

Copenhagen Business School
Institut for Finansiering – HD Finansiering
Hovedopgave 2016

Hvilken type transaktion er mest optimal ved en bestemt domicilejendom - skal man købe, leje eller lease?

Udarbejdet af: Pernille Bjørnbirk & Christian Duurloo
Vejleder: Karsten Poul Jørgensen

INDHOLDSFORTEGNELSE

1. INDLEDNING	4
1.1. Problemformulering	5
1.2. Forudsætninger og afgrænsninger	6
1.3. Metode og struktur	7
1.4. Kildekritik.....	9
2. VÆRDIANSÆTTELSE AF EJENDOMME.....	12
2.1. Traditionel værdiansættelse.....	12
2.1.1. Afkast metoden	13
2.1.2. DCF metoden	14
2.1.3. Overvejelser i forbindelse med ejendomsinvestering.....	16
2.1.3.1. Ejer- og ejendomsstrategi.....	16
2.1.3.2. Regnskabs- og skattemæssige forhold.....	17
2.1.3.3. Juridiske overvejelser.....	18
2.1.3.4. Omkostninger til andre rådgivere.....	19
2.1.4. Betydningen af bygningsmassen og den fleksibilitet	19
2.1.5. Tomgang.....	20
2.1.6. Internationale investorers indtog på det danske marked	22
2.2. Caseejendom.....	22
2.2.1. Kontraktforhold	25
2.2.2. SWOT analyse af caseejendommen	26
2.2.3. Faktorer som medtages i DCF.....	27
2.3. Analyse af leje og afkast	29
2.3.1. Leje	31
2.3.2. Afkast.....	35
2.4. Teoretisk afkast - CAPM.....	36
2.4.1. Risikofrie rente - R_f	37
2.4.2. Beta - β	40
2.4.2.1. Justeret Beta.....	43
2.4.3. Afkast på markedsporteføljen – $E(R_M)$	44
2.4.4. Beregning af CAPM	45
3. FINANSIERING AF EJENDOMME	46
3.1. Typer af finansiering	46
3.1.1. Ejendomsleasing	47
3.1.1.1. Sale and lease back	49
3.1.1.2. Operationel leasing	49
3.1.1.3. Finansiell Leasing	50
3.1.1.4. Hvorfor vælge leasing.....	50
3.1.1.5. Leasingaftalen	52
3.1.1.6. Beregning af leasingydelsen	53
3.1.1.7. Indeksregulering af leasingydelsen.....	57
3.1.2. Realkredit.....	58
3.1.3. Kontant.....	61

4. KAPITAL STRUKTUR.....	63
4.1. Miller & Modigliani's finansieringsteori propositioner+	63
4.1.1. Proposition I – Uden skat og konkursomkostninger	63
4.1.2. Proposition II – Uden skat og konkursomkostninger.....	63
4.1.3. Proposition I – Med skat og uden konkursomkostninger	65
4.1.4. Proposition II – Med skat og uden konkursomkostninger.....	65
4.2. Kapitalstruktur med konkursomkostninger	66
4.3. Trade-off teori	66
4.4. Hakkeordensteorien.....	67
4.5. WACC Jeudan.....	68
5. SCENARIEANALYSE	71
5.1. DCF beregninger og matrix	71
5.1.1. Matrix for caseejendom	72
5.1.2. Matrix for City – CBD	73
5.1.3. Matrix for Valby.....	73
6. PERSPEKTIVERING.....	75
7. KONKLUSION.....	76
8. LITTERATURLISTE – KILDEFORTEGNELSE	80
9. BLAG OVERSIGT.....	82
10.SLUTNOTE OVERSIGT	82
 FORMEL OVERSIGT	
Formel nr. 1 Nutidsværdi	14
Formel nr. 2 DCF formel	15
Formel nr. 3 CAPM.....	37
Formel nr. 4 Beta	40
Formel nr. 5 Kovarians	40
Formel nr. 6 Varians	40
Formel nr. 7 Adjusted beta	43
Formel nr. 8 Afkast	64
Formel nr. 9 Egenkapitalomkostning uden skat.....	64
Formel nr. 10 Værdi gearet virksomhed	65
Formel nr. 11 Egenkapitalomkostning med skat.....	65
Formel nr. 12 Højeste værdi af gearet virksomhed	66
Formel nr. 13 WACC	69

GRAF/GRAFIK OVERSIGT

Graf nr. 1 Udviklingen i Forbrugerpris- og Nettoprisindeks for perioden 1980-2015.....	28
Grafik nr. 1 Kort over forskellige kontorområder i København	30
Graf nr. 2 Effektiv rente på 10-årig Dansk Statsobligation 2025.....	38
Graf nr. 4 Ejendomsleasing – Anskaffelsesværdier og total bogførte værdier.....	48
Graf nr. 5 Anskaffelsesværdi eksklusiv moms fordelt på kontrakt løbetider.....	48

TABEL OVERSIGT

Tabel nr. 1 Caseejendommens areal oversigt samt leje pr. m ² årligt, eksklusiv moms.....	23
Tabel nr. 2 Oversigt over standard vilkår i branchen og caseejendommen.....	25
Tabel nr. 3 SWOT analyse af caseejendommen.....	27
Tabel nr. 4 Sammenfatning over analysen af markedsrapporter for leje og afkast.....	34
Tabel nr. 5 Landes rating.....	38
Tabel nr. 6 Egne beregninger af varians, kovarians og betaværdier.....	42
Tabel nr. 7 Adjusted beta beregninger	44
Tabel nr. 8 Gennemsnitlige afkast på markedsporteføljen for indeks i perioderne og antal af observationer.....	44
Tabel nr. 9 Forventet årligt afkast på valgte markedsportefølje	45
Tabel nr. 10 Jeudans teoretiske afkastkrav beregnet med beta og justeret beta værdier	45
Tabel nr. 11 Arealfordeling af caseejendommen samt markedsleje pr. m ²	54
Tabel nr. 12 Kvartårlige leasingydelse uden realoption for caseejendommen	54
Tabel nr. 13 Leasingydelse med realoption for caseejendommen	54
Tabel nr. 14 Leasingydelse uden udnyttelses af realoption for caseejendommen	55
Tabel nr. 15 Pris for realoptionen for caseejendommen	55
Tabel nr. 16 Afkast procenter de tre beliggenheder.....	55
Tabel nr. 17 Vurderingspris - afkastmetoden for City - CBD.....	56
Tabel nr. 18 Vurderingspris - afkastmetoden for Valby.....	56
Tabel nr. 19 Realkredit og Nykredit lånetyper	59
Tabel nr. 20 Bidragssatser	59
Tabel nr. 21 Realkreditbelåning.....	60
Tabel nr. 22 WACC Jeudan	69
Tabel nr. 23 Sammenligning af WACC	70
Tabel nr. 24 Sensitivitetsanalyse for caseejendommen med Jeudan beregninger	72
Tabel nr. 25 Matrix for caseejendom scenarieanalyse - Værdiansættelse.....	72
Tabel nr. 26 Matrix for City – CBD scenarieanalyse - Værdiansættelse.....	73
Tabel nr. 27 Matrix for Valby scenarieanalyse - Værdiansættelse	74
Tabel nr. 28 Matrix for DCF beregninger - Pris kr. pr. m ²	74

1. INDLEDNING

Denne hovedopgave er kulminationen på vores studie og vil indeholde både de teoretiske teorier og praktiske læringsmål, tillært i studieperioden samt den fordybelse i yderligere litteratur som følge af vores emne.

Valget af emne skyldes interesse for erhvervsejendomme.

Der har været mange overvejelser over, hvordan denne hovedopgave skulle gribes an. Opgaven har til formål at belyse og undersøge, om hovedopgavens konklusion kan have fremtidig praktisk anvendelse i ejendomsbranchen samt analysere, hvorfor nogle observationer på ejendomsmarkedet sker – er der belæg for dette, set ud fra de teoretiske og praktiske metoder.

Hovedopgaven omhandler en kontorejendom, der er udlejet/handlet ultimo 2015. Det gør det muligt for os at undersøge, dels om den lejeværdi, som danner grundlag for lejekontrakten, svarer overens med hvad lejeværdien ellers er i området, dels om afkastet på handlen er konformt til markedsvilkår.

Caseejendommen gennemgås detaljeret i afsnit 2.2. og her er et overblik: Mærsk A/S har købt en byggegrund på Østerbro i Havneområde Nord i 2014 og er som bygherre ved at få opført en 6 etagers kontordomicilejendom. Mærsk har i sommeren 2015 udbudt projektejendommen til salg, med Mærsk som lejer på en 12-årig lejekontrakt. Der blev i december 2015 indgået en købsaftale på kr. 585.400.000 eksklusiv moms med Jeudan A/S med overtagelse januar 2016. Det vil sige, at Mærsk er nuværende bygherre samt lejer fra januar 2016. Jeudan er foruden køber af ejendommen også det ejendomsselskab, der benyttes i vores analyse af det teoretiske afkast, da Jeudan er børsnoteret.

Alle segmenter af ejendomsmarkedet kunne være relevante at inddrage. Denne hovedopgave er begrænset til kontorsegmentet, da omfanget ellers ville være for omfattende for de restriktioner, der er gældende for denne hovedopgave. Inden for kontorsegmentet var der andre overvejelser, nemlig skulle analysen omhandle hele det danske marked og ville det være muligt at få tilpas med data. Der kunne udvælges større områder eller byer såsom Trekantsområdet eller Århus i det Jyske eller hovedstaden København. Da analysen inddrager analyse af det børsnoteret ejendomsselskab Jeudan, er København det oplagte valg.

For at belyse om beliggenheden for en erhvervsejendom kan have afgørende betydning for typen af transaktion, stod valget mellem flere ejendomme i forskellige Københavnske bydele, kontra at benytte en specifik ejendom som case.

Da hver ejendom er unik, er det vurderet det mest fordelagtigt for sammenligningsformål at benytte én ejendom som case.

Det er tilsvarende interessant, at vurdere om resultatet ændrer sig, hvis beliggenheden af caseejendommen er i f.eks. indre København eller i Valby.

I hovedopgaven er der derfor brugt en caseejendom og opstillet tre scenarier, hvor der ændres på beliggenheden, for så at se om dette har betydning for, hvad der er mest optimalt – køb, salg eller leje - for en domicilbruger og også på den måde belyse vigtigheden af ejendommens beliggenhed.

Leasingformen har eksisteret i over 50 år, og leasing af erhvervsejendomme sker nu oftere. Det, at leasing er medtaget som finansieringskilde, bevirker at det er nødvendigt at caseejendommen er en domicil ejendom. En domicil ejendom er, hvor der kun er én bruger af hele ejendommen.

Via researchen til denne hovedopgave, har vi erfaret, at denne problemstilling med undersøgelse og analyse af hvilken transaktionstype, der er bedst for en domicilbruger, er ny og ikke tidligere har været anvendt.

Det kan derfor opsummeres, at det er en Københavnsk kontordomicilejendom, som er valgt til caseejendom.

Ovenstående overvejelser leder frem til nedenstående problemformulering og delspørgsmål.

1.1. Problemformulering

I indledningen er der gennemgået de overvejelser som er gjort i forbindelse med denne hovedopgave og det foranlediger til følgende problemformulering:

Hvilken type transaktion er mest optimal ved en bestemt domicilejendom - skal man købe, leje eller lease?

For at kunne besvare problemformuleringen – er der medtaget følgende delspørgsmål, som findes relevante i den sammenhæng:

- Hvilken betydning har den manglende gennemsigtighed i vurderinger af erhvervsejendomme?
- Hvilken betydning har ejendommens beliggenhed for værdiansættelsen?
- Hvilke faktorer påvirker leasingydelsen på erhvervsejendomme?
- Hvilken betydning vil ændringer i faktorerne - nettoleje og afkastgrad - have i op- og nedadgående retning på værdiansættelsen af en erhvervsejendom?

1.2. Forudsætninger og afgrænsninger

Der er i denne hovedopgave valgt en domicilejendom under opførelse af Mærsk i Havneområde Nord som gennemgående caseejendom til en købspris på kr. 585.400.000 eksklusiv moms. Denne domicilkontorejendom er beliggende i København, hvormed hovedopgaven afgrænser sig fra resten af Danmark, samt udlandet.

