, men dog heller ikke sekundær. Vi vurderer, at i forhold til Sadolin & Albæks markedsbarometer, kan vores case ejendoms startafkast fastsættes til 5,5 %.

Forskellen i det beregnede afkastkrav på 8,18 % og det estimerede i forhold til Sadolin & Albæks markedsbarometer på 5,5 %, er rimelig høj, og vil få stor betydning for værdiansættelsen af vores caseejendom, som vi skal se i det afsnit 5.4.

En af årsagerne til det forhøjede afkastkrav ved egne beregninger, kan eventuelt findes i den anvendte model, idet denne bygger på en række forudsætninger, som måske ikke alle er lige realistiske. Modellen har, gennem tiderne, også været utsat for en del kritik, blandt andet, netop at forudsætningerne bag modellen ikke er realistiske²⁷.

²⁶ Finance for Executives, side 334

²⁷ http://en.wikipedia.org/wiki/Capital_asset_pricing_model

CAPM bygger på følgende forudsætninger:²⁸

- Investorerne har homogene forventninger med hensyn til aktiverne, da alle informationer er tilgængelige for alle.
- Investorerne er rationelle og risikoaverse. Alle ønsker at maksimere forventet afkast ved en given risiko.
- Alle investorer kan låne eller placere deres frie midler til den risikofrie rente.
- Der er ingen transaktionsomkostninger.
- Der er ingen skatter eller forbud mod kortsalg.
- Det er en statisk model, som kun følger én periode.
- Der er fuldkommen konkurrence. Ingen investorer kan påvirke prisen på aktiverne.
- Afkastet på aktiverne er normalfordelt.
- Alle aktiver er muligt at handle, og antallet af disse er konstante.

Forudsætningen om at alle informationer er tilgængelige for alle, er kun aktuelt for investeringer i børsnoterede aktiver/selskaber, hvorimod det ikke er muligt for alle øvrige investeringer.

Forudsætningen om at investorerne er rationelle og risikoaverse er heller ikke helt korrekt. Oftest ses det, at fx fodboldtilhængere investerer i deres favorit hold. Det formodes dog, at forudsætningen overordnet set er korrekt.

Ikke alle forudsætninger er lige realistiske. Fx vil det ikke være muligt, for alle investorer at låne til den risikofrie rente, specielt ikke i øjeblikket med den nuværende finanskrisen.

Forudsætningen om at der ingen transaktionsomkostninger er, er heller ikke realistisk, da alle transaktioner er forbundet med en udgift, enten i form af kurtagte eller ved ejendomsinvestering tinglysningsudgifter.

Forudsætningen om kortsalg, betyder at der ikke er fastsat en minimums periode fra køb af aktie, til denne kan gensælges.

²⁸ Kompendium – Finansiering, side 65-66.

Endelig er forudsætningen om at ingen investor kan påvirke prisen på aktiverne, nok heller ikke helt korrekt, da en investor med en stor ejerandel, alt andet lige må have større indflydelse på aktivernes pris, end en lille investor.

Sammenholdes de enkelte forudsætning med Sadolin & Albæk's markedsbarometer, som er fastsat på baggrund af ét konkret marked og på baggrund af flere års erfaringer med ejendomsmarkedet, vurderer vi at afkastkravet på 5,5 % for en investeringsejendom som Livjæergade 17 på Østerbro, er det mest korrekte at anvende på vores caseejendom.

4.2: Afkastkrav kontra WACC

Ser vi nu i stedet på, sammensætningen af finansieringen af investeringen, får vi et udtryk for, hvilket minimums afkast, investeringen kan gennemføres ved.

WACC beregner den vægtede kapitalomkostning på en investering, i forhold til, hvor stor en andel af investeringen, som er finansieret ved fremmedkapital og hvor stor en del, der er finansieret ved egenkapital. Forrentningen af fremmedkapitalen afhænger af, hvor fremmedkapitalen kommer fra. Hvis det er et almindeligt bank eller kreditforeningslån, medtages denne rente. Hvis fremmedkapitalen i stedet fremkommer ved udstedelse af virksomheds obligationer, beregnes forrentningen i forhold til markedsprisen på obligationen.²⁹ Egenkapital forrentningen har vi beregnet overfor ved hjælp af CAPM.

Formlen for WACC opstilles således:

$$WACC = k_d (1-T_c) \frac{D}{E+D} + k_e \frac{E}{E+D}$$

Hvor k_d er kalkulationsrenten af gæld, og k_e er kalkulationsrenten på egenkapitalen. T_c er selskabets skattekoefficient. D og E er henholdsvis gæld og egenkapital.

Vi kan herefter beregne WACC'en i forhold til vores på afkastkrav på den svenske portefølje på 8,18 og i forhold til det estimerede afkast på 5,5 %.

²⁹ Finance for Executives, kap 10, side 323.

Vi har i bilag 5, beregnet den gennemsnitlige gældsandel på den svenske portefølje til 45,02 %. Under forudsætning af, at gældsandelen finansieres med et 3 % obligationslån med en ÅOP på 6,07 %³⁰, kan WACC'en på den svenske portefølje nu beregnes som:

$$WACC_{sv} = (6,07\% * (1-0,25) * 45,02\%) + (8,18\% * 54,98\%) = 6,85\%$$

Dette er dog porteføljens WACC, men da vi vurderer at investeringen i vores case ejendom, belånes maksimalt i kreditforeningen, i henhold til realkreditlovens bestemmelser, sker dette med 60 % på erhvervsdelen og 80 % på boligdelen. Gældsandelen udgør herefter 64 %, jf. Bilag 6.

Investeringens WACC kan herefter beregnes til:

$$WACC_{sv} = (6,07\% * (1-0,25) * 64\%) + (8,18\% * 36\%) = 6,16\%$$

Forskellen på de to beregninger ligger i om risikoen på investeringen, vurderes til at have samme risikoprofil, som porteføljens risiko. Årsagen til at WACC'en er lavere ved en højere belåningsgrad, er at forrentningen på fremmedkapitalen er lavere end på egenkapitalen. Forrentningen på fremmedkapital er lavere end på egenkapital, da fremmedkapitalen står forrest i prioritetsrækken ved en eventuel konkurs, og derfor vil en investor have et større afkast for den merrisiko der er ved at indskyde egenkapital.

Vi kan nu sammenligne WACC'en på 6,16 %, med afkastkravet på 8,18. Forskellen mellem WACC og afkastkrav repræsenterer, den margen som der er på den pågældende investering, under de fastsatte forudsætninger.

Beregner vi nu i stedet WACC ud fra vores fastsatte afkastkrav på 5,50 % får vi:

$$WACC = (6,07\% * (1-0,25) * 64\%) + (5,50 * 36\%) = 5,20$$

Sammenholdes denne med afkastkravet på 5,5 % er der således alene en margen på 0,30 procent point. Denne ret lille margen kan få stor betydning, hvis det fastsatte afkastkrav ikke kan opretholdes. Dette ser vi nærmere på i afsnit 6.1.

³⁰ <http://www.nykredit.dk/erhverv/beregn/nytlaansberegner#>

4.3: Delkonklusion

Vi har beregnet investors afkastkrav gennem CAPM, som er den risikofrie rente + et risikotillæg. Den risikofrie rente sidestilles med den 10 årlige statsobligation, og er den rente investor kan opnå uden at påtage en risiko, mens risikotillægget gives, for at kompensere investor for den ekstra markedsrisiko, investor påtager

Beta værdien i CAPM beskriver, hvor risikofyldt en aktie er i forhold til det samlede marked. I forbindelse med vores beregning af investors afkastkrav, har vi beregnet betaværdien for Jeudan og en svensk portefølje på 3 ejendomsselskaber. Vi fravælger dog Jeudans beta værdi, da den dels er meget lav, men også fordi aktien ikke er handlet meget i perioden. Vi vælger så i stedet at anvende betaværdien fra den svenske portefølje som udtryk for risikoen på det danske ejendomsmarked, da de både har flere transaktioner i perioden, og da vi mener det svenske ejendomsmarked ligner det danske.

Vi har beregnet os frem til et afkastkrav på 8,18 %, hvilket vi forkaster og i stedet vælger at fastsætte afkastkravet i forhold til Sadolin-Albæks markedsbarometer. Afkastkravet fastsættes til 5,5 % ud fra ejendommens beliggenhed og stand i øvrigt.

Vores fastsatte afkastkrav på 5,5 % sammenligner vi med investeringens WACC, da afkastkravet skal være højere end denne, før det er attraktivt for investor at investere. Den forventede gevinst ved investeringen udover afkastkrav på egenkapitalen, kan herefter ses som forskellen mellem afkastkrav og WACC. Vi har beregnet investeringens WACC til 5,20 %, hvilket er lavere end afkastkravet. Det vil sige investeringen i ejendommen på Livjægergade, med et afkast på 5,5 %, vil have en ekstra gevinst for investor på 0,30 procent point.

5: Investors undersøgelser før investering

En investor vil altid foretage egne undersøgelser før en eventuel investering foretages. I forbindelse med investering i erhvervsejendomme vil en sådan due diligence bl.a. omfatte en besigtigelse af ejendommen, gennemgang af alle ejendommens dokumenter, gennemgang af de enkelte lejeres lejekontrakter og bonitet samt egen budgetlægning og værdiansættelse af ejendommen. En sådan undersøgelse vil typisk ende ud i, at alle informationer samles i en mindre

SWOT analyse, vi har samlet et lille udsnit heraf i bilag 9. Nedenfor beskrives case ejendommen og lejerne kort.

5.1: Beskrivelse af Case-ejendommen – Livjægergade 17, 2100 Østerbro³¹

Ejendommen er p.t. til salg via Sadolin & Albæk. Udbudsprisen er fastsat til kr. 80 mio. med et nettostartafkast på 5,37 %. M. Goldschmidt Ejendomme A/S købte ejendommen 1. oktober 2011 af FS Ejendomsselskab A/S.

FS Ejendomsselskab er et ejendomsselskab under Finansiel Stabilitet, som varetager salget af ejendomme, som er overtaget af Finansiel Stabilitet. Selskabet blev oprindelig startet på baggrund af den nu krakkede Roskilde Bank, og de nødlidende ejendomme, som lå tilbage, i et forsøg på at få disse videresolgt på bedste mulige vilkår.³²

Ejendommen er centralt beliggende på Livjægergade 17 på Indre Østerbro, og indeholder 4 herskabslejligheder, 1 lager lejemål og 7 kontorlejemål. Ejendommen består af et forhus, hvori de 4 herskabslejligheder og 2 af erhvervslejemålene er beliggende, og et baghus med de 6 øvrige erhvervslejemål. Alt er i dag fuldt udlejet, dog er et mindre kontorlokale på 69 m² opdagt til fraflytning 30/9 2012.

Lejemålene varierer i størrelse, kontorer fra 69 m² til 893 m², boligerne er 206 og 229 m², og lagerlokalet 406 m². De enkelte lejemål har således en størrelse, hvor vi mener at genudlejning umiddelbart ikke vil være et problem. I forbindelse med genudlejning, er det vigtigt at være opmærksom dels på indholdet af de øvrige lejeres kontrakter, om de har en brancheklausul indskrevet i deres lejekontrakt, dels på ejendommen generelt, hvilke erhverv, der er tilladelse til at drive i ejendommen, fx vil der sandsynligvis ikke være tilladelse til indretning af cafe eller restaurant i baghuset.

³¹ Afsnittet er skrevet på baggrund af materiale fra Goldschmidt Ejendomme samt Sadolin & Albæk, se bilag 1-2
³²

<http://www.finansielstabilitet.dk/Images/PDFer/Dansk/FS%20Ejendomsselskab/FS%20Ejendomsselskab%20sælger%20syv%20ejendomme.pdf>

Med hensyn til de 4 herskabslejligheder, forventer vi, at de er forholdsvis nemme at genudleje, ved fraflytning. Det er umiddelbart ikke tilladt at nedlægge boliger i Københavns Kommune, hvorfor boliglejemålene ikke vil kunne konverteres til erhverv.

Ejendommen er kortlagt som bevaringsværdig, hvilket dog alene har betydning for ejendommens vedligeholdelse udvendigt, idet det alene er ejendommens udseende, som skal bevares.³³

Alle lejemål i baghuset er ny indrettet i new yorker stil. Øvrige lejemål, herunder også boliglejemålene er overtaget af lejerne ny istandsatte. Den indvendige vedligeholdelse af lejemålene påhviler lejerne, mens udlejer står for alt udvendigt vedligeholdelse.

5.2: Gennemgang af ejendommens indtægtsgrundlag

I forbindelse med gennemgangen af de enkelte lejekontrakter, er det også vigtigt, som investor, at gennemgå lejernes bonitet, for derved at danne sig et indtryk af den fortsatte indtjening på ejendommen.

Vi har været i kontakt med M. Goldschmidt Ejendomme A/S, som ejer ejendommen, for at få nærmere oplysninger omkring ejendommen. I den forbindelse har vi modtaget en opdateret lejeliste, hvoraf fremgår, at et par lejere har fået genforhandlet deres kontrakter, og én lejer har op sagt et mindre lejemål i ejendommen. Vi har samtidig modtaget kopi af én af erhvervskontrakterne med tilhørende budget for ejendommens varme- og driftsbudget. Det har desværre ikke været muligt at få udleveret ejendommens seneste varme- og driftsregnskaber, da M. Goldschmidt Ejendomme A/S ikke har udfærdiget regnskaber på ejendommen, i deres ejer tid. Vi vil derfor tage udgangspunkt i det udleverede materiale fra Sadolin & Albæk, hvorefter lejerne bidrager med kr. 630.525 på Serviceregnskabet og kr. 176.106 på varmeregnskabet.

To boliglejekontrakter er ændret til almindelige boliglejekontrakter, mens de to øvrige fortsat er indgået på tidsbegrænsede lejekontrakter med fraflytning 31/12 2012. De nye oplysninger er anvendt som supplement til salgsprospektet fra Sadolin & Albæk, ved værdiansættelsen af ejendommen.

³³ <https://www.kulturarv.dk/fbb/bygningvis.pub?bygning=3161846>

Unity technologies og G-Star er de to største lejere i ejendommen, og betaler sammenlagt knap 50% af ejendommens lejeindtægter, og deres fortsatte tilstedeværelse i ejendommen er dermed også af stor betydning for den fortsatte indtjening i ejendommen.

G-Star har i oktober 2011 fordoblet deres lejemåls m^2 , hvorfor vi umiddelbart ikke forventer at de har planer om hverken at fraflytte lejemålet helt eller delvist. Der er dog den mulighed, at de forsæt ikke har plads nok, og det kunne være en årsag til opsigelse af deres lejemål. G-Stars uopsigelighed er udløbet, hvorfor de vil kunne fraflytte deres lejemål med 6 måneders varsel. Denne risiko vil vi kigge nærmere på i afsnit 6.

Udover selve lejeindtægten er det også vigtigt at se på de enkelte lejers uopsigeligheder, for derved at være opmærksom på hvor længe lejeindtægten er sikret. De enkelte lejeres uopsigeligheder fremgår af bilag 2.

5.3: Budgetlægning

I forbindelse med budgetlægningen og værdiansættelsen af ejendommen, opstiller en investor nødvendigvis flere afvejninger af sine forventninger til budgetperioden. Vi har i bilag 8 opstillet en række forudsætninger, som danner baggrund for vores værdiansættelse. Vi har bl.a. fastsat markedslejen på bolig-, lager- og kontorlejemålene, for at få et overblik over, hvilken leje investor vil kunne opnå ved genudlejning af lejemål eller genforhandling af lejekontrakter.

Da ejendommen er meget centralt beliggende med gode indretningsmuligheder, og da flere af lejemålene for nyligt er genforhandlet, forventer vi umiddelbart ikke, at der vil komme tomgang i ejendommen i den kommende 10 årlige budgetperiode, bortset fra det allerede opsgalte lejemål. Dog har vi budgetteret med 2 % tomgang i terminalåret. I afsnit 6 vil vi se nærmere på, hvilken betydning ændringer i de fastsatte forudsætninger, har for værdiansættelsen, herunder også ændringer i tomgange.

Nedenfor værdiansættes ejendommen først efter den afkastbaserede metode og herefter efter DCF modellen.

5.4: Værdiansættelse af Livjægergade efter den afkastbaserede metode

Vi har lavet en beregning af værdien af ejendommen, hvor vi har brugt det estimerede direkte afkast som Saldolin & Albæk har beregnet sig frem til i deres salgsfremstilling.

Tabel 2 Beregning ejendomsværdi med Saldolin & Albæk tal

Driftsbudget	
Lejeindtægt	4.532.018
Driftsomkostninger	-333.445
Nettodrift	4.198.573
Nettostartafkast	5,37%
Ejendomsværdi uden tillæg af depositum	78.185.717
Depositum	1.851.481
Ejendomsværdi	80.037.198

Kilde: Egen tilvirkning

I ovenstående beregning har vi taget tallene direkte fra ejendommens salgsopstilling, der er således ikke korrigert for at et ledigt lejemål, nu er udlejet til en lavere leje end anført i salgsopstilling. Vi har dog korrigert for service og overskud fra varmeregnskab, da vi har valgt at fratrække serviceindtægten (kr. 630.525) og overskuddet fra varmeregnskabet (kr. 176.106) både i lejeindtægterne og i driftsudgifterne. Rent regneteknisk har det ingen betydning for beregningen af ejendommens værdi, men rent visuelt har vi valgt at holde lejeindtægter for sig, og driftsudgifter for sig. Som det ses af beregningen ovenfor, kommer vi frem til samme ejendomsværdi som den udbudte salgspris på afrundet mio. kr. 80.

Den afkastbaserede metode tager afsæt i det år, hvor salgsopstillingen er lavet, og den medtager lejeindtægten på alle lejemålene, hvilket giver et billede af en ejendom, hvor alt er lejet ud. Det kan diskuteres om det giver et retvisende billede af, hvordan ejendommens normale tomgangssituation er, og af ejendommens værdi. Som tidligere nævnt, forventer vi umiddelbart ingen tomgang i den kommende periode, hvorfor det anses korrekt ikke at medtage tomgangsleje i beregningen. Den afkastbaserede metode tager udgangspunkt i et typisk regnskabsår. Og forventes det, at alt er udlejet, bør værdiansættelsen også ske på denne baggrund.

Vi har i nedenstående beregning ligeledes medtaget alle lejeindtægterne, i henhold til den opdateret lejeliste med de nye lejeindtægter i 2012, vi har modtaget fra M. Goldschmidt Ejendomme, jf. Bilag 2. Service og overskud fra varmeregnskab er på samme måde som ovenfor

fratrukket både i lejeindtægterne og i driftsudgifterne på ejendommen. Herudover er lejeindtægten for p-pladser fratrukket, da disse allerede er indregnet i de enkelte lejers samlede leje.

Tabel 3 Beregning ejendomsværdi med M. Goldschmidt Ejendommes korrigerede lejeopgørelse

Driftsbudget	
Lejeindtægt	4.375.459
Driftsomkostninger	-333.445
Nettodrift	4.042.014
Nettostartafkast	5,37%
Ejendomsværdi uden tillæg af depositum	75.270.274
Depositum	1.851.481
Ejendomsværdi	77.121.755

Kilde: Egen tilvirkning

Efter at vi har reguleret for de nye lejeoplysninger, falder ejendomsværdien med kr. 2.915.443, hvilket svarer til et fald på 4%.

Det er en ret stor forskel i forhold til salgsprisen, som de har beregnet med en fuld udlejet ejendom og med de "gamle" lejeindtægter. Det kan så diskutere om det er realistisk i fremtiden at der ikke vil være lejemål med tomgang, men den afkastbaserede metode tager ikke højde for fremtiden, den tager højde for et typisk regnskabsår, og er der kendskab til store fremtidige udgifter, kan ejendomsværdien reguleres herfor, på samme måde som der korrigeres for depositum.

Ulempen ved metoden er, at den ikke medtager alle de faktorer, som kan have en påvirkning på værdiansættelsen. Den afgørende faktor i modellen er afkastkravet, og det er samtidig en faktor, som der kan være stor usikkerhed forbundet med. Selvom afkastkravet umiddelbart kan beregnes gennem CAPM-modellen, er der flere usikre faktorer i denne beregning, som kan få konsekvenser for afkastet. Jo højere beregnet afkastkrav, des lavere ejendomsværdi, forudsat at ejendommens cash flow ikke korrigeres. Umiddelbart, ved en investor godt, hvilket afkastkrav han vil have på sin investering, men det skal også være realistisk for den type investering han vælger at foretage. Vi har beregnet afkastkravet ved at bruge modellen CAPM, men da der er stadig flere usikre faktorer i modelen, fx betaværdien, kan det give en forkert forventning om, hvilket afkast en given

investering kan indbringe. Dette kan i den sidste ende få betydning for værdiansættelsen og købstilbuddet på en investeringsejendom.

Vi har i afsnit 4 fastsat afkastkravet til 5,5%, og som det fremgår af nedenstående beregning, bliver ejendomsværdien lavere end den udbudte salgspris i Sadolin & Aalbæks salgsfremstilling

Tabel 4 Beregning ejendomsværdi med investors afkastkrav

Driftsbudget	
Lejeindtægt	4.375.459
Driftsomkostninger	-333.445
Nettodrift	4.042.014
Nettostartafkast	5,50%
Ejendomsværdi uden tillæg af depositum	73.491.159
Depositum	1.851.481
Ejendomsværdi	75.342.640

Kilde: Egen tilvirkning

Forskellen i ejendomsværdien er kr. 4.694.558, fremkommer som følge af, at vi har anvendt et højere afkastkrav samt korrigert lejeindtægten. Sammenligner vi i stedet med beregningen i tabel 3, hvor lejeindtægten er korrigert, men afkastkravet på 5,37% er fastholdt, får vi en forskel på kr. 1.779.115 svarende til 2,36%. Forskellen fremkommer alene, som følge af, at der er anvendt forskellige afkastkrav. De 2,36% kan således ses som et udtryk for forskellige opfattelse af den risiko, der er forbundet med at investere i ejendommen. Eller blot at ejendomsværdien fastsættes ud fra modstriden interesser. Sadolin & Albæk forsøger at indbringe en så høj pris på ejendommen som muligt, hvor vi som investor er interesseret i at denne bliver så lav som muligt.

Hvis vi i stedet anvender vores beregnede afkastkrav for Jeudan på 3,30%, vil ejendomsværdien stige til kr. 124.416.227, jf. nedenstående tabel. Afkastkravet beregnet for vores svenske portefølje på 8,18% betyder at ejendomsværdien kan beregnes til kr. 51.252.290.

Tabel 5 Beregning af ejendomsværdi med vores beregnede afkastkrav

Afkast krav	Værdi	Forskel i kr.	Forskel i %
3,30%	124.416.227	44.379.029	55,00%
5,50%	75.342.640	-4.694.558	-6,00%
8,18%	51.252.290	-28.784.908	-36,00%

Kilde: Egen tilvirkning se bilag 7 beregning

Værdien af ejendommen kan, som det ses af ovenstående beregninger, svinge meget afhængigt af hvilket afkastkrav, der anvendes i modellen. Som tidligere nævnt, har vi valgt et afkastkrav på 5,5% i vores endelige beregning. Vi mener at et afkastkrav på 5,5% giver den mest realistiske ejendomsværdi. Det vil være fuldstændig urealistisk, at der er så stor forskel mellem prisen i salgsopstillingen og den pris vi som investor beregner os frem til, set i forhold til at det er en professionel erhvervsmægler som udbyder ejendommen.

Vi vil ikke benytte den afkastbaserede metode til den endelige fastsættelse af ejendomsværdien, men alene bruge den som et sammenligningsgrundlag med den udbudte salgspris, for derved at fastslå om det er en investering, som er værd at undersøge nærmere.

Den afkastbaserede metode tager, som tidligere nævnt, ikke højde for fremtiden, den tager udgangspunkt i et normalt år, og den forventede risiko på investeringen reguleres alene via afkastkravet. Hvis man skal have fremtiden med ind i overvejelserne skal man i stedet bruge DCF modellen.

5.5: Værdiansættelse af Livjægergade efter DCF metoden

Ved værdiansættelse efter DCF modellen, med et afkastkrav på 5,37%, fås en ejendomsværdi på kr. 75.469.227. Som det fremgår nedenfor, er ejendomsværdien sammensat af summen af nutidsværdierne i budgetperioden tillagt nutidsværdien af terminalværdien.

Tabel 6: Værdiansættelse efter DCF - afkastkrav 5,37%

Værdiansættelse i kr.	2012
NPV estimeret 10 årig budgetperiode	32.124.390
NPV terminalværdi	46.050.413
Værdiansættelse	78.174.804

Kilde: Egen tilvirkning, for beregning se bilag 8.

Den tilbagediskonterede terminalværdi udgør således 59 % af den samlede værdiansættelse. Det er derfor af stor betydning, hvordan der budgetteres i terminalåret. Den tilbagediskonterede terminalværdi skal ses som et udtryk for den værdi i nutids kroner, som ejendommen forventes at

ville kunne indbringe ved salg i terminalåret. Budgetteringen i terminalåret bygger, som tidligere nævnt, på forudsætningen om uendelig og konstant Cash flow.

Sammenlignes denne værdi med værdien ved anvendelse af den afkastbaserede metode, får vi en forskel på kr. 1.053.049.

I den afkastbaserede metode lægges depositum på kr. 1.851.481, til den beregnede ejendomsværdi, hvorimod den er indregnet i DCF modellen. Forskellen i værdien ligger derfor ikke kun i forskellige beregningsmodeller, men også i de forudsætninger som DCF modellen giver mulighed for at indregne ligesom, der i DCF modellen, tages højde for inflationen.

De forudsætninger vi har lagt til grund for vores værdiansættelse er nærmere beskrevet i bilag 8. Forudsætningerne danner herefter baggrund for de budgetterede Cash flows, som så efterfølgende tilbagediskonteres til år 0, som her er sat til 31/12 2011.

Vi har blandt andet forudsat, at markedslejen for ejendommens kontorer udgør kr. 1400 pr. m² i 2012, og at der ikke er tomgang i budgetperioden, bortset fra tre måneder i 2012. Dog har vi forudsat 2% tomgang i terminalåret, for på den måde at tage højde for fremtidig tomgang.

I budgetperioden reguleres lejeindtægten i henhold til de enkeltes lejekontrakter, dog har vi forudsat at lejen reguleres til markedslejen, ved uopsigelighedens ophør, hvis denne er lavere end gældende leje, eller hvis markedslejen er minimum 10% højere end gældende leje. På den måde regulerer vi lejen i henhold til forventede lejevilkår, dog med en forventning om at nuværende lejere genforhandles, eller at nye lejere overtager lejemålet straks efter lejeaftalens ophør, og at der således ikke er tomgang i en mellemliggende periode. Årsagen til, at vi vælger at regulere lejen ned til markedslejen ved uopsigelighedens ophør, er for at forsøge at fastholde vores lejere i ejendommen, ved at tilbyde lejenedsættelse mod at indgå aftale om en uopsigelighedsperiode.

I afsnit 6 vil vi se nærmere på, hvordan ejendomsværdien ændrer sig, når vi ændrer på vores forudsætninger, for på den måde at vise, hvor stor usikkerhed, der kan være ved anvendelse af DCF modellen til værdiansættelsen.

For investor, vil de forudsætninger, investor selv lægger til grund for sin værdiansættelsen, altid anses som de mest korrekte, og hvis investor er tilfreds med et afkast på 5,37 %, som er det afkast

Sadolin & Albæk har anført som ejendommens start afkast, bør ejendommen ikke købes til en højere værdi end mio. kr. 78,17 afrundet.

Værdiansætter vi nu i stedet ejendommen med vores eget fastsatte afkastkrav på 5,5%, ændres ejendomsværdien til kr. 75.963.501.

Tabel 7: Værdiansættelse efter DCF - afkastkrav 5,50 %

Værdiansættelse i kr.	2012
NPV estimeret 10 årig budgetperiode	31.926.752
NPV terminalværdi	44.036.749
Værdiansættelse	75.963.501

Kilde: Egen tilvirkning, for beregning se bilag 9.

Ejendomsværdien falder således med kr.2.211.303, ved at forhøje afkastkravet med 0,13 procent point. Umiddelbart vil det således alene være det beløb, som skiller investor og sælger fra at der indgås en aftale om køb.

5.6: Delkonklusion

Investor kan beregne ejendomsværdien ved hjælp af to forskellige metoder, den afkastbaserede metode og DCF-modellen. Vi har beregnet ejendomsværdi for Livjærgade på baggrund af begge, og får en forskel på kr. 620.861, ved at anvende de opdaterede lejeroplysninger fra M.