Dette valg er fortaget, grundet ønsker om, at belyse, hvad selv små ændringer i ejendommens beliggenhed, har af betydning for vurderingen af ejendomsværdien, hvis overhovedet nogen. Caseejendommen er også valgt, da den opfylder de elementære krav, leasingselskaberne har til ejendomme de skal lease ud.

Det har ikke været muligt at opdele ovenstående pris i, hvad grunden, installationerne, samt bygningerne koster hver for sig. Ovenstående betyder, at der bliver afgrænset fra at medtage eventuelle forskelle i grundpriser i hovedopgaven, for de i hovedopgaven valgte beliggenheder. Det er vurderet, at denne forskel indirekte er indregnet i prisgrundlaget i de markedsrapporter, som danner grundlag for denne hovedopgave og at afgrænsningen derfor ikke får indflydelse på vores konklusion.

I denne hovedopgave er der afgrænset fra at se på caseejendommens regnskab for hvad angår varmeregnskab, driftsregnskab, samt vedligeholdelsesplaner, da det ikke er relevant, når caseejendommen ikke er taget i brug endnu, og budgetterne herfor er indtil videre kun er teoretiske. Hovedopgaven forudsætter derfor, at da der er tale om en helt ny opført ejendom, at ejendommen således er fuldt optimeret, i forhold til ovenstående afgrænsninger.

Denne hovedopgave har ikke til hensigt at undersøge det generelle erhvervsejendomsmarked i Danmark. Hovedopgaven fokuser udelukkende på en domicilkontorejendom, altså en ejendom, som udelukkende bruges til kontor af en bruger.

I hovedopgaven afgrænses derfor at se på butiks-, industri-, lager-, produktions- og boligejendomme, samt blandet erhvervsejendomme. Fravalget skal ses i lyset af, at denne hovedopgave ønsker at inddrage leasing, som en mulig finansieringsform. De fleste leasingselskaber finansierer primært domicilejendomme, hvorfor ovenstående afgrænsning har været nødvendig.

Der vil i denne hovedopgave ikke indgå detaljeret beskrivelser af selve bygningen, konstruktions oplysninger og perioder osv. da analysen vil forholde sig til leje og afkast.

Hovedopgaven går bevist ikke i dybden med, hvilken påvirkning de forskellige transaktioner har af juridiske, regnskabsmæssig, samt skattemæssig betydning, da dette er vurderet til at være en hel hovedopgave i sig selv. Afgrænsningen betyder, at vi blandt andet ikke ser på moms problematikker, forsikringsvurderinger, juridiske samt regnskabsmæssig behandling af caseejendommen. Handelsomkostningerne er ikke medtaget, da disse blot vil være estimer, som for nogle af posterne ganske sikkert vil være misvisende.

I hovedopgaven bliver Jeudan brugt som virksomhed til at beregne nøgletal. Jeudan, der er en af Danmarks største ejendomsselskaber med en stor ejendomsportefølje bredt fordelt i København. Hovedopgaven afgrænser sig derfor fra, at se på andre virksomheders kapitalstruktur, samt regnskaber. Fravalget er fortaget, da Jeudan dels er køber af caseejendommen, og dels at Jeudan er vurderet til at være repræsentativ for det generelle erhvervsejendomsmarked i København.

Det forudsættes desuden i hovedopgaven, at læseren:

- har kendskab til forskellene på de i hovedopgaven omtalte ejendomstyper
- har et vist kendskab til Storkøbenhavn, indre by, samt ikke mindst det nye Havneområde Nord, hvor caseejendommen er ved at blive opført
- en vis forståelse for ejendomsmarkedet for erhvervsejendomme generelt
- en vis forståelse for teorier præsenteret og undervist i på HD finansieringsstudiet

I hovedopgaven er Nordania Leasing valgt som informationskilde. Da Nordania Leasing sidder på 99 % af markedet¹ og den sidste % er hos Kommune Leasing, er det ikke vurderet, at Kommune Leasing ville kunne bidrage med oplysninger, som vil være retvisende for det marked vi bevæger os på, da de kun leaser ud til kommuner, hvor der gælder særlige regler.

I hovedopgaven er der valgt, at se bort fra at skaffe data, ved at lave interviews, samt spørgeskemaundersøgelser. Fravalget er gjort ud fra, at det er vurderet at den data, der ville kunne tilvejebringes gennem denne vej, ikke vil kunne verificeres som værende retvisende. Desuden er det vurderet at tidsforbruget, i forhold til kvaliteten af de oplysninger der ville kunne indhentes, ikke vil kunne forsvares, da data vil være begrænset af at det er en "lukket" verden med stor fortrolighed osv.

1.3. Metode og struktur

Indgangsvinkelen til denne hovedopgave er set fra brugerens side. Altså hvis man som virksomhed har et pladsbehov for et bestemt antal arbejdspladser, hvad skal virksomheden så vælge, og hvilke parametre er relevante for henholdsvis at købe, leje eller lease en ejendom.

Metodisk er hovedopgaven opbygget ved, at hovedopgaven begynder med en analyse af traditionel værdiansættelse af erhvervsejendomme. Denne analyse er en central del af resten af hovedopgaven, da det er vigtigt, at man som læser får en forståelse for, hvordan erhvervsejendomme bliver værdiansat.

Dette kapitel består af fire afsnit, traditionel værdiansættelse, caseejendommen, analyse af leje og afkast samt en analyse af det teoretisk afkast ved hjælp af CAPM.

Værdiansættelsesanalysen starter med at vurdere teorien af traditionelle værdiansættelsesmetoder af ejendomme herunder afkast og DCF metoden samt, hvordan vurderingen af leje og afkast foregår. Til brug for analysen, er der indhentet empirisk data fra fondsbørsen samt fra markedets rapporter, udgivet af diverse erhvervsmæglerfirmaer. Der kommenteres herefter på forskellige overvejelser i forbindelse med ejendomsinvesteringer såsom ejer og ejendomsstrategi, regnskabsmæssige forhold, juridiske overvejelser samt omkostninger til øvrige rådgivere. Herefter vurderes bygningsmassen og dens fleksibilitet samt tomgang i forbindelse med kontorejendomme, som påvirker niveauet for fastsættelse af lejen. Derudover vurderes om det har betydning for afkastet, at der er flere internationale investorer på det danske marked.

Caseejendommen analyseres med de tilgængelige informationer og caseejendommens kontraktlige forhold kommenteres jævnfør gængse markedsvilkår og der laves en SWOT analyse af caseejendommen. På baggrund af empirisk data analyseres og/eller kommenteres de faktorer, som medtages i DCF beregningerne, da disse har afgørende betydning for værdiansættelsen som en del af scenarioanalysen.

Leje og afkast analyseres ud fra det empiriske datasæt og der kommenteres på de faktorer, som påvirker lejeniveauet og afkastet fra de tidligere afsnit.

Kapitlet 2 afsluttes med gennemgang af det teoretiske afkast CAPM, hvor den risikofrie rente bliver diskuteret og fastsat, beregning af beta ved analyse af indeks og kurser fra fondsbørsen og justering af beta samt markedsporteføljen afkast fastsættes før selve beregningen af CAPM.

I kapitel 3, bliver der set på hvilke muligheder, der er for at finansiere caseejendommen. I kapitlet bliver der gjort en del ud af at beskrive leasing. Dette valg er taget for at give en grundlæggende baggrund for at forstå tanken bag leasing, da det ikke er en finansieringsform, der er brugt så meget tid på i undervisningen. Der bliver også set på, hvilken betydning bidragssatsen har for valget af realkredit belåning. Afslutningsvis bliver der set på, hvordan Jeudan kan finansiere den del af caseejendommen, et realkreditlån ikke kan dække. En scenarioanalyse af hvordan caseejendommen skal finansieres bliver tillige vurderet. Data, der er brugt i dette kapitel, er hentet fra kapitel 2 suppleret af data indhentet fra to realkreditinstitutter.

I kapitel 4, bliver der set på hvilken kapitalstruktur, der er mest optimal, når man skal investere i caseejendommen. Der er forskellige teorier om emnet kapitalstruktur, i denne hovedopgave er der valgt at fokusere på Miller & Modigliani's finansteori, Trade-off teorien samt hakkeordenteorien. Teorierne gennemgås kort og holdes op imod Jeudans kapitalstruktur. For at beregne Jeudans kapitalstruktur er 2015 regnskabet brugt. Analysen af regnskabet samt data fra de to foregående kapitler gør det muligt at vælge den finansieringsform samt kapitalstruktur, der er mest værdiskabende for Jeudan ved købet af caseejendommen.

I kapitel 5 er der lavet en scenarieanalyse af, hvilken påvirkning forskellige faktorer, det værende m² lejen, beliggenheden samt afkastet har på værdiansættelsen af caseejendommen. I analysen ses der på, hvilke faktorer, der har den største påvirkning af værdiansættelsen ved brug af DCF modellen. Datainput er dels hentet fra resultaterne i de andre kapitler samt justeret i op- og nedadgående retning for at se hvilken faktor, der har størst indflydelse på værdiansættelsen.

Når ovenstående fem kapitler er på plads er der dannet et grundlag for at besvare problemformuleringen i denne hovedopgave. Ud fra dette grundlag bliver der lavet en perspektivering som indeholder fire andre mulige indgangsvinkler til, hvordan hovedopgaven også kunne være blevet belyst.

Hovedopgaven bliver afsluttet med en hovedkonklusion, for derefter at opsummere de resultater, analyserne i kapitlerne er kommet frem til ved hjælp af delspørgsmålene samt naturligvis give et svar på problemformuleringen, dvs. om køb, salg eller leje er den mest optimale transaktion ved anskaffelse af en bestemt domicilejendom.

1.4. Kildekritik

Hovedopgaven har sit udgangspunkt i et investors memorandum for caseejendommen. Memorandumets væsentlige detaljer og selve transaktionerne vil derfor blive analyseret i forhold til markedsforholdene.

Det indsamlede materiale, brugt i denne hovedopgave, anses som værende fyldestgørende og pålideligt grundet f.eks. artiklerne er offentliggjort i akademiske publikationer. Materialet i hovedopgaven er primært baseret på sekundære informationer, det være sig regnskab, artikler, samt rapporter. Igennem hele hovedopgaven bliver der forholdt sig kritisk til de informationer der er indsamlet. I dette afsnit kommer der en general holdning til de kilder der er brugt.

Markedsrapporterne, brugt til at fastsætte leje, samt afkastkrav, er udarbejdet af de førende erhvervsmæglerfirmaer i Danmark med internationale partnerskaber. Rapporterne findes troværdige, men gennem research er det observeret, at flere af dataene i rapporterne er blevet sværere at aflæse.

Dette skyldes at, i forhold til rapporter i 2015, hvor markedsrapporterne benyttede let aflæselige tabeller. I 2016 benytter markedsrapporterne sig mere af, at opgøre i intervaller og grafer, hvilket har gjort gennemsigtheden mindre.

Dette faktum kan føre til en vis fejlmargen. Det vurderes, at ved at medtage rapporter fra 7 forskellige mæglerfirmaer, er dette minimeret til et brugbart niveau. Årsagen til at mæglerne har ændret på deres rapporter kan være mange. Der hældes mest til, at det er for at gøre det sværere for konkurrenter at aflæse deres værdier. Igen noget der er med til at gøre ejendomsmarkedet mindre gennemskueligt.

Der er modstridende data, da Oline-ED statistikken viser øget tomgang fra 2015 til 2016, mens markedsrapporterne beskriver, at mæglerfirmaerne oplevede stigende efterspørgsel og en mangel på lokaler i samme periode, som alt andet lige må betyde en nedgang i tomgangen for indre København. Det er dog ikke alle markedsrapporterne som forholder sig til det ændrede datagrundlag for statistikken.

Offentlig tilgængeligt statistisk materiale for erhvervsejendomme er meget begrænset og er grupperet sammen i de forskellige segmenter, så det ikke er muligt at udtrække f.eks. kontorejendomme alene. Statistikkerne indeholder heller ikke 100 % af alle transaktioner, hvilket gør det svært at benytte disse til noget verificerbart. Ovenstående vurderes ikke, at påvirke hovedopgavens konklusion, det skal dog holdes i mente når man læser materialet.

I denne hovedopgave bliver Jeudans 2015 regnskab brugt, regnskabet er reviderede, så indholdet er bekræftet validitet. Ledelsesberetningen er skrevet af Jeudans ledelse, hvilket gør at den kan opfattes subjektivt ud fra de interesser ledelsen måttet have. Regnskabet er vurderet til at være retvisende, da Jeudan er et børsnoteret selskab, og derfor er underlagt krav om at deres regnskaber skal være troværdigt.

Leasingdelen, i forbindelse med research omkring ejendomsleasing, er der gjort brug af forbindelser hos Danmarks største ejendomsleasingselskab, Nordania Leasing. De informationer, modtaget gennem mails, er vurderet valide på grund af personernes troværdighed. Informationerne er leveret af to direktører i leasingselskabet, som dels har mange års erfaring på området, samt ikke har nogen interesse i, at komme med informationer, der ikke skulle være valide.

Risikofrie rente, her er valgt at bruge den danske 10-årige statsobligation. Mange vil måske mene, at man også kunne have set mod udlandet får at finde den risikofrie rente. Den Tyske eller den Amerikanske kunne have været brugt, men valget faldt på den danske. Valget skyldes, at den danske stat vurderes til at være et af de mest stabile og risikofrie lande at investere i.

Valget skal også ses i det lys, at Jeudan vurderes til, at være typisk dansk med alle deres ejendomme placeret i Danmark.

Artikler, de artikler der er hentet inspiration/information fra, er der blevet forholdt sig kritisk til. Der er ikke fundet anledning til at tror, de ikke skulle være valide. Artiklerne er for det meste fra anerkendte publikationer, som benyttes i den akademiske verden og med peer review. De akademiske artikler benyttet er fortrinsvis fra engelsksproget lande såsom USA og England, da materiale fra danske videnskabelige publikationer om vores emne er meget sparsomt. I analysen er materialet blevet tilpasse til de lokale danske forhold. Artiklerne er mest brugt til at få bekræftet teorien fra undervisningen.

Derudover bliver der i hovedopgaven, benyttet en del artikler fra Ejendomswatch.dk. Ejendomswatch.dk er en ny publikation fra Jyllands Posten af ejendoms relevante artikler, om den professionelle del af den danske ejendomssektor. Ejendomswatch.dk blev søsat i foråret 2016 og selvom det ikke har et akademisk niveau, er artiklerne anset for nyttige grundet nye tiltag og nyheder inden for ejendomssektoren, som trods alt har kunnet bekræfte vores viden.

Supplerende til ovenstående er der gjort brug af bøger, samt undervisningsmateriale fra undervisningen på HD finansiering. Bøgerne, samt undervisningsmaterialet, er vurderet valide, dels grundet bøgerne er skrevet af anerkendte personer, samt det er ikke vurderet at underviserne på CBS har nogen interesse i at komme med information/data, som ikke er valid.

I denne hovedopgave er der valgt at arbejde med en skæringsdato, der hedder den 1 januar 2016. Det vurderes ikke, at det har nogen signifikant betydning for vores konklusion, at denne dato er valgt. Datoen er også valgt grundet ejendommen er handlet pr. januar 2016 og det vil derfor være tal/informationer fra før den dato, der har dannet grundlaget for handlen.

2. VÆRDANSÆTTELSE AF EJENDOMME

Dette kapitel består af 4 afsnit traditionel værdiansættelse, caseejendommen, analyse af leje og afkast samt teoretisk afkast.

Første afsnit starter med at gennemgå teorien af traditionelle værdiansættelsesmetoder af ejendomme herunder afkast og DCF metoden samt kort forklare, hvordan vurderingen af leje og afkast foregår. Herefter vil der blive kommenteret på forskellige overvejelser i forbindelse med ejendomsinvesteringer såsom ejer og ejendomsstrategi, regnskabsmæssige forhold, juridiske overvejelser samt omkostninger til øvrige rådgivere.

Herefter oprises kort, udvikling der har været i bygningsmassen og indretningen af lejemål, og hvad der forventes af en nybygget kontra den ældre ejendom.

Derudover vurderes betydningen af tomgang i forskellige segmenter og områder, som påvirker niveauet af fastsættelse af lejen samt om det har betydning for afkastet, at der er flere internationale investorer på det danske marked.

Caseejendommen bliver herefter analyseret med de tilgængelige informationer og caseejendommens kontraktlige forhold kommenteres i forhold til gængse markedsvilkår og der laves en SWOT analyse af caseejendommen. Der er lavet et separat underafsnit om de faktorer som der medtages i DCF beregningerne, da disse har afgørende betydning for værdiansættelsen i kapitel 5.

Det tredje afsnit er selve analysen af leje og afkast hvor det empiriske datasæt analyseres, og der kommenteres på de faktorer, som påvirker lejeniveauet og afkastet fra de tidligere afsnit.

Kapitlet afslutter med gennemgang af det teoretiske afkast CAPM, hvor den risikofrie rente bliver diskuteret og fastsat, beregning af beta ved analyse af indeks og kurser fra fondsbørsen og justering af beta samt markedsporteføljen afkast fastsættes før selve beregningen af CAPM.

2.1. Traditionel værdiansættelse

Der kan benytte forskellige metoder til at værdiansætte erhvervsejendomme. Metodevalg sker tit på baggrund af sædvane i hvert land og de erfaringer, som mæglerbranchen har gjort sig gennem årene. Der kan derfor være forskelle på de enkelte metoder, der benyttes i de enkelte lande i Europa og USA.

Blandt de traditionelle er der 7 metoder (sammenlignelig, investering/indkomst, profit, udvikling/residual, entreprenør/omkostninger, multipel og trinvis regression metoden), samt de mere avancerede metoder, der bygger på kvantitative modeller². Af de traditionelle metoder er det afkast og Discounted Cash Flow (DCF) modellerne, som den danske erhvervsmæglerbranche benytter³.

Afkast metoden ses oftest benytte i f.eks. prospekter osv. og DCF metoden for den mere detaljeret og kompliceret værdiansættelse⁴. Gældende for både afkast- og DCF modellerne er, at man historisk og traditionelt benytter sammenligningsprincippet for at finde markedsleje og afkastkravet⁵. Dette gøres ved at sammenligne de gennemførte transaktioner for hhv. udlejninger og salg for tilsvarende lejemål og ejendomme.

Da bygningsmassen er meget uhomogen og hver ejendom helt unik, vil man derfor typisk tillægge og fratrække en del fra enten markedslejen og/eller afkastkravet af de gennemførte sammenlignelige transaktioner, for at tilpasse til det lejemål og/eller ejendom der skal udlejes, vurderes eller købes/sælges. Man justere derfor ex post. Dette gøres på subjektive vurdering, og det er som sådan svært at kvantificere.

Når man skal finde alle gennemførte transaktioner for hhv. leje og afkast, så kan der tages kontakt til alle ejendomsbranchens adskillige aktører, det være sig mæglere, ejendomsselskaber eller andre større eller mindre ejendomsbesiddere osv. for at få detaljerne af gennemførte transaktionerne. Det er en mulig opgave, men desværre så vil der være transaktioner som ikke kan blive offentliggjort og derved ikke være kendt for alle. Dette er en meget stor udfordring for gennemsigtigheden, da man ikke har mulighed for at verificere alle data for gennemførte handler.

En anden udfordring er at udbuddet af ejendomme, specielt hvis disse er prestigefyldte osv., ikke kommer til offentlighedens kendskab, da sælger og dennes mægler kun udbyder disse til måske en håndfuld investorer⁶. Ofte skal der underskrives fortrolighedserklæringer osv. for blot at modtage salgsmaterialet. Dvs. at der årligt er et større antal transaktioner som aldrig ser dagens lys, da "hemmeligholdelse" er en forudsætning.

2.1.1. Afkast metoden

Afkast metoden benytter 1. års driftsresultat til at værdibestemme ejendomme set i forhold til forrentningskravet. Dvs. nettolejen/afkastkrav = værdien på ejendommen. F.eks. 10 mil / 5 % = kr. 200 mil.

Denne metode minder meget om et årsregnskab, da man kun får et øjebliksbillede af ejendomsværdien på baggrund af driftsresultatet det første år. Afkastmetoden er meget nem at benytte og tillige svær at manipulere med. Ulempen er, at man ikke tager højde for ændringer i lejen, f.eks. hvis der er trappeleje som medfører en stigning i år 2 og 3, eller ændringer i driftsudgifter.

Der er derfor tale om en statisk metode, og et reelt afkast så inflation medtages heller ikke. Såfremt der er tale om f.eks. trappeleje eller anden højere aftalt lejeindtægt kan dette dog blive reguleret i selve afkastkravet, således at dette ikke er så lavt, så det tilsvare den såkaldte lejerreserve.

Grundet ovenstående vil afkastmetoden ikke blive benyttet i værdiansættelsen i dette kapital, da beregninger skal reflektere indtægts ændringer i tidsperioden. Metoden benyttes i kapitel 3. Finansiering af ejendomme.

2.1.2. DCF metoden

DCF modellen værdiansætter ejendommen over en længere tidsperiode – typisk 10 år. Dette gøres ved at tilbagediskontere de fremtidige cashflow⁷ til nutidsværdien (PV). Den grundlæggende formel for DCF er

Formel nr. 1 Nutidsværdi

$$PV = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

Kilde: Brealey, Myers and Allen, (2014), "Principles of Corporate Finance", side 24.

C er udtryk for cashflow på tidspunkterne t og r er diskonteringsrenten. Ved at tilbagediskontere fremtidige cashflow vil det sige, at nutidsværdien af en krone i dag er mere værd end en krone om f.eks. et år, dette kaldes også for "the time value of money" begrebet⁸. Man fastsætter desuden alene fremtidige cashflow og diskonteringsrenten, hvilket udelukker andre faktorer⁹. For det tredje, så kan man, da det er nutidsværdier, som beregnes ved at lægge de fremtidige cashflow sammen, sammenligne disse med andre investeringer¹⁰.

Ved at fratrække den investering man skal foretaget fra den beregnede nutidsværdi af de fremtidige cashflow, fremkommer man ved et positivt resultat at investeringen opfylder det afkastkrav, som investor har, idet investors afkastkrav er diskonteringsrenten man har benyttet¹¹. Modsætningsvis, så vil et negativt resultat betyde, at afkastkravet ikke er opfyldt og investeringen bør forkastes medmindre der er en betydelig lejerreserve.

Cashflowet, som tilbagediskonteres i forbindelse med en ejendomsinvestering, er det årlige netto driftsoverskud, som ejendommen genererer, herunder også de kapitalinvesteringer (CAPEX), der skal bruges for at sikre ejendommens værdi i fremtiden. Som diskonteringsrente kan man benytte investors afkastkrav.

Dette afkastkrav kan også være Weighted Average Capital Costs (WACC), da det hermed er en blanding af egenkapital og fremmedkapital, som en investor skal bruge for at finansiere investeringen. Dette årlige netto driftsoverskud benævnes som det Free Cash Flow (FCF).

Man opdeler DCF perioden i en budget- og en terminalperiode. I budget perioden kan der tages højde for ændringer i indtægterne i perioden, f.eks. lejereguleringer, tomgang og tilsvarende i driftsudgifterne, hvor man kan sætte omkostninger til genudlejning, ombygninger, renoveringer, investeringer i ejendommen ind osv. Terminal perioden vil udgøre den største del af resultatet, idet der i tidsperioden på 10 år i DCF beregningerne vil være mulighed for at lave ændringer i cashflowet, mens der i terminal perioden beregnes ud fra et statisk beløb. DCF modellen kan dermed tage højde for et meget mere detaljeret indtægt- og udgiftsgrundlag.

Derudover så er det også muligt at ændre forrentningskravet i den 10-årige periode, så det passer med f.eks. makroøkonomiske tendenser og prognoser, finansiering, skat osv.

Ved brug af DCF kan man også beregne scenarieanalyser, så man kan se konsekvensen af selv ganske små ændringer i de medtagne faktorer. I kapitel 5 Scenarieanalyse udarbejdes forskellige scenarier for at belyse disse konsekvenser.