Goldschmidt Ejendomme og et afkastkrav på 5,5%

Ved DCF-modellen kommer vi frem til den højeste værdi på ejendommen. Umiddelbart vil investor anse denne beregning for den mest korrekte, da det er investor selv, som budgetterer ejendommens cash flow, på baggrund af forventninger til fremtidig indtjeningsgrundlag.

Sadolin & Albæk udbyder ejendommen til en salgspris på mio.kr. 80, med et startafkast på 5,37%. Ved vores beregning med opdaterede lejeroplysninger og forhøjet afkastkrav får vi en ejendomsværdi som er mio. kr. 4 lavere. Vi mener at denne pris er mere korrekt, da vi har anvendt de nyeste lejeroplysninger.

Forskellen de to modeller imellem er, at den afkastbaserede metode umiddelbart ikke tager højde for fremtiden, men kun tager højde for ét år. Alle risici ligger implicit i afkastkravet. DCF-modellen giver mulighed for et mere retvisende billede, hvis ellers der er budgetteret korrekt både i den 10 årlige periode, men også i terminalåret. Både den afkastbaserede metode og DCF-modellen er meget følsom overfor afkastkravet, hvilket ses når vi sammenholder vores beregninger med Saldolin-Albæk afkastet med vores beregninger med det fastsatte afkast på 5,5 %.

Forudsætningerne i DCF-modellen er af stor vigtighed, da de kan ændre ejendomsværdien betydeligt, selv med små ændringer, da periodens cash flow bliver tilbagediskonteret til år 0.

6: Følsomhedsanalyse på værdiansættelsen

DCF modellen bygger på forventninger til fremtiden, og da vi ikke kender fremtiden, anvendes historiske data til at fastlægge forventningerne ud fra. Det er for eksempel den historiske udvikling i liggetider for tomgangslejemål, som er med til at sætte forventningerne til udviklingen markedet. I perioden op til finanskrisens begyndelse, tilbage i 2007, var forventningerne ligeledes bygget på historiske data. Det betød, at udviklingen dels i liggetider på tomgangslejemål, dels i genudlejningspriser, som vi kom til at se i årene fra 2007 til i dag, ikke kom til at stemme overens med det historiske talmateriale, som blev anvendt i værdiansættelserne. Det må alt andet lige have betydet, at det afkastkrav, som investorernes investering byggede på, ikke er det som de reelt har fået ud af deres investeringer, specielt investeringer foretaget i årene op til finanskrisens begyndelse.

For mindre investorer kan det betyde likviditetsmæssige problemer, hvis deres investering er finansieret ud over kreditforeningens maksimale 60% belåning til erhvervsejendomme (80% ved boligudlejningsejendomme). Ved for eksempel længere liggetider på ledige lejemål, vil det udover den manglende lejeindtægt, også betyde at ejendommen får en større ejerandel på udgifter, som ellers ville være dækket af lejerne. Dette kan i den sidste ende betyde at mindre investorer må sælge ud af deres ejendomsportefølje til en lavere værdi, end de ville kunne opnå ved et senere salg, hvor efterspørgslen måske igen var normaliseret.

For de større investorer, herunder pensionsselskaberne og fonde, er der sjældent tale om belåning ud over de 60 % i kreditforeningen, og de vil således ikke være så sårbar i krisetider.

Vi vil nu se nærmere på, hvordan vores værdiansættelse af Livjægergade fra forrige afsnit, ændrer sig, når vi ændrer lidt på vores forudsætninger i DCF modellen. Vores undersøgelse af DCF modellen inddeltes i to hovedgrupper: afkastkrav og de budgetterede Cash flows.

6.1: Afkastkrav

Vi har i afsnit 4.1.2 fastsat investors afkast krav til 5,5 %, hvilket medfører, under de givne forudsætninger, at investeringen i Livjægergade maksimalt bør ske til kr. 75.963.501, jf.

Beregningen ovenfor.

Ændre vi nu lidt på afkastkravet, ændrer værdien af ejendommen sig betydeligt.

Tabel 8 Beregning af ejendomsværdi ud fra afkastkrav

Afkast krav	Værdi	Forskel i kr.	Forskel i %
6,00%	69.720.124	-6.243.377	-8,22%
5,75%	72.707.033	-3.256.468	-4,29%
5,50%	75.963.501	-	-
5,25%	79.529.263	3.565.762	4,69%
5,00%	83.446.877	7.483.376	9,85%

Kilde: Egen tilvirkning, beregninger se bilag 10

Som det fremgår af ovenstående tabel, forhøjes værdien med 6,47 % svarende til godt mio. kr. 4,9, blot ved at sænke afkast kravet med 0,5%. På denne måde ses det tydeligt, hvor stor en indflydelse afkastkravet har på værdiansættelsen. Det er således vigtigt, at det er den korrekte afkastkrav, som anvendes. Med et afkastkrav på 5%, kan ejendommen således erhverves til mio. kr. 80,88.

Ønsker investor et afkast, af sin investering, på 6 %, skal investeringen i ejendommen alene udgøre mio. kr. 69,72. I forhold til udgangspunktet på 5,5% falder ejendomsværdien således med mio. kr. 6,24.

I forbindelse med værdiansættelsen i DCF modellen, anvendes samme afkastkrav gennem hele budgetperioden. Der tages således ikke hensyn til at afkastkravet eventuelt ændres undervejs i

budgetperioden. Hvis vi ser på ændringen af afkastkravet i de seneste år, kan vi se at afkastkravet for prime location kontorejendomme i København har ligget stabilt på 5%³⁴. Vi har som tidligere nævnt vurderet, at Livjæergade ikke helt tilhører prime location segmentet, hvorfor vi har fastsat afkastkravet 0,5 procent point højere, til 5,5%.

Men ser vi på det gennemsnitlige afkastkrav på investeringejendomme generelt, i København i perioden 2001-2011, har disse været stigende fra 2007-2011, jf. Afsnit 2.3. Alt andet lige, har finanskrisen således haft en indflydelse på afkastkravet i perioden. Som vi så ovenfor, falder ejendomsværdien i takt med at afkastkravet stiger. Umiddelbart bør ejendomsværdien være faldet i lighed med vores beregninger i tabel 8. Der er dog forskel på ejendommenes beliggenhed og stand, og vi mener derfor ikke at der kan foretages en generel konklusion på baggrund heraf.

6.2: Cash flow

Kigger vi nu i stedet nærmere på budgetperiodens Cash flows, er der således umiddelbart to variable at kigge på; indtægterne og omkostningerne.

6.2.1: Indtægter

I de første budget år i DCF modellen er lejeindtægten givet i henhold til de vilkår, som er aftalt i lejekontrakterne for de enkelte lejemål. Oftest er der som en del af lejevilkårene aftalt en uopsigelighedsperiode for lejer og udlejer. Umiddelbart er investor således sikret lejeindtægten tillagt en aftalt regulering i minimum uopsigelighedsperioden. Men investor bør i sin gennemgang af due diligens materialet være særligt opmærksom på, hvilke lejere, der er i ejendommen, og om der er der grunde til at tro, at de ikke kan betale deres leje og at lejeindtægten således evt. skal sikres gennem et konkursbo.

Herudover skal investor være opmærksom, at lejer hvert fjerde år, i lighed med udlejer har mulighed for, at kræve lejen reguleret til markedslejen. I opstillingen af ejendommens Cash flow, indsættes markedslejen derfor for år 0, og pristalsreguleres i lighed med de nuværende lejeindtægter, således at investor kan se om der måske ligger en risiko for at lejen kan kræves

³⁴ http://www.sadolin-albaek.dk/dk/newsletter/204.3378/newsletter_oktober_2011.pdf

reguleret i nedadgående retning. På samme måde har investor mulighed for at se, om der er mulighed for at kræve lejen forhøjet, således at der i et skygge budget kan medtages en højere lejeindtægt.

Ved at indsætte en markedsleje allerede ved budgetperiodens start, og indeksregulere denne, er det således også muligt at anvende den estimerede markedsleje, som ny lejeindtægt i perioden efter uopsigelighedens ophør. Dette gøres for at imødekomme forventningen om, at nuværende lejer senest ved uopsigelighedens ophør vil kræve lejeforholdet genforhandlet og lejen som minimum reguleret til markedslejen. Og udlejer vil på den anden side, så kræver at der indsættes en ny uopsigelighedsperiode. Det er dog ikke alle lejekontrakter, som genforhandles ved uopsigelighedens udløb, men i en investeringssituation, bør der tages højde for den risiko, at lejer vælger at fraflytte lejemålet. Derfor er den regulerede markedsleje, estimeret i år 0, det bedste estimat for en fremtidig lejeindtægt.

Som det fremgår af nedenstående skema, ændres ejendomsværdien betydeligt, ved ændringer i markedslejen. Vi har fastsat markedslejen pr. m^2 til kr. 1.400 i 2012, som udgangspunkt for vores værdiansættelse i afsnit 5.

Tabel 9 Beregning af ejendomsværdi ved ændring i markedslejen

Markedsleje	Værdi	Forskel i kr.	Forskel i %
1300	71.677.881	- 4.285.619	-5,78%
1350	74.094.465	- 1.869.036	-2,46%
1400	75.963.501	-	0,00%
1450	78.263.209	2.299.708	3,03%
1500	81.531.513	5.568.012	7,11%

Kilde: Egen tilvirkning, se bilag 11 for beregning

Hvis markedslejen på kontorer i stedet estimers til kr. 1.500, vil dette medføre, at ejendomsværdien vil stige til mio. kr. 80,53, ved fastholdelse af afkastkravet på 5,50 %.

Fastholdes en tilnærmet ejendomsværdien derimod, på afrundet mio. kr. 75,96, idet vi forudsætter at den estimerede markedsleje først ændres efter købet, forøges investors afkast til 5,93 %, jf. nedenfor. Investors afkast forhøjes således med 0,43 procent point, hvis markedslejen forhøjes med kr. 100 pr. m^2 fra budgetperiodens start, og denne anvendes efter de tidlige

fastsatte forudsætninger. Omvendt får investor alene et afkast på 5,17 % af sin investering, hvis markedslejen reduceres til kr. 1.300 pr. m².

Tabel 10 Følsomhedsanalyse afkast - ved ændret markedsleje og fastholdt niveau for ejendomsværdi

Markedsleje	Værdi	Akast krav	Forskel i pct.point
1300	-	5,18%	-0,32%
1350	75.993.025	5,36%	-0,14%
1400	75.963.501	5,50%	0,00%
1450	75.944.031	5,67%	0,17%
1500	75.909.196	5,91%	0,41%

Kilde: Egen tilvirkning, se bilag 12 for beregning

De ændrede afkast, er således et udtryk for, det afkast investor får, hvis markedslejen ændres efter købet af ejendommen til afrundet mio.kr. 75,96. Vi har tidligere beregnet investeringens WACC til 5,20%, jf. Afsnit 4.2, sammenholder vi nu denne med ovennævnte ændrede forudsætninger, vil en ændring af markedslejen til kr. 1300 betyde, at den margen der var mellem investors afkastkrav og WACC nu er væk, hvilket kan komme til at betyde, at investeringen viser sig ikke at være rentabel. Ovnennævnte er dog en forsiktig beregning, som alene tager udgangspunkt i, at markedslejen ændres fra år 0. Sker ændringen først fx i år 5, vil ændringen være mindre.

En reduceret markedsleje, vil samtidig betyde, at investors likviditet ændres, hvilket kan få betydelig konsekvenser for investor. Denne risiko er indregnet i investors afkastkrav, idet alle risici, som ikke er mulige at budgettere er inkluderet i afkastkravet. Dette forudsætter jo så naturligvis, at en reduktion i markedslejen ikke var forudsigelig, og derfor burde være budgetteret.

6.2.2: Omkostninger

Vi vil nu kigge nærmere på ejendommens omkostninger i form af forventede udgifter som følge af tomgang i ejendommen, og forventninger til tomgange i budgetperioden og i terminalperioden. Som nævnt ovenfor indsætter vi den pristalsregulerede markedsleje på lejemål, hvor uopsigeligheden udløber i budgetperioden.

Vi har som tidligere nævnt, valgt ikke at budgettere med tomgangsleje, da vi kender datoen for uopsigelighedsperiodens udløb, og dermed har mulighed for at igangsætte genforhandling med nuværende lejer eller igangsætte genudlejningsprocessen i god tid.

Men hvis det alligevel ikke lykkedes at genudleje umiddelbart i forlængelse af lejeaftalens ophør, står investor med en manglende lejeindtægt i en periode ligesom lejemålets andel af driftsudgifterne, ikke bliver dækket i perioden.

I nedenstående tabel ses, hvordan investors afkast formindskes, hvis fx Unity Technologies, som er ejendommens største lejer, opsiger deres lejemål i budgetperioden, og lejemålet først genudlejes efter en tomgangsperiode på henholdsvis 3, 6 og 9 måneder.

Tabel 11 Ekstra omkostninger ved tomgang - Unity Technologies fraflytter 01.01.2014

Tomgang	Værdi	Ekstra omkostning	Afkast	forskel i pct.point
3 mdr. Tomgang i år 0	75.963.501		5,50%	0
Unity Technology fraflytter 01.01.2014 - 3 mdr. Tomgang	75.944.891	362.839	5,48%	-0,02%
Unity Technology fraflytter 01.01.2014 - 6 mdr. Tomgang	75.927.642	725.679	5,46%	-0,04%
Unity Technology fraflytter 01.01.2014 - 9 mdr. Tomgang	75.912.080	1.088.518	5,44%	-0,06%

Kilde: Egen tilvirkning, se bilag 13 for beregning

Ved tilnærmelsesvis at fastholde ejendomsværdien på mio. kr. 75,96, reduceres investors afkast med op til 0,06 procent point, hvis ejendommens største lejer vælger at fraflytte deres lejemål i 2014, og lejemålet herefter står tomt i 9 måneder, før det genudlejes.

Opsigelsen med efterfølgende tomgang, kan dog få andre og måske langt større konsekvenser for investor, da det likviditetsmæssigt kan komme til at betyde, en manglende indtjening på op mod en mio. kr. i 2014. Afhængig af belåningen af ejendommen, kan dette betyde, at der kan være ydelser på lån enten til bank eller kreditforening, som må udskydes, og i yderste konsekvens, at kreditaftaler opsiges og må forsøges genforhandlet.

Vi har, som det fremgår af nedenstående tabel, beregnet konsekvenserne af, at både Unity Technologies og G-star opsiger deres lejemål i budget perioden og lejemålene først genudlejes efter en tomgangsperiode på henholdsvis 3, 6 og 9 måneder, som ved den foregående beregning med Unity Technologies.

Tabel 6 Ekstra omkostninger ved tomgang - Unity Technologies & G-star fraflytter 01.01.2014

Tomgang	Værdi	Ekstra omkostning	Afkast	forskel i pct.point
3 mdr. Tomgang i år 0	75.963.501		5,50%	0
Unity Technology & G-star fraflytter 01.01.2014 - 3 mdr. Tomgang	75.941.036	708.673	5,46%	-0,04%
Unity Technology & G-star fraflytter 01.01.2014 - 6 mdr. Tomgang	75.925.354	1.417.347	5,42%	-0,08%
Unity Technology & G-star fraflytter 01.01.2014 - 9 mdr. Tomgang	75.916.634	2.126.019	5,38%	-0,12%

Kilde: Egen tilvirkning, se bilag 14 for beregning

Ejendommens to største lejere har tilsammen 41 % af ejendommens m² og dermed er investor afhængig af disse to lejere og lejeindtægten herfra. Vi har ved denne beregning, som ved den tidligere, tilnærmelsesvis fastholdt ejendomsværdien og reduceret afkastet for investeringen, idet vi forudsætter, at lejerne først opsigter deres lejemål, efter købet af ejendommen til den beregnede pris kr. 75.963.501. Det er således alene det forventede afkast som ændres.

Som det fremgår af ovenstående tabel får investor en merudgift på mio. kr. 2,1, hvis begge lejemål er i tomgang i 9 måneder. Selvom det er en relativ lille ændring på 0,12 procent point i afkastet på ejendomsinvesteringen, vil det have stor betydning for likviditeten på ejendommen. Vi så i tidligere beregning, at en tomgang på 9 måneder ved Unity Technologies fraflytning alene, ville medføre en meromkostning for investor på mio. kr. 1,1, denne omkostning er blevet dobbelt så høj, hvis begge opsigter og fraflytter deres lejemål i 2014.

Det er klart, at det vil have stor betydning, hvis de to største lejere i ejendommen opsigter og fraflytter samtidigt, da det tilnærmelsesvis er halvdelen af investors indtægtsgrundlag som forsvinder. Hvis man som investor skal kunne stå igennem sådan en periode med tomgang, skal man have en god likviditet i forvejen, det vil ikke gå godt hvis man i forvejen er ramt på likviditeten, som mange er under finanskrisen.

I forbindelse med den endelige beslutning om investering i ejendommen, er det derfor også af stor betydning, hvordan investors øvrige økonomi ser ud, og hvor økonomisk sårbar han er, hvis lejebetalinger udebliver.

Umiddelbart vil vi derfor anbefale vores investor at sikre lejeindtægten fra de største lejere, ved at genforhandle deres lejekontrakter, således at de mod en ny uopsigelighedsperiode, får nedsat lejen i en periode, tilskud til ny indretninger i lejemålet eller andre tiltag, som kan få lejerne til at acceptere en fornyet uopsigelighedsperiode.

Vi vil nu i stedet på den estimerede tomgang i terminalåret, og hvad ændringer i forudsætningen om 2 % tomgang på erhvervs lejemålene i terminal året, betyder for værdiansættelse. Ifølge markedsbarometer fra Saldolin & Albæk, er tomgangen på kontorejendomme i København på 9,8% i 1. Kvartal 2012, jf. afsnit 2.4. Vi har i nedenstående tabel beregnet ejendomsværdien med

9,8% tomgang i terminal året, hvilket giver en ejendomsværdi på kr. 71.884.223. Dette svarer til en reducering af vores oprindelige værdiansættelse med 5,37 %.

Tabel 12 Beregning af ejendomsværdi ved 9,8% tomgang i terminalåret

Værdiansættelse i kr.	2012
NPV estimeret 10 årig budgetperiode	31.926.752
NPV terminalværdi	39.957.471
Værdiansættelse	71.884.223

Kilde: Egen tilvirkning se bilag 15 for beregning

Ændringen i tomgang i terminal året sænker således ejendomsværdien betydeligt. Dette viser igen, hvor vigtigt det er at budgettere rigtigt, og være kritisk overfor de oplysninger der indsættes som forudsætningerne i beregningen. Jo højere forventninger om tomgang, des lavere ejendomsværdi, hvis afkastkravet på 5,5% skal fastholdes.

Vi mener dog ikke at en tomgang på 9,8 % i København er et realistisk tal for vores konkrete ejendom. Den tomgangs procent Sadolin-Albæk opererer med, siger ikke noget om, hvorvidt det er ejendomme med primær eller sekundære beliggenheder, den vedrører. Vores case ejendom, har en næsten primær beliggenhed, og derfor mener vi ikke, at der vil være så høj en tomgang, som det generelle tomgangs niveau i Storkøbenhavn. Ejendommens beliggenhed og stand er medvirkende til, at lejemålene hurtigere vil blive genudlejet, hvis nuværende lejerne, vælger at opsigte deres lejemål.

6.3: Delkonklusion

Værdiansættelsen af investeringsejendomme påvirkes af tre faktorer. Ejendommens indtægter i budgetperioden og terminalåret, ejendommens driftsomkostninger, som ikke er dækket af lejerne, samt investors afkastkrav. Vi har lavet forskellige følsomhedsanalyser, hvor vi har ændret på nogle af de forudsætninger vi har opstillet i vores oprindelige beregning af ejendomsværdien ved hjælp af DCF-modellen.

Vi har indlagt to betragtninger i følsomhedsanalyserne, den ene hvor vi som investor står foran investeringen og dermed ændrer på enten afkastkravet eller den estimerede markedsleje, for at se

hvor meget ejendomsværdien påvirkes heraf, afhængigt af hvor meget forudsætningerne ændres. På den måde får man som investor et billede af, hvor små ændringer i forudsætningerne, der skal til for at ejendomsværdien ændres markant.

Den anden betragtning i følsomhedsanalysen ser på den situation, hvor vi som investor står efter investeringen er foretaget til den i afsnit 5 beregnede ejendomsværdi, men hvor så det forventede afkast ændrer sig i forhold til de ændrede forudsætninger, herunder ændring i markedsleje og tomgangsperioder i budgetperioden og i terminalåret. Her fastholder vi tilnærmelsesvis ejendomsværdien, for at se hvordan afkastet ændre sig, efter investor har investeret, og samtidig ser vi på den likviditetsmæssige konsekvens heraf.

Samlet set, kan det konkluderes at små ændringer i forudsætningerne, og dermed budgetlægningen kan medføre dels store udsving i beregningen af ejendomsværdien, men kan også skabe likviditetsproblemer. Som investor vil man altid forsøge at opsætte et så præcist budget som muligt, på baggrund af forventningerne til ejendommens indtjeninger og omkostninger. Det vil dog aldrig være muligt at ramme det fremtidige cash flow, helt præcist. Det er således vigtigt at være opmærksom på, at ved anvendelsen af DCF modellen til værdiansættelsen af en investeringsejendom, er der så mange variable, der kan ændre sig i budgetperioden, at ejendomsværdien aldrig vil kunne beregnes helt præcist, men at den altid vil bygge på de forudsætninger som indtastes i modellen. Eksempelvis medfører en ændring i den estimerede tomgangs leje på kontorerne fra kr. 1400 pr. M² til kr. 1300 m² til en reduktion i ejendomsværdien på knap mio.kr. 4,3. Budgetterer investor således med kr. 1400 i stedet for 1300, er investor således villig til at betale mio.kr. 4,3 mere for ejendommen.

7: Alternative investeringer

Investors afkastkrav afhænger af risikoen investor løber ved at foretage investeringen. Jo højere risiko, des højere afkastkrav. Afkastkrav er, som tidligere nævnt, lig med den risikofrie rente tillagt en risikopræmie.

I en tid med finanskrisen, vil afkastkravet fra investor, alt andet lige, være højere end i perioder med højkonjunktur, da der er større risiko for tab i markedet, og dermed vil investor have større afkast for at løbe den risiko.

Bankerne er tilbageholdende med at låne penge ud i øjeblikket, hvilket må have en afsmitende effekt på de investorer, der er i markedet. Samtidig er obligationsrenten historisk lav, hvilket hænger sammen med sikkerheden i obligationen, i hvert fald i stats- og realkreditobligationen, hvor der f.eks. er sikkerhed i et hus eller hele statens kreditværdighed.

Vi har tidligere gennemgået den historiske udvikling i både renteniveau og afkastkrav samt udviklingen på ejendomsmarkedet og udviklingen på markedet generelt i Danmark. I perioden efter finanskrisens start er markedet generelt set faldet, både markedet generelt i Danmark, men også ejendomsmarkedet, da disse to følger hinanden. Før finanskrisen var det meget attraktivt at investere i ejendomme, da priserne på disse steg og steg, men det satte krisen en stopper for. Spørgsmålet er så om det er attraktivt at investere i dag, eller om der er andre alternativer man som investor skulle overveje i stedet for.

7.1: Investeringsformer

Der er mange forskellige måder man kan investere sine penge på, og der er mange muligheder i forhold til investering i erhvervsejendomme. Umiddelbart handler det om, hvor risikovillig man er med sin kapital og hvor meget man vil have i afkast på sin investering.

Der findes forskellige typer af værdipapirer, man kan investere i eller man kan vælge at sætte pengene i banken og modtage indlånsrenten. De forskellige typer er meget forskellige med hensyn til risiko og afkast. Renten afhænger af risikoen på investeringen, idet investor vil have et større afkast på sin investering, hvor risikoen for at tage på investeringen er større. En anden vinkel er sikkerheden i investeringen, har man som investor en vis sikkerhed for, at få sine penge hjem igen, eller står man med et konkursbo hvor man ingen penge får ud.

Vi vil nu se nærmere på de mest kendte investeringsformer.

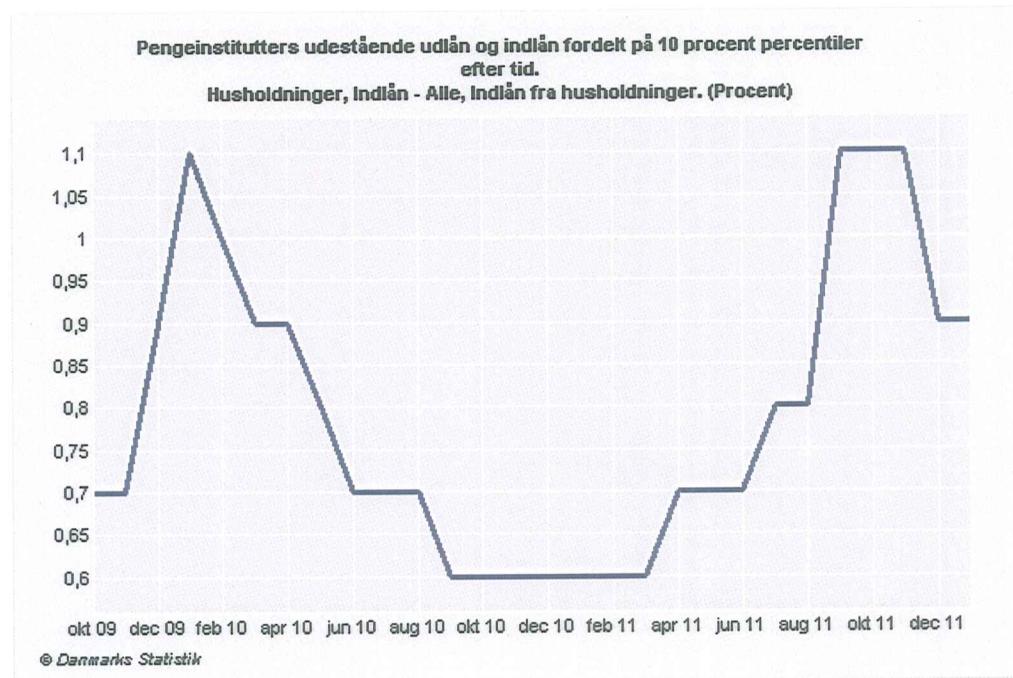
7.1.1: Bankindskud

Et bankindskud kan gøres på forskellige måder. Man kan indbetale på en almindelig indlånskonto i banken, et anfordringsindskud eller man kan lave et aftaleindskud, hvor man binder pengene i en

periode, fx nogle måneder eller år, alt efter hvilken aftale man laver man banken, og størrelsen af indlånet.

Renten på bankindskud er meget lav i forhold til andre investeringer. Renten på en almindelig indlånskonto i banken er omkring 1 % i 2011, se nedenstående graf.

Figur 7 Renten på bankindskud 2009-2011



Kilde:

http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?menu=y&pxfile=201253154528106462828DNRUPPI.px&r_type=0&PLanguage=0

Hvis man ønsker et højere op end 1 %, så skal man lave en aftale konto eller opsparingskonto, det kan have forskellige navne, afhængig af hvilken bank man er kunde i, men ens for alle, er at det forudsætter at aftaleindskuddet er bundet i en nærmere aftalt periode og dermed kan man aftale sig til en højere rente end hvad man normalt ville få i banken. Risikoen ved bankindskud vil alene være hvis banken går fallit/konkurs, dog er indskyder sikret for max. kr. 750.000³⁵, men i en normal velfungerende bank, vil der ikke være den store risiko, hvilket også afspejles på renten for indlån. Renten på bankindskud afspejler investeringsrisikoen. Da denne tilnærmedesvis ikke er eksisterende, vil renten også være lav.

³⁵ <http://www.pwc.dk/da/nyt/finance/regnskab/assets/ny-indskydergaranti.pdf>

7.1.2: Obligationer

Der er forskellige typer af obligationer alle med forskellige risikoprofiler. Der er stats-, realkredit-, erhvervs- og udenlandske obligationer³⁶.

Statsobligationer er udlån til staten, og som anses som den sikreste obligation. Den danske stat har stor kreditværdighed og derfor ses denne obligation som den sikreste indenfor obligationer. Det er også renten på statsobligationen vi anvendte som den risikofrie rente i vores CAPM beregning i afsnit 4.

Realkreditobligationer er udlån med pant i fast ejendom, og anses dermed også som en meget sikker obligation. Hvis låntager ikke kan betale de faste ydelser på lånet, har kreditforeningen mulighed for at begære huset på tvangsauction og dermed indløse lånet. Realkreditobligationer udstedes alene for 60-80% af ejendommens værdi, afhængig af ejendomstype, hvorfor risikoen anses for reduceret. Ved køb af realkreditobligationer, købes der i bestemte serier, og ikke i enkelte ejendomme.