DCF modellen er, som alle andre modeller, kun så god som det datasæt, man bruger, og det stiller større krav til brugeren, da det kan være svært at overskue med alle de små ændringer i faktorer over en 10 års periode osv., men hvis korrekt anvendt, så giver det også et mere præcist resultat.

Da caseejendommen har en uopsigelsesperiode på 12 år, vil dette også være tidshorisonten for værdiansættelsesanalysen.

Følgende formel benyttes til beregning af DCF til værdiansættelse af caseejendommen:

Formel nr. 2 DCF formel

$$PV = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_t}{(1 + WACC)^T}, \text{ hvor } TV_t = \frac{FCF_{t+1}}{WACC - g}$$

Kilde: Brealey, Myers and Allen, (2014), "Principles of Corporate Finance", side 24.

g er den konstante vækstrate, hvor Netto Pris Indekset (NPI) på 1,89 % benyttes, FCF er driftsresultatet, t er tidsperioden og $WACC$ er den vægtede gennemsnitlige kapital omkostning.

I afsnit 2.2.3, gennemgås de enkelte faktorer, som medtages i DCF beregningerne, og som danner grundlag for scenarieanalysen i kapitel 5.

2.1.3. Overvejelser i forbindelse med ejendomsinvestering

Når man har en ejendomsportefølje eller en enkelt ejendom, så er der flere overvejelser og faktorer som man bør gennemtænke og tage beslutninger om for at kunne optimere sin ejendom eller portefølje. Derudover så er der ganske mange regler og faktorer, som man skal gøre sig bekendt med, idet disse kan have store økonomiske konsekvenser.

I de kommende afsnit nævnes nogle få faktorer, som har betydning og disse vil blive omtalt ganske overordnet og i generelle vendinger.

2.1.3.1. Ejer- og ejendomsstrategi

Som ejer af ejendomme, bør der været en opdateret strategi om, hvad formålet med porteføljen er. Strategien kunne dække over f.eks. type, segment, beliggenheder, maksimal anskaffelsespris kr./m², afkast, driftsoptimering, synergier, kunderelationer, administration egen eller udliciteret, diversifikation, tidshorisont på ejerskab, lejekontraters udformning f.eks. om det skal være standarder som ikke fraviges for at lette administrationen, har man en kapitalstruktursstrategi, finansiering af ejendommene, finansielle samarbejdspartnere og påvirkningen fra samfundsøkonomiske faktorer osv. Derudover så er der de finansielle risikofaktorer, som man skal have taget stilling til nemlig, rente og kurs, likviditetsrisiko og kreditrisiko.

Er der nogle faste rådgivere, man ønsker at benytte sig af, og skal disse eventuelt være in house.

Hvad med hvilke forhold, der skal kontrolleres ved køb af nye ejendomme, og hvad skal denne "due diligence" opfylde for, at man vil gennemføre købet, og skal der som standard være indeståelser fra sælger og hvad med ansvar fra rådgivere.

Er ejendomme ikke en del af virksomhedens kerneforretning, har der igennem det sidste år været ganske opsigtsvækkende udmeldinger fra større danske virksomheder¹² om sale & lease back af domiciller og ejendomme¹³, hvilket tyder på en større tilpasning af strategierne. Det understreges dog, at der i disse handler er tale om salg/leje og ikke leasing som finansieringskilde.

Når det kommer til selve ejendommen, så er der flere overvejelser, som har betydning, nemlig om driften er optimeret, lejernes betalingsevne og deres eventuelle konkurs, regulering af lejen, omkostninger til drift og vedligeholdelse, hvad er den optimale leyersammensætningen, kan lejerne udvide/flytte rundt i ejendommen eller skal de flytte og kan man tilbyde andet, er der planmæssige forhold der skal iagttages og medvirker til at gøre udviklingen, ombygningen eller renoveringen dyrere, sværere eller mere tids- og omkostningskrævende eller restriktioner på anvendelse af ejendommen, og hvad betyder det, om der er forurening eller andre miljøforhold som skal iagttages eller tages hånd om.

Mærsk har ændret deres ejendomsstrategi, da de fremadrettet kun ønsker at eje 2 ejendomme, hvoraf Esplanaden 50 er den ene. Årsagen til dette er at ejendomme ikke tilhører kerneforretningen og har medført at Smedegaard skulle bruge tid på f.eks. at godkende et ventilationsanlæg i en ejendom og det var vurderet at tiden kunne bruges bedre på kerneforretningen.

Der har i de seneste 22 år været en stigende afstand mellem lejen pr. m² og vurderingsprisen pr. m², hvilket også er med til at gøre det mere fordelagtigt for en virksomhed at frasælge ejendomme som ikke er en del af deres kerneforretning. Colliers oplyser at dette til kr. 35.000 ejendomsværdi og kr. 1.750 i lejeniveau, en forskel på hele kr. 33.250 pr. m².

2.1.3.2. Regnskabs- og skattemæssige forhold

Som udgangspunkt er alle indtægter, som hidrører fra Danmark skattepligtige jf. § 4 i Statsskatteloven (SL)¹⁴ sammenholdt med SL§ 5, hvor man som næringsvej har faste ejendomme og med mulighed for at fradrage driftsomkostninger, som er anvendt til at erhverve, sikre og vedligeholde indkomsten, herunder afskrivninger jf. SL § 6 a og jf. SL § 6e fradrag for renter af prioriteter og anden gæld samt, hvad der er anvendt til vedligeholdelse eller forsikring.

Under driftsudgifter så er finansieringsudgifter, låneomkostninger, kurstab/gevinst ved omlægning af lån fradragsmuligt.

Ved køb af caseejendommen er fordelingen af købesummen derfor særdeles vigtig, idet der er afskrivningsmuligheder på installationer og straksafskrivninger, så grundlaget for disse skal opgøres. Derudover er det skattemæssige ibrugtagningstidspunkt afgørende for konsekvenserne for skat. Købesummen skal også kontantomregnes, og der kan være særlige vilkår som der skal tages højde for. Ejendomsavance skal opgøres, når der sker et salg af ejendommen, og det bør overvejes om man vil genplacere ejendomsavancen.

Idet denne ejendom er ved at blive opført, er der statstilskud til isolering og brandsikring samt energiafgifter og herunder målerfordeling og etablering af procesrum, som der skal tages hensyn til i opgørelserne.

Afskrivninger på erhvervsejendomme kan ske, når der er tale om erhvervmæssig benyttelse jf. § 1 af Afskrivningsloven (AL)¹⁵ Dog er bygninger, som anvendes til kontor ikke afskrivningsberettigede jf. AL §14, stk. 2, men bygningens installationer kan afskrives efter AL § 17 med indtil 4 % årligt af anskaffelsessummen altså lineært og skal ske særskilt.

Genvundne afskrivninger skal opgøres ved salg af ejendommen jf. AL § 21. Der kan dog først ske afskrivninger, når bygningen benyttes erhvervsmæssigt. Det vil i caseejendommen være ultimo år 2017.

Ejendomsskat, der betales halvårligt sker på baggrund af den offentlige vurdering af ejendommen, og for erhvervsejendomme sker vurderingen hvert andet år. Idet caseejendommen ikke har en selvstændig offentlig vurdering af ejendomsværdien, skal dette opgøres efter skøn.

Ved et eventuelt salg af ejendommen skal man være opmærksom på, om der i ejer tiden er sket ophør af momsreguleringsforpligtigelsen, og/eller denne skal overdrages til køber. Hvis der i ejer tiden er sket ændringer i reguleringsforpligtigelsen, så skal der opgøres, hvad der tidligere er sket fradrag for og kompenseres herfor. Dette er gældende for salg inden for en periode på 5 eller 10 år før salget, som køber kan overtage. Moms skal betales ved salg af byggegrunde og nye bygninger. Der er moms på næsten alle byggeomkostninger og alle driftsomkostninger, og disse kan fradrages, når ejendommen anvendes til et momspålagt formål, som caseejendommen. Der vil være fradrag for momsen af salgsomkostningerne. Såfremt der bruges egne medarbejdere til vedligeholdelse, så er der byggemoms.

Det bemærkes, at pressemeddelelser, artikler, markedsrapporter ikke angiver, om det er med eller uden moms.

Tinglysningsafgifter udgør kr. 1.660 + 0,6 % ved ejerskifte og 1,5 % for pantebreve af afgiftsgrundlaget¹⁶. Dette bliver belyst mere under afsnittet med caseejendommen.

Omsætningsbestemt leje skal ikke medtages ved opgørelse af leasings forpligtigelsen i regnskabet pr. 1. januar 2019, når IFRS 16 træder i kraft. Kunne man derfor forestille sig at dette får markant større betydning i de sale og lease back transaktioner i fremtiden og hvordan vil ejendomsbranchen håndtere dette

2.1.3.3. Juridiske overvejelser

Selvom der er lavet en afgrænsning fra juridiske udfordringer i hovedopgaven, opridses alligevel ganske kort her nogle udfordringer, som bør overvejes i forbindelse med sale og lease back.

- Ved køb af ejendommen, bør det gøres betinget af leasingaftalen med sælger og modsætningsvist, herunder om det skal være muligt at regulere af købesummen, såfremt forudsætningerne ændre sig.
- Derudover bør købesummens sammensætning beskrives således at det fremgår tydeligt hvad ejendomsværdien for de forskelle dele er.

- Væsentlig at tage stilling til om erhvervslejeloven skal finde anvendelse eller ej. Det bemærkes at man ikke kan aftale at loven ikke gælder, hvis leasingaftalen er omfattet af erhvervslejeloven. Som tommelfingerregel kan man sige at hvis aftalen går på udnyttelse af brugsretten så er den omfattet.
- Hvis omfattet af erhvervslejeloven, så kan lejen reguleres til markedslejen jf. § 13, stk. 2 og reguleres over 4 år med ¼ årligt jf. stk. 4. Hvis ikke omfattet, så er begge parter bundet af ydelsen.
- Ved leasing er ydelsen fastsat på baggrund af beregninger af købers/leasinggivers investering eller ved leje hvor det er markedslejen som fastsætter lejebetalingerne.
- Før en leasingaftale udfærdiges må man påregne at et finansieringsselskab vil være påtaleberettiget.

2.1.3.4. Omkostninger til andre rådgivere

Det siger sig selv at med ovenstående afsnit som ganske kort beskriver, hvad man skal være opmærksom på i forbindelse med et køb eller salg af en erhvervsejendom, så er der mange aspekter, som der skal holdes styr på, hvorfor der ofte, omend ikke altid, er både advokater og revisorer involveret i handlen.

Der vil også være andre rådgivere, som er bygningskyndige med på sidelinjen. Herudover så er forsikring af ejendommen en væsentlig del af risikostyringen, som man også skal have specialist rådgivning til. Disse rådgivere er som regel specialiseret inden for ejendomsområdet, da reglerne er omfattende og kræver stor erfaring. Omkostningerne til disse rådgivere kan beløbe sig til ganske store beløb, da de oftest tager timebetaling for arbejdet.

2.1.4. Betydningen af bygningsmassen og den fleksibilitet

Da caseejendommen er en domicilejendom, som er ved at blive opført og først er færdigbygget i 2017, vil den reflektere den seneste udvikling, som bygningsmassen har gennemgået i de seneste årtier.

Det er et stadigt større krav at kontorbygninger i dag, skal være markant mere fleksible end for blot 10 år siden. Ifølge markedsrapporterne er der stor efterspørgsel på fleksible og effektive kontorlokaler.

Grundet til dels, den større leje pr. m², så er antallet af m² pr. arbejdsplads mindsket, men til dels også pga. indretningen i storrumskontorer og andre fleksible måde at indrette kontorer på. Tendensen til effektive arbejdspladser og ikke mindst udviklingen i at arbejdspladser ikke længere er faste for medarbejderne, gør også at kravene bliver højere og antallet af m² mindskes. Der stilles også større krav fra virksomhedernes side, da det i fremtiden bliver mere og mere vigtigt at kunne fastholde medarbejderne, hvor praktiske og funktionelle pladsbehov er reflekteret i efterspørgslen.