Erhvervsobligationer er udlån til virksomheder og anses dermed, alt andet lige, som en usikker obligation. Her udlåner man penge til virksomheders investeringsprojekter og man er dermed kun sikret med virksomhedens aktiver. Hvis virksomheden går konkurs, har man ikke sikret sine penge på anden måde, end de øvrige kreditorer.

Udenlandske obligationer er udlån til udlandet, enten til virksomheder eller staten i de forskellige lande. Det er en meget usikker obligation, da man ikke er sikret mod tab. Derimod gives der en høj effektiv rente, da der er en stor risiko forbundet med investeringen. Dog afhænger risikoen af hvilke virksomheder og hvilke landes stat der investeres i. Her kan nævnes Grækenland, som et godt eksempel på, hvor risikofyldt en investering i udenlandske statsobligationer kan være.

Hvilken obligation man så skal vælge, hænger jo så sammen med hvilken risiko man er villig til at løbe og hvor stort et afkast man ønsker at få for sin investering. En ting er risikoen for ikke at få sin investering hjem, en anden er risikoen for at skulle ud og reinvestere. Obligationer og primært realkreditobligationer kan indløses til kurs 100 før udløb, og derved vil man som investor skulle ud og reinvestere sine midler i andre, og måske lavere forrentede obligationer, hvis obligationsrenten

³⁶ <http://penge.dk/investering/guider-investering/guide-obligationer/typer-af-obligationer>

er faldet i mellemtiden, hvilket markedet er et udtryk for lige nu. Mange realkreditlån er blevet omlagt når renten falder tilstrækkeligt til, at dække omkostningerne for en omlægning. Hvis lånet bliver omlagt, bliver det eksisterende lån op sagt og indløst til kurs 100 og netop i denne tid, hvor obligationsrenten er historisk lav, har der været mange omlægninger af eksisterende lån. Fordelen ved investering i obligationer er, et sikret løbende afkast, som er kendt i forvejen. Der vil komme faste afdrag fra låntager og der vil være en fast rente, så man kan på tidspunktet for investeringen beregne afkastet på investeringen.

7.1.3: Aktier

Aktier anses som den mest risikobetonede af de tre udvalgte investeringsmuligheder, da der investeres i en andel i en konkret virksomhed, hvor udbytte og afkastet afhænger af virksomhedens evne til at generere et afkast på det markedet de opererer på, dvs. hvis virksomheden går konkurs, er man, som investor, den sidste i køen til at få sit krav igennem overfor konkursboet, da man anses som en del af ejerkredsen og ikke en decideret kreditor. Aktiemarkedet er et hurtigt reagerende marked, hvor virksomhedernes udspil, hurtigt afspejler sig i virksomhedens aktiekurser.

En akties værdi er nutidsværdien af det fremtidige udbytte og afkast der er i virksomheden, dog er kursten styret af forventningerne, som de forskellige aktørerne på markedet, har til det fremtidige udbytte og afkast fra virksomheden. Afkastet på aktien skal ses som den risikofrie rente + betaling for den ekstra risiko man som investor påtager sig.

Aktierne har, alt andet lige, en højere rente og afkast end obligationer, da der jo som nævnt er en større risiko forbundet med investeringen. Mange investorer har i tidens løb mistet penge på aktiemarkedet, men samtidig er der også mange der har vundet penge. Det er et marked, hvor der er mulighed for at tjene hurtige penge.

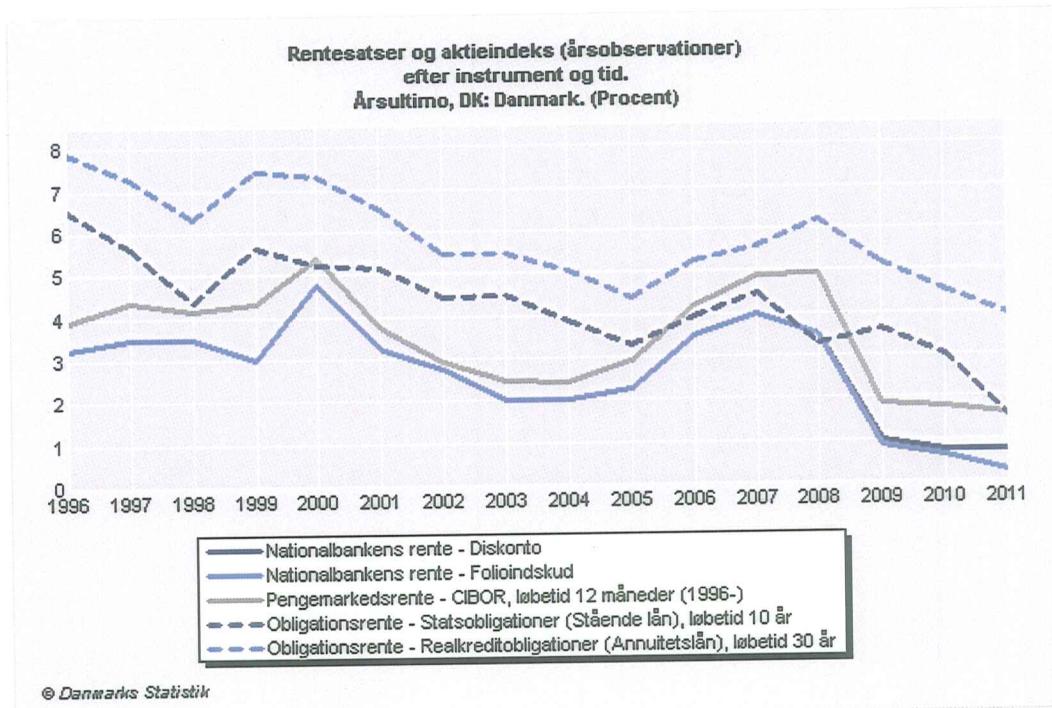
Der er muligheder for at mindske sin risiko, f.eks. ved at indgå i en investeringsforening eller ved at sprede sin investering mest muligt. Det kan jo gå godt i en periode for nogle aktier, mens det går knap så godt for nogle andre. Hvis man spreder risikoen, vil man have en større overflade og dermed mindskes den samlede risiko ved investeringsporteføljen. En anden faktor man skal have

for øje er investerings horisonten. Hvornår skal man bruge kapital? hvor lang tid vil man binde sin kapital? for det har også en betydning når man overvejer investering i aktier. Ved længerevarende investeringer i aktier, vil risikoen, alt andet lige, være mindre, da man har flere måneder eller år til at udjævne et tab med en efterfølgende gevinst på sine aktier. Sagt på en anden måde, vil man kunne klare et fald i aktiekurserne, så længe man ikke sælger, da der først er når aktien sælges, at der realiseres et tab.

Der er mange overvejelser man, som investor skal gøre sig, før man begiver sig ud i investeringsverdenen. Der er mange muligheder, og man skal finde den investeringsprofil der passer til en selv. Der er forskel på om det er en kort – eller langsigtet investering man har i planerne. Hvornår skal man bruge kapital igen, eller hvor lang tid har man lyst til at ens penge skal være bundet. Investor skal beslutte, hvor risikovillig han er, og dermed om han vil have et større afkast på investeringen, eller om han vil have mere sikkerhed, og dermed få mindre afkast af investeringen. Man vil som investor kun investere, når den tilbagediskonterede nutidsværdi af investeringen er højere end investeringen, dvs. når der fremkommer en gevinst.

Nedenfor i modellen er vist obligationsrenten, både for realkreditinstitutter og statsobligationer. Derudover er Nationalbankens rente medtaget. Denne viser det niveau bankerne styrer deres rente ud fra. Som man kan se er den højeste rente, realkreditobligationsrenten, som i 2011 lå på omkring 4 %, hvorimod bankindskud lå nede omkring 1 %.

Figur 8 Rentesatser 1996-2011

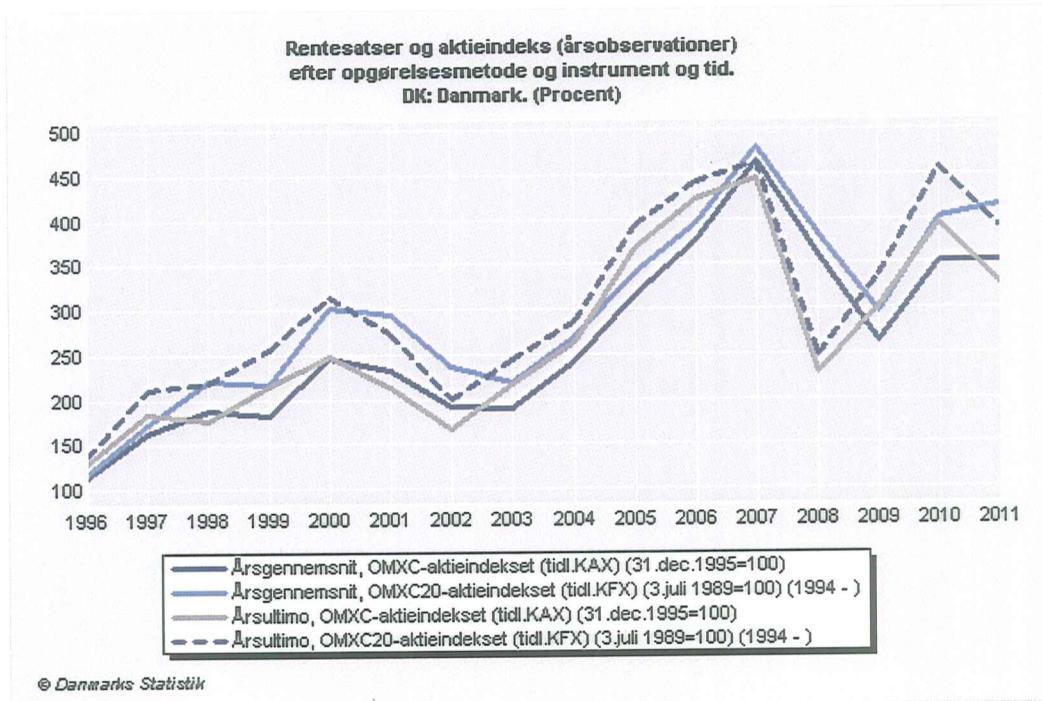


Kilde:

http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?gr_type=0&gr_width=550&gr_height=400&gr_fontsize=1&menu=y&PLanguage=0&pxfile=201253161846106463791DNRENTA.px&wonload=1150&honload=550&rotate=1

Udviklingen i aktiemarkedet har været stigende de seneste år, dog med et par fald i løbet af perioden fra 1996 til 2011, seneste fald i forbindelse finanskrisens start i 2007. Dog har der også været investorer, der har formået at skabe en gevinst, men samtidig også mange der har tabt på deres investering eller dele heraf. Det er ikke muligt at komme med et præcist tal eller procentsats for indtjeningsmulighederne, da det generelt er et usikkert marked, og man må som investor på aktiemarkedet vurdere, risikoen på de enkelte aktier eller investeringsporteføljer.

Figur 9 Aktieindeks 1996-2011



Kilde:

http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?menu=y&pxfile=201253162255106463791DNRENTA.px&gr_type=0&PLanguage=0

Hvis man skal sammenligne disse investeringsmuligheder med investering i erhvervsejendomme, vil investering i ejendomme virke mere sikker og mindre risikobetonet end investering i aktier.

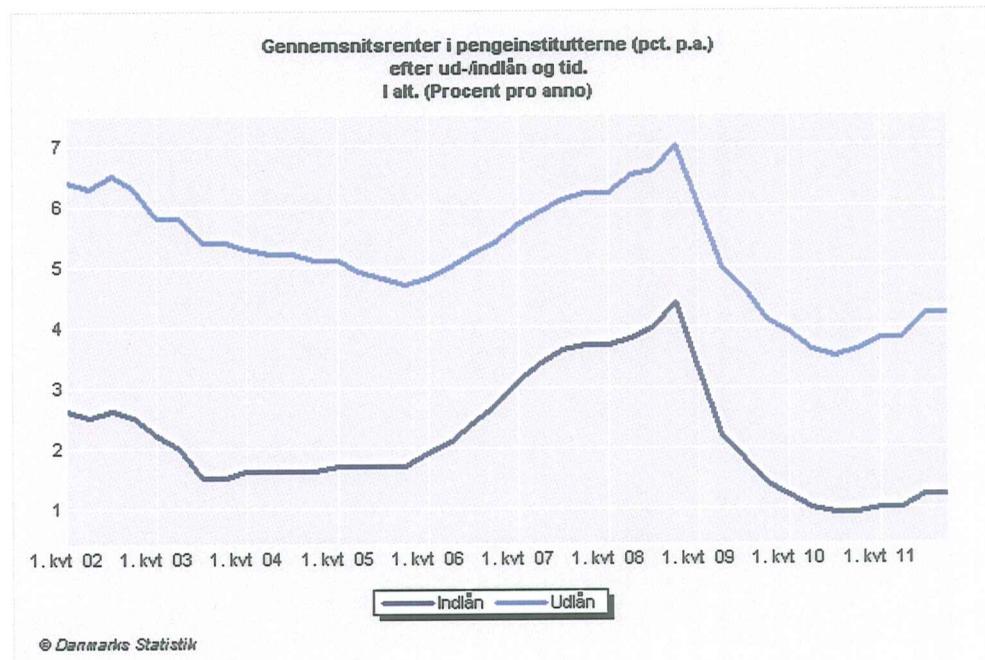
Man har som investor en sikkerhed i selve ejendommen, og dermed vil risikoen for at tage alle sine penge være mindre, da ejendommen altid vil have en værdi, hvorimod en aktie kan miste sin værdi fra time til time. Det er således fortsat investorens risikovillighed, som afgør hvor en eventuel investering skal foretages

7.2: Finansiering

Når der investeres for lånte penge skal afkastet på investeringen som minimum dække omkostningerne ved låntagningen, dvs. man skal have et afkast, der er højere end udlånsrenten. Selvom nationalbanken for nyligt har sænket udlånsrenten til 0,7 %, som er historisk lav, fortsætter udlånsrenten hos de danske pengeinstitutter med at stige. Grunden til renten stiger hos pengeinstitutterne er, at det er blevet væsentligt sværere og dyrere at låne penge, både for de

private investorer, men også pengeinstitutterne imellem, da risikoen for ikke at få pengene igen, er blevet væsentlig højere³⁷.

Figur 10 Ind - og udlånsrenter 2002-2011



Kilde:

http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?menu=y&pxfile=201253162726106463791MPK18.px&gr_type=0&PLanguage=0

Finanskrisen ligger ikke op til investering gennem lånte midler, da udlånsrenten hos bankerne er væsentligt højere end indlånsrenten, se ovenstående model. I tiden før finanskrisen, blev renten, som nævnt i afsnittet om den historiske udvikling, holdt nede for at holde forbruget oppe. Hvilket resulterede i stigende priser på f.eks. boliger. Dengang kunne det betale sig at låne penge til direkte at investere, enten i obligationer, aktier eller ejendomme, da renten ved lånet var lav, men afkastet på investeringen ofte var høj nok til både at kunne dække renteudgifterne og afdragene på lånet og samtidig give en gevinst.

³⁷http://borsen.dk/nyheder/privatoekonomi/artikel/1/221204/lavere_rente_giver_ikke_billigere_jaan_i_banken.html

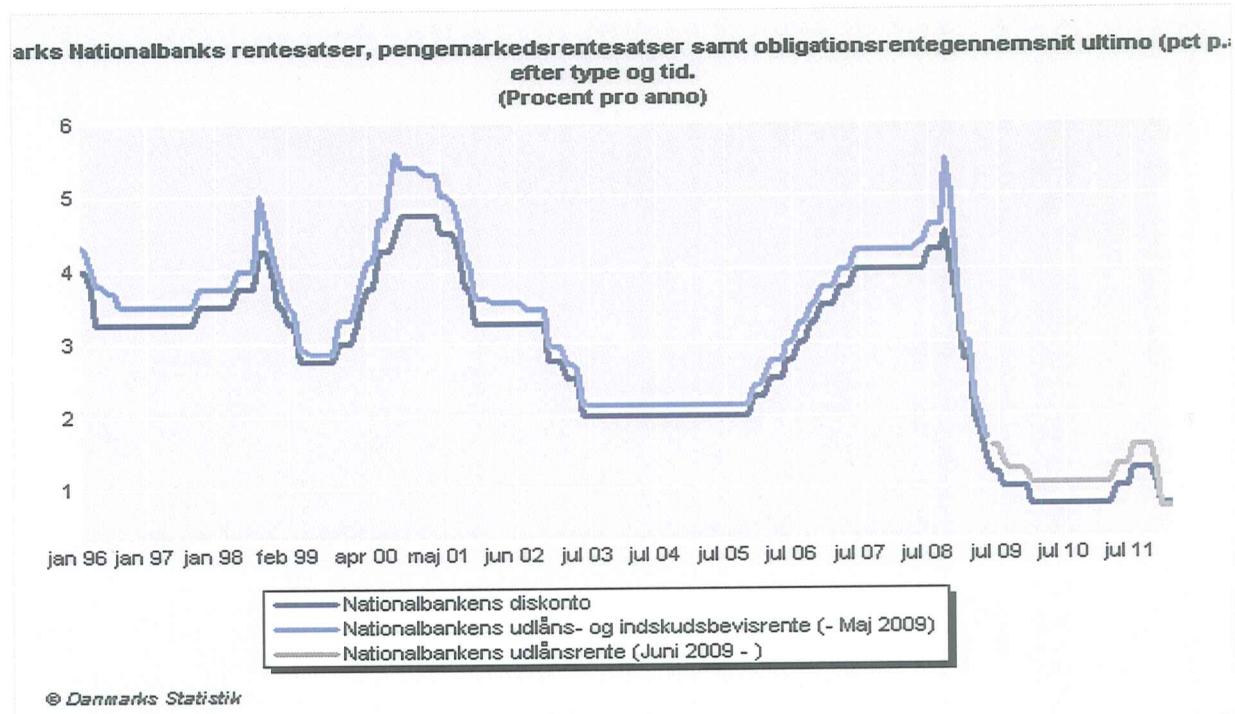
<http://politiken.dk/tjek/penge/dinepenge/ECE1556268/danske-bank-haever-igen-udlaansrenten/>

<http://finanswatch.dk/Finansnyt/article1017434.ece?referer=jp&aid=2618391&sid=2186>

http://finans.borsen.dk/artikel/1/220261/rekordstort_gab_mellem_bankers_renter.html

Som det fremgår af nedenstående figur, er nationalbankens udlånsrente historisk lav. Den er blevet sænket flere gange siden finanskrisens udbrud i 2007 og er nu nået så langt ned, som den næsten kan komme. Selvom der spås om, at den i den kommende periode vil falde endnu mere.

Figur 11 Nationalbankens udlånsrente 1996-2011



Kilde:

http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?menu=y&pxfile=20125316307106463791MPK3.px&gr_type=0&PLanguage=0

Uagtet det historisk lave renteniveau, er priserne og opsvinget ikke fulgt med. Dette hænger sammen med, at både forbrugertilliden og bankernes tillid til hinanden og markedet generelt er svækket. Normalt ville en sænkning af renten medføre et opsving i økonomien, som set tidligere i historien, men opsvinget i Danmark lader vente på sig, dels på grund af forbrugertilliden, den almindelige forbruger sparar op i tiden, i stedet for at forbruge, da der ligger en stor usikkerhed i markedet.

Ved investering i ejendomme kan man, som tidligere nævnt i opgaven, optage lån på 60 % af ejendommens værdi ved erhverv og 80 % ved bolig. Det er nok de færreste investorer der i dag har pengene kontant til en investering i den størrelsesorden vores udvalgte ejendom har. Ved

investering i ejendomme vil man typisk optage realkreditlånet på de 60- 80 % og betale resten kontant, hvilket vi har forudsat i vores beregning af WACC i afsnit 4.2.

Finansiering spiller også ind i beslutningen, om hvilken investering investor skal vælge. Hvis der skal investeres i obligationer eller om der foretages indskud i banken, skal investor ofte have pengene kontant. Der vil oftest ikke være mulighed for at låne penge til investeringer i obligationer, dels fordi der ikke er sikkerhed for lånet, i modsætning til lån i fast ejendom, men også som følge af de erfaringer de har fra finanskrisen, hvor alt for mange lån blev oprettet på for spinkle grundlag.

7.3: Sammenligning af investerings alternativer

Nedenstående tabel viser vores beregning og sammenligning af de alternative investeringer, som vi har udvalgt.

Tabel 13 Sammenligning med alternative investeringer

	Rente/afkast	Investering	Afkast på 10 år
Bank indskud	0,90%	75.963.501	7.120.353
Realkreditobligation	3,94%	75.963.501	13.873.508
Statsobligation	1,58%	75.963.501	5.469.745
Ejendomsinvestering	5,50%	75.963.501	41.779.926

Kilde: Egen tilvirkning ,se bilag 16 for beregning

Vi har beregnet afkastet på investeringerne med en tidshorisont på 10 år og vi har taget udgangspunkt i investeringssummen, som svarer til den ejendomsværdi vi har beregnet efter DCF modelen i afsnit 5.5. Vi har forudsat, at renten eller afkastet på alle investeringer er konstante i den 10 årlige periode og de forfalder årligt, det vil sige vi laver en årlig beregning for at kunne lave sammenligningen. Der er i beregningen ikke taget hensyn til eventuel delvis belåning af investeringssummen.

Det er svært at sammenligne de forskellige investeringsalternativer direkte med investering i aktier, da afkastet afhænger af, hvilken eller hvilke aktier man investerer i, og da vi ikke kender det fremtidige afkast på en aktie. Vi har taget det gennemsnitlige afkast på OMX Copenhagen Benchmark Cap Gi de sidste 7 år, da vi ikke kunne komme længere tilbage, og vi kom frem til et gennemsnitligt afkast på 0,59 %, hvilket vi ikke ser som et realistisk udtryk, for afkastet af

investering i aktier, og vi vil derfor ikke anvende denne som sammenligningsgrundlag med de andre alternativer.

Aktier er en svær størrelse, da man ikke, som ved obligationer kender den fremtidige rente eller det fremtidige afkast. Som det ses i figur 8, har aktieindekset, både det gennemsnitlige og ultimo i året, generelt været stigende i perioden. Der var et fald i 2007-2008, men i 2011 er vi næsten tilbage på samme niveau, som før finanskrisen. Dette er igen et årsgennemsnit eller års ultimo på OMXC-aktieindekset og OMXC20-aktieindekset og giver en generel udvikling, det afhænger jo, som nævnt tidligere, af hvilken eller hvilke aktier man som investor vælger at sætte sine penge, da de ikke alle har samme risikoprofil.

Vi har valgt at sammenligne bankindskud, realkreditobligationer og statsobligationer direkte med investering i en investeringsejendom. Hvis vi starter med at sammenligne procenten på investeringerne, uden at tage højde for risikoen eller andre faktorer, ser investering i ejdommen mest attraktiv ud, da den har det højeste afkast i procent, som er de 5,5 % vi har fastsat tidligere i opgaven. Investering i en realkreditobligation følger godt med, med en procent på 3,94 %, hvorimod de andre investeringer ikke syner af meget med deres procentsatser på omkring 1 – 2 %.

Når vi så går videre og sammenligner det beregnede afkast i kr., ses det i ovenstående tabel at, investering i investeringsejendomme og realkreditobligation er dem med det højeste afkast. Her er det dog stadig investering i investeringsejendomme der har det højeste afkast i perioden. Grunden til forskellen skal ses i, at man i beregningen på realkreditobligationen laver beregningen på en annuitet, hvor låntager betaler af på gælden til investor og hvor rentebeløbet bliver lagt oveni hovedstolen, hvorimod vi på ejendomsinvesteringen laver en beregning på en konstant investering.

Hvis man som investor skal vælge ud fra kriteriet om det største afkast og ikke tage hensyn til andre parametre, så ville man vælge investering i investeringsejendomme, da det giver det højeste afkast på den 10 årlige periode, og procentsatsen på investeringsejendommen er højere end på de alternative investeringer.

Dog kan man som investor ikke kun vælge ud fra denne betragtning, man skal have sin risikoprofil med ind over billedet. Der er en risiko for refinansiering ved en realkreditobligation, hvilket der ikke er ved investering i en ejendom. Derudover er der den sikkerhed ved investering i

ejendomme, at den altid vil have en værdi, uanset om der i perioder er tomgang i ejendommen. Investor har samtidig mulighed for at opnå en ekstra indtægt ved salg, hvis ejendommens værdi stiger i investeringsperioden. Prisniveauet for investeringsejendomme generelt, er faldet i årene efter finanskrisens start i 2007. Det må dog forventes at prisniveauet stiger igen, måske ikke helt til samme niveau som før krisen, hvorfor det kan være et godt tidspunkt at investere i ejendom på.

Danske realkreditobligationer er dog også en meget sikker investering, som vi tidligere har nævnt anser de udenlandske investorer det som en sikker investering med lav risiko, hvor renten og afdragene er sikre på forhånd. Afkastet på investeringsejendomme er noget mere usikkert, da det hænger sammen med ejendommens lejere. Hvis de ikke betaler deres husleje, eller fraflytter lejemålet, og de ikke umiddelbart genudlejes i forlængelse af fraflytningen, kan det få store konsekvenser med hensyn til likviditeten i ejendommen, jf. Afsnit 6.2. Afkastet kan hurtigt ændre sig, hvis forudsætningerne ændres på ejendommen. Det er ikke en fremtidssikret investering ligesom realkreditobligationen, man kender ikke de fremtidige cash flow med sikkerhed på ejendommen, da det er en budgetperiode man tilbagediskonterer, mange faktorer kan ændre sig i den periode.

Beslutningen om valg af investering kan ikke tages på denne baggrund alene, der er andre faktorer der spiller ind. Finansieringen er en ting, risikovilligheden en anden og investeringshorisonten en helt tredje ting. Der er mange spørgsmål der skal tages en stilling til, men vi mener at man som investor i forvejen har en ide om hvad eller hvilken investering han vil foretage inden man går i gang med disse overvejelser.

Investering i ejendomme, med det afkastkrav vi har fastsat tidligere i opgaven, er ikke blandt de dårligste investeringer, det giver et pænt afkast hvis altså prognosen på de 5,5 % holder i hele perioden. Der vil være en risiko forbundet med alle investeringer, lige på nær hvis man sætter pengene i banken, og risikoen vil afspejle afkastet på investeringen.

Alternativt kan der investeres i aktier, hvor vi ikke kunne beregne et konkret afkast, for aktiemarkedet generelt, til sammenligning med de andre. Men vi kan sige noget om risikoen ved investeringen. Der kan være en stor risiko, men man kan som investor minimere denne risiko gennem spredning af porteføljen. Risikoen reduceres ved ikke at foretage hele sin investering i en enkelt aktie, men brede risikoen ud på fx flere forskellige brancher. Her taler vi om den

usystematiske risiko, altså risikoen ved en bestemt virksomhed. Dog skal man jo være opmærksom på, at afkastet følger risikoen på investeringen.

Herudover skal aktieinvestorer være særlig opmærksomme på investeringshorisonten, især hvis det forventes alene at investere kortsigtet. Generelt udjævnes risikoen på aktier over tid. Hvis investeringshorisonten fx ligger på 10 år, så kan et eventuelt fald i aktiekursen i år 2, ende med en senere aktiestigning, og dermed en kursgevinst med tiden. Er investor derimod nødsaget til at sælge sine aktier i år 2, vil dette medføre et tab. Det er noget mere risikobetonet jo kortere investeringshorisont man opererer med. Hvis man har en kort investeringshorisont, vil man gå efter de mere sikre aktier, som så oftest også vil give et lavere afkast. Ligger det under det afkast en investor forventer, bør han overveje om der er mulighed for at forlænge investerings horisonten, eller om der er andre investerings alternativer, som bedre matcher hans behov.

7.4: Delkonklusion

Der er mange investeringsalternativer investor kan overveje inden han vælger at investere i erhvervsejendomme. Vi har kort set på indskud i banken, investering i obligationer eller aktier. Der er forskel på de forskellige investerings typer og fordele og ulemper ved dem alle. En overvejelse investor skal gøre sig inden beslutningen kan træffes er, hvor risikovillig han er. Afkastet på investeringen afhænger direkte af risikoen. Dog er der nogle forbehold investor kan tage, for at mindske risikoen, især ved investering i aktier, hvor investor kan diversificere sig og dermed mindske aktiernes usystematiske risiko. En anden overvejelse er tidshorisonten på investeringen, hvor tiden kan udjævne risikoen, specielt ved aktier.

Vi har sammenlignet det konkrete afkast over en 10 årig periode på de forskellige alternativer, dog på nær aktie investering, da sammenligningsgrundlaget synes for usikkert. Af sammenligningen ses det, at det højeste afkast umiddelbart opnås ved en investering i investeringsejendomme med et afkast på 5,50 %.

Investeringsbeslutningen kan dog ikke tages ud fra afkastets størrelse alene, der vil være andre faktorer, der spiller ind, fx risikoen, investeringshorisonten og finansieringen af investeringen. Ved investering i realkreditobligationen skal investor oftest have pengene kontant, hvorimod ved

investering i ejendomme, kan man ved erhverv belåne op til 60-80 % af ejendommens værdi. Investor skal have gang i mange overvejelser inden beslutningen kan tages, og alternative investeringer skal overvejes.

8: Perspektivering – udenlandske markeder

Investering i erhvervsejendomme, kan også ske udenfor Danmark. Vi vil i det følgende fortage en perspektivering af det danske ejendomsmarked med det svenske og det tyske ejendomsmarked, da de umiddelbart både er sammenlignelige med det danske, men også geografisk ligger tæt på Danmark.

Når man som investor skal ind på et nyt marked, er der nogle forskellige ting der skal tages højde for. Det er ikke sikkert reglerne og kutymen er den samme, som i Danmark. Der er forskellige rådgivningsfirmaer, blandt andet CBRE, Colliers og DN, hvis hjemmesider vi har besøgt, for at finde oplysninger om, vilkår og sædvaner, man som investor bør være særligt opmærksom på.

8.1: Det svenske ejendomsmarked

Det er oplagt at sammenligne med Sverige, da det svenske marked, minder meget om det danske ejendomsmarked. Vi har tidligere i opgaven anvendt aktiekurserne på tre svenske ejendomsselskaber som grundlag for beregning beta, som vi så har anvendt til beregningen af investors afkastkrav på det danske marked.

Ved sammenligning af afkastkrav, oplyst i en markeds rapport for det svenske marked³⁸, med afkastkravet for Danmark oplyst i markedsbarometeret fra Sadolin-Albæk i Danmark³⁹ ser vi at afkastet på primær kontor- og butiks ejendomme i Stockholm ligger lige under 5 %, hvor den i København ifølge Sadolin-Albæk, er på 5 %. For en primær lagerejendom er afkastet noget højere, både i Stockholm og København, hvor den i Stockholm er omkring de 7,5 % er den i København 7,25 %.

³⁸ http://www.cbre.eu/portal/pls/portal/res_rep.show_report?report_id=1719

³⁹ [http://www.sadolin-albaek.dk/dk/5/publikationer/50/83/markedsbarmeter_\(dk\)/](http://www.sadolin-albaek.dk/dk/5/publikationer/50/83/markedsbarmeter_(dk)/)

Ud fra disse sammenligninger kan vi konkludere at disse to markeder minder meget om hinanden. Der er ikke de store forskelle på afkastet på de to markeder, der har på det heller ikke været de store udsving i afkastet i Stockholm i perioden fra 2009 – 2012. Afkastet er generelt faldet i perioden, men har ikke haft de store udsving, præcis som på det danske marked.

Ifølge markedsrapporten fra CBRE, har det også det svenske ejendomsmarked været påvirket af finanskrisen, dog begynder man at kunne se lyspunkter, men udlejerne på ejendomsmarkedet må stadig kæmpe om lejerne og dermed komme med tilbud på enten lejen eller andre fordele, for at kunne skrive lejekontrakt med en ny kunde, eller beholde en eksisterende.

Tomgangen på det svenske marked faldt til et niveau lige over 5 % i 1. Kvartal i 2012, hvilket er et noget lavere niveau, end det danske, som ligger på 9,8 %. Forventningen er dog at der i perioden 2014 – 2018 vil komme mere tomgang i kontorejendommene, da mange banker flytter deres location til mere moderne ejendomme og områder. Det er dog ikke noget der skræmmer CBRE, som har udfærdiget markeds barometeret, da de mener, at de kontorejendommene, hvori der vil komme tomgang, derved får mulighed for at blive opgraderet og sat i stand, inden der bliver fundet en ny lejer til lejemålet.

Hvad angår finansieringen af svenske investeringsejendomme, vil prioritetslånet kunne laves for op til 80 % af ejendommens værdi⁴⁰, hvorimod det kun er 60 % i Danmark. Belåningen kan enten ske i svenske kroner, eller i danske kroner, gennem et dansk selskab, som så enten tager pant i den svenske ejendom, eller en af investors danske ejendomme, hvis denne har en sådan⁴¹, der vil dog være en kursrisiko forbundet med at optage finansieringen i danske kroner, når investeringens cash flow i øvrigt sker i svenske kroner.

8.2: Det tyske ejendomsmarked

Et andet interessant marked for danske investorer er det tyske marked. Mange har igennem tiden investeret i tyske ejendomme, og det er jo også oplagt, da det geografisk ligger tæt på Danmark.

⁴⁰ <http://www.swedbank.dk/erhverv/corporate-banking/finansiering/ejendomsfinansiering/index.htm>

⁴¹ <http://www.erhvervsbladet.dk/ejendomme-byggeri/dansk-realkredit-over-oeresund>

På DN Erhvervs hjemmeside⁴², har vi fundet oplysning om, hvordan ejendomshandler i Tyskland adskiller sig fra ejendomshandler i Danmark. I Tyskland er handlen først endelig, når man har skrevet under hos notaren og indbetalt pengene. Notaren i Tyskland svarer til det danske tinglysningskontor, hvor alt vedrørende ejendomme bliver registreret. I modsætning til i Danmark, er det ikke kun én ejendomsmægler, der har en ejendom til salg. Man kan godt have en aftale med ejendomsmægleren om køb, mens der så har været en anden køber i mellemtiden og underskrevet aftalen hos notar.

I Danmark er det sælger der aflønner ejendomsmægleren, i Tyskland er det lige omvendt. Derudover skal man tage højde for at, i Tyskland regner man mere i bruttoafkast end i nettoafkast i salgsopstillingen, hvilket vil give en forskel og dermed kan man ikke sammenligne direkte over til en dansk ejendom. Herudover er det en god ide for investor, at få udarbejdet et finansieringstilsagn fra enten bank eller realkreditinstitut, så der kan handles hurtigt når man finder den investeringsejendom, man gerne vil investere i.

Hvis vi sammenligner det tyske marked, Berlin især⁴³, med det danske ligger afkastet i første kvartal i 2012 på 4,95 % for kontor ejendomme, 4,50 % for butikker og 6,85 % for lagerejendomme. Alle ejendomskategorier er ejendomme med primær beliggenhed. Niveauet for afkastet i Berlin ligger således tæt på det danske og svenske niveau, dog ligger primære lagerejendomme i København noget højere med sine 7,25 % i første kvartal i 2012.

Markedsrapporten om ejendomsmarkedet for Berlin er lavet af BNP Paribas Real Estate, og er meget positiv i sin fremlægning af markedet. Berlin bliver fremstillet som en by, hvor der er masser af muligheder og potentialet er stort. Berlin har en beliggenhed, der ligger i top 3 indenfor ejendomsinvestering. Der er en del attraktive områder med deres egen karakter, hvilket vil sige der er lidt for enhver investors smag.

Udviklingen på markedet for kontorejendomme går i den positive retning. I 1. Kvartal 2012 er markedslejen pr. m² steget, i forhold til 4. Kvartal 2011. Markedslejen pr. m² er steget, både for

⁴² <http://dn-erhverv.dk/tyskland/tysk-ejendomsmarked/>

⁴³ http://www.realestate.bnpparibas.com/bnppre/about-us/publications-p_32913

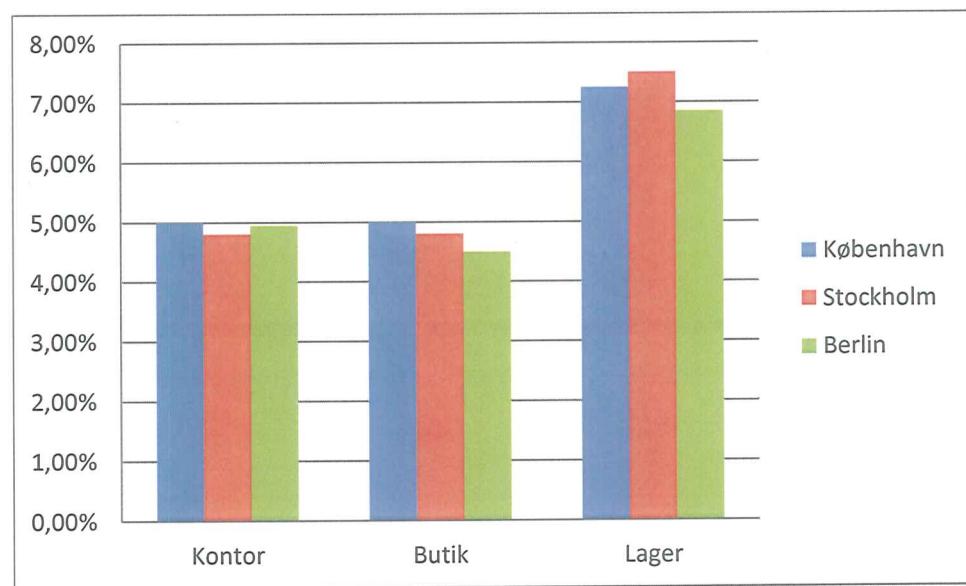
primær – og sekundære kontorejendomme, imens afkastkravet for en primær kontorejendom er konstant.

Finansieringen af ejendommen er ikke som i Danmark. I Tyskland er der ikke noget max på belåningen af ejendommen, men kutymen er at man belåner 50 % gennem et lav forrentet lån, ligesom det danske realkreditlån, det er dog ikke usædvanligt at 70 % af ejendommen er finansieret på denne måde, dog ses det sjældent at prioritetsfinansieringen er over 70 % af ejendommens værdi⁴⁴.

8.3: Sammenligning med det danske ejendomsmarked

Som det fremgår af nedenstående graf, ligger investors afkastkrav på samme niveau på de tre markeder. Afkastet er en sammensætning af flere faktorer som tilsammen influerer på investeringsbeslutningen.

Tabel 14 Afkastkrav 1. Kvartal 2012



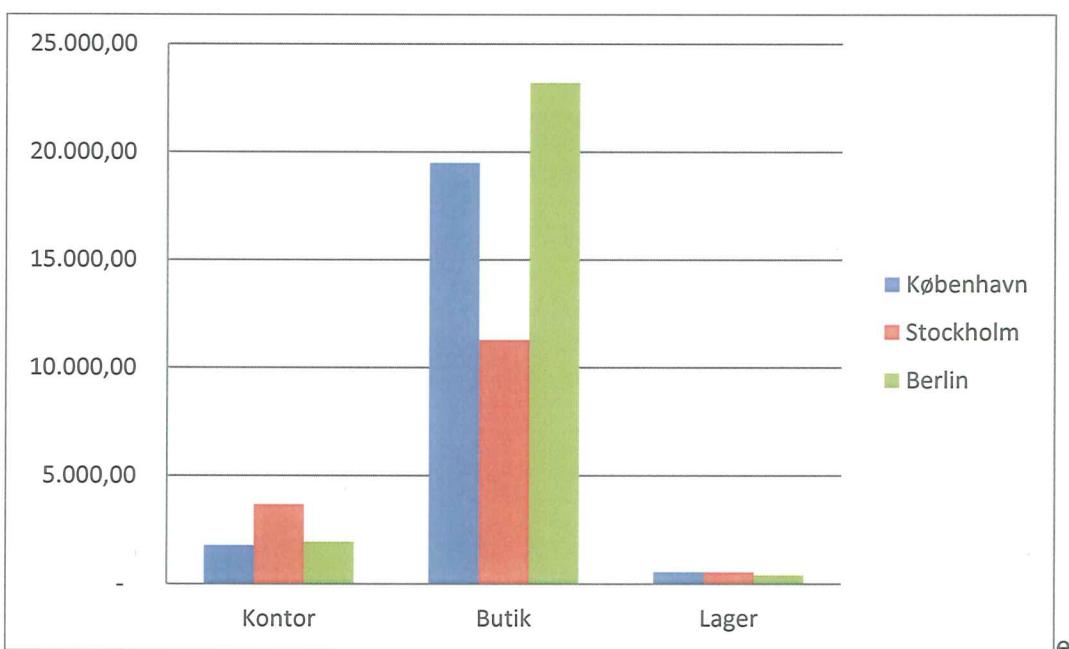
Kilde: Egen tilvirkning efter data fra Sadolin-Albæk: http://www.sadolin-albaek.dk/dk/download/216.5929/markedbarometer_februar_2012.pdf, BNP Paribas Real Estate: http://www.realestate.bnpparibas.com/bnppre/about-us/publications-p_32913, CBRE: http://www.cbre.eu/portal/pls/portal/res_rep.show_report?report_id=1719

⁴⁴ <http://dn-erhverv.dk/analyser/juridiske-forhold-ved-koeb-af-erhvervsejendomme/3-de-konkrete-skridt/>

Man skal som investor tage højde for risikoen for tomgang på de forskellige markeder ikke nødvendigvis er ens.

Sammenligner vi nu i stedet lejeniveauet på de forskellige markeder, er der her en væsentlig forskel på lejen ved kontor- og butiksejendomme. Stockholm ligger næsten dobbelt så højt i prisen pr. m²., ved primære kontorejendomme, i forhold til København og Berlin, som ligger på samme niveau. Til gengæld ligger Stockholm lavt på prisen pr. m². ved primære butiksejendomme i forhold til København og Berlin, som igen ligger på nogenlunde samme niveau. Lagerejendomme er på samme niveau i alle tre landes storbyer.

Tabel 15 Leje pr. m² 1. Kvartal 2012



Kilde: Egen tilvirkning efter data fra Sadolin-Albæk: http://www.sadolin-albaek.dk/dk/download/216.5929/markedsbarometer_februar_2012.pdf, BNP Paribas Real Estate: http://www.realestate.bnpparibas.com/bnppre/about-us/publications-p_32913, CBRE: http://www.cbre.eu/portal/pls/portal/res_rep.show_report?report_id=1719

Beslutningen om hvorvidt der skal investeres i ejendomme i Danmark eller om man skal forsøge sig i udlandet, kan ikke umiddelbart bestemmes ud fra ovennævnte perspektivering. Det er ikke muligt at konkludere generelt på ejendomsmarkedene. Perspektivering har givet en forståelse

for de to markeder, der ligger lige rundt om Danmark, og at de vil være et oplagt alternativ til ejendomsinvestering i Danmark.

Der er mange flere faktorer der spiller ind i beslutningen, som tidligere nævnt, skal der laves en værdiansættelse efter DCF modellen på de enkelte investerings alternativer, for at have noget at sammenligne med.

I beslutningsprocessen, skal alle aspekter overvejes. Et er at en markedsrapport oplyser, at afkastkravet er på samme niveau som i Danmark, men det er ikke altid det gælder alle investeringsejendomme, da blandt andet beliggenhed og ejendommens stand, har stor betydning. Man skal derfor som investor forholde sig til den enkelte ejendom, og tage beslutningen ud fra de oplysninger der er vedrørende ejendommen, ejendommens lejere og området omkring ejendommen.

8.4: Delkonklusion

Der er andre markedet investor kan investere i ejendomme på end i Danmark. Vi har sammenlignet det svenske og tyske ejendomsmarked med det danske, vi har i sammenligningen brugt Stockholm, Berlin og København. Det svenske og tyske marked minder meget om det danske, både på afkastkrav og på m^2 lejen, på de primære investeringsejendomme. Det er kun på lejen pr. m^2 ved butiksejendomme, at Stockholm skiller sig ud fra Berlin og København. Umiddelbart viser sammenligningen, at det forventede afkast er ens i de tre storbyer. Men investeringsbeslutningen, kan ikke tages på denne baggrund alene, da der også er andre faktorer, som er afgørende for om en investor skal begive sig ud på de udenlandske markeder.

Belåningsmulighederne er forskellige. I Danmark kan man belåne en erhvervsejendom med op til 60 % af værdien af ejendommen, hvorimod i Sverige vil der kunne laves et prioritetslån på op mod 80 % af ejendommen og i Tyskland er der ikke nogen max på belåningen, dog er kutymen at man belåner 50 % af ejendommens værdi med et lån som svarer til det danske realkreditlån, men det er ikke usædvanligt at man ser belånninger på op mod 70 % af værdien.

Det svenske og det tyske ejendomsmarked er et alternativ til det danske marked, og man kan udlede at de ikke umiddelbart er mindre attraktive end det danske, der er nogle andre regler og vilkår, man skal være opmærksom på, når man handler ejendomme i et andet land.

9: Konklusion

Danmark har vært ramt af finanskrisen, siden starten i 2007. Finanskrisen har påvirket både det danske marked generelt og ejendomsmarkedet, som følger markedet i Danmark. Renten er sænket, så den er historisk lav i 2012, den korte realobligationsrente er nede under 1 %, og nationalbanken har sænket deres rente, så den ligger på 0,70 %. Dette er gjort i et forsøg på at få gang i væksten i Danmark. Det har dog ikke haft den store effekt endnu, men flere spår om positive tendenser, både til markedet generelt i Danmark, men i særdeleshed også ejendomsmarkedet.

Den historiske udvikling på ejendomsmarkedet har været nedadgående, afkastkravet på investeringsejendomme er steget, tomgangen er steget og priserne samt antal gennemførte handler er faldet i perioden efter finanskrisens start. Finanskrisen har også kunnet mærkes på antal nyudlån, som i perioden er ligeledes faldet, dels på grund af at antal handler er faldet, men også fordi realkreditinstituttern har strammet kravene til at få et lån igennem. Denne stramning kan spores direkte til finanskrisen, da krisen udsprang fra, at institutter verden over havde givet lån til dårlige betalere, som ikke kunne betale afdragene på lånene, og dermed gik konkurs, hvorved instituttet selv har tabt penge.

Investor har to metoder til værdiansættelse af investeringsejendommen, den afkastbaserede metode og DCF-modellen. Den afkastbaserede metode er en statisk model, der tager afsæt i et typisk regnskabsår, og tager ikke højde for fremtiden. DCF-modellen tager derimod fremtiden med ind i beregningen af ejendomsværdien, det er en real-model, hvor de fremtidige cash flows i budgetperioden og terminalåret tilbagediskonteres til år 0. DCF-modellen er den mest anvendte model, da den kan give det mest realistiske billede af indtjeningsmulighederne i ejendommen.

Investors afkastkrav bruges i begge beregningerne af ejendomsværdien. I DCF modellen tillægges inflationen afkastkravet. Dette er ikke tilfældet i den afkastbaserede metode. Afkastkravet kan beregnes ved hjælp af CAPM, som er den risikofrie rente tillagt et risikotillæg. Vi har brugt den 10 årlige statsobligation som udtryk for den risikofrie rente. Risikotillægget beregnes, på baggrund af forskellen mellem markedsrenten og den risikofrie rente, og den enkelte akties betaværdi. I forbindelse med beregningen af afkastkravet, har vi anvendt Jeudan som proxy virksomhed for vores investering. Vi har derfor beregnet Jeudans beta. Da betaværdien var meget lav, og vi

samtidig kunne se, hvor få gange Jeudan aktien var handlet i perioden, valgte vi i stedet at beregne betaværdien for en portefølle på 3 svenske ejendomsselskaber, hvilket gav os en betaværdi på lige over 1. Hvilket jo så bekræfter vores tidligere konklusion om at ejendomsmarkedet følger det generelle marked.

Markedsrenten har vi forsøgt at beregne ud fra OMX Benchmark Cap Gi, men vi kunne ikke få talmateriale længere tilbage end til år 1995, hvorfor vi forkastede renten og brugte den fra lærebogen, da den er udregnet på baggrund af mere end 100 års observeringer.

Afkastkravet beregnede vi herefter til 8,18 %, hvilket er meget højt, for en ejendom med den beliggenhed og stand som ejendommen på Livjægervej har. I markedsbarometeret fra Sadolin-Albæk har de kalkuleret med et startafkastkrav på 5 % på primære ejendomme i København, hvorfor vi har fastsat afkastkravet på ejendommen til 5,5 %, da vi vurderer at det er en næsten primær ejendom.

Vi afslutter vores beregning af afkastkravet med at fastsætte dette til 5,5%, hvorefter vi beregner vores investering WACC. Både i forhold til det beregnede afkastkrav på den svenske portefølle på 8,18 og i forhold til afkastkravet på 5,5%. Ved et afkastkrav på 5,5% og en forudsætning om at maksimal belåning af ejendommen til ÅOP 6,07% før skat, får vi en margen på 0,30 procent point. Det betyder således, at hvis investor som minimum vil have 5,5% i afkast på sin indskudte kapital, er der alene en margen på 0,30 procent point, i investeringsåret. En investerings cash flow kan ændre sig i over tid, hvilket også påvirker investeringens margen.

Værdiansættelen efter DCF modellen er meget følsom overfor de forudsætninger som lægges ind i modellen. Vi har lavet følsomhedsanalyser på ændringer i forudsætninger både før og efter investeringen foretages.

Afkastkravet har en direkte indvirkning på ejendomsværdien, jo højere afkastkrav, des lavere ejendomsværdi, derfor er fastsættelsen af investors afkastkrav meget vigtig, da det kan få den betydning, at investor er villig til at give en højere værdi for ejendommen end den er værd. Det kan også have den betydning at investor afstår fra at investere i en ejendom, som kunne have givet et pænt afkast over tid. Vi har beregnet ejendommens værdi efter den afkastbaserede

metode, med et afkastkrav på 8,18%, som var afkastkravet beregnet i forhold til vores svenske portefølje og med vores fastsatte afkastkrav på 5,5%. Forskellen er på mio. kr. 24.

Det er ikke kun afkastkravet som påvirker værdiansættelsen. Hvis vi i stedet ser på konsekvensen af ændrede forudsætninger efter investeringen er foretaget, og vi i beregningen tilnærmelsesvis fastholder den oprindelige beregnede ejendomsværdi, får vi hvordan det forventede startafkast på investeringen løbende ændres, når forudsætningerne ændres.

Hvis fx ejendommens to største lejere vælger at opsigte og fraflytte deres lejemål i 2014, og lejemålene står tomme i fx 9 måneder, betyder det en likviditets forringelse på godt mio. kr. 2,1. Hvilket kan få store konsekvenser, især hvis markedsvilkårene ændrer sig, og fx renten begynder at stige, eller markedslejen falder til et niveau under det forudsatte DCF Modellen.

Ændrer vi på markedslejen, kan et fald i markedslejen på kr. 100 pr. m² betyde en reducering i den beregnede ejendomsværdi på mio. kr. 4,2, hvis øvrige forudsætninger fastholdes. Før investeringen i ejendomme foretages bør værdiansættelsen og de opsatte forudsætninger gennemgås nøje. Samtidig er det dog vigtigt at være opmærksom på at der alene kan budgetteres i henhold til forventninger til fremtiden, og da forventningerne bygger på historiske data, kan der risiko for at en investering i dag beregnet i forhold til vores afkast krav, har en helt anden værdi om 5 år. Hvilket blandt andet er det vi har set i forbindelse med finanskrisen.

Investering i erhvervsejendomme er en ud af mange investeringsmuligheder. Vi har valgt de mest almindelige og kendte investeringsalternativer ud, og sammenlignet dem med investering i en erhvervsejendom. De udvalgte investeringer er bankindskud, investering i obligationer og aktier. Sammenligner man selve renten/afkastet på investeringen er afkastet på ejendomsinvesteringen højest med sine 5,5 %, hvilket også kommer til udtryk ved, at denne investering har det højeste afkast over en 10 årig periode. Vi har ikke kunnet lave en direkte sammenligning med investering i aktier, da vi ikke har en konkret rente at sammenligne med, men man kan sige at afkastet på en aktie modsvares af risikoen på investeringen. Har vi en høj risiko aktie, vil afkastet på denne, alt andet lige, være højere end ved en lav risiko aktie. Investor har dog muligheden for gennem investeringsforeninger eller selv, at sprede sin investering og dermed mindske den usystematiske risiko.

Finansieringen af investeringen skal også med ind over investeringsbeslutningen. Det er ikke helt lige meget om man kan låne pengene til investeringen eller ej. Ved investering i en erhvervsejendom er der muligheden for 60 % finansiering gennem realkreditlån og 80 % ved beboelsesejendom. De alternative investeringer ligger op til, at investor har pengene selv og ikke skal finansieres gennem lån, da det er investeringer som banken eller realkreditinstituttet oftest ikke vil låne penge til.

Det er svært at tage investeringsbeslutningen alene på baggrund af en rente eller et afkastkrav, da der er andre faktorer der spiller ind. Investor skal overveje investeringshorisonten, hvor længe skal midlerne være bundet og hvornår skal investor bruge kapital. En anden overvejelse er risikoen ved investeringen, hvor risikovillig er investor, risikoen hænger direkte sammen med afkastet på investeringen. Jo højere risiko, des højere afkast.

Der er ligeledes alternative markeder for investering i ejendomme. Vi har sammenlignet det danske marked med det svenske og det tyske, hovedsageligt i hovedstadsområdet. Disse tre markeder minder meget om hinanden, der er ikke den store forskel, hverken på afkastet eller på lejeindtægten pr. m² i første kvartal 2012.

Investor har således flere alternativer gennem andre investeringsformer og udenlandske markeder, men vi vil konkludere, at investor skal vælge ejendomsinvestering i Danmark, da investeringen har det højeste afkast, set over en 10 årig periode og der er umiddelbart ikke de store gevinster ved at flytte investeringen til udlandet.