Den ældre del af kontorbygningerne er indrettet med ringe muligheder for at ændre fleksibiliteten, da rumadskillelsen ofte er med massive vægge og måske endda bærende, som betyder substantielt meget mere arbejde og måske byggetilladelser før man kan ændre på dette, og ikke mindst markant større omkostninger til ændringerne.

Hvis man tager de ældre bygninger i City, så er der tillige en udfordring med fredning, som betyder, at det ikke er muligt at optimere disse, til kravene som virksomhederne har i dag. Derudover, så er ældre bygninger ofte med stor spilplads, da gangarealerne er væsentligt større og med en masse mindre cellekontorer, hvor man i dag har krav om storrumskontorer.

Det betyder, at prisen pr. m² arbejdspladsareal er meget højere i den ældre bygningsmasse end ved de moderne nybyggede.

Derfor ser man også en tendens til konvertering af ældre kontorer tilbage til boliger, hvilket også giver god mening, når man tager de i fremtiden øget befolkningstal og prognose om indbyggere i København med i betragtningerne¹⁷.

Om dette vil være det samme for alle de kontorbygninger, som staten rømmer pga. udflytningen af arbejdsplader, er svært at sige, men der er en del developper, som allerede nu er begyndt at undersøge, om det kan betale sig at konvertere til boliger.

Begrænsninger af byggegrunde har medført, at det ikke er i det centrale af byerne, hvor der opføres nye kontorejendomme, men i de nye områder som i København er Ørestad og Nordhavn, som nu er ved at få opført/bygget større ejendomme. De restriktive planlove i det centrale København, som sammen med eventuelle fredninger, gør også, at det ikke er muligt at nedrive og opføre moderne bygninger i samme grad som i udviklingsområderne.

2.1.5. Tomgang

Danmarks Statistik udarbejder ikke tomgang for kontorlokaler, så der er i branchen forsøg på at udarbejde dette. Ved indhentning af tomgangs tal benyttes derfor Oline-ED statistikken, som består af samarbejdet mellem Oline og Ejendomsforeningen Danmark med tilgang af data fra større ejendomsadministratorer og besiddere.

Tallene for Oline-ED statistikken for 2015¹⁸, hvor tomgangen for ledige kontorlokaler for skønnet bygningsmasse er opgivet til 7,2 % og tilsvarende for januar 2016¹⁹ til 8,3 % begge for København by. Københavns omegn havde i 2015 12,7% og i 2016 15,3 %. En del af disse stigninger kan henføres til, at der i året er kommet flere udbydere med i Oline, hvorfor flere af de ledige kontorlokaler er med. Det er dog stadigvæk kun annonceret ledige lokaler, der er med i denne Oline-ED statistik.

De fleste af markedsrapporterne refererer da også til denne statistik, da det er det bedste som findes.

Desværre findes der ingen officielle statistikker for tomgang, opdelt i de forskellige segmenter og områder, f.eks. kontorer i indre København. De statistikker, som findes på Statistikbanken.dk, er mest for en samlet gruppe af ”Bygninger til kontor, handel, lager, offentlig administration mv.”

Der er modstridende data, da Oline-ED statistikken viser øget tomgang fra 2015 til 2016, mens markedsrapporterne beskriver, at mæglerfirmaerne oplevede stigende efterspørgsel og en mangel på lokaler i samme periode, som alt andet lige må betyde en nedgang i tomgangen for indre København. Det er dog ikke alle markedsrapporterne som forholder sig til det ændrede datagrundlag for statistikken.

Det er en udfordring for gennemsigtigheden, at den reelle tomgang i de forskellige segmenter og områder, ikke kan blive belyst, da ikke alle ledige lokaler bliver optaget i statistikken. Som nævnt i det tidligere afsnit, så påvirkes tomgangen også af, at bygningsmassen ikke lever op til de krav, som virksomhederne stiller med hensyn til fleksibilitet og indretning. Dette har også haft en påvirkning af tomgangen blandt kontorejendomme, specielt i det indre København, de kan være fredede med dertil hørende mere ufleksible måder at indrette arbejdspladser på.

Der kan tillige være stor forskel på tomgangsprocenten, når man kommer ind på selve beliggenheden af ejendommene, da nogle ejendomme er mere attraktive end andre. Dette kan ses af Jeudan årsregnskab for 2015²⁰, der oplyser en beskeden fremgang i udlejningsprocenten af Jeudans ejendomme fra 93,9 % til 94,6 % ultimo 2015, målt på lejeindtægten.

Jeudan har en samlet ejendomsportefølje på 203 ejendomme med et samlet areal ca. 892.000 m² og en værdi på kr. 20,4 mia. Målt på værdi er porteføljen opdelt med 77 % kontorejendomme, 9 % detailejendomme og centre, 6 % boligejendomme og 8 % er øvrige ejendomme. 98 % af ejendomsporteføljen er beliggende i Region Hovedstaden og i København med over 90 % af porteføljen er udlejningsprocenten på 98,6 % med over kr. 20 mia. i værdi. Ejendomsporteføljen genererer et gennemsnitligt årligt afkast på 4,9 %. Der har været en stigende efterspørgsel efter Jeudans ejendomme, og det er en tendens som forventes forsat i de kommende år.

Det viser, at Jeudans ejendomme er mere attraktive end andre, da deres tomgang er på 5,4 % målt på lejeindtægten og på under ca. 1,4 % målt på arealer i København. Oline-ED statistikken på 8,3 %, er målt på arealer, er næsten 7 % højere end Jeudan.

Derudover, så vil tendensen til konvertering tilbage til boliger af ældre kontorejendomme også betyde en nedgang i tomgangen, da bygningsmassen for erhverv derved bliver reduceret.

Ovenstående viser udfordringen i, hvor svært det er, at få valide data til sammenligning af en bestemt ejendoms tomgang med andre ejendomme, da den offentlige tilgængelige statistik ikke gruppere erhvervsejendommene separat og Oline-ED som prøver at lave en statistik ikke har alle ejendommen med samt hvor stor betydning det kan være for gennemsigtheden.

2.1.6. Internationale investorers indtog på det danske marked

Dette afsnit vurderer om det har nogen betydning, at der er flere internationale investorer, som opkøber ejendomme i København og i Danmark og i givet fald, hvad betyder dette. Markedsrapporterne omtaler alle, at der er i perioden 2014-2015, har været en markant stigning i investeringerne fra udenlandske investorers side, og at det f.eks. i caseejendommen har betydet, at der var en budrunde på grund af flere købere.

Årsagen til at udenlandske investorer er begyndt at investere i København og i Danmark, skal findes i flere faktorer f.eks. den økonomiske ansvarlige politik, som vekslende regeringer udfører, den unikke måde at kunne belåne og finansiere ejendommene med, i forhold til en sammenligning med andre landes høje afkast, som man kan opnå på ejendommene og afkastet på andre investeringer i den finansielle sektor²¹.

Betydningen af dette er, at afkastet for kontorejendommen er blevet mindre, da efterspørgslen er større og derved presser prisen i vejret, da der nu er flere investorer, som ender i udbudsrunder for samme ejendom²².

2.2. Caseejendom

På baggrund af Investor memorandummet²³, har det været muligt at gennemgå alle de væsentlige fakta om bygningen og kunne analysere lejekontrakten for salgstransaktionen. Mærsk A/S er bygherre på caseejendommen, og har købt grunden og er ved at opfører ejendommen og har i slutningen af 2015 solgt denne i en sale and lease back (salg/leje) transaktion til Jeudan A/S.

Mærsk har benyttet en auktion for at sælge projektet. Inden salget, blev flere erhvervsmæglerfirmaer bedt om vurderinger og der var stor forskel i resultatet, da man havde afkast fra 5 % til 4,25 %. Der var både 12 og 15 års uopsigelighe i spil, men Mærsk valgte de 12 år, selvom det betød et 2 cifret millionbeløb i forskel.

Ejendommen blev udbudt i sensommeren 2015, hvor der var 18 interesseret købere. Af disse blev 5 inviteret til interview fasen. Mærsk udvalgte så de 3 bedst kvalificerede køberemner til auktion d. 12. november 2015, derved blev afkastgraden presset nedad, så værdien steg og det endte så med at Jeudan blev køber. Denne salgsmetode er ikke så udbredt, men var meget effektiv og tidsbesparende for sælger.

Det fremgår af memorandummet, at det er muligt at købe via en selskabskonstruktion. Grund og byggeprojekt er placeret i et P/S selskab, der ejes 100 % af holdingselskabet, Mærsk Amerika Plads Kommanditist A/S, som er et 100 % ejet selskab af Mærsk A/S.

Derved er det muligt at købe aktierne i holdingselskabet eller selve bygningen ud af selskabet. Man må derfor konstatere at Jeudan ikke har ønsket at købe aktierne i det selskab, som var tidligere ejer af grunden, men har valgt at købe selve ejendommen, trods det at de kunne have sparret tinglysningsafgiften på næsten kr. 1 mio. ved at købe aktierne i selskabet.

Caseejendommen er en top moderne, effektiv og fleksibel indrettet kontordomicilejendom på 6 etager med fuld højde atrium design under opførelse i Nordhavn, beliggende på hjørnegrunden ved Amerika Plads ud til Ring 2, indflytningsklar i 2017. Bygningen har plads til 800 arbejdspladser i fortrinsvis storrumskontorer, forberedt til opdeling i 10 mindre lejemål af 80 arbejdspladser.

Fordelingen af arealer, ses nedenfor i Tabel nr. 1 samt hvad lejen er i kr. pr. m² årligt på de forskellige typer arealer. Samlet set er der en gennemsnitsleje på kr. 1.536.

Tabel nr. 1 Caseejendommens areal oversigt samt leje pr. m² årligt, eksklusiv moms

Amerika Plads 29, 2100 København Ø	Udlejningsareal (m ²)	Leje 2015 kr./m ² /årlig	Total leje kr. 2015/årlig
Kontorareal	12.449	1.750	21.785.750
Kælder, teknik og parkering	2.616	750	1.962.000
Teknik rum	535	1.000	535.000
Tag terrasse	252	250	63.000
Total m ² /Gns. leje pr. m ² /Årlig netto leje år 1	15.852	1.536	24.345.750

Kilde: Egen tilvirkning efter data fra memorandum.

Derudover har det også været interessant at søge på officielle informationskilder om ejendommen, for at se hvilke oplysninger, som er tilgængelige og ikke mindst, hvor korrekte disse er. Søgningen er foretaget via tinglysningen.dk og borger.dk/boligejer.dk.

Tingbogen

Tingbogen er opdelt i 4 elementer, adkomst, hæftelser, servitutter og øvrige informationer som oplyser om ejer, lån og/eller pantebreve, forpligtigelser og/eller rettigheder samt ejendomsvurdering. Ifølge en uofficiel tingbogsattest²⁴, har Jeudan taget skøde pr. 5. januar 2016 for kr. 731.750.000 inklusiv moms og har betalt kr. 919.600 i tinglysningsafgift. Den tinglyste købssum er inkl. moms, hvilket svarer til kr. 585.400.000 eksklusiv moms. Det fremgår tillige, at der pr. 26. januar 2016 er lyst et ejerpantebrev på kr. 300.000.000 med en tinglysningsafgift på kr. 4.501.660, som der samme dato er givet underpant i til Nordea Bank A/S. Det fremgår deslige af tingbogen at lejekontrakten mellem Jeudan og Mærsk ikke er tinglyst endnu.

Boligejer register

På boligejer.dk²⁵ er det muligt at få adgang til BBR meddelelse, økonomioplysninger, grundværdi, historiske salgspriser og vurderinger, planer og jordstykke informationer.

BBR meddelelsen²⁶ oplyser, at det er nybygget ejendom med kælder og 6 etager. Ellers fremgår der ingen detaljer om byggeriet, kun at der er givet byggetilladelse 25. juni 2015.

Søgningen på boligejer.dk oplyser, at caseejendommen har et bebygget areal på 2.373 m² og et bygnings areal på 12.449 m² og et samlet erhvervsareal på 15.767 m².