10: Litteraturliste

10.1: Internet

<http://www.erhvervsbladet.dk/erhvervsklima/saadan-startede-den-aktuelle-finanskrisen>
<http://laan-penge-her.dk/artikel/finanskrisen/>
<http://www.altandetlige.dk/fagligt/da-finanskrisen-begyndte-at-buldre.htm>
<http://politiken.dk/erhverv/faktaerhverv/ECE1417675/fakta-faa-overblik-over-bankpakkerne/>
<http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2010/02/03/181929.htm>
<http://penge.dk/investering/nyheder/finans/danmarkoekonomer-forbrugertillid-som-under-finanskrisen>
http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/228725/forbrugertilliden_stormer_frem.html
<http://www.business.dk/oekonomi/nationalbanken-saenker-renten-til-historisk-lavpunkt>
<http://www.business.dk/pension/sp-penge-udbetales-foerst-midt-i-juni>
http://borsen.dk/nyheder/privatoekonomi/artikel/1/223109/skattefrit_efterloensbidrag_til_udbetaling_fra_den_2_april.html
[http://www.nationalbanken.dk/dndk/minfo.nsf side/officielle_rentesatser!opendocument](http://www.nationalbanken.dk/dndk/minfo.nsf	side/officielle_rentesatser!opendocument)
<http://magasinetejdom.dk/news/singleview/article/krisen-har-fordoblet-udenlandske-investeringer-i-danske-obligationer.html>
http://img.borsen.dk/img/cms/tuksi4/media/nyheder.art_grafik/7919_url_6525.jpg
[http://www.sadolin-albaek.dk/dk/5/publikationer/50/83/markedbarometer_\(dk\)/](http://www.sadolin-albaek.dk/dk/5/publikationer/50/83/markedbarometer_(dk)/)
http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?gr_type=0&gr_width=600&gr_height=400&gr_fontsize=11&menu=y&PLanguage=0&pxfile=201243161926105397668EJEN6.px&wonload=600&honload=400&rotate=
http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?menu=y&pxfile=20124315014105394964RASOFF11.px&gr_type=0&PLanguage=0
http://www.sadolin-albaek.dk/dk/newsletter/214.7747/newsletter_februar_2012.pdf
<http://www.gorriksenfegerspiel.com/GFKNyheder/Files/Dokument1DK%5C42.pdf>
<http://www.investopedia.com/terms/c/CAPM.asp#axzz1qXF2WGw>
<http://www.proinvestor.com/aktier/Jeudan/JDAN.CO>
<http://penge.dk/ordbog/betavaerdi>
<https://www.kulturarv.dk/fbb/bygningvis.pub?bygning=3161846>
http://www.sadolin-albaek.dk/dk/newsletter/204.3378/newsletter_oktober_2011.pdf
<http://penge.dk/investering/guider-investering/guide-obligationer/typer-af-obligationer>
http://borsen.dk/nyheder/privatoekonomi/artikel/1/221204/lavere_rente_giver_ikke_billigere_laan_i_banken.html
<http://politiken.dk/tjek/penge/dinepenge/ECE1556268/danske-bank-haever-igen-udlaansrenten/>
<http://finanswatch.dk/Finansnyt/article1017434.ece?referer=jp&aid=2618391&sid=2186>
http://finans.borsen.dk/artikel/1/220261/rekordstort_gab_mellem_bankers_renter.html
http://www.sadolin-albaek.dk/dk/download/216.5929/markedbarometer_februar_2012.pdf
http://www.cbre.eu/portal/pls/portal/res_rep.show_report?report_id=1719
[http://www.sadolin-albaek.dk/dk/5/publikationer/50/83/markedbarometer_\(dk\)/](http://www.sadolin-albaek.dk/dk/5/publikationer/50/83/markedbarometer_(dk)/)
<http://www.swedbank.dk/erhverv/corporate-banking/finansiering/ejendomsfinansiering/index.htm>
<http://www.erhvervsbladet.dk/ejendomme-byggeri/dansk-realkredit-over-oeresund>

<http://dn-erhverv.dk/tyskland/tysk-ejendomsmarked/>
http://www.realestate.bnpparibas.com/bnppre/about-us/publications-p_32913
<http://dn-erhverv.dk/analyser/juridiske-forhold-ved-koeb-af-erhvervsejendomme/3-de-konkrete-skridt/>
<http://www.pwc.dk/da/nyt/finance/regnskab/assets/ny-indskydergaranti.pdf>

10.1.1: Materiale til beregninger

<http://www.nasdaqomxnordic.com/>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/19/1C/84/wkr0006.pdf>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/18/6E/28/wkr0001.pdf>
http://www.fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2011/%c3%85R/FAB_AR11_ENG_indexerad.pdf
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/09/60/FE/wkr0001.pdf>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0B/C7/C3/wkr0003.pdf>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0E/56/ED/wkr0003.pdf>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/10/C0/14/wkr0011.pdf>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/14/01/83/wkr0001.pdf>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/18/6E/28/wkr0001.pdf>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0B/E1/48/wkr0011.pdf>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0C/EF/D9/wkr0003.pdf>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0E/90/35/wkr0003.pdf>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/10/EE/42/wkr0011.pdf>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/14/59/E1/wkr0006.pdf>
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/19/1C/84/wkr0006.pdf>
http://media.jeudan.dk/uploads/aarsrapporter/aarsrapport_2007.pdf
http://media.jeudan.dk/uploads/aarsrapporter/aarsrapport_2008.pdf
http://media.jeudan.dk/uploads/aarsrapporter/aarsrapport_2009.pdf
http://media.jeudan.dk/uploads/aarsrapporter/aarsrapport_2010.pdf
http://media.jeudan.dk/uploads/aarsrapporter/aarsrapport_2011.pdf
http://www.fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2008/FAB07_ENG_web.pdf
http://www.fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2009/FABEGE_2008_ENG.pdf
http://www.fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2009/%c3%85rsredovisning%202009_eng_100302.pdf
http://www.fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2010/%c3%85rsredovisning/FAB_AR10_ENG_110308.pdf
http://www.fabege.se/Documents/ReportsAndPresentations/2011/%c3%85R/FAB_AR11_ENG_indexerad.pdf

10.2: Bøger

Finance for executives, Managing for Value Creation, 4th Edition, Gabriel Hawawini & Claude Viallet, South-Western, 2011.

Complekt kompendium Finansiering – opskrifter, værktøjer og eksempler, 2. Udgave 2008, Chresten Koed & Michael Nielsen

10.3: Andet

Årsregnskabsloven og IFRS.

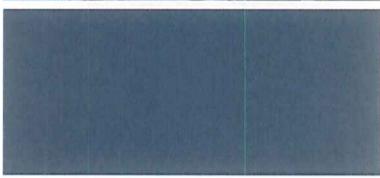
Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF Modellen, Ejendomsforeningen Danmark, oktober 2006.

Materiale fra Goldschmidt Ejendomme A/S.

Materiale fra undervisning i faget Finansiel planlægning.

11: Bilagsoversigt

1. Salgsprospekt – Livjægergade 17, 2100 København Ø. (8 sider)
2. Opdateret lejerliste Livjægergade 17, fra M. Goldschmidt Ejendomme
3. Beta beregning Jeudan
4. Beta beregning Fabege, Hufvudstaden, Kungsleden (3 sider)
5. Gældfordeling svensk portefølje
6. Gældfordeling på case ejendom
7. Beregning ejendomsværdi efter den afkastbaserede metode, ved Jeudan og svensk porteføljes afkastskrav.
8. Værdiansættelse efter DCF modellen med afkastkrav på 5,37% (6 sider)
9. Værdiansættelse efter DCF modellen med afkastkrav på 5,50%
10. Følsomhedsanalyse på værdiansættelsen – forskelligt afkastkrav (4 sider)
11. Følsomhedsanalyse på værdiansættelsen – forskellig markedsleje (4 sider)
12. Følsomhedsanalyse på værdiansættelsen – forskellig markedsleje – fastholdt ejendomsværdi (4 sider)
13. Følsomhedsanalyse på værdiansættelsen – tomgang Unity Technologi (3 sider)
14. Følsomhedsanalyse på værdiansættelsen – tomgang Unity Technologi og G-Star (3 sider)
15. Følsomhedsanalyse på værdiansættelsen – tomgang i terminalåret
16. Sammenligning alternative investeringer (2 sider)



Salgsprospekt

Livjægergade 17 2100 København Ø

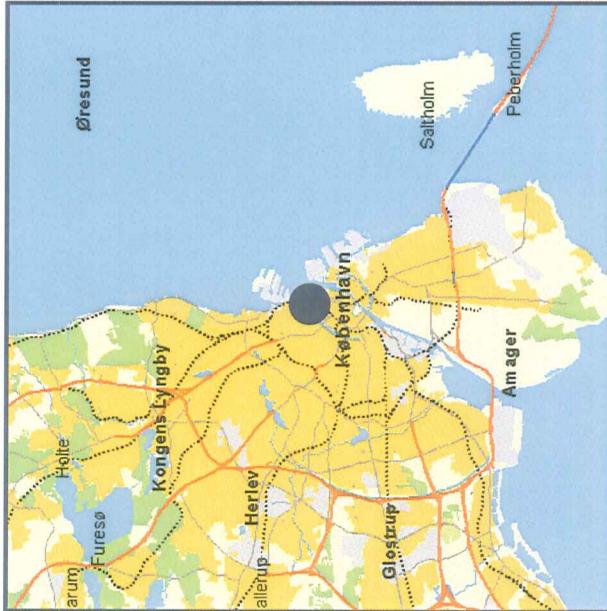
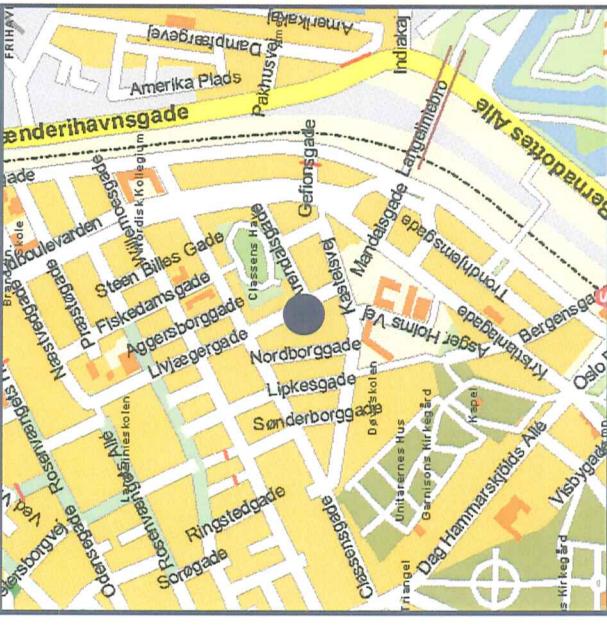
Eftertragtet kontor- og beboelsesejendom beliggende tæt på CBD

Bonitsstærke erhvervslejere og tidsbegrænsede beboelseslejemål

Pris:
Kr. 80 mio.

Nettostartafkast: 5,37%

Livjæergade 17, 2100 København Ø
Kort og beliggenhed



■ Matr.nr. og adresse

Matr.nr. 798 Østervold Kvarter, København, beliggende Livjæergade 17, 2100 København Ø.

■ Området

Ejendommen er velbeliggende på Østerbro i København i et roligt og meget attraktivt kvarter, domineret af eftertragtet etageboligbyggeri. Ejendommen er beliggende mellem Østerbrogade og Strandboulevarden på Østerbro, tæt på både rekreative områder i Fælledparken og ved Søerne, København City samt Ring 2.

I området er der udmærkede indkøbsmuligheder på såvel Østerbrogade som Nordre Frihavngade. På Trianglen kører der flere buslinjer, og ejendommen ligger mellem Nordhavn Station og Østerport Station. Fra sidstnævnte kører der foruden S-tog til hele Hovedstadsområdet tillige regionale tog.

■ Bygningen

Ejendommen er en bolig- og kontorejendom bestående af to bygnninger med et samlet udlejningsareal på 4.124 m². Forhuset er opført i 5 etager i 1899, og de nederste to etager er i pudset murværk, mens de tre øverste er rødt murværk.

Forhuset omfatter 4 beboelseslejemål på 206-229 m² og 2 erhvervslejemål på henholdsvis 229 m² og 406 m².

Baghuset er opført i 1903 og er renoveret til kontorbrug i kvalitetsmaterialer i så New Yorker stil med automatiske skydedøre og store glaspartier.

Bygningen omfatter 6 erhvervslejemål, der alle er indrettet til kontorformål, og hvoraf flere er sammenhængende grundet udlejning til samme lejer.

Lokalerne er gennemgribende istandsat og fremstår lyse og venlige. Der er varelevator direkte fra gården til samtlige ejendommens etager.

■ Udlejningsforhold

Forhuset er indrettet til kontor- og boligformål. 1. sal er udlejet til Divisionsforeningen og indrettet til kontorformål. Kælderetagen er ligeledes indrettet til kontorformål og står i dag ledig.

Forhuset indeholder herudover 4 flotte herskabslejligheder i henholdsvis stueetagen og på 2. sal, 3. sal og 4. sal, der alle er udlejet på tidsbegrænsede lejekontrakter.

Baghuset benyttes til kontorformål og er udlejet til 4 forskellige lejere og omfatter i alt 6 lejemål.

Lejebetalingen fra erhvervslejemålene indekseres årligt med den procentvise udvikling i NPI, dog min. 2-3% afhængig af kontrakt.

Herudover indeholder flere af erhvervslejekontrakterne uopsigelighed for lejer frem til 2012-2013 med en generel opsigelsesvarsel på 6 måneder.

■ Planforhold

Ejendommen er ikke underlagt lokalplan. Ifølge Københavns Kommuneplan 2009 er ejendommen beliggende i plandistrikt ”indre by” og generelt udlagt til boligområde.

Arealforhold

Ejendommens grundareal andrager 1.635 m².

Ejendommens samlede udlejningsareal udgør 4.124 m².

Driftsbudget

Lejeindtægt* kr. 5.338.649

Driftsomkostninger kr. 1.140.076

Nettodrift kr. 4.198.573

Offentlig vurdering pr. 1. oktober 2010

Ejendomsværdi i alt kr. 51.000.000

- heraf grundværdi i alt kr. 8.338.500

Pris

Skatter og afgifter

Der opkræves i 2012 kr. 240.996 i grundskyd og kr. 347.271 i dækningsafgift.

Forsikringsforhold

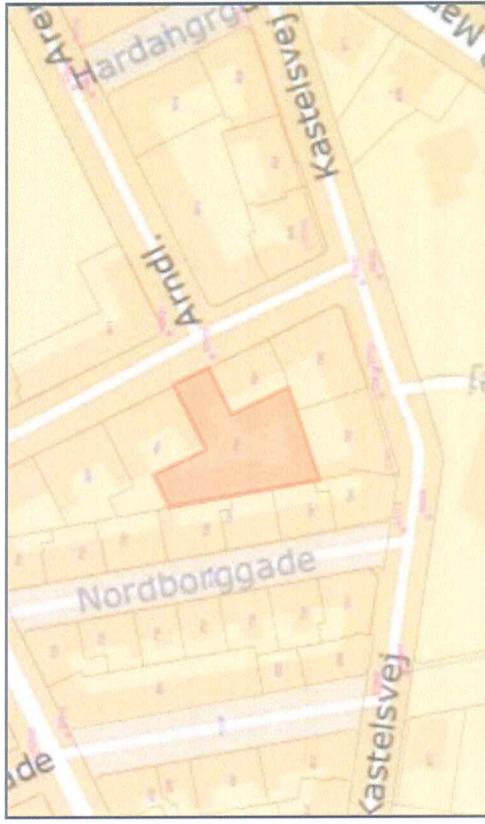
Ejendommen er fuldt forsikret.

Moms

Ejendommen er delvist momsregisteret. Forhuset er ikke momsregisteret, mens lejemålene i baghuset er momsregisterede.

*Heraf udgør overskud på varmeregnskab kr. 176.106, indtægt fra service kr. 630.525 og kr. 59.046 leje for parkeringspladser

Nettostartafkast** kr. 80 mlo. **5,37%**



Lejeoversigt

Nr.	Lejer	Anvendelse	Etage	Areal (m ²)	Faktisk leje		Deposita		Lejeregulering		Opsigelighed		Tidsbegænsning	
					(kr. pr. år)	(kr./m ² pr. år)	(kr.)	(måned)	Min.	Max.	Generelt	Lejer	Udlejer	
1	Divisonsforeningen	Kontor	1. sal, forhuset	229	305.143	1.333	1.851.481		5,0	3,00%	NPI			31-12-2012
2	Louise Holst & Thomas Demand	Beboelse	st., forhuset	206	174.789	848	Inkl.	Inkl.			NPI			3 mdr.
3	Amina Sofie Falbe	Beboelse	2. sal, forhuset	229	195.879	855	Inkl.	Inkl.			NPI			3 mdr.
4	Per Olhoff	Beboelse	3. sal, forhuset	229	166.566	727	Inkl.	Inkl.			NPI			3 mdr.
5	K. Kampmann og N. Alle	Beboelse	4. sal, forhuset	229	214.382	936	Inkl.	Inkl.			NPI			3 mdr.
6	Ledig	Kontor	kælder, forhuset	406	228.432	563	Inkl.	Inkl.			NPI			
7	2BM A/S	Kontor	st., baghuset	423	512.865	1.212	Inkl.	Inkl.	2,50%		NPI	30-09-2012	30-09-2015	6 mdr.
8	Unity Technologies A/S	Kontor	1. sal, baghuset	893	954.160	1.068	Inkl.	Inkl.	3,00%		NPI	01-10-2012	01-10-2015	6 mdr.
9	2BM A/S	Kontor	st., baghuset	69	96.000	1.391	Inkl.	Inkl.	2,50%		NPI	01-04-2013	01-04-2016	6 mdr.
10	Fireball ApS	Kontor	st., baghuset	405	415.125	1.025	Inkl.	Inkl.	2,50%		NPI	01-07-2013	01-07-2016	6 mdr.
11	G-Star Denmark	Kontor	2. sal, baghuset	403	594.026	1.474	Inkl.	Inkl.	2,00%	4,00%	NPI	01-05-2015	6 mdr.	
12	G-Star Denmark	Kontor	2. sal, baghuset	403	615.606	1.528	Inkl.	Inkl.	2,00%	4,00%	NPI	01-05-2015	6 mdr.	
13	Service	Andet	Andet		630.525						NPI			
14	Overskud varmeregnskab	Parkeringsplads		176.106							NPI			
15	Andre lejeindlægter			59.046							NPI			
					4.124	5.338.649	1.295	1.851.481			NPI			

Note: Baseret på ejers oplysninger



Livæggergade 17, 2100 København Ø
Driftsomkostninger

Omkostninger, kr.	Brutto	Lejerandel	Netto
Skatter og afgifter	601.860		601.860
Renovation	30.000		30.000
Reparationer og vedligeholdelse	170.000		170.000
El/vand/varme	120.000		120.000
Elevator	40.000		40.000
Forsikring og abonnementer	28.216		28.216
Viceværtomkostninger	100.000		100.000
Administration	50.000		50.000
ALT	1.140.076		1.140.076

Note: Baseret på ejers oplysninger



■ Besigtigelse

Sadolin | ALBÆK



Jan Kristensen

Partner, direktør, MRICS
Cand.merc.(jur.), MDE

E: jk@sadolin-albaek.dk
T: +45 70 11 66 55
M: +45 28 19 66 74

Besigtigelse kan gennemføres efter aftale med

Sadolin & Albæk A/S
Palægade 2-4
1261 København K
Tlf. 70 11 66 55
Fax 33 32 72 96
E-mail: sa@sadolin-albaek.dk
Webside: www.sadolin-albaek.dk

■ Forbehold

Sadolin | ALBÆK



Kenneth E. Tronier

Cand.merc.(jur.), MDE

E: ket@sadolin-albaek.dk
T: +45 70 11 66 55
M: +45 60 21 85 39

Dette prospekt er baseret på data fra officielle kilder og informationer modtaget fra opdragsgiver. Det er Sadolin & Albæk's opfattelse, at oplysningerne i prospektet er korrekte og fuldstændige, men Sadolin & Albæk påtager sig ikke ansvar for eventuelle fejl og mangler.

Sadolin & Albæk

Besøg vor hjemmeside www.sadolin-albaek.dk

In alliance with
JONES LANG LASALLE

Sadolin | ALBÆK

JK/ch
Marts 2012

Sadolin & Albæk A/S
Palægade 2-4
DK-1261 København K
T: +45 70 11 66 55
F: +45 33 32 72 96

Store Torv 7, 2.
DK-8000 Aarhus C
T: +45 70 11 66 55
F: +45 86 20 96 19

E: sa@sadolin-albaek.dk
W: www.sadolin-albaek.dk
CVR nr.: 10 52 56 75

VURDERINGER OG ANALYSER

- Vurdering af erhvervsejendomme, porteføljer og projekter
- Anerkendte vurderingsstandarer
- Bred vidensdatabase
- Internationalt netværk af topanalytikere
- Absorberingsanalyser
- Markedsrapporter
- Due diligence

CAPITAL MARKETS/ CORPORATE FINANCE

- Formidling af erhvervs- og investerings-ejendomme samt mindre porteføljer, evt. i form af selskabsaflag
- Struktureret udbud af store erhvervsejendomme, porteføljer og ejendomselskaber
- Investeringsstrategisk rådgivning
- Porteføljerådgivning
- Rådgivning i forbindelse med etablering af ejendomsfonde

UDLEJNING/ TENANT REPRESENTATION

- Formidling af erhvervslejemål, primært i hovedstadsområdet
- Lokaliseringstrådgivning, tenant representation
- Bredt netværk af udlejere og stor lejerdatabase
- Professionelle markedsføringsværktøjer og eksponering
- Lejevurderinger

CORPORATE SOLUTIONS

- Professional ejendomsrelateret virksomhedsrådgivning
- Nedbringelse af virksomhedernes driftsomkostninger
- Optimering af arealanvendelse
- Sale & leaseback transaktioner
- Genforhandling af lejekontrakter

Varslet/gældende leje

Selskabsnr	:195
Ejendomsnr.	:95
Filter	:<Intet filter>
VarsletLeje	:<Intet filter>
Selskab	:<Intet filter>
Ejendom	:<Intet filter>
Lejer	:<Intet filter>
OpkrLinier	:<Intet filter>
TotEjendom	:<Intet filter>
TotSelskab	:<Intet filter>
TotUdskrift	:<Intet filter>
Opkr. Gruppe	:Leje
Arealtype	:BRUTTOM/2
Lejerstatus beregnes pr.	:13-04-2012
Leje pr.	:01-05-2012
Udskriv kun lejere med lejebeløb : ja	:Ja
Administrationsperiode	:13-04-2012 - 13-04-2012

BILAH 2

Jeudan

Date	Open	Close	Dividende	New close	Return
30-04-2007	600,00	595,00	10,00	605,00	0,01
31-05-2007	595,00	640,00		640,00	0,08
30-06-2007	640,00	610,00		610,00	- 0,05
31-07-2007	610,00	622,00		622,00	0,02
31-08-2007	622,00	595,00		595,00	- 0,04
30-09-2007	595,00	600,00		600,00	0,01
31-10-2007	600,00	622,00		622,00	0,04
30-11-2007	622,00	613,00		613,00	- 0,01
31-12-2007	613,00	600,00		600,00	- 0,02
31-01-2008	600,00	578,00		578,00	- 0,04
29-02-2008	578,00	610,00		610,00	0,06
31-03-2008	610,00	616,00		616,00	0,01
30-04-2008	616,00	590,00	11,00	601,00	- 0,02
31-05-2008	590,00	575,00		575,00	- 0,03
30-06-2008	575,00	595,00		595,00	0,03
31-07-2008	595,00	565,00		565,00	- 0,05
31-08-2008	565,00	534,00		534,00	- 0,05
30-09-2008	534,00	530,00		530,00	- 0,01
31-10-2008	530,00	463,00		463,00	- 0,13
30-11-2008	463,00	480,00		480,00	0,04
31-12-2008	480,00	456,00		456,00	- 0,05
31-01-2009	456,00	445,00		445,00	- 0,02
28-02-2009	445,00	435,00		435,00	- 0,02
31-03-2009	435,00	438,00		438,00	0,01
30-04-2009	438,00	435,00	11,00	446,00	0,02
31-05-2009	435,00	445,00		445,00	0,02
30-06-2009	445,00	442,00		442,00	- 0,01
31-07-2009	442,00	430,00		430,00	- 0,03
31-08-2009	430,00	480,00		480,00	0,12
30-09-2009	480,00	418,00		418,00	- 0,13
31-10-2009	418,00	446,00		446,00	0,07
30-11-2009	446,00	430,00		430,00	- 0,04
31-12-2009	430,00	441,00		441,00	0,03
31-01-2010	441,00	460,00		460,00	0,04
28-02-2010	460,00	440,50		440,50	- 0,04
31-03-2010	440,50	448,00		448,00	0,02
30-04-2010	448,00	460,00	11,00	471,00	0,05
31-05-2010	460,00	419,00		419,00	- 0,09
30-06-2010	419,00	430,00		430,00	0,03
31-07-2010	430,00	435,00		435,00	0,01
31-08-2010	435,00	419,00		419,00	- 0,04
30-09-2010	419,00	414,00		414,00	- 0,01
31-10-2010	414,00	401,00		401,00	- 0,03
30-11-2010	401,00	403,00		403,00	0,00
31-12-2010	403,00	408,00		408,00	0,01
31-01-2011	408,00	440,00		440,00	0,08
28-02-2011	440,00	428,00		428,00	- 0,03
31-03-2011	428,00	432,00		432,00	0,01
30-04-2011	432,00	428,00	11,00	439,00	0,02
31-05-2011	428,00	428,50		428,50	0,00
30-06-2011	428,50	423,00		423,00	- 0,01
31-07-2011	423,00	410,00		410,00	- 0,03
31-08-2011	410,00	380,00		380,00	- 0,07
30-09-2011	380,00	370,00		370,00	- 0,03
31-10-2011	370,00	372,00		372,00	0,01
30-11-2011	372,00	378,00		378,00	0,02
31-12-2011	378,00	380,00		380,00	0,01
31-01-2012	380,00	392,00		392,00	0,03
29-02-2012	392,00	400,00		400,00	0,02
31-03-2012	400,00	426,00		426,00	0,06
Middel				- 0,00	

OMX Copenhagen CAP GI

Date	Open	Close	Return	COV(OMX;Jeudan)	Var(OMX)	BETA
30-04-2007	612,36	647,70	0,06	0,00064	0,00332	
31-05-2007	647,70	673,02	0,04	0,00306	0,00152	
30-06-2007	673,02	650,49	- 0,03	0,00148	0,00112	
31-07-2007	650,49	666,46	0,02	0,00055	0,00060	
31-08-2007	666,46	657,29	- 0,01	0,00056	0,00019	
30-09-2007	657,29	659,94	0,00	0,00004	0,00002	
31-10-2007	659,94	675,22	0,02	0,00091	0,00053	
30-11-2007	675,22	623,05	- 0,08	0,00090	0,00598	
31-12-2007	623,05	617,96	- 0,01	0,00015	0,00007	
31-01-2008	617,96	528,86	- 0,14	0,00488	0,02080	
29-02-2008	528,86	555,39	0,05	0,00292	0,00251	
31-03-2008	555,39	549,96	- 0,01	-0,00012	0,00010	
30-04-2008	549,96	566,48	0,03	-0,00064	0,00090	
31-05-2008	566,48	596,60	0,05	-0,00120	0,00282	
30-06-2008	596,60	535,17	- 0,10	-0,00388	0,01061	
31-07-2008	535,17	529,39	- 0,01	0,00052	0,00012	
31-08-2008	529,39	536,16	0,01	-0,00066	0,00016	
30-09-2008	536,16	450,48	- 0,16	0,00074	0,02555	
31-10-2008	450,48	360,29	- 0,20	0,02475	0,04010	
30-11-2008	360,29	328,61	- 0,09	-0,00348	0,00774	
31-12-2008	328,61	307,28	- 0,06	0,00306	0,00422	
31-01-2009	307,28	321,75	0,05	-0,00100	0,00221	
28-02-2009	321,75	290,72	- 0,10	0,00189	0,00931	
31-03-2009	290,72	284,62	- 0,02	-0,00021	0,00044	
30-04-2009	284,62	352,85	0,24	0,00506	0,05744	
31-05-2009	352,85	382,51	0,08	0,00217	0,00706	
30-06-2009	382,51	380,25	- 0,01	0,00002	0,00004	
31-07-2009	380,25	417,38	0,10	-0,00237	0,00952	
31-08-2009	417,38	446,74	0,07	0,00837	0,00494	
30-09-2009	446,74	454,45	0,02	-0,00217	0,00030	
31-10-2009	454,45	441,18	- 0,03	-0,00204	0,00086	
30-11-2009	441,18	438,36	- 0,01	0,00021	0,00004	
31-12-2009	438,36	461,01	0,05	0,00147	0,00266	
31-01-2010	461,01	482,35	0,05	0,00212	0,00214	
28-02-2010	482,35	476,53	- 0,01	0,00048	0,00015	
31-03-2010	476,53	510,27	0,07	0,00141	0,00501	
30-04-2010	510,27	546,50	0,07	0,00384	0,00503	
31-05-2010	546,50	508,00	- 0,07	0,00608	0,00497	
30-06-2010	508,00	501,79	- 0,01	-0,00036	0,00015	
31-07-2010	501,79	531,10	0,06	0,00084	0,00341	
31-08-2010	531,10	501,32	- 0,06	0,00190	0,00315	
30-09-2010	501,32	532,65	0,06	-0,00057	0,00390	
31-10-2010	532,65	540,12	0,01	-0,00040	0,00020	
30-11-2010	540,12	543,90	0,01	0,00005	0,00005	
31-12-2010	543,90	581,87	0,07	0,00106	0,00487	
31-01-2011	581,87	592,58	0,02	0,00149	0,00034	
28-02-2011	592,58	590,58	- 0,00	0,00008	0,00001	
31-03-2011	590,58	587,52	- 0,01	-0,00006	0,00003	
30-04-2011	587,52	592,19	0,01	0,00015	0,00006	
31-05-2011	592,19	583,44	- 0,01	-0,00006	0,00022	
30-06-2011	583,44	546,72	- 0,06	0,00063	0,00397	
31-07-2011	546,72	532,14	- 0,03	0,00075	0,00071	
31-08-2011	532,14	453,30	- 0,15	0,01042	0,02197	
30-09-2011	453,30	435,03	- 0,04	0,00095	0,00163	
31-10-2011	435,03	453,77	0,04	0,00036	0,00185	
30-11-2011	453,77	467,08	0,03	0,00056	0,00086	
31-12-2011	467,08	459,36	- 0,02	-0,00013	0,00027	
31-01-2012	459,36	492,05	0,07	0,00245	0,00506	
29-02-2012	492,05	533,05	0,08	0,00194	0,00693	
31-03-2012	533,05	526,88	- 0,01	-0,00079	0,00014	
Middel			0,00	0,00136	0,00501	0,271814

Fabege

Date	Open	Close	Dividende	new close	Return	Date	Open	Close	Return	COV (OMX;Fabege)	VAR (OMX)
30-04-2007	180,50	180,00	4,00	184,00	0,02	30-04-2007	561,90	600,36	0,07	0,00159	0,00435
31-05-2007	180,00	89,50		89,50	- 0,50	31-05-2007	600,36	611,05	0,02	-0,00761	0,00023
30-06-2007	89,50	75,50		75,50	- 0,16	30-06-2007	611,05	598,21	- 0,02	0,00357	0,00055
31-07-2007	75,50	72,50		72,50	- 0,04	31-07-2007	598,21	590,72	- 0,01	0,00053	0,00023
31-08-2007	72,50	77,50		77,50	0,07	31-08-2007	590,72	573,81	- 0,03	-0,00230	0,00097
30-09-2007	77,50	76,75		76,75	- 0,01	30-09-2007	573,81	572,95	- 0,00	0,00002	0,00002
31-10-2007	76,75	75,50		75,50	- 0,02	31-10-2007	572,95	561,30	- 0,02	0,00026	0,00052
30-11-2007	75,50	72,50		72,50	- 0,04	30-11-2007	561,30	526,31	- 0,06	0,00227	0,00421
31-12-2007	72,50	66,25		66,25	- 0,09	31-12-2007	526,31	514,10	- 0,02	0,00209	0,00066
31-01-2008	66,25	60,50		60,50	- 0,09	31-01-2008	514,10	450,20	- 0,12	0,01040	0,01608
29-02-2008	60,50	68,25		68,25	0,13	29-02-2008	450,20	464,63	0,03	0,00392	0,00087
31-03-2008	68,25	63,50		63,50	- 0,07	31-03-2008	464,63	456,55	- 0,02	0,00129	0,00040
30-04-2008	63,50	56,25	4,00	60,25	- 0,05	30-04-2008	456,55	482,58	0,06	-0,00253	0,00297
31-05-2008	56,25	52,50		52,50	- 0,07	31-05-2008	482,58	497,39	0,03	-0,00174	0,00079
30-06-2008	52,50	40,30		40,30	- 0,23	30-06-2008	497,39	426,17	- 0,14	0,03316	0,02123
31-07-2008	40,30	43,70		43,70	0,08	31-07-2008	426,17	423,03	- 0,01	-0,00088	0,00010
31-08-2008	43,70	46,50		46,50	0,06	31-08-2008	423,03	429,64	0,02	0,00090	0,00017
30-09-2008	46,50	38,40		38,40	- 0,17	30-09-2008	429,64	377,75	- 0,12	0,02089	0,01520
31-10-2008	38,40	29,20		29,20	- 0,24	31-10-2008	377,75	310,17	- 0,18	0,04260	0,03291
30-11-2008	29,20	23,10		23,10	- 0,21	30-11-2008	310,17	305,47	- 0,02	0,00361	0,00031
31-12-2008	23,10	30,00		30,00	0,30	31-12-2008	305,47	318,33	0,04	0,01201	0,00157
31-01-2009	30,00	28,10		28,10	- 0,06	31-01-2009	318,33	294,45	- 0,08	0,00454	0,00601
28-02-2009	28,10	32,30		32,30	0,15	28-02-2009	294,45	304,02	0,03	0,00462	0,00090
31-03-2009	32,30	29,00		29,00	- 0,10	31-03-2009	304,02	310,43	0,02	-0,00181	0,00034
30-04-2009	29,00	34,30	2,00	36,30	0,25	30-04-2009	310,43	376,64	0,21	0,05406	0,04442
31-05-2009	34,30	34,00		34,00	- 0,01	31-05-2009	376,64	387,75	0,03	-0,00011	0,00073
30-06-2009	34,00	26,10		26,10	- 0,23	30-06-2009	387,75	392,53	0,01	-0,00223	0,00010
31-07-2009	26,10	31,00		31,00	0,19	31-07-2009	392,53	434,53	0,11	0,02011	0,01092
31-08-2009	31,00	39,20		39,20	0,26	31-08-2009	434,53	449,89	0,04	0,00884	0,00108
30-09-2009	39,20	41,00		41,00	0,05	30-09-2009	449,89	449,24	- 0,00	-0,00020	0,00002
31-10-2009	41,00	41,90		41,90	0,02	31-10-2009	449,24	470,77	0,05	0,00121	0,00206
30-11-2009	41,90	38,90		38,90	- 0,07	30-11-2009	470,77	468,37	- 0,01	0,00051	0,00006
31-12-2009	38,90	45,20		45,20	0,16	31-12-2009	468,37	478,18	0,02	0,00307	0,00034
31-01-2010	45,20	44,00		44,00	- 0,03	31-01-2010	478,18	481,12	0,01	-0,00008	0,00001
28-02-2010	44,00	46,30		46,30	0,05	28-02-2010	481,12	479,26	- 0,00	-0,00036	0,00004
31-03-2010	46,30	48,80		48,80	0,05	31-03-2010	479,26	520,75	0,09	0,00494	0,00706
30-04-2010	48,80	45,40	2,00	47,40	- 0,03	30-04-2010	520,75	544,20	0,05	-0,00102	0,00181
31-05-2010	45,40	43,70		43,70	- 0,04	31-05-2010	544,20	507,79	- 0,07	0,00227	0,00482
30-06-2010	43,70	46,44		46,44	0,06	30-06-2010	507,79	517,37	0,02	0,00110	0,00027
31-07-2010	46,44	50,50		50,50	0,09	31-07-2010	517,37	538,47	0,04	0,00353	0,00146
31-08-2010	50,50	51,75		51,75	0,02	31-08-2010	538,47	519,07	- 0,04	-0,00114	0,00149
30-09-2010	51,75	67,75		67,75	0,31	30-09-2010	519,07	561,99	0,08	0,02517	0,00643
31-10-2010	67,75	69,90		69,90	0,03	31-10-2010	561,99	562,42	0,00	-0,00006	0,00000
30-11-2010	69,90	64,20		64,20	- 0,08	30-11-2010	562,42	571,75	0,02	-0,00108	0,00020
31-12-2010	64,20	78,55		78,55	0,22	31-12-2010	571,75	604,05	0,06	0,01232	0,00291
31-01-2011	78,55	70,50		70,50	- 0,10	31-01-2011	604,05	596,94	- 0,01	0,00140	0,00020
28-02-2011	70,50	68,50		68,50	- 0,03	28-02-2011	596,94	589,67	- 0,01	0,00035	0,00022
31-03-2011	68,50	68,25		68,25	- 0,00	31-03-2011	589,67	598,63	0,02	0,00001	0,00016
30-04-2011	68,25	69,40	3,00	72,40	0,06	30-04-2011	598,63	626,67	0,05	0,00291	0,00196
31-05-2011	69,40	67,75		67,75	- 0,02	31-05-2011	626,67	621,64	- 0,01	0,00020	0,00011
30-06-2011	67,75	63,55		63,55	- 0,06	30-06-2011	621,64	601,89	- 0,03	0,00196	0,00118
31-07-2011	63,55	60,75		60,75	- 0,04	31-07-2011	601,89	573,78	- 0,05	0,00193	0,00242
31-08-2011	60,75	60,00		60,00	- 0,01	31-08-2011	573,78	511,61	- 0,11	0,00084	0,01229
30-09-2011	60,00	52,30		52,30	- 0,13	30-09-2011	511,61	481,96	- 0,06	0,00747	0,00366
31-10-2011	52,30	56,15		56,15	0,07	31-10-2011	481,96	526,09	0,09	0,00698	0,00793
30-11-2011	56,15	52,65		52,65	- 0,06	30-11-2011	526,09	519,99	- 0,01	0,00081	0,00020
31-12-2011	52,65	53,90		53,90	0,02	31-12-2011	519,99	524,32	0,01	0,00017	0,00003
31-01-2012	53,90	59,40		59,40	0,10	31-01-2012	524,32	553,77	0,06	0,00573	0,00288
29-02-2012	59,40	59,50		59,50	0,00	29-02-2012	553,77	586,10	0,06	0,00036	0,00312
31-03-2012	59,50	57,05		57,05	- 0,04	31-03-2012	586,10	580,54	- 0,01	0,00044	0,00014
Middel				- 0,00		Middel		0,00		0,00490	0,00391 1,253925

Huvudstaden A
OMX Stockholm Benchmark Cap

Date	Open	Close	Dividen de	New close	Return	Date	Open	Closing	Return	COV(OMX;Hufv.)	Var(OMX)	BETA
30-04-2007	80,00	83,00		83,00	3,75%	30-04-2007	561,90	600,36	6,84%	0,00228	0,00435	
31-05-2007	83,00	85,00		85,00	2,41%	31-05-2007	600,36	611,05	1,78%	0,00032	0,00023	
29-06-2007	85,00	79,00		79,00	-7,06%	29-06-2007	611,05	598,21	-2,10%	0,00173	0,00055	
31-07-2007	79,00	73,00		73,00	-7,59%	31-07-2007	598,21	590,72	-1,25%	0,00119	0,00023	
31-08-2007	73,00	68,00		68,00	-6,85%	31-08-2007	590,72	573,81	-2,86%	0,00222	0,00097	
28-09-2007	68,00	69,50		69,50	2,21%	28-09-2007	573,81	572,95	-0,15%	-0,00008	0,00002	
31-10-2007	69,50	69,75		69,75	0,36%	31-10-2007	572,95	561,30	-2,03%	-0,00002	0,00052	
30-11-2007	69,75	62,75		62,75	-10,04%	30-11-2007	561,30	526,31	-6,23%	0,00669	0,00421	
28-12-2007	62,75	62,00		62,00	-1,20%	28-12-2007	526,31	514,10	-2,32%	0,00038	0,00066	
31-01-2008	62,00	61,50		61,50	-0,81%	31-01-2008	514,10	450,20	-12,43%	0,00139	0,01608	
29-02-2008	61,50	64,50		64,50	4,88%	29-02-2008	450,20	464,63	3,21%	0,00136	0,00087	
31-03-2008	64,50	62,50	1,75	62,50	-3,10%	31-03-2008	464,63	456,55	-1,74%	0,00067	0,00040	
30-04-2008	62,50	59,25		61,00	-2,40%	30-04-2008	456,55	482,58	5,70%	-0,00146	0,00297	
30-05-2008	59,25	62,75		62,75	5,91%	30-05-2008	482,58	497,39	3,07%	0,00158	0,00079	
30-06-2008	62,75	58,00		58,00	-7,57%	30-06-2008	497,39	426,17	-14,32%	0,01145	0,02123	
31-07-2008	58,00	55,25		55,25	-4,74%	31-07-2008	426,17	423,03	-0,74%	0,00050	0,00010	
29-08-2008	55,25	54,50		54,50	-1,36%	29-08-2008	423,03	429,64	1,56%	-0,00022	0,00017	
30-09-2008	54,50	53,00		53,00	-2,75%	30-09-2008	429,64	377,75	-12,08%	0,00375	0,01520	
31-10-2008	53,00	48,30		48,30	-8,87%	31-10-2008	377,75	310,17	-17,89%	0,01661	0,03291	
28-11-2008	48,30	46,40		46,40	-3,93%	28-11-2008	310,17	305,47	-1,52%	0,00075	0,00031	
30-12-2008	46,40	55,25		55,25	19,07%	30-12-2008	305,47	318,33	4,21%	0,00744	0,00157	
30-01-2009	55,25	49,20		49,20	-10,95%	30-01-2009	318,33	294,45	-7,50%	0,00871	0,00601	
27-02-2009	49,20	48,30		48,30	-1,83%	27-02-2009	294,45	304,02	3,25%	-0,00063	0,00090	
31-03-2009	48,30	42,40		42,40	-12,22%	31-03-2009	304,02	310,43	2,11%	-0,00232	0,00034	
30-04-2009	42,40	48,40	1,90	50,30	18,63%	30-04-2009	310,43	376,64	21,33%	0,03867	0,04442	
29-05-2009	48,40	47,60		47,60	-1,65%	29-05-2009	376,64	387,75	2,95%	-0,00052	0,00073	
30-06-2009	47,60	47,90		47,90	0,63%	30-06-2009	387,75	392,53	1,23%	0,00003	0,00010	
31-07-2009	47,90	47,30		47,30	-1,25%	31-07-2009	392,53	434,53	10,70%	-0,00161	0,01092	
31-08-2009	47,30	55,00		55,00	16,28%	31-08-2009	434,53	449,89	3,53%	0,00525	0,00108	
30-09-2009	55,00	56,00		56,00	1,82%	30-09-2009	449,89	449,24	-0,14%	-0,00006	0,00002	
30-10-2009	56,00	56,50		56,50	0,89%	30-10-2009	449,24	470,77	4,79%	0,00028	0,00206	
30-11-2009	56,50	54,00		54,00	-4,42%	30-11-2009	470,77	468,37	-0,51%	0,00036	0,00006	
30-12-2009	54,00	54,25		54,25	0,46%	30-12-2009	468,37	478,18	2,09%	0,00003	0,00034	
29-01-2010	54,25	54,50		54,50	0,46%	29-01-2010	478,18	481,12	0,61%	0,00001	0,00001	
26-02-2010	54,50	57,50		57,50	5,50%	26-02-2010	481,12	479,26	-0,39%	-0,00033	0,00004	
31-03-2010	57,50	61,75		61,75	7,39%	31-03-2010	479,26	520,75	8,66%	0,00597	0,00706	
30-04-2010	61,75	55,50	2,10	57,60	-6,72%	30-04-2010	520,75	544,20	4,50%	-0,00298	0,00181	
31-05-2010	55,50	55,75		55,75	0,45%	31-05-2010	544,20	507,79	-6,69%	-0,00011	0,00482	
30-06-2010	55,75	59,65		59,65	7,00%	30-06-2010	507,79	517,37	1,89%	0,00110	0,00027	
30-07-2010	59,65	61,85		61,85	3,69%	30-07-2010	517,37	538,47	4,08%	0,00130	0,00146	
31-08-2010	61,85	64,30		64,30	3,96%	31-08-2010	538,47	519,07	-3,60%	-0,00142	0,00149	
30-09-2010	64,30	72,65		72,65	12,99%	30-09-2010	519,07	561,99	8,27%	0,01018	0,00643	
29-10-2010	72,65	74,65		74,65	2,75%	29-10-2010	561,99	562,42	0,08%	-0,00004	0,00000	
30-11-2010	74,65	67,75		67,75	-9,24%	30-11-2010	562,42	571,75	1,66%	-0,00134	0,00020	
30-12-2010	67,75	78,55		78,55	15,94%	30-12-2010	571,75	604,05	5,65%	0,00845	0,00291	
31-01-2011	78,55	72,40		72,40	-7,83%	31-01-2011	604,05	596,94	-1,18%	0,00116	0,00020	
28-02-2011	72,40	74,25		74,25	2,56%	28-02-2011	596,94	589,67	-1,22%	-0,00033	0,00022	
31-03-2011	74,25	75,15		75,15	1,21%	31-03-2011	589,67	598,63	1,52%	0,00012	0,00016	
29-04-2011	75,15	77,50	2,30	79,80	6,19%	29-04-2011	598,63	626,67	4,68%	0,00262	0,00196	
31-05-2011	77,50	78,10		78,10	0,77%	31-05-2011	626,67	621,64	-0,80%	-0,00005	0,00011	
30-06-2011	78,10	75,80		75,80	-2,94%	30-06-2011	621,64	601,89	-3,18%	0,00111	0,00118	
29-07-2011	75,80	70,65		70,65	-6,79%	29-07-2011	601,89	573,78	-4,67%	0,00349	0,00242	
31-08-2011	70,65	72,05		72,05	1,98%	31-08-2011	573,78	511,61	-10,84%	-0,00188	0,01229	
30-09-2011	72,05	66,70		66,70	-7,43%	30-09-2011	511,61	481,96	-5,80%	0,00466	0,00366	
31-10-2011	66,70	70,90		70,90	6,30%	31-10-2011	481,96	526,09	9,16%	0,00535	0,00793	
30-11-2011	70,90	67,90		67,90	-4,23%	30-11-2011	526,09	519,99	-1,16%	0,00064	0,00020	
30-12-2011	67,90	70,05		70,05	3,17%	30-12-2011	519,99	524,32	0,83%	0,00017	0,00003	
31-01-2012	70,05	71,55		71,55	2,14%	31-01-2012	524,32	553,77	5,62%	0,00100	0,00288	
29-02-2012	71,55	73,45		73,45	2,66%	29-02-2012	553,77	586,10	5,84%	0,00132	0,00312	
30-03-2012	73,45	69,95	2,45	72,40	-1,43%	30-03-2012	586,10	580,54	-0,95%	0,00021	0,00014	
				0,287%	Middel			0,252%	0,00245	0,00391	0,627565	

Kungsleden

OMX Stockholm Benchmark Cap

Date	Open	Close	Dividende	New close	Return	Date	Open	Closing	Return	COV(OMX; Kungsl.)	Var(OMX)	BETA
30-04-2007	125,50	109,00	11,00	120,00	-4,38%	30-04-2007	561,90	600,36	6,84%	-0,00276	0,00435	
31-05-2007	109,00	110,25		110,25	1,15%	31-05-2007	600,36	611,05	1,78%	0,00020	0,00023	
29-06-2007	110,25	85,75		85,75	-22,22%	29-06-2007	611,05	598,21	-2,10%	0,00519	0,00055	
31-07-2007	85,75	87,00		87,00	1,46%	31-07-2007	598,21	590,72	-1,25%	-0,00025	0,00023	
31-08-2007	87,00	84,50		84,50	-2,87%	31-08-2007	590,72	573,81	-2,86%	0,00084	0,00097	
28-09-2007	84,50	83,00		83,00	-1,78%	28-09-2007	573,81	572,95	-0,15%	0,00006	0,00002	
31-10-2007	83,00	90,50		90,50	9,04%	31-10-2007	572,95	561,30	-2,03%	-0,00211	0,00052	
30-11-2007	90,50	75,75		75,75	-16,30%	30-11-2007	561,30	526,31	-6,23%	0,01045	0,00421	
28-12-2007	75,75	72,00		72,00	-4,95%	28-12-2007	526,31	514,10	-2,32%	0,00122	0,00066	
31-01-2008	72,00	68,75		68,75	-4,51%	31-01-2008	514,10	450,20	-12,43%	0,00548	0,01608	
29-02-2008	68,75	73,75		73,75	7,27%	29-02-2008	450,20	464,63	3,21%	0,00220	0,00087	
31-03-2008	73,75	73,75		73,75	0,00%	31-03-2008	464,63	456,55	-1,74%	-0,00004	0,00040	
30-04-2008	73,75	60,00	8,00	68,00	-7,80%	30-04-2008	456,55	482,58	5,70%	-0,00415	0,00297	
30-05-2008	60,00	55,75		55,75	-7,08%	30-05-2008	482,58	497,39	3,07%	-0,00194	0,00079	
30-06-2008	55,75	44,60		44,60	-20,00%	30-06-2008	497,39	426,17	-14,32%	0,02886	0,02123	
31-07-2008	44,60	42,70		42,70	-4,26%	31-07-2008	426,17	423,03	-0,74%	0,00040	0,00010	
29-08-2008	42,70	49,90		49,90	16,86%	29-08-2008	423,03	429,64	1,56%	0,00223	0,00017	
30-09-2008	49,90	43,60		43,60	-12,63%	30-09-2008	429,64	377,75	-12,08%	0,01533	0,01520	
31-10-2008	43,60	36,50		36,50	-16,28%	31-10-2008	377,75	310,17	-17,89%	0,02920	0,03291	
28-11-2008	36,50	32,10		32,10	-12,05%	28-11-2008	310,17	305,47	-1,52%	0,00210	0,00031	
30-12-2008	32,10	54,00		54,00	68,22%	30-12-2008	305,47	318,33	4,21%	0,02708	0,00157	
30-01-2009	54,00	43,00		43,00	-20,37%	30-01-2009	318,33	294,45	-7,50%	0,01565	0,00601	
27-02-2009	43,00	39,20		39,20	-8,84%	27-02-2009	294,45	304,02	3,25%	-0,00259	0,00090	
31-03-2009	39,20	31,60		31,60	-19,39%	31-03-2009	304,02	310,43	2,11%	-0,00356	0,00034	
30-04-2009	31,60	40,70	1,50	42,20	33,54%	30-04-2009	310,43	376,64	21,33%	0,07110	0,04442	
29-05-2009	40,70	40,40		40,40	-0,74%	29-05-2009	376,64	387,75	2,95%	-0,00015	0,00073	
30-06-2009	40,40	35,60		35,60	-11,88%	30-06-2009	387,75	392,53	1,23%	-0,00115	0,00010	
31-07-2009	35,60	38,80		38,80	8,99%	31-07-2009	392,53	434,53	10,70%	0,00959	0,01092	
31-08-2009	38,80	49,60		49,60	27,84%	31-08-2009	434,53	449,89	3,53%	0,00920	0,00108	
30-09-2009	49,60	46,30		46,30	-6,65%	30-09-2009	449,89	449,24	-0,14%	0,00026	0,00002	
30-10-2009	46,30	50,25		50,25	8,53%	30-10-2009	449,24	470,77	4,79%	0,00396	0,00206	
30-11-2009	50,25	47,10		47,10	-6,27%	30-11-2009	470,77	468,37	-0,51%	0,00046	0,00006	
30-12-2009	47,10	49,20		49,20	4,46%	30-12-2009	468,37	478,18	2,09%	0,00086	0,00034	
29-01-2010	49,20	49,10		49,10	-0,20%	29-01-2010	478,18	481,12	0,61%	0,00000	0,00001	
26-02-2010	49,10	50,00		50,00	1,83%	26-02-2010	481,12	479,26	-0,39%	-0,00013	0,00004	
31-03-2010	50,00	56,75		56,75	13,50%	31-03-2010	479,26	520,75	8,66%	0,01151	0,00706	
30-04-2010	56,75	46,20	3,75	49,95	-11,98%	30-04-2010	520,75	544,20	4,50%	-0,00501	0,00181	
31-05-2010	46,20	45,90		45,90	-0,65%	31-05-2010	544,20	507,79	-6,69%	0,00032	0,00482	
30-06-2010	45,90	47,50		47,50	3,49%	30-06-2010	507,79	517,37	1,89%	0,00060	0,00027	
30-07-2010	47,50	51,25		51,25	7,89%	30-07-2010	517,37	538,47	4,08%	0,00309	0,00146	
31-08-2010	51,25	48,30		48,30	-5,76%	31-08-2010	538,47	519,07	-3,60%	0,00215	0,00149	
30-09-2010	48,30	57,25		57,25	18,53%	30-09-2010	519,07	561,99	8,27%	0,01501	0,00643	
29-10-2010	57,25	53,00		53,00	-7,42%	29-10-2010	561,99	562,42	0,08%	0,00013	0,00000	
30-11-2010	53,00	51,75		51,75	-2,36%	30-11-2010	562,42	571,75	1,66%	-0,00031	0,00020	
30-12-2010	51,75	61,50		61,50	18,84%	30-12-2010	571,75	604,05	5,65%	0,01027	0,00291	
31-01-2011	61,50	61,75		61,75	0,41%	31-01-2011	604,05	596,94	-1,18%	-0,00009	0,00020	
28-02-2011	61,75	62,00		62,00	0,40%	28-02-2011	596,94	589,67	-1,22%	-0,00009	0,00022	
31-03-2011	62,00	62,00		62,00	0,00%	31-03-2011	589,67	598,63	1,52%	0,00002	0,00016	
29-04-2011	62,00	63,75	2,00	65,75	6,05%	29-04-2011	598,63	626,67	4,68%	0,00276	0,00196	
31-05-2011	63,75	62,50		62,50	-1,96%	31-05-2011	626,67	621,64	-0,80%	0,00019	0,00011	
30-06-2011	62,50	60,25		60,25	-3,60%	30-06-2011	621,64	601,89	-3,18%	0,00117	0,00118	
29-07-2011	60,25	58,00		58,00	-3,73%	29-07-2011	601,89	573,78	-4,67%	0,00174	0,00242	
31-08-2011	58,00	53,50		53,50	-7,76%	31-08-2011	573,78	511,61	-10,84%	0,00839	0,01229	
30-09-2011	53,50	47,00		47,00	-12,15%	30-09-2011	511,61	481,96	-5,80%	0,00723	0,00366	
31-10-2011	47,00	50,00		50,00	6,38%	31-10-2011	481,96	526,09	9,16%	0,00585	0,00793	
30-11-2011	50,00	48,00		48,00	-4,00%	30-11-2011	526,09	519,99	-1,16%	0,00054	0,00020	
30-12-2011	48,00	46,00		46,00	-4,17%	30-12-2011	519,99	524,32	0,83%	-0,00023	0,00003	
31-01-2012	46,00	51,25		51,25	11,41%	31-01-2012	524,32	553,77	5,62%	0,00622	0,00288	
29-02-2012	51,25	49,40		49,40	-3,61%	29-02-2012	553,77	586,10	5,84%	-0,00191	0,00312	
30-03-2012	49,40	46,00		46,00	-6,88%	30-03-2012	586,10	580,54	-0,95%	0,00080	0,00014	
Middel					-0,19%	Middel			0,252%	0,00489	0,00391	1,252411

Gældandele ved de svenske ejendomsselskaber

Kungsleden

Egenkapital	10.971
Rentebærende gæld	17.315
Passiver i alt	28.286

Gældsandel

Rentebærende	61%
Egenkapital	39%
I alt	100%

Hufvudstaden

Egenkapital	18.320
Rentebærende gæld	4.375
Passiver i alt	22.695

Gældsandel

Rentebærende	19%
Egenkapital	81%
I alt	100%

Fabege

Egenkapital	13.956
Rentebærende gæld	16.755
Passiver i alt	30.711

Gældsandel

Rentebærende	55%
Egenkapital	45%
I alt	100%

Gennemsnitlig gældsandel

Rentebærende	45,02%
Egenkapital	54,98%
I alt	100,00%

Gældsandele ved belåning ejendomsværdi kr. mio. 80.

Hovedstol	80.000.000
Bolig 22 %	17.600.000
Erhverv 78 %	62.400.000
Belåning Bolig 80 %	14.080.000
Belåning Erhverv 60 %	<u>37.440.000</u>
Gæld i alt	51.520.000

Gældsandel	
Rentebærende	64%
Egenkapital	<u>36%</u>
I alt	100%

Beregning af ejendomsværdi efter den afkastbaserede metode,
ved Jeudan og svensk porteføljes afkast

Driftsbudget	
Lejeindtægt	4.375.458,72
Driftsomkostninger	-333.445,00
Nettodrift	4.042.013,72
Nettostartafkast	5,50%
Ejendomsværdi uden tillæg af depositum	73.491.158,55
Depositum	1.851.481,00
Ejendomsværdi	75.342.639,55

Driftsbudget	
Lejeindtægt	4.375.458,72
Driftsomkostninger	-333.445,00
Nettodrift	4.042.013,72
Nettostartafkast	8,18%
Ejendomsværdi uden tillæg af depositum	49.400.809,09
Depositum	1.851.481,00
Ejendomsværdi	51.252.290,09

Driftsbudget	
Lejeindtægt	4.375.458,72
Driftsomkostninger	-333.445,00
Nettodrift	4.042.013,72
Nettostartafkast	3,30%
Ejendomsværdi uden tillæg af depositum	122.564.745,62
Depositum	1.851.481,00
Ejendomsværdi	124.416.226,62

Nøgleoplysning

Ejendoms data	
Land	Danmark
By	København
Adresse	Livjæergade 17, 2100 Østerbro
Ejendommens segment	Kontor/beboelse

Vurderingsdata	
Dato for værdiansættelse	31-12-2011

CAPEX	Ar 1	Ar 2	Ar 3	Ar 4	Ar 5	Ar 6	Ar 7	Ar 8	Ar 9	Ar 10
Investeringer		138.000								
Investeringer										
Totale CAPEX	-	138.000	-	-	-	-	-	-	-	-

Beliggenhed

Ejendommen er beliggende på Livjæergade 17 på Østerbro tæt på CBD.

Området er roligt og meget attraktivt, domineret af eftertragtet etageboligbyggeri. Ejendommen ligger mellem Østerbrogade og Strandboulevarden, tæt på rekreative områder i Fælledparken og ved Seeme. Herudover tæt ved København City og Ring 2.

I området er der udmærkede indkøbsmuligheder.

Fra Trianglen kører flere buslinjer, s-tog nás fra Østerport og Nordhavn st., mens regional tog kører fra Østerport st.

Ejendommens beskrivelse

Ejendommen består af et for- og baghus på i alt 4.214 m² fordelt på 4 beboelseslejemål, 1 lager lokale og pt. 7 kontorlejemål. Herudover 4 p-pladser. Arealer er fordelt som følger:

Kontor	2.825 m ²
Bolig	893 m ²
Arkiv/Lager	406 m ²
Antal parkeringspladser	4 st.

Forhuset er oprindeligt opført i 1899 og baghuset i 1903.

Forhuset er opført i 5 etager. De to nederste etager i pudset murværk og de tre øverste i røde mursten. Forhuset er indrettet med 4 herskabslejligheder og 2 erhvervslejemål.