Det fremgår tillige af skatteoplysningerne, at der i skatteår 2016 skal betales kr. 1.911.901,60 i to ligelige ratebeløb 1. februar og august 2016 i ejendomsskat. Dette er grundskyld alene. Vurdering af ejendommen pr. 1. oktober 2015 var på kr. 58.484.700 med et grundareal på 2.783 m². Det fremgår at 632 Kommune Plan 2015 og tilsvarende Lokal Plan 347 Pakhusvej, som er gældende.

Af de historiske salgspriser ses, at der er lavet slutseddel pr. 3. december 2015 for den tinglyste købesum på kr. 731.750.000 og at der pr. 12. december 2014 ved slutseddel er sket et køb af grunden for kr. 97.380.000 med skødedato 10. august 2015.

Sælger af grunden til Mærsk var P/S Danlink Udvikling, et fællesejet selskab af TK Development og Udviklingsselskabet By og Havn²⁷. Det er Aarsleff A/S som bygger kontorejendommen, der koster kr. 200 mio. for Mærsk²⁸. Heraf vurderes, at Mærsk må have købt grunden betinget af byggetilladelse i december 2014 og efter at have opnået byggetilladelsen pr. 15. juni 2015, foretog tinglysning af skøde 10. august 2015.

De ovennævnte arealer stemmer ikke helt overens med dem, som er oplyst i investor memorandum og dette skyldes sandsynligvis, at bygningen ikke er færdigopført, og at Jeudan først efter ibrugtagningstilladelsen får korigeret BBR meddelelsen. Idet BBR registeret er noget som ejer skal sørge for at opdatere, er det ikke unormalt, at der er visse uoverensstemmelser mellem BBR, og det som fremgår af tinglysningsdokumenterne. Man oplever derfor ofte i salgsprospekter osv., hvor de tinglyste arealer benyttes og så kommenteres forskellene til BBR heri.

I DCF beregningerne er der lagt til grund, at det kun er lejen for kontorarealet på 12.449 m² som variere, da lejen for f.eks. tag terrasse ikke vil ændre sig i forhold til de tre beliggenheder. Det kunne dog diskuteres om hvorvidt kælder, teknik og parkering ikke vil ændre sig i forhold til beliggenhederne og den dermed ændrede markedsleje.

Man siger som tommelfingerregel at kælder leje er 25 % af kontorlejen, men det vil jo være kr. 437,50 pr. m², og da man opnår mere, så man kan ikke benytte denne procentsats i caseejendommen.

Derudover så er parkering i Valby på gadeplan pt. gratis, hvilket også er markant anderledes end caseejendommen.

I helhedsvurdering af markedslejen for de forskellige typer arealer, så vil kontorarealer have størst betydning, og de øvrige arealer vil kun have betydning for knap 10 % og en ændring på +/- f.eks. 20 % i disse vil således kun have konsekvens for 2 % af den samlede værdi, hvorfor der er valgt kun at ændre på kontorarealets markedsleje.

2.2.1. Kontraktforhold

Caseejendommen er ikke helt konform til de normale standard betingelser, som er gældende for lejekontrakter, og derfor er nedenfor indsat en tabel, som viser, hvad der er standard i branchen og, hvor der er ændringer i forhold til den indgåede kontrakt med Mærsk.

Idet Mærsk selv står som bygherre, har de bestemt, hvilke vilkår de ønsker at sælge det færdige domicil til. Man bør være opmærksom på, om Mærsk har lavet specialindretninger til deres eget brug som andre lejere ikke umiddelbart kan udnytte og hvor der kan være store omkostninger i at skulle ændre indretningen tilbage således at lejemålet kan benyttes til en ny lejer. I forbindelsen med udbuddet af ejendommen, har det kun været potentielle godkendte købere, som har haft adgang til materialet via datarum og kunne besigtige og få gennemgået projektet på byggepladsen osv. Hele salgsprocessen har foregået henover sommeren og efteråret 2015.

Tabel nr. 2 Oversigt over standard vilkår i branchen og caseejendommen

Kontrakt vilkår	Standard vilkår	Caseejendom
Etageareal	Brutto areal	Brutto areal
Uopsigelsesperiode	3-10 år	12 år
Opsigelsesperiode	6-12 måneder	12 måneder
Breaks	Ingen	Ingen
Lejebetaling	Månedlig eller kvartalvis forud	Kvartalvis forud
Depositum	6 måneder	6 måneder
Aftalt årlig lejeregulering til	NPI	NPI dog ikke under lejen i år 1
Regulering af lejen til markedsleje	Forhandles, muligt hvert 4. år	Efter uopsigelsesperioden på 12 år
Tag og klimaskærm	Udlejer	Udlejer
Andre udvendige reparationer og vedligeholdelse	Udlejer	Lejer
Andre indvendige reparationer og vedligeholdelse	Lejer	Lejer
Fælles arealer	Lejer	Lejer
Bygningsforsikring	Lejer	Lejer
Ejendomsskat	Lejer	Lejer
Fremleje	Forhandles	Ja med udlejers tilsagn
Afståelse	Forhandles	Ja med udlejers tilsagn
Retablering	Ja	DKK 350 m ² NPI justeret
Øvrige udgifter: (Driftsudgifter, forbrug og el)	Lejer	Lejer

Kilde: Egen tilvirkning efter data fra memorandum

De blå markeret felter under caseejendommen er der, hvor branchens standardvilkår fraviges. Der er kun få vilkår, som er ændret, og de kommenteres i prioriteret rækkefølge efter de forhold, som er til fordel for køber/ejer:

- Lejebetalingen er som vanlig forud, men er her kvartalsvis, hvilket er en fordel for udlejer, da man opnå et bedre cashflow.
- Andre udvendige reparationer og vedligeholdelse er normalt en udlejers forpligtigelse, men Mærsk her.
- Vedrørende retablering af det lejede har man på forhånd aftalt dette til kr. 350 pr. m² reguleret med NPI. Det er svært at vurdere men kontorarealer er belagt med gulvtæppe, så umiddelbart vil beløbet dække nye gulvtæpper og maling. Det afsatte beløb svare til 20 % af 1. års lejen på kontorarealet.
- Uopsigeligheden er typisk 3-10 år, men caseejendommen har 12 år, hvoraf 2 er i byggefasen, da der først er indflytning primo oktober 2017. Dette betyder at der reelt bliver betalt leje under selve opførelsen af ejendommen og har betydet at man allerede ultimo 2015 har kunnet sælge ejendomme til Jeudan, da man har kunnet sikre finansiering qua denne indtægt.
- Regulering til markedslejen kan ske hvert 4. år jf. erhvervslejeloven § 13, stk. 2 og fordeles over 4 år jf. stk. 4, dog skal der ikke tages hensyn til at lejer var tidligere ejer jf. stk. 7 2. punktum, da ejendommen er solgt før ibrugtagningen. I denne kontrakt vil det tidligst ske efter 12 år. Dette er lang tid uden regulering og har desuden den risiko at lejer opsiger lejemålet.
- Ifølge kontrakten kan lejen ikke sænkes til under lejen i år 1, så denne indtægt er kendt i lejeperioden. De ex post stigninger, som der har været i de sidste 5 år fra 2011 til 2016 på kr. 100 pr. m² årligt fra kr. 1.650 til kr. 1.750 svarende til 6,06 %²⁹ i perioden og til 1,18376 % pa., vil betyde en stigning i markedslejen, 4 år efter indflytningen på kr. 106,05 pr. m² til kr. 1.856,05 pr. m² årligt i år 2021 og efter 4 yderligere år med kr. 89,46 – kr. 1.945,52 pr. m² årligt i år 2025. Denne prognose stigning på total kr. 195,52 pr. m² årligt, vil have meget stor betydning i den samlet årlige lejeværdi og værdien på ejendommen. Der henvises til DCF nr. 1 og 3 i matrixen for caseejendommen for en tilsvarende beregning på ændringen i scenarieanalysen, hvor der er en stigning på små kr. 117 mio. i værdien. Dog må der tages hensyn til om ejendommen er 100 % tidssvarende, når lejemålet udløber.

Dette har køber af ejendommen, Jeudan, taget med i deres overvejelser, og de må have vurderet, at ovenstående kontraktforhold samlet set har gjort ejendommen værd at erhverve til prisen.

2.2.2. SWOT analyse af caseejendommen

Hvordan er caseejendommen set i forhold til styrker, svagheder, muligheder og trusler. Der er nedenfor lavet en skematisk opremsning af disse.

Tabel nr. 3 SWOT analyse af caseejendommen

Strength	Weakness
• Beliggenhed • Ny opført og fleksibelt byggeri - forberedt til 10 lejemål ved genudlejning • 12 års lejekontrakt med gedigen lejer • God infrastruktur – ved Ring 2. • Lejers rating	• Kun en lejer • Transport for medarbejdere måske ikke ideal, ingen bus kun gå, cykle afstand til S-tog og Metro, hhv., Østerport og Nordhavn • Kun 37 p-pladser i bygning og 102 ved separate lejekontrakt
Opportunities	Treats
• Metrostation på City linje kommer i 2019 • Udviklingsområde – meget nybyggeri og udvikling i havneområdet og også ved Nordhavn • Vejnet udbygges med Nordhavnsvejen så transport bliver forbedret	• Transport udfordringer pga. nybyggeri og udvidelse af indfartsveje • Konkurrence fra nærliggende områder såsom Nordhavns området

Kilde: Egen tilvirkning efter egen analyse fra tilgængelige offentlige informationer.

Det bemærkes at ovenstående SWOT analysen tager udgangspunkt i den aktuelle beliggenhed af caseejendommen og relaterer sig ikke til de to andre beliggenheder, Indre by – CBD (Central business District) og Valby, som senere benyttes i scenarieanalysen.

2.2.3. Faktorer som medtages i DCF

I dette afsnit gennemgås de faktorer, som medtages i DCF beregningerne, og hvor selve analysen af beregningerne vil fremgå af kapitel 5 med scenarieanalysen.

Som grundlag for DCF beregninger er der taget udgangspunkt i de lejekontraktsvilkår, som er gældende for caseejendommen. Det fremgår af vilkårene, at lejen bliver reguleret med den anslået årlige stigning i NPI. Det blev omtalt i tidligere afsnit, at den årlige leje først kan blive reguleret til markedslejen efter 12 år, så der vil ikke blive korrigeret i lejeindtægten på baggrund af dette vilkår.

Der vil dog blive tilpasset til beliggenhedernes lejeværdien på kontorarealet på 12.449 m² jf. analysen af markedsrapporterne, hvor det er den leje som markedsrapporterne oplyser +/- kr. 100 i op- og nedadgående retning, der bliver beregnet i DCF nr. 1-27, som danner grundlag for scenarieanalysen.

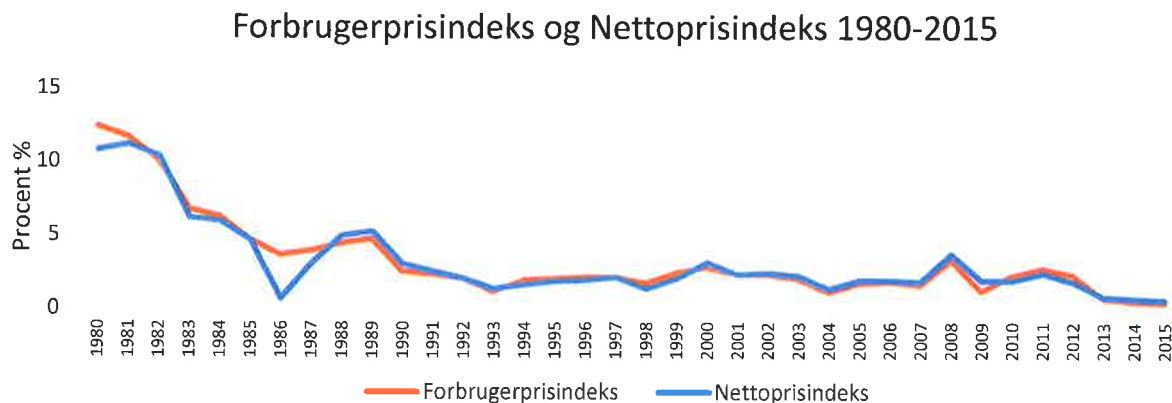
Når den årlige procentvise stigning i NPI skal estimeres, ses på den historiske udvikling. Det er inflationen, der er den underliggende makroøkonomiske faktor, som måles vha. forbrugerprisindekset³⁰.

Tilsvarende er det nettoprisindekset NPI, som oftest benyttes, til at regulere den årlige leje i lejekontrakterne.

Erhvervslejekontrakter indeholder ofte en fast årlig stigning, som beregnes ved hjælp af en af disse indeks. Det er tillige normalt, at der er et minimum og maksimum på denne årlige stigning. Dette tilsikrer, at lejen er forholdsvis inflationsneutral. Dette sker dog forskudt med typisk 3-4 måneder, da man afventer de offentliggjorte NPI tal fra Danmarks Statistik. Caseejendommen benytter NPI og den årlige gennemsnits stigning i perioden 2005-2015 er beregnet til 1,89 %. Fremadrettet benyttes 1,89 %, i DCF beregningerne.

Nedenstående graf illustreret bevægelserne i tidsperioden 1980-2015 for begge indeks.

Graf nr. 1 Udviklingen i Forbrugerpris- og Nettoprisindeks for perioden 1980-2015



Kilde: Egen graf baseret på data fra Danmarks Statistik

Det fremgår af grafen at bevægelserne er meget ens, dog undtaget er perioden 1985-1987. Den procentvise stigning er historisk lav i øjeblikket.

Driftsudgifter til administration er fastsat til 1 % af den årlige leje, som dermed også bliver indirekte reguleret med NPI. Administration er som standart 1,5 % af den årlige leje, men i scenarieanalysen i kapitel 5, bliver dette nedsat til 1 %, da der er tale om en domicilejendom med en lejer og kvartalsbetalinger, hvilket betyder mindre timeforbrug, end ved en multilejer ejendom med månedlige betalinger.

Den anden driftsudgift til "anden udvendig reparation og vedligeholdelse", er indlagt til kr. 10 pr. m² årligt, udgør kun 25 % af det normale beløb afsat til udvendig vedligeholdelse, da udlejer kun har forpligtigelsen til tag og klimaskærm. Der er taget hensyn til, at det er en ny opført ejendom, hvor der er garanti de første par år og der ikke forventes at være større udgifter til denne post som f.eks. ved en 20-årig ejendom. Det beløb bliver reguleret med NPI, da dette dermed tilsikre en ensrettet tilgang til DCF beregningerne.

Retablerings på kr. 350 pr. m² som i givet fald indtræder, såfremt lejemålet opsiges efter uopsigelighedsperioden på 12 år med 1 års varsel, er ikke med i beregningerne, da dette er udover tidsperioden samt det ikke er klart om lejemålet bliver opsagt.

Afkastkravet, vil blive analyseret og diskuteret i afsnit 2.3.2, og det teoretiske afkast i afsnit 2.4, benyttes forskellige i DCF beregningerne. DCF Jeudan WACC benytter det teoretiske afkast og i scenarieanalysen bliver afkastet fra markedsrapporterne benyttet. Både WACC og afkast er konstant i tidsperioden.

I DCF bliver der ikke taget hensyn til beløbet på 6 måneders depositum, da foliorenten er nul og grundet manglende oplysninger om der er stillet bankgaranti i stedet for indbetaling af depositummet.

Da det er en nybygget ejendom påregnes der ingen (nul) kapitalinvesteringer (CAPEX) af større betydning i den beregnede DCF periode.

Det er vigtigt, at holde kontrakts vilkårene for caseejendommen op mod standard kontraktvilkårene, jf. Tabel nr. 2 som i en DCF beregning vil være anderledes end for en anden ejendom med standard kontrakts vilkår.

Andre risiko elementer som også skal nævnes, er konkurs af lejer, lovgivningsmæssige ændringer som påvirker indtægt og udgifts grundlaget, vil blive reflekteret i diskonteringsfaktoren.

Sammenfattende er nedenstående faktorer vigtige input til analysen i kapitel 5. Scenarieanalyse:

- Lejen reguleres årligt med 1,89% jf. NPI i DCF
- Beliggenhedernes lejeværdi med +/- kr. 100 i op- og nedadgående retning for 12.449 m² kontorareal i DCF 1-27
- Driftsudgifterne til administration er fastsat til 1% og reguleres af NPI
- Kr. 10 pr. m² i årlig udgift til anden udvendig reparation og vedligeholdelse (Tag og klimaskærm)
- Afkastkravet med +/- 0,50 % i op- og nedadgående retning som analyseret i afsnittene 2.3 og 4.5.

2.3. Analyse af leje og afkast

Dette afsnit omhandler de mest indflydelsesrige og påvirkende faktorer, som danner grundlag for værdiansættelsen af erhvervsejendomme, nemlig leje og afkast. Disse to faktorer har hver især stor betydning for værdiansættelsen af en erhvervsejendom.

I dette afsnit gennemgås, hvordan man i branchen fremkommer til de forskellige niveauer, og hvordan datagrundlaget bliver verificeret for leje og afkast. Det teoretiske afkastkrav gennemgås separat i afsnit 2.4.

Til at analysere disse faktorer benyttes caseejendommen, hvor der er gennemført transaktioner for udlejning og salg, så disse kan efterprøves.

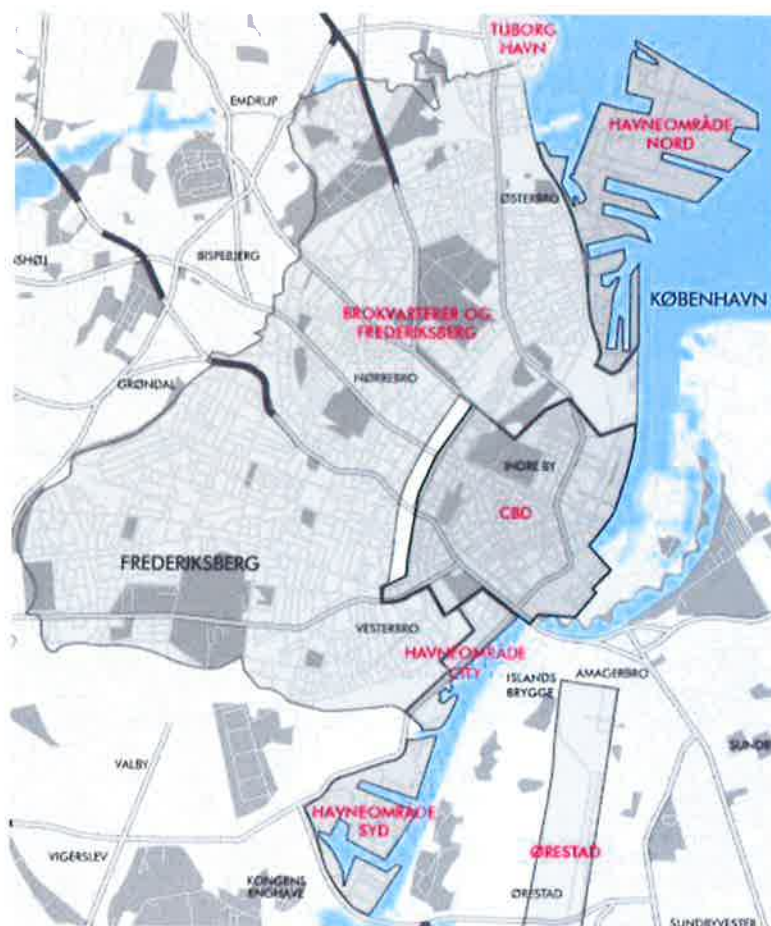
Generelt er det Københavnske kontormarked opdelt i nogle geografiske områder, hvilket fremgår af Grafik nr. 1 Kort over forskellige kontorområder i København nedenfor, og af disse områder er der en yderligere videreopdeling.

Desværre, så opgøres de forskellige geografiske placeringer ikke på samme måde i markedsrapporterne, hvilket gør det mere usikkert for validering af data. Både City – CBD og Havneområde Nord er Prime beliggenheder, mens Valby er sekundær eller tertiær afhængig af, hvilken markedsrapport man benytter.

Caseejendommen er beliggende i Havneområde Nord og de to andre beliggenheder, som benyttes i analysen er i områderne City - CBD og Valby. Valby er ikke decideret markeret på kortet, men er beliggende i området syd for Frederiksberg og vest for Vesterbro.

Typisk opdeles der i segmenter for kontor, butik/detail, produktion/lager og industri.

Grafik nr. 1 Kort over forskellige kontorområder i København



Kilde: CBRE

I tidligere afsnit blev de opsatte forudsætninger gennemgået, som er gældende for caseejendommen og hvilken betydning disse har, set i forhold til gængse markedsvilkår og især, hvor de er ringere eller bedre end standard kontrakts vilkårene.

Ved afgrænsningen til en kontordomicilejendom, bliver alle andre muligheder inden for ejendomssektoren således udelukket. Dette har naturligvis også betydning for den mængde data, som er tilgængelig. Dog findes der domicilejendomme som er betydelige mindre end caseejendommen, der anvendes til f.eks. en mindre VVS virksomhed eller som logistikvirksomhed, der også kunne have været brugt og som kunne blive finansieret via et leasingselskab.

De fleste større erhvervsmæglerfirmaer offentliggør enten kvartalsvis eller årlige research rapporter, hvor man beskriver og oplyser lejeniveau og afkast for både sektor/segmenterne og geografiske områder. Da der ikke bliver lavet officielle statistikker over leje og afkast niveauer, er disse markedsrapporter grundlag for fastsættelse af leje og afkast niveauerne i hovedopgaven.

Offentlig tilgængeligt statistisk materiale for erhvervsejendomme er meget begrænset og er grupperet sammen i de forskellige segmenter, så det ikke er muligt at udtrække f.eks. kontorejendomme alene. Statistikkerne indeholder heller ikke 100 % af alle transaktioner, hvilket gør det svært at benytte disse til noget verificerbart.

Årsagen til at statistikkerne ikke indeholder alle transaktioner er bl.a. muligheden for at sælge selskabet som indeholder en enkelt erhvervsejendom, hvorved man undgår at betale tinglysningsafgift, besværliggør også gennemsigtigheden af transaktioner. Derudover, så er det ofte aftalt mellem sælger og køber at prisen for ejendommen ikke må offentliggøres, hvilket heller ikke hjælper til øget gennemsigtighed³¹.

2.3.1. Leje

Som nævnt i indledningen til afsnit 2.3, så er leje og afkast de mest betydningsfulde faktorer, som påvirker værdiansættelsen.

Ifølge Erhvervslejeloven defineres markedsleje i § 13 som ”Ved markedslejen forstås den leje, som en kyndig lejer og en kyndig udlejer på varslingstidspunktet ville aftale for det pågældende lejeforhold, blandt andet under hensyntagen til vilkår, lokalernes beliggenhed, anvendelse, størrelse, kvalitet, udstyr og vedligeholdelsestilstand”. Det følger heraf, at man benytter sammenligneligheds princippet.

Når lejen skal bestemmes, tages udgangspunkt i indhentet offentliggjorte markedsrapporter fra syv større erhvervsmæglerfirmaer, som udfærdiger disse på enten kvartals- eller årsbasis. Disse syv rapporter er herefter analyseret for at kunne danne et overblik over, hvor meget en m² vil koste en lejer i et bestemt område om året.

I forhold til markedsrapporterne, så er der stor forskel på kvaliteten/indhold af rapporter, da nogen er på ganske få sider, mens andre er på over 100. Derudover så er flere på engelsk, som kan ses som brugervenligt for udenlandske investorer, og nok også som del af de internationale samarbejder som de større erhvervsmæglerfirmaer har.

Det er en god ide at gøre opmærksom på, at når man oplyser en leje, så er det kr. pr. m², årligt, eksklusive driftsudgifter, og såfremt det er et momspligtigt lejemål også uden moms. Det følger tilsvarende, at når man læse i publikationer om leje transaktioner, at der ikke bliver opgivet moms og driftsudgifter på de enkelte lejemål.