Baghuset er renoveret til kontorbrug i kvalitetsmaterialer i rá New Yorker stil med automatiske skydedøre og store glaspartier. Bygningen omfatter 6 erhvervslejemål, der alle er indrettet til kontorformål. Lokalerne er gennemgående istandsat, og fremgrå lyse og venlige. Der er vareelevator direkte fra gården til samtlige ejendommens etager.

Nøgleoplysning

SWOT

Strengths:

- God ejendom med mulighed for meget effektiv indretning ved sammenlægning eller opdeling af lejemål
- 4 store harskabslejligheder med god beliggenhed tæt på city og rekreative områder som Søerne, Kastellet og Fælledparken
- God lejerspredning - Alt udlejet pr. 01.04.2012

Opportunities:

- Generel udvikling af området, Østerbro meget attraktivt område
- Nordhavn udbygges
- Metro til Østerport fra 2018 Attraktiv og meget tæt på CBD
- God infrastruktur. Tæt på Ring 2, offentlige transportmidler, herunder s-log, regional tog og bus.

Weakness:

- Der er kun 4 markerede p-pladser til området
- Ejendommen er udlagt som bevaringsværdig

Treats:

- Konkurrence fra andre områder i udvikling, fx Vesterbro og Frederiksberg,
- Opstart af metro byggeri på Østerport og Trianglen, kan generere tilkørsels forholdene til ejendommen de næste 5-6 år.

Leje oplysninger

Omkostninger

Omkostninger

År 1

Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100
Administrationsomkostning, 2%	87.509
Ejendomsskat - indeholdt drift	-
Forsikring - indeholdt drift	-
Øvrige udgifter driftsregnskab	333.445
Ejers andel ved tomgang	
Totale omkostninger	524.054

Ejerudgift til driftsregnskab ved tomgang

Dækket af lejerne	630.525,00
Dækket af lejerne	176.106,00
Omk. Dækket af lejerne ved fuldt udlejning	806.631,00
m ² udlejet til erhverv	3.231,00
pris pr. M ²	249,65

Vurdering 31-12-2011

Værdiansættelse i kr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
NPV estimation budgetperiode	32.124.390										
NPV terminalværdi	46.050.413										
Værdiansættelse	78.174.804										
Estimeret inflation	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Maximumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382										
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	527.315	641.016	653.837	666.913	680.252	693.857	707.734	721.888
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	956.403	1.219.414	1.243.802	1.268.678	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723
2BM A/S	54.370										
Fireball ApS	98.532	100.503	102.513	104.563	106.654	108.787	110.963	113.182	115.446	117.755	
G-Star Denmark	611.847										
G-Star Denmark	615.606	575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271	687.757
estimeret tomgang	-24.150	-24.633	0	0	0	0	0	0	0	0	-98.868
Lejeindtægter vekst af lejen	4.964.592	4.672.493	4.930.793	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	5.806.328
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ² Administrationsomkostning, 2%	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Ejendomsskat - indeholdt drift Forsikring - indeholdt drift Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt Udlejningshonorar Ejers andel ved tomgang	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Omkostninger	528.361	549.315	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.485
NOI	4.436.231	4.123.177	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.147.843
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	157.543
Resultat for deposita	4.436.231	3.985.177	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	4.990.300
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning		37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Ejendommens cashflow	12 → 4.473.260	4.022.948	4.424.092	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.609	5.203.445	5.035.439
NPV	4.166.211	3.489.623	3.574.171	3.430.648	3.290.657	3.128.331	2.974.031	2.827.361	2.687.942	2.555.415	2.472.907
Diskonteringsrate		7,37%									
Afkast (%)	5,37%	5,37%									
NPV terminal værdi år 2021	93.769.816										
Estimeret værdiansættelse	78.174.804										

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,931	0,867	0,808	0,752	0,701	0,653	0,608	0,566	0,527	0,491	0,491

Forudsætninger:

Værdiansættelsen sker pr. 31/12 2011. 2012 er således år 1. Alle lejeoplysninger tilbaggediskonteres ultimoåret.

Alle lejere pristalsreguleres primo hvert år, uanset reguleringstidspunkt. De lejere som ikke allerede er reguleret i 2012, korrigeres i 2012

Korrigerede lejeindtægter:

Lejeoplysninger modtaget fra M. Goldschmidt Ejendomme er anvendt. Lejeindtægten differerer en smule fra salgsprospekt fra Sadolin & Albæk Ingen tomgange. pr. 1. maj 2012 er alt udlejet.

Markedslejen:

kontor: Sadolin & Albæk markedsoplysninger omkring Østerbro sammenholdt med ny-forhandlede lejemål. M2 pris fastsat til kr. 1400

Bolig: fastsat som et gennemsnit af de to senest udleede lejligheder. M2 pris fastsat til kr. 900

Lager: netop udlejet pr. 1. april 2012. M2 pris fastsat til kr. 400

Uopsigeligheds udløb:

ved udpsigeligheds udløb indsættes markedslejen på erhvervslejemål. Dog kun hvis markedslejen er lavere end gældende leje eller hvis markedslejen er min. 10% højere end gældende leje.

På bolig indsættes markedslejen pr. 1/1 2013 på de to opsgte lejemål. De to øvrige leje bibeholdes.

Lager lejemålet er netop udlejet til markedslejen, hvorfor denne bibeholdes i hele budgetperioden.

Divisionsforeningen og 2BM A/S er netop genforhandlet. Det forudsættes at de har fået 3 års uopsigelighed i den forbindelse.

2BM har samtidig opsgt sit nye lejemål til fraflytning 30/9 2012. Vi budgetterer med tomgang året ud. Herefter indsættes markedslejen.

Administration: 2% af lejeindtægt, ej medregnet drift og varme

Omkostninger - istandsættelse.

Der er ikke medregnet udgifter til istandsættelse af boliglejemål, da de forudsættes afleveret som istandsat af lejer ved fraflytning

Erhverv afleveres også nyistandsat, men der vil oftest være ekstra udgifter til indretning af lejemål til ny lejer.

Der afsættes kr. 2000 pr. m² til indretning til ny lejer på det opsgt lejemål.

Øvrige erhvervslejemål forventes genforhandlet til markedslejen, men ikke opsgt, hvorfor der ikke er afsat til istandsættelse. Lejer har selv den indvendige istandsættelse

Øvrige omkostninger:

2BMs opsgte lejemål genudlejes med 25% lejerabat det første år. Udlejningshonorar afsat til 15% af første års leje

Udvendig istandsættelse er estimeret til kr. 25 pr. m²

Omkostninger til dækning af tomgangs lejemål andel af varme og driftsudgifter er beregnet forholdsmaessigt, i forhold til kendt indtjening i salgsprospeket (kr. 630.524 og kr. 176.106)

Budgetteret tomgang:

2% tomgang terminalåret. Kun erhverv, ej bolig og p-pladser. Da vi forventer de er fuldt udlejet i hele perioden.

DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION Livjærgade 17, 2100 København Ø.

Vurdering	31-12-2011										
Værdiansættelse i kr.											
NPV estimation budgetperiode	31.926.752										
NPV terminalværdi	44.036.749										
Værdiansættelse											
	75.963.501										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
Estimeret inflation	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	185.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	273.315							
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	956.403	1.219.414	1.243.802	1.268.678	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723
2BM A/S	54.370										1.428.738
Fireball ApS	427.579	98.532	440.406	100.503	102.513	104.563	106.654	108.787	110.963	113.182	115.446
G-Star Denmark	611.847			589.907	601.705	613.739	626.014	638.534	651.305	664.331	677.617
G-Star Denmark	615.606	575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271	687.757
estimeret tomgang	-24.150	-24.633		0	0		0	0	0	0	-98.902
Lejeindtægter	4.964.592	4.672.493	4.930.793	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	5.806.293
vekst af lejen				5,5%	2,9%	2,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%
Udvendig vedigeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.255	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Udlejningshonorar		14.780									
Ejers andel ved tomgang	4.306			0	0	0	0	0	0	0	19.665
Omkostninger	528.361	549.315	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.484
NOI	4.436.231	4.123.177	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.147.809
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat for deposita	4.436.231	3.985.177	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	4.946.723
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139
Ejendommens cashflow	12 →	4.473.260	4.022.948	4.424.092	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.609	5.203.445
NPV		4.161.173	3.481.188	3.561.220	3.414.083	3.270.808	3.105.701	2.948.947	2.800.124	2.658.829	2.524.680
Diskonteringsrate		7,50%									
Afkast (%)	5,50%	5,50%									
NPV terminal værdi år 2021		90.761.130									
Estimeret værdiansættelse		75.963.501									
Deposita											
1.851.481 linked fra lejeoplysninger											
Værdiansættelse/areal											
19.374											
50% kælder/arkiv											
Total areal											
4.124 linked fra lejeoplysninger											
Areal uden kælder/arkiv											
3.718 linked fra lejeoplysninger											
Kælder/arkiv											
406 linked fra lejeoplysninger											

Ar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,930	0,865	0,805	0,749	0,697	0,648	0,603	0,561	0,522	0,485	0,485

Vurdering	31-12-2011											
Værdiansættelse i kr.	2012											
NPV estimation budgetperiode	31.183.490											
NPV terminalværdi	38.536.634											
Værdiansættelse	69.720.124											
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
		År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
Estimeret inflation		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	
Minimumsregulering	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Leje												
Divisionsforeningen		306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	
Louise Holst & Thomas Demant		174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	
Amina Sofie Falbe		200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	
Per Olhoff		166.566									244.591	
Værdiansættelse		214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	
K.Kampman & N. Alle											251.235	
Samad Forouz-Fard		162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	
2BM A/S		507.600	520.290	533.297	527.315	514.224	541.016	563.837	666.913	680.252	693.857	
Unity Technologies A/S		954.161	245.696								1.428.738	
2BM A/S		54.370	956.403	1.219.414	1.243.802	1.268.678	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723	
Fireball ApS		98.532	100.503	102.513	104.563	106.654	108.787	110.963	113.182	115.446	117.755	
G-Star Denmark		427.579	440.406	589.907	601.705	613.739	626.014	638.534	651.305	664.331	677.617	
G-Star Denmark		611.847									691.170	
estimeret tomgang		615.606	575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271	
											687.757	
estimeret tomgang		-24.150	-24.633	0	0	0	0	0	0	0	-98.902	
Lejeindtægter		4.964.592	4.672.493	4.930.793	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	
vækst af lejen		-5,9%	5,5%	5,5%	2,9%	2,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%	
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ²		103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	
Administrationsomkostning, 2%		87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	
Ejendomseskat - indeholdt drift		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Forsikring - indeholdt drift		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Øvrige driftsstromkostninger iht. Salgsprospekt		333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	
Udlejningshonorar		14.780									406.468	
Ejers andel ved tomgang		4.306			0	0	0	0	0	0	19.665	
Omkostninger		528.361	549.315	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	
NOI		4.436.231	4.123.177	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	
Investeringer		2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	201.085	
Resultat før deposita		4.436.231	3.985.177	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	
Forrentning af deposita		2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	
Resultat af forrentning		37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	
Ejendommens cashflow		12 → 4.473.260	4.022.948	4.424.092	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.605	5.203.445	
NPV		4.141.908	3.449.029	3.511.987	3.351.297	3.195.793	3.020.424	2.854.697	2.698.080	2.550.074	2.410.202	
Diskonteringsrate			8,00%									
Afkast (%)		6,00%	6,00%									
NPV terminal værdi ar 2021			83.197.702									
Estimeret værdiansættelse			69.720.124									
Diskonteringsfaktoren	1	0,926	2	0,857	3	0,794	4	0,735	5	0,681	6	0,630
	7	0,583	8	0,540	9	0,500	10	0,463	11	0,463		

Vurdering	31-12-2011
-----------	------------

Værdiansættelse i kr.	2012
NPV estimation budgetperiode	31.551.808
NPV terminalværdi	41.155.225

Værdiansættelse	72.707.033
-----------------	------------

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi
		År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
Estimeret inflation		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje												
Divisionsforeningen		306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019	
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591	
Per Olhoff	166.566											
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235	
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965	
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	533.315	534.224	541.016	563.837	566.913	580.252	593.857	707.734	721.888
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	956.403	1.219.414	1.243.802	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723	1.428.738	
2BM A/S	54.370											
Fireball ApS	98.532	100.503	102.513	104.563	106.654	108.787	110.963	113.182	115.446	117.755		
G-Star Denmark	427.579	440.406	589.907	601.705	613.739	626.014	638.534	651.305	664.331	677.617	691.170	
G-Star Denmark	611.847	575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271	687.757	
estimeret tomgang	-24.150	-24.633	0	0	0	0	0	0	0	0	-98.868	
Lejeindtægter	4.964.592	4.672.493	4.930.793	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	5.806.328	
vekst af lejen	-5,9%	5,5%	2,0%	2,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m2	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678	
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673	
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Øvrige driftstromkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468	
Udlejningshonorar	14.780											
Ejers andel ved tomgang	4.306		0	0	0	0	0	0	0	0	19.665	
Omkostninger	526.361	549.315	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.484	
NOI	4.436.231	4.123.177	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.147.843	
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat før deposita	4.436.231	3.985.177	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.146.758	
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139
Resultat af forrentning	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139	
Ejendommens cashflow	12 → 4.473.260	4.022.948	4.424.092	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.609	5.203.445	4.991.897	
NPV	4.151.518	3.465.053	3.536.489	3.382.508	3.233.040	3.062.716	2.901.384	2.748.569	2.603.820	2.466.711	2.366.425	

Diskonteringsrate	7,75%	Deposita	1.851.481 linked fra lejeoplysninger
Afkast (%)	5,75%	Værdiansættelse/areal	18.543 50% kælder/arkiv
NPV terminal værdi år 2021	86.815.599	Total areal	4.124 linked fra lejeoplysninger
Estimeret værdiansættelse	72.707.033	Areal uden kælder/arkiv	3.718 linked fra lejeoplysninger
		Kælder/arkiv	406 linked fra lejeoplysninger

Ar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,928	0,861	0,799	0,742	0,689	0,639	0,593	0,550	0,511	0,474	0,474

Vurdering	31-12-2011
-----------	------------

Værdiansættelse i kr.											
	2012										
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	terminalværdi
Estimeret inflation		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	527.315	514.224	541.016	563.837	566.913	580.252	593.857	707.734
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	956.403	1.219.414	1.243.802	1.268.678	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723
2BM A/S	54.370										
Fireball ApS	98.532	100.503	102.513	104.563	106.654	108.787	110.963	113.182	115.446	117.755	
G-Star Denmark	427.579	440.406	589.907	601.705	613.739	626.014	638.534	651.305	664.331	677.617	691.170
G-Star Denmark	611.847		575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271
G-Star Denmark	615.606		575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271
estimeret tomgang	-24.150	-24.633	0	0	0	0	0	0	0	0	-98.868
Lejeindtægter	4.964.592	4.672.493	4.930.793	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	5.806.328
venkst af lejen		-5,9%	5,5%	2,6%	2,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige driftsromkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Udlejningshonorar			14.780								
Eiers andel ved tomgang	4.307			0	0	0	0	0	0	0	19.666
Omkostninger	528.361	549.315	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.485
NOI	4.436.231	4.123.177	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.147.843
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat før deposita	4.436.231	3.985.177	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	4.946.758
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139
Ejendommens cashflow	12 → 4.473.260	4.022.948	4.424.092	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.609	5.203.445	4.991.897
NPV	4.170.872	3.497.436	3.586.182	3.446.027	3.309.108	3.149.391	2.997.403	2.852.768	2.715.131	2.584.152	2.479.092
Diskonteringsrate		7,25%			Deposita			1.851.481 linked fra lejeoplysninger			
Afkast (%)	5,25%	5,25%			Værdiansættelse/areal		20.283	50% kælder/arkiv			
NPV terminal værdi år 2021		95.083.746			Total areal		4.124 linked fra lejeoplysninger				
Estimeret værdiansættelse	79.529.263				Areal uden kælder/arkiv		3.718 linked fra lejeoplysninger				
					Kælder/arkiv		406 linked fra lejeoplysninger				

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,932	0,869	0,811	0,756	0,705	0,657	0,613	0,571	0,533	0,497	0,497

DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION Livjærgade 17, 2100 København Ø.

Vurdering 31-12-2011

Værdiansættelse i kr.														
	2012													
	NPV estimation budgetperiode	32.694.685	NPV terminalværdi	50.752.192										
Værdiansættelse	83.446.877													
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi			
Estimeret inflation		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%			
Minimumsregulering	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%			
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%			
Leje														
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086			
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019			
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591			
Per Olhoff	166.566													
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235			
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965			
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	273.315	314.224	641.016	653.837	666.913	680.252	693.857	707.734	721.888		
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	956.403	1.219.414	1.243.802	1.268.678	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723	1.428.738		
2BM A/S	54.370													
Fireball ApS	427.579	98.532	100.503	102.513	104.563	106.654	108.787	110.963	113.182	115.446	117.755			
G-Star Denmark	611.847													
G-Star Denmark	615.606	575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271	687.757			
estimeret tomgang	-24.150	-24.633	0	0	0	0	0	0	0	0	-98.902			
Lejeindtægter	4.964.592	4.672.493	4.930.793	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	5.806.293			
vekst af lejen	-5,9%	5,5%	2,9%	2,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%			
Udvendig vedigeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678			
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673			
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468			
Udlejningshonorar		14.780												
Ejers andel ved tomgang	0	7.390	0	0	0	0	0	0	0	0	19.665			
Omkostninger	524.054	556.705	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	656.484			
NOI	4.440.537	4.115.788	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.147.809			
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085			
Resultat for deposita	4.440.537	3.977.788	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.146.723			
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139		
Resultat af forrentning	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139			
Ejendommens cashflow	12 → 4.477.567	4.015.558	4.424.092	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.609	5.203.445	4.991.862			
NPV	4.184.642	3.507.344	3.611.377	3.478.346	3.347.947	3.193.800	3.046.771	2.906.529	2.772.761	2.645.168	2.537.610			
Diskonteringsrate		7,00%												
Afkast (%)	5,00%	5,00%												
NPV terminal værdi år 2021		99.837.243												
Estimeret værdiansættelse		83.446.877												
Diskonteringsfaktoren	1 0,935	2 0,873	3 0,816	4 0,763	5 0,713	6 0,666	7 0,623	8 0,582	9 0,544	10 0,508	11 0,508			

DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION Livjærgade 17, 2100 København Ø.

Vurdering	31-12-2011										
Værdiansættelse i kr.		2012									
NPV estimation budgetperiode	30.495.815										
NPV terminalværdi	41.182.066										
Værdiansættelse	71.677.881										
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Estimeret inflation		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	546.630	560.295	574.303	588.660	603.377	618.461	633.923	649.771
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	888.089	1.132.313	1.154.959	1.178.058	1.201.619	1.225.652	1.250.165	1.275.168	1.300.672
2BM A/S	54.370										
Fireball ApS	427.579	91.494	93.324	95.190	97.094	99.036	101.017	103.037	105.098	107.200	109.344
G-Star Denmark	611.847										
G-Star Denmark	615.606	534.378	545.066	555.967	567.086	578.428	589.996	601.796	613.832	626.109	638.631
estimeret tomgang	-22.425	-22.874	0	0	0	0	0	0	0	0	-92.298
Lejeindtægter	4.924.017	4.516.688	4.710.521	4.810.650	5.248.011	5.017.459	5.124.234	5.233.324	5.344.778	5.458.650	5.482.695
vækst af lejen	-8,3%	4,3%	2,1%	9,1%	-4,4%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%
Udvendig vedigeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Udlejningshonorar		13.724									
Ejers andel ved tomgang	4.306		0	0	0	0	0	0	0	0	19.665
Omkostninger	528.361	548.259	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.484
NOI	4.395.656	3.968.428	4.165.295	4.254.520	4.680.758	4.438.861	4.534.064	4.631.350	4.730.765	4.832.357	4.824.211
Investeringer	2.000	0	138.000	0	201.085						
Resultat før deposita	4.395.656	3.830.428	4.165.295	4.254.520	4.680.758	4.438.861	4.534.064	4.631.350	4.730.765	4.832.357	4.623.126
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139
Ejendommens cashflow	12 → 4.432.685	3.868.198	4.203.820	4.293.816	4.720.840	4.479.744	4.575.765	4.673.885	4.774.151	4.876.611	4.668.265
NPV	4.123.428	3.347.278	3.383.909	3.215.212	3.288.342	2.902.702	2.758.065	2.620.658	2.490.118	2.366.102	2.265.014
Diskonteringsrate		7,50%									
Afkast (%)	5,50%	5,50%									
NPV terminal værdi år 2021		84.877.538									
Estimeret værdiansættelse	71.677.881										
Ar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,930	0,865	0,805	0,749	0,697	0,648	0,603	0,561	0,522	0,485	

Vurdering	31-12-2011										
Værdiansættelse i kr.	2012										
NPV estimation budgetperiode	31.396.209										
NPV terminalværdi	42.698.256										
Værdiansættelse	74.094.465										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
Estimeret inflation	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	273.315	303.001	618.123	630.485	643.095	655.957	669.076	682.458
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	922.246	1.175.863	1.199.381	1.223.368	1.247.836	1.272.792	1.298.248	1.324.213	1.350.697
2BM A/S	54.370										1.377.711
Fireball ApS	427.579	95.013	96.913	98.852	100.829	102.845	104.902	107.000	109.140	111.323	113.549
G-Star Denmark	611.847										
G-Star Denmark	615.606	554.931	566.030	577.350	588.897	600.675	612.689	624.942	637.441	650.190	663.194
estimeret tomgang	-23.288	-23.753	0	0	0	0	0	0	0	0	-95.806
Lejeindtægter	4.944.304	4.594.590	4.820.657	4.952.676	5.433.311	5.190.519	5.297.884	5.407.503	5.519.424	5.633.697	5.654.566
vekst af lejen	-7,1%	4,9%	2,7%	9,7%	-4,5%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Ejendomseskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Udlejningshonorar	14.252										
Ejers andel ved tomgang	4.306		0	0	0	0	0	0	0	0	19.665
Omkostninger	528.361	548.787	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.283	658.484
NOI	4.415.943	4.045.803	4.275.431	4.396.545	4.866.058	4.611.921	4.707.714	4.805.529	4.905.411	5.007.404	4.996.081
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat før deposita	4.415.943	3.907.803	4.275.431	4.396.545	4.866.058	4.611.921	4.707.714	4.805.529	4.905.411	5.007.404	4.794.996
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139
Ejendommens cashflow	12 → 4.452.973	3.945.573	4.313.956	4.435.841	4.906.140	4.652.804	4.749.415	4.848.065	4.948.797	5.051.657	4.840.135
NPV	4.142.300	3.414.233	3.472.565	3.321.560	3.417.414	3.014.838	2.862.733	2.718.321	2.581.211	2.451.033	2.348.404
Diskonteringsrate		7,50%									
Afkast (%)	5,50%	5,50%									
NPV terminal værdi år 2021		88.002.453									
Estimeret værdiansættelse		74.094.465									
Diskonteringsfaktoren	1 0,930	2 0,865	3 0,805	4 0,749	5 0,697	6 0,648	7 0,603	8 0,561	9 0,522	10 0,485	11 0,485

Vurdering 31-12-2011

Værdiansættelse i kr.	2012										terminalværdi
NPV estimation budgetperiode	32.776.312										
NPV terminalværdi	45.486.897										
Værdiansættelse	78.263.209										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
Estimeret inflation	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	172.558	186.863	384.937	392.636	400.488	408.498	416.668
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.554	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	273.315	663.910	677.188	690.732	704.546	718.637	733.010	747.670
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	990.560	1.262.964	1.288.224	1.313.988	1.340.268	1.367.073	1.394.415	1.422.303	1.450.749
2BM A/S	54.370										1.479.764
Fireball ApS	427.579	102.051	440.406	104.092	106.174	108.297	110.463	112.673	114.926	117.225	119.569
G-Star Denmark	611.847			610.975	623.194	635.658	648.371	661.339	674.566	688.057	701.818
G-Star Denmark	615.606	596.037	607.958	620.117	632.519	645.170	658.073	671.234	684.659	698.352	712.319
estimeret tomgang	-25.013	-25.513	0	0	0	0	0	0	0	0	-102.257
Lejeindtægter prækst af lejen	4.984.879	4.750.395	5.040.929	5.199.798	5.374.623	5.500.444	5.610.452	5.722.661	5.837.115	5.953.857	5.970.677
		4,7%	6,1%	3,2%	3,4%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,3%
Udvendig vedigeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Ejendomsskat - indehold drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forsikring - indehold drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Udlejningshonorar	15.308										
Ejers andel ved tomgang	4.306			0	0	0	0	0	0	0	19.665
Omkostninger	528.361	549.843	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.454
NOI	4.456.518	4.200.552	4.495.703	4.643.668	4.807.370	4.921.845	5.020.282	5.120.688	5.223.102	5.327.564	5.312.193
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat fer deposita	4.456.518	4.062.552	4.495.703	4.643.668	4.807.370	4.921.845	5.020.282	5.120.688	5.223.102	5.327.564	5.111.107
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139
Ejendommens cahsflow	12 → 4.493.548	4.100.322	4.534.228	4.682.964	4.847.452	4.962.729	5.061.984	5.163.223	5.266.488	5.371.818	5.156.246
NPV	4.180.045	3.548.143	3.649.875	3.506.606	3.376.535	3.215.657	3.051.135	2.895.031	2.746.913	2.606.373	2.501.779
Diskonteringsrate	7,50%										
Afkast (%)	5,50%	5,50%									
NPV terminal værdi år 2021	93.749.930										
Estimeret værdiansættelse	78.263.209										

Ar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,930	0,865	0,805	0,749	0,697	0,648	0,603	0,561	0,522	0,485	0,485

Vurdering	31-12-2011										
Værdiansættelse i kr.											
NPV estimation budgetperiode	33.826.149										
NPV terminalværdi	47.705.364										
Værdiansættelse	81.531.513										
	2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021										
	År 1 År 2 År 3 År 4 År 5 År 6 År 7 År 8 År 9 År 10										
Estimeret inflation	2,00%										
Minimumsregulering	3,00%										
Minimumsregulering	2,5%										
Leje	2,00%										
Divisionsforeningen	3,00%										
Louise Holst & Thomas Demant	3,00%										
Amina Sofi Falbe	3,00%										
Per Olhoff	3,00%										
K.Kampman & N. Alle	3,00%										
Samad Forouz-Fard	3,00%										
2BM A/S	3,00%										
Unity Technologies A/S	3,00%										
2BM A/S	3,00%										
Fireball ApS	3,00%										
G-Star Denmark	3,00%										
G-Star Denmark	3,00%										
estimeret tomgang	3,00%										
Lejeindtægter	5.005.167										
vækst af lejen	4.841.910										
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ²	5.171.251										
Administrationsomkostning, 2%	5.350.440										
Ejendomsskat - indeholdt drift	5.552.854										
Forsikring - indeholdt drift	5.695.827										
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	5.816.837										
Udlejningshonorar	5.940.479										
Ejers andel ved tomgang	6.066.814										
Omkostninger	6.195.901										
NOI	6.222.155										
Investeringer	6.195.901										
Resultat før deposita	6.222.155										
Forrentning af deposita	6.563.671										
Resultat af forrentning	5.569.607										
Ejendommens cashflow	5.562.585										
NPV	5.407.724										
Diskonteringsrate	7,50%										
Afkast (%)	5,50%										
NPV terminal værdi år 2021	98.322.260										
Estimeret værdiansættelse	81.531.513										
År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,930	0,865	0,805	0,749	0,697	0,648	0,603	0,561	0,522	0,485	0,485

DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION Livjærgade 17, 2100 København Ø.