Det har været en udfordring at finde de forskellige lejeniveauer, idet der har været en generel trend i de forskellige rapporter at lave søjlediagrammer eller kurver for at vise niveauet, og ikke tabeller som sidste år. Dette har gjort det markant sværere at finde det korrekte lejeniveau samt giver en større fejlmargen. Andre markedsrapporter laver et generelt spænd på området, som er meget vidt, så det ikke kan bruges til nøjagtigt analyse.

Derudover så er der nogen gange opdelt i prime, sekundære og endda tertiære kategorier og også områder, mens andre markedsrapporter ikke forholder sig til dette.

De markedsrapporter, som de større erhvervsmæglerfirmaer producerer, er udfærdiget på grundlag af de transaktioner i den forgangne periode, som firmaerne har medvirket i, og ikke størstedelen eller alle transaktioner som der er indgået, hvilket gør, at det kun er et udsnit af datagrundlaget, der bliver analyseret. Dette har en betydning, da det derfor ikke er en fyldestgørende analyse af markedets transaktioner, som hver enkelt markedsrapport indeholder.

Der er benyttet syv rapporter, disse dækker ikke over 100 % af transaktionerne, da der sker transaktioner, hvor det er ejendomsbesiddere som selv foretager udlejninger og salg/køb, hvor et af disse syv firmaer ikke medvirker – dette dækker over private og institutionelle investorer såvel offentlige som semioffentlige.

Selvom man i branchen naturligvis deler informationer om transaktioner, så er det ikke alt der deles og bestemt ikke med alle de relevante og ikke mindst korrekte fakta.

Når en rapport beskriver en udlejningstransaktion med at lejen er kr. 1.200 m²/årligt, kan dette være helt korrekt, men der nævnes ikke, om der har været f.eks. 6 måneders lejefrihed, og/eller at lejen er en såkaldt trappeleje, hvor man kun betaler kr. 800 i år 1, 1.000 i år 2 og først i år 3 faktisk betaler de kr. 1.200 pr. m².

Dette skyldes til dels, når den næste udlejning skal ske i ejendommen, at man kan sige at markedslejen er kr. 1.200 m²/årligt, hvilket jo er teoretisk korrekt, men kun hvis man ikke medregner de forskellige rabatter og derved kan man få lejen presset op.

Hvis man overfører ovenstående eksempel til caseejendommen, der er en betydelig stor ejendom, er forskellene så store, at det kan forvride resultatet ganske markant. Derudover, så er det bestemt ikke usædvanligt at sælger/køber ønsker at hemmeligholde prisen.

Qua de store transaktionsomkostninger såsom tinglysningsafgiften, ses det ofte at det er selskabsaktierne som ejer ejendommen som sælges, og derved ikke selve ejendommen, hvorved man spare tinglysningsafgiften. Der er sågar set dobbeltkonstruktion af selskaber, hvor ejendommen er placeret i datterselskabet, og det så er moderselskabet som sælges, da dette ved f.eks. en boligudlejningsejendom betyder at tilbudspligten til lejerne³² omgås. Dette er set med Carlsbergfonden's salg af 6 ejendomme i København, hvor beboerne tager retslige skridt for at få denne tilbudspligt³³.

Som nævnt tidligere, så er sammenligningsgrundlaget for lejen, at man sammenligner, det man skal udleje med de seneste udlejninger i området og justere herefter for specifikke forhold. Der kan være rigtig mange ting, som har betydning for denne justering. F.eks. beliggenhed nær offentlig transport såsom S-tog, Metro inkl. de nye stationer under opførelse, kontorindretningen, bygningens faciliteter, fælles og driftsudgifter pr. m² årligt, antal elevatorer, aircondition, lysindfald, type af udlejer, antal af parkeringspladser til lejermålet, fredning, faciliteter i nærområdet, internet forbindelse, planlagte vedligeholdelse opgaver osv.

Det er klart at nogen af de faktorer, som påvirker lejen, har større betydning end andre, f.eks. beliggenheden, så har segmentet meget stor betydning for graden af betydningen af faktorerne. F.eks. er mikrobeliggenheden af meget større betydning ved en butik på f.eks. Strøget, end ved en kontorejendom, hvor et par hundrede meter forskel ikke har samme betydning.

Tilsvarende er der en tendens til, at man gerne vil være sammen med konkurrerende virksomheder eller brancher. Dette ses ofte med optikkere, bilforhandlere, skobutikker, læger, finansielle virksomheder eller mindre advokat partnerskaber. Der er tillige et begreb som ankerlejere, som har meget stor tiltrækningskraft på andre lejere. Indenfor butikssegmentet er det f.eks. apoteker, større supermarkeder.

For kontorlejemål er dette ikke helt så udpræget men, det er klart at samarbejdspartnere ofte gerne vil være i samme områder. Her tænkes f.eks. på mindre og mellemstore advokatvirksomheder.

Noget som kan have meget stor betydning for, hvor attraktiv et område er, er muligheden for parkering og prisen herfor samt, om det eventuelt er omfattet af en fremtidig betalingsring. Dette sås ganske tydeligt, da forrige regering talte om indførelse af en betalingsring omkring København, hvor lejemaal inden for betalingsringen ikke havde samme efterspørgsel.

Der skelnes også mellem København og Frederiksberg kommune, da der er forskel i prisen for en parkeringsplads og også i ejendomsskat.

Ved at medtage Valby, som en beliggenhed, i analysen, så er det kun to erhvervsmæglerfirmaer, som oplyser denne i deres markedsrapporter, og det er en udfordring, da man dermed ikke kan sige noget om, det er det korrekte lejeniveau.

Som alternativ kan man ved en søgning på Oline.dk, april mdr. 2016, se at Valby har en markedsleje i niveau på kr./m²/årligt 1.075 for moderniseret og kr. 1.200 for et projekt for nybygget kontor. Dette er udbudspriser, så der er ikke gennemført en udlejning, men kr. 1.100 for en tranaktion omkring årsskiftet er nok ikke så urealistisk i vores subjektive vurdering.

Markedsrapporterne er analyseret og nedenstående Tabel nr. 4 viser en sammenfatning af markedsrapporter for leje og afkast, hvor man visuelt kan få et overblik over forskellene i lejen.

Tabel nr. 4 Sammenfatning over analysen af markedsrapporter for leje og afkast

Mæglerfirma	1. kvartal 2015		1. kvartal 2016					
	City - Indre København		City - Indre København (CBD)		Havneområdet Nord København		Valby	
	Leje kr.	Afkast %	Leje kr.	Afkast %	Leje kr.	Afkast %	Leje kr.	Afkast %
CBRE	1.650	4,75	1.700	4,25	1.700	4,25	-	-
Colliers	1.700	5,00	1.700	4,75	1.800	4,75	-	-
DTZ	1.750	5,00	1.200-2.000	4,50	1.200-2.000	4,50	-	-
EDC	1.700	5,00	1.900	4,75	1.900	4,75	1.100	6,25
Nybolig	1.800	4,50	1.400-1.800	4,50-5,00	2.100-2.550	4,75-5,00	-	-
RED	1.650	5,00	1.700	4,25	1.800	4,25	-	-
Sadolin & Albæk	1.750	4,50	1.750	4,00-4,25	1.800	4,25	1.100	-
Middel	1.714	4,82	1.707	4,48	1.846	4,55	1.100	6,25
Høj	1.800	4,50	2.000	5,00	2.550	5,00	1.100	6,25
Lav	1.650	5,00	1.200	4,00	1.200	4,25	1.100	6,25
Forskel	150	0,50	800	1,00	1.350	0,75	-	-

Markedslejen er kr. pr. m²/ årligt eksklusiv driftsomkostninger og moms.

Kilde: Egen tilvirkning efter analyse af data og markedsrapporter fra de 7 større mæglerfirmaer.

Som det kan ses af ovenstående tabel, når man kigger på City – indre København, kan man ikke entydigt sige ud fra mæglerselskabet, som havde den høje værdi i 2015, at de også ligger i den høje ende i 2016, altså kan man ikke konkludere, at nogen erhvervsmæglerfirmaer er mere konservative i deres værdiansættelse af lejen eller for så vidt afkastet end andre. Som tidligere beskrevet, så er spændet fra 2015 til 2016 også markant anderledes. Der er nederst lavet et gennemsnit, høj og lav samt forskellen mellem høj og lav. Disse tal vil i kapitel 3. Finansiering af ejendomme, blive brugt til at beregne leasingydelse og vise sensitiviteten i de forskellige scenarier.

Caseejendommen er stort set nævnt i alle markedsrapporterne, dog med forskellige fakta oplysninger. Således er ejendommens m^2 mellem 13-16.000 m^2 , afkastet er mellem 4,20 % og 4,85%. Prisen er dog forholdsvis ens for alle, da denne er opgivet uden moms. For analyse formål er det alt for usikkert, da det ikke er til at bestemme, hvilket data grundlag man skal benytte.

F.eks. er 3.000 m^2 , til en markedsleje på kr. 1.750, en årlig forskel på kr. 5.250.000 i indtægtsgrundlaget og en forskel på 0,65 %, fra 4,20 % til 4,85 % i afkast betyder et udsving på kr. -16.752.577 i værdien på basis af alene de 3.000 m^2 .

I DCF beregningerne vil følgende leje pr. m^2 blive brugt, Havneområdet Nord kr. 1.750, City-CBD kr. 1.700, og Valby kr. 1.100. Disse lejeniveauer bliver herefter justeret med kr. 100 i op- og nedadgående retning for de tre beliggenheder i DCF beregningerne som senere bliver kommenteret på i scenarieanalysen i kapitel 5.

For caseejendommen, er der tale om, at man har analyseret markedet for lejen i sommeren 2015 og fastsat denne og baseret på ovenstående tabel, så er lejen under middelværdien for januar 2016, men det vurderes alligevel at være markedskonformt til udbudstidspunktet for Sale & Lease Back.

2.3.2. Afkast

Man kan definere afkast som en procentsats der fremkommer ved at dividere salgssummen med lejeindtægten pr. 1. år netto. Dette kaldes også for starts afkastet af en investering.

Hvor lejen er påvirket af mere lokale faktorer, er afkastet derimod også globalt påvirket. Som nævnt i tidligere afsnit, så er ejendomsinvesteringer fra udenlandske investorer steget markant, og sidste år blev over 50 % af investeringerne foretaget af disse. De makroøkonomiske faktorer såsom prisen på olien og renten på de internationale markeder påvirker også afkastet. Dvs., at man kan se, at verdensøkonomien også påvirker afkastet på det danske marked.

Tilsvarende som med lejen, når man skal fastsætte afkastet bliver sammenligneligheds princippet benyttet.

Qua det Københavnske investeringsmarked i ejendomme har tiltrukket investorer fra udlandet, medfører dette at konkurrencen om at få de bedste ejendomme bliver skærpet og dermed så falder afkast. Men de danske pensionsselskaber har også investeret i ejendomme, blandt andet da det afkast, man kan få på de finansielle markeder, har været meget volatilt og ikke specielt stort, når risikoen tages i betragtning.

Dette har desuden medført budrunder på ejendommene i de sidste par år, hvilket også er med til at gøre afkastet mindre.

Markedsrapporter fra flere af de seriøse erhvervsmæglerfirmaer meddeler om stigende efterspørgsel på investeringsejendomme i København. Dette har selvfølgelig også betydning, at der har været faldende afkastkrav qua stor interesse fra udenlandske investorer og mætning af markederne i Norden og Europa.

Den usynlige grænse på 4 % er brudt og ikke længere den nedre grænse for handler i København, som har fået f.eks. ATP-ejendomme til at meddele, at de ikke længere vil investere i kontorbygninger i København.

Tabel nr. 4 Sammenfatning af markedsrapporter for leje og afkast, viser når man kigger på City – CBD at spændet i afkastgraden er steget fra 0,50 % til 1 % fra den højeste til den laveste i markedsrapporterne. Igen som med lejen, kan man ikke sige noget entydigt om, at de erhvervsmæglerfirmaer som havde det laveste afkast i 2015 også vil have det laveste i 2016, for det er ikke tilfældet. Det eneste, man kan udlede af de to år, er at afkast middeltallet er faldet med ca. 0,3 %.

Afkastprocenten, som vi benytter i DCF beregninger, er 4 %, 4,50 % og 5 % for både caseejendommen og City – CBD, mens