Vurdering	31-12-2011										
Værdiansættelse i kr.		2012									
NPV estimation budgetperiode	30.959.613										
NPV terminalværdi	45.049.314										
Værdiansættelse	76.008.927										
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Estimeret inflation		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen		306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084
Mærkeboliger											412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	546.630	560.295	574.303	588.660	603.377	618.461	633.923	649.771
Mærkeboliger											
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	888.089	1.132.313	1.154.959	1.178.058	1.201.619	1.225.652	1.250.165	1.275.168	1.300.672
Mærkeboliger	54.370										1.326.685
Fireball ApS	427.579	91.494	93.324	95.190	97.094	99.036	101.017	103.037	105.098	107.200	109.344
G-Star Denmark	611.847	534.378	545.066	555.967	567.086	578.428	589.996	601.796	613.832	626.109	638.631
G-Star Denmark	615.606	534.378	545.066	555.967	567.086	578.428	589.996	601.796	613.832	626.109	638.631
estimeret tomtgang	-22.425	-22.874	0	0	0	0	0	0	0	0	-92.298
Lejeindtægter	4.924.017	4.516.688	4.710.521	4.810.650	5.248.011	5.017.459	5.124.234	5.233.324	5.344.778	5.458.650	5.482.695
vækst af lejen		-8,3%	4,3%	2,1%	9,1%	-4,4%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.299	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Udlejningshonorar			13.724								
Ejers andel ved tomtgang	4.306		0	0	0	0	0	0	0	0	19.665
Omkostninger	528.361	548.259	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.484
NOI	4.395.656	3.968.428	4.165.295	4.254.520	4.680.758	4.438.861	4.534.064	4.631.350	4.730.765	4.832.357	4.824.211
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat for deposita	4.395.656	3.830.428	4.165.295	4.254.520	4.680.758	4.438.861	4.534.064	4.631.350	4.730.765	4.832.357	4.623.126
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning		37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Ejendommens cashflow	12 → 4.432.685	3.868.198	4.203.820	4.293.816	4.720.840	4.479.744	4.575.765	4.673.885	4.774.151	4.876.611	4.668.265
NPV	4.135.739	3.367.296	3.414.309	3.253.782	3.337.725	2.955.090	2.816.226	2.683.911	2.557.834	2.437.702	2.333.554
Diskonteringsrate		7,18%									
Afkast (%)	5,18%	5,18%									
NPV terminal værdi år 2021	90.120.939										
Estimeret værdiansættelse	76.008.927										

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,933	0,871	0,812	0,758	0,707	0,660	0,615	0,574	0,536	0,500	0,500

Vurdering 31-12-2011

Værdiansættelse i kr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
NPV estimation budgetperiode	31.604.813										
NPV terminalværdi	44.388.212										
Værdiansættelse	75.993.025										
Estimeret inflation	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Mærkedelser											
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	169.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	533.315	618.123	630.485	643.095	655.957	669.076	682.458	696.107
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	922.246	1.175.863	1.199.381	1.223.368	1.247.836	1.272.792	1.298.248	1.324.213	1.350.697
2BM A/S	54.370										1.377.711
Fireball ApS	427.579	440.406									
G-Star Denmark	611.847										
G-Star Denmark	615.606	554.931	566.030	577.350	588.897	600.675	612.689	624.942	637.441	650.190	663.194
Markedsløn											
estimeret tomgang	-23.288	-23.753	0	0	0	0	0	0	0	0	-95.806
Lejeindtægter	4.944.304	4.594.590	4.820.657	4.952.676	5.433.311	5.190.519	5.297.884	5.407.503	5.519.424	5.633.697	5.654.566
vækst af lejen		-7,1%	4,9%	2,7%	9,7%	-4,5%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.299	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Udlejningshonorar		14.252									
Ejers andel ved tomgang	4.306		0	0	0	0	0	0	0	0	19.665
Omkostninger	528.361	548.787	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.484
NOI	4.415.943	4.045.803	4.275.431	4.396.545	4.866.058	4.611.921	4.707.714	4.805.529	4.905.411	5.007.404	4.996.081
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat før deposita	4.415.943	3.907.803	4.275.431	4.396.545	4.866.058	4.611.921	4.707.714	4.805.529	4.905.411	5.007.404	4.794.996
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning		37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Ejendommens cashflow	12 → 4.452.973	3.945.573	4.313.956	4.435.841	4.906.140	4.652.804	4.749.415	4.848.065	4.948.797	5.051.657	4.840.135
NPV	4.147.702	3.423.143	3.486.167	3.338.920	3.439.755	3.038.504	2.888.967	2.746.808	2.611.663	2.483.184	2.379.208
Diskonteringsrate	7,36%										
Afkast (%)	5,36%	5,36%									
NPV terminal værdi år 2021	90.301.024										
Estimeret værdiansættelse	75.993.025										
Diskonteringsfaktoren	1 0,931	2 0,868	3 0,808	4 0,753	5 0,701	6 0,653	7 0,608	8 0,567	9 0,528	10 0,492	11 0,492

Vurdering

31-12-2011

Værdiansættelse i kr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
NPV estimation budgetperiode	32.512.669										
NPV terminalværdi	43.431.362										
Værdiansættelse	75.944.031										
Estimeret inflation	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	172.558	186.863	384.937	392.636	400.488	408.498	416.668
Mærkeboligen	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Louise Holst & Thomas Demant	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
Mærkeboligen	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
K.Kampman & N. Alle	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
Samad Forouz-Fard	507.600	520.290	533.297	273.315	663.910	677.188	690.732	704.546	718.637	733.010	747.670
2BM A/S	954.161	245.696	990.560	1.262.964	1.288.224	1.313.988	1.340.268	1.367.073	1.394.415	1.422.303	1.450.749
2BM A/S	54.370										1.479.764
Fireball ApS	427.579	102.051	440.406	104.092	106.174	108.297	110.463	112.673	114.926	117.225	119.569
G-Star Denmark	611.847			610.975	623.194	635.658	648.371	661.339	674.566	688.057	701.818
G-Star Denmark	615.606	596.037	607.958	620.117	632.519	645.170	658.073	671.234	684.659	698.352	712.319
estimeret tomgang	-25.013	-25.513	0	0	0	0	0	0	0	0	-102.257
Lejeindtægter	4.984.879	4.750.395	5.040.929	5.199.798	5.374.623	5.500.444	5.610.452	5.722.661	5.837.115	5.953.857	5.970.677
vækst af lejen		4,7%	6,1%	3,2%	3,4%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,3%
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Udlejningshonorar	15.308										
Ejers andel ved tomgang	4.306		0	0	0	0	0	0	0	0	19.665
Omkostninger	528.361	549.843	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.484
NOI	4.456.518	4.200.552	4.495.703	4.643.668	4.807.370	4.921.845	5.020.282	5.120.688	5.223.102	5.327.564	5.312.193
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat før deposita	4.456.518	4.062.552	4.495.703	4.643.668	4.807.370	4.921.845	5.020.282	5.120.688	5.223.102	5.327.564	5.111.107
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139
Ejendommens cashflow	12 → 4.493.548	4.100.322	4.534.228	4.682.964	4.847.452	4.962.729	5.061.984	5.163.223	5.266.488	5.371.818	5.156.246
NPV	4.173.445	3.536.947	3.632.614	3.484.512	3.349.963	3.185.314	3.017.573	2.858.665	2.708.125	2.565.512	2.462.558
Diskonteringsrate	7,67%										
Afkast (%)	5,67%	5,67%									
NPV terminal værdi år 2021	90.939.086										
Estimeret værdiansættelse	75.944.031										

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,929	0,863	0,801	0,744	0,691	0,642	0,596	0,554	0,514	0,478	

Vurdering	31-12-2011
-----------	------------

Værdiansættelse i kr.	2012
NPV estimation budgetperiode	33.171.595
NPV terminalværdi	42.737.601

Værdiansættelse	75.909.196
-----------------	------------

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
Estimeret inflation		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	172.558	398.211	406.175	414.298	422.584	431.036	439.657
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	165.566										
K. Kampman & N. Alle	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235	
K. Kampman & N. Alle	214.382										
Samad Forouz-Fard	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235	
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	273.315	336.668	686.803	700.539	714.550	728.841	743.418	758.286
2BM A/S	954.161	245.696	1.024.718	1.306.515	1.332.645	1.359.298	1.386.484	1.414.214	1.442.498	1.471.348	1.500.775
2BM A/S	54.370										1.530.790
Fireball ApS	105.570	107.681	109.835	112.032	114.272	116.558	118.889	121.267	123.692	126.166	
Fireball ApS	427.579	440.406									
G-Star Denmark	611.847	630.202	632.043	644.684	657.578	670.729	684.144	697.827	711.783	726.019	740.539
G-Star Denmark	615.606		649.108	668.581	688.639	709.298	730.577	752.494	775.069	798.321	822.271
estimeret tomgang	-25.875	-26.393	0	0		0	0	0		0	-105.647
Lejeindtægter	5.005.167	4.841.910	5.171.251	5.350.440	5.552.854	5.695.827	5.816.837	5.940.479	6.066.814	6.195.901	6.222.155
vækst af lejen	-3,3%	6,8%	3,5%	3,8%	2,6%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Udlejningshonorar	15.836										
Ejers andel ved tomgang	4.306		0	0	0	0	0	0	0	0	19.665
Omkostninger	528.361	550.371	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.484
NOI	4.476.806	4.291.539	4.626.025	4.794.310	4.985.601	5.117.229	5.226.666	5.338.506	5.452.801	5.569.607	5.563.671
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat før deposita	4.476.806	4.153.539	4.626.025	4.794.310	4.985.601	5.117.229	5.226.666	5.338.506	5.452.801	5.569.607	5.362.585
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139
Ejendommens cashflow	12 → 4.513.835	4.191.309	4.664.551	4.833.606	5.025.683	5.158.113	5.268.368	5.381.041	5.496.187	5.613.861	5.407.724
NPV	4.182.963	3.599.369	3.712.144	3.564.712	3.434.683	3.266.786	3.092.034	2.926.663	2.770.169	2.622.073	2.525.792

Diskonteringsrate	7,91%	Deposita	1.851.481 linked fra lejeoplysninger
Afkast (%)	5,91%	Værdiansættelse/areal	19.360 50% kælder/arkiv
NPV terminal værdi år 2021	91.501.257	Total areal	4.124 linked fra lejeoplysninger
Estimeret værdiansættelse	75.909.196	Areal uden kælder/arkiv	3.718 linked fra lejeoplysninger
		Kælder/arkiv	406 linked fra lejeoplysninger

Ar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,927	0,859	0,796	0,737	0,683	0,633	0,587	0,544	0,504	0,467	0,467

DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION Livviærgade 17, 2100 København Ø.

Vurdering 31-12-2011

Værdiansættelse i kr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi	
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10		
NPV estimation budgetperiode	31.664.803											
NPV terminalværdi	44.280.098											
Værdiansættelse	75.944.891											
Estimeret inflation	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	
Minimumsregulering	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Leje												
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086	
Markedsløn												
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019	
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591	
Per Olhoff	166.566											
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235	
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965	
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	527.315	641.016	653.837	666.913	680.252	693.857	707.734	721.888	
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	956.403	1.219.414	1.243.802	1.268.678	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723	1.428.738
2BM A/S	54.370											
Fireball ApS	427.579	98.532	100.503	102.513	104.563	106.654	108.787	110.963	113.182	115.446	117.755	
G-Star Denmark	611.847											
G-Star Denmark	615.606	575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271	687.757	
estimeret tomgang	-24.150	-24.633	-304.853	0	0	0	0	0	0	0	-98.868	
Lejeindtægter	4.964.592	4.672.493	4.625.939	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	5.806.328	
vækst af lejen		-5,9%	-1,0%	9,7%	2,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%	
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678	
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673	
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468	
Udlejningshonorar		14.780										
Ejers andel ved tomgang	4.306		57.986	0	0	0	0	0	0	0	19.665	
Omkostninger	528.361	549.315	603.212	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.484	
NOI	4.436.231	4.123.177	4.022.727	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.147.843	
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085	
Resultat før deposita	4.436.231	3.985.177	4.022.727	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	4.946.758	
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	
Resultat af forrentning		37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	
Ejendommens cashflow	12 → 4.473.260	4.022.948	4.061.253	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.609	5.203.445	4.991.897	
NPV	4.161.947	3.482.484	3.270.974	3.416.625	3.273.853	3.109.170	2.952.790	2.804.295	2.663.285	2.529.382	2.426.549	
Diskonteringsrate	7,48%											
Afkast (%)	5,48%	5,48%										
NPV terminal værdi år 2021	91.093.010											
Estimeret værdiansættelse	75.944.891											
Depositा	1.851.481	linked fra lejeoplysninger										
Værdiansættelse/areal	19.369	50% kælder/arkiv										
Total areal	4.124	linked fra lejeoplysninger										
Areal uden kælder/arkiv	3.718	linked fra lejeoplysninger										
Kælder/arkiv	406	linked fra lejeoplysninger										

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,930	0,866	0,805	0,749	0,697	0,649	0,604	0,562	0,522	0,486	0,486

Vurdering 31-12-2011

Værdiansættelse i kr.	2012
NPV estimation budgetperiode	31.402.572
NPV terminalværdi	44.525.069

Værdiansættelse 75.927.642

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
Estimeret inflation	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	273.315	314.224	641.016	653.837	666.913	680.252	693.857	707.734
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	956.403	1.219.414	1.243.802	1.268.678	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723
2BM A/S	54.370										1.428.738
Fireball ApS	427.579	98.532	100.503	102.513	104.563	106.654	108.787	110.963	113.182	115.446	117.755
G-Star Denmark	611.847		440.406	589.907	601.705	613.739	626.014	638.534	651.305	664.331	677.617
G-Star Denmark	615.606	575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271	687.757
estimeret tomgang	-24.150	-24.633	-609.707	0		0	0	0		0	-98.868
Lejeindtægter vækst af lejen	4.964.592	4.672.493	4.321.086	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	5.806.328
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ² Administrationsomkostning, 2%	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Ejendomsskat - indeholdt drift Forsikring - indeholdt drift	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt Udlejningshonorar Ejers andel ved tomgang	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Omkostninger	528.361	549.315	661.198	556.130	567.253	578.598	590.170	601.374	614.013	626.293	656.484
NOI	4.436.231	4.123.177	3.659.888	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.147.843
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat for deposita	4.436.231	3.985.177	3.659.888	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	4.946.758
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning		37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Ejendommens cashflow	12 → 4.473.260	4.022.948	3.698.413	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.609	5.203.445	4.991.897
NPV		4.162.721	3.483.780	2.980.403	3.419.169	3.276.900	3.112.644	2.956.640	2.808.473	2.667.749	2.534.093
Diskonteringsrate		7,46%									
Afkast (%)	5,46%	5,46%									
NPV terminal værdi år 2021		91.426.684									
Estimeret værdiansættelse		75.927.642									

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,931	0,866	0,806	0,750	0,698	0,649	0,604	0,562	0,523	0,487	0,487

Vurdering 31-12-2011

Værdiansættelse i kr.	2012										
NPV estimation budgetperiode	31.140.058										
NPV terminalverdi	44.772.023										
Værdiansættelse	75.912.080										
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	terminalverdi
Estimeret inflation	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	573.315	314.224	641.016	653.837	666.913	680.252	693.857	707.734
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	956.403	1.219.414	1.243.802	1.268.678	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723
2BM A/S	54.370										1.428.738
Fireball ApS	427.579	440.406									117.755
G-Star Denmark	611.847										691.170
G-Star Denmark	615.606	575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271	687.757
estimeret tomgang	-24.150	-24.633	-914.560	0			0	0	0	0	-98.868
Lejeindtægter	4.964.592	4.672.493	4.016.232	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	5.806.328
vækst af lejen	-5,9%	-14,0%	26,4%	2,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Udlejningshonorar											
Ejers andel ved tomgang	4.306		173.958	0	0	0	0	0	0	0	19.665
Omkostninger	528.361	549.315	719.184	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.484
NOI	4.436.231	4.123.177	3.297.048	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.147.843
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat for deposita	4.436.231	3.985.177	3.297.048	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	4.946.758
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139
Ejendommens cashflow	12 → 4.473.260	4.022.948	3.335.574	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.609	5.203.445	4.991.897
NPV	4.163.496	3.485.077	2.689.506	3.421.716	3.279.951	3.116.122	2.960.494	2.812.658	2.672.222	2.538.815	2.435.598
Diskonteringsrate		7,44%									
Afkast (%)	5,44%	5,44%									
NPV terminal værdi år 2021		91.762.811									
Estimeret værdiansættelse		75.912.080									

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,931	0,866	0,806	0,750	0,699	0,650	0,605	0,563	0,524	0,488	0,488

DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION Livjæergade 17, 2100 København Ø.

Vurdering 31-12-2011

Værdiansættelse i kr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi
NPV estimation budgetperiode	31.416.276										
NPV terminalværdi	44.524.759										

Værdiansættelse 75.941.036

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Estimeret inflation		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampan & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	273.315	314.224	641.016	653.837	666.913	680.252	693.857	707.734
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	956.403	1.219.414	1.243.802	1.268.678	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723
2BM A/S	54.370										
Fireball ApS	427.579	98.532	100.503	102.513	104.563	106.654	108.787	110.963	113.182	115.446	117.755
G-Star Denmark	611.847		589.907	601.705	613.739	626.014	638.534	651.305	664.331	677.617	691.170
G-Star Denmark	615.606	575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271	687.757
estimeret tomgang	-24.150	-24.633	-598.350	0	0	0	0	0	0	0	-98.902
Lejeindtægter	4.964.592	4.672.493	4.332.442	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	5.806.293
vekst af lejen	-5,9%	-7,3%	17,2%	2,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Udlejningshonorar	4.306		110.323	0	0	0	0	0	0	0	19.665
Ejers andel ved tomgang											
Omkostninger	528.361	549.315	655.549	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.484
NOI	4.436.231	4.123.177	3.676.894	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.147.809
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat før deposita	4.436.231	3.985.177	3.676.894	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	4.946.723
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139
Ejendommens cashflow	12 → 4.473.260	4.022.948	3.715.419	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.609	5.203.445	4.991.862
NPV	4.162.721	3.483.780	2.994.107	3.419.169	3.276.900	3.112.644	2.956.640	2.808.473	2.667.749	2.534.093	2.431.052

Diskonteringsrate	7,46%	Deposita	1.851.481 linked fra lejeoplysninger
Afkast (%)	5,46%	Værdiansættelse/areal	19.368 50% kælder/arkiv
NPV terminal værdi år 2021	91.426.047	Total areal	4.124 linked fra lejeoplysninger
Estimeret værdiansættelse	75.941.036	Areal uden kælder/arkiv	3.718 linked fra lejeoplysninger
		Kælder/arkiv	406 linked fra lejeoplysninger

Ar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,931	0,866	0,806	0,750	0,698	0,649	0,604	0,562	0,523	0,487	

DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION Livjæergade 17, 2100 København Ø.

Vurdering 31-12-2011

Værdiansættelse i kr.											
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
Estimeret inflation		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	523.315	514.224	641.016	653.837	666.913	680.252	693.857	707.734
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	956.403	1.219.414	1.243.802	1.268.678	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723
2BM A/S	54.370										
Fireball ApS	427.579	98.532	100.503	102.513	104.563	106.654	108.787	110.963	113.182	115.446	117.755
G-Star Denmark	611.847		589.907	601.705	613.739	626.014	638.534	651.305	664.331	677.617	691.170
G-Star Denmark	615.606	575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271	687.757
estimeret tomgang	-24.150	-24.633	-1.196.701	0	0	0	0	0	0	0	-98.902
Lejeindtægter	4.964.592	4.672.493	3.734.092	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	5.806.293
vækst af lejen	-5,9%	-20,1%	35,9%	2,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	0,4%
Udvendig vedigeholdelse, kr. 25 pr. m ²	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Administrationsomkostning, 2%	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Ejendomsskat - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Forsikring - indeholdt drift	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
Udlejningshonorar	14.780										
Ejers andel ved tomgang	4.306		220.646	0	0	0	0	0	0	0	19.665
Omkostninger	528.361	549.315	765.872	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.484
NOI	4.436.231	4.123.177	2.968.221	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.147.809
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat for deposita	4.436.231	3.985.177	2.968.221	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	4.946.723
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254	45.139
Ejendommens cashflow	12 →	4.473.260	4.022.948	3.006.746	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.609	5.203.445
NPV		4.164.272	3.486.375	2.425.724	3.424.265	3.283.006	3.119.604	2.964.355	2.816.850	2.676.703	2.543.546
Diskonteringsrate		7,42%									
Afkast (%)	5,42%	5,42%									
NPV terminal værdi år 2021		92.100.778									
Estimeret værdiansættelse		75.925.354									
Diskonteringsfaktoren	1 0,931	2 0,867	3 0,807	4 0,751	5 0,699	6 0,651	7 0,606	8 0,564	9 0,525	10 0,489	11 0,489

DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION Livjægergade 17, 2100 København Ø.

Vurdering 31-12-2011

Værdiansættelse i kr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
NPV estimation budgetperiode	30.392.016										
NPV terminalværdi	45.524.618										
Værdiansættelse	75.916.634										
Estimeret inflation	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Minimumsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionsforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	523.315	514.224	641.016	653.837	666.913	680.252	693.857	707.734
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	956.403	1.219.414	1.243.802	1.268.678	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723
2BM A/S	54.370										1.428.738
Fireball ApS	427.579	98.532	100.503	102.513	104.563	106.654	108.787	110.963	113.182	115.446	117.755
G-Star Denmark	611.847										
G-Star Denmark	615.606	575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271	687.757
estimeret tomgang	-24.150	-24.633	-1.795.051	0	0	0	0	0	0	0	-98.902
Lejeindtægter vekst af lejen	4.964.592	4.672.493	3.135.742	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	5.806.293
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ² Administrationsomkostning, 2%	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Ejendomsskat - indeholdt drift Forsikring - indeholdt drift Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt Udlejningshonorar Ejers andel ved tomgang	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.582	106.673
Omkostninger	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
NOI	4.306		330.968	0	0	0	0	0	0	0	19.655
Investeringer	528.361	549.315	876.194	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	658.484
Resultat for deposita	4.436.231	4.123.177	2.259.547	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	5.147.809
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning		37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Ejendommens cashflow	12 → 4.473.260	4.022.948	2.298.073	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.609	5.203.445	4.991.862
NPV	4.165.823	3.488.973	1.856.067	3.429.370	3.289.125	3.126.583	2.972.093	2.825.256	2.685.690	2.553.036	2.449.224
Diskonteringsrate	7,38%										
Afkast (%)	5,38%	5,38%									
NPV terminal værdi år 2021	92.785.542										
Estimeret værdiansættelse	75.916.634										

Ar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,931	0,867	0,808	0,752	0,700	0,652	0,607	0,566	0,527	0,491	0,491

DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION Livjægergade 17, 2100 København Ø.

Vurdering 31-12-2011

Værdiansættelse i kr.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	terminalværdi
NPV estimation budgetperiode	31.926.752										
NPV terminalværdi	39.957.471										
Værdiansættelse	71.884.223										

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Estimeret inflation	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Minimumsregulering	3,0%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Minimunsregulering	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Leje											
Divisionforeningen	306.631	315.830	325.305	335.064	345.116	355.469	366.133	377.117	388.431	400.084	412.086
Louise Holst & Thomas Demant	174.750	178.245	181.810	185.446	189.155	192.938	196.797	200.733	204.747	208.842	213.019
Amina Sofie Falbe	200.650	204.663	208.756	212.931	217.190	221.534	225.965	230.484	235.093	239.795	244.591
Per Olhoff	166.566										
K.Kampman & N. Alle	214.382	210.222	214.426	218.715	223.089	227.551	232.102	236.744	241.479	246.309	251.235
Samad Forouz-Fard	162.400	165.648	168.961	172.340	175.787	179.303	182.889	186.547	190.277	194.083	197.965
2BM A/S	507.600	520.290	533.297	533.315	534.224	541.016	553.837	566.913	580.252	593.857	707.734
Unity Technologies A/S	954.161	245.696	956.403	1.219.414	1.243.802	1.268.678	1.294.052	1.319.933	1.346.331	1.373.258	1.400.723
2BM A/S	54.370										
Fireball ApS	427.579	98.532	100.503	102.513	104.563	106.654	108.787	110.963	113.182	115.446	117.755
G-Star Denmark	611.847		589.907	601.705	613.739	626.014	638.534	651.305	664.331	677.617	691.170
G-Star Denmark	615.606	575.484	586.994	598.734	610.708	622.922	635.381	648.088	661.050	674.271	687.757
estimeret tomsgang	-24.150	-24.633	0	0	0	0	0	0	0	0	-484.621
Lejeindtægter vækst af lejen	4.964.592	4.672.493	4.930.793	5.076.237	5.222.839	5.330.747	5.440.917	5.553.397	5.668.236	5.785.485	5.420.574 -6,3%
Udvendig vedligeholdelse, kr. 25 pr. m ² Administrationsomkostning, 2%	103.100	105.162	107.265	109.411	111.599	113.831	116.107	118.429	120.798	123.214	125.678
Ejendomsskat - indeholdt drift Forsikring - indeholdt drift Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt Udlejningsonorar Ejers andel ved tomsgang	87.509	89.259	91.045	92.865	94.723	96.617	98.550	100.521	102.531	104.562	106.673
Ejendomsskat - indeholdt drift Forsikring - indeholdt drift Øvrige driftsomkostninger iht. Salgsprospekt Udlejningsonorar Ejers andel ved tomsgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Omkostninger	333.445	340.114	346.916	353.855	360.932	368.150	375.513	383.023	390.684	398.498	406.468
NOL	528.361	549.315	545.226	556.130	567.253	578.598	590.170	601.974	614.013	626.293	735.179
Investeringer	2.000	0	138.000	0	0	0	0	0	0	0	201.085
Resultat før deposita	4.436.231	4.123.177	4.385.567	4.520.106	4.655.586	4.752.149	4.850.747	4.951.423	5.054.223	5.159.191	4.685.395
Forrentning af deposita	2,00%	37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Resultat af forrentning		37.030	37.770	38.526	39.296	40.082	40.884	41.701	42.535	43.386	44.254
Ejendommens cashflow	12 → 4.473.260	4.022.948	4.424.092	4.559.403	4.695.668	4.793.033	4.892.448	4.993.958	5.097.609	5.203.445	4.529.449
NPV	4.161.173	3.481.188	3.561.220	3.414.083	3.270.808	3.105.701	2.948.947	2.800.124	2.658.829	2.524.680	2.197.661
Diskonteringsrate	7,50%										
Afkast (%)	5,50%	5,50%									
NPV terminal værdi år 2021	82.353.610										
Estimeret værdiansættelse	71.884.223										

Ar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Diskonteringsfaktoren	0,930	0,865	0,805	0,749	0,697	0,648	0,603	0,561	0,522	0,485	0,485

Sammenligning af alternative investeringer

Bank indskud	
Rente	0,90%
Hovedstol	75.963.501
	83.083.854
Afkast	7.120.353

Realkreditobligation

Rente	3,94%
-------	-------

År	Hovedstol	Afdrag	Hovedstol efter afdrag	Hovedstol inkl.	Rente
1	75.963.501	-8.983.701	66.979.800	69.618.804	2.639.004
2	69.618.804	-8.983.701	60.635.103	63.024.126	2.389.023
3	63.024.126	-8.983.701	54.040.425	56.169.618	2.129.193
4	56.169.618	-8.983.701	47.185.917	49.045.042	1.859.125
5	49.045.042	-8.983.701	40.061.341	41.639.758	1.578.417
6	41.639.758	-8.983.701	32.656.057	33.942.706	1.286.649
7	33.942.706	-8.983.701	24.959.005	25.942.390	983.385
8	25.942.390	-8.983.701	16.958.689	17.626.861	668.172
9	17.626.861	-8.983.701	8.643.160	8.983.701	340.541
10	8.983.701	-8.983.701	0	0	0
			-89.837.009		13.873.508

Statsobligation

Rente	1,58%
-------	-------

År	Hovedstol	Afdrag		Rente
1	75.963.501	-8.143.325	67.820.176	68.891.735 1.071.559
2	68.891.735	-8.143.325	60.748.411	61.708.236 959.825
3	61.708.236	-8.143.325	53.564.911	54.411.237 846.326
4	54.411.237	-8.143.325	46.267.912	46.998.945 731.033
5	46.998.945	-8.143.325	38.855.620	39.469.539 613.919
6	39.469.539	-8.143.325	31.326.215	31.821.169 494.954
7	31.821.169	-8.143.325	23.677.844	24.051.954 374.110
8	24.051.954	-8.143.325	15.908.630	16.159.986 251.356
9	16.159.986	-8.143.325	8.016.661	8.143.325 126.663
10	8.143.325	-8.143.325	-0	-0 -0
		-81.433.246		5.469.745

Aktie	
Rente	0,59%
Hovedstol	75.963.501
	76.411.686
Afkast pr. år	448.185
Afkast 10 år	4.481.847

Ejendomsinvestering	
Rente	5,50%
Hovedstol	75.963.501
	80.141.494
Afkast pr. år	4.177.993
Afkast 10 år	41.779.926

	Rente/afkast	Investering	Afkast på 10 år
Bank indskud	0,90%	75.963.501	7.120.353
Realkreditobligation	3,94%	75.963.501	13.873.508
Statsobligation	1,58%	75.963.501	5.469.745
Ejendomsinvestering	5,50%	75.963.501	41.779.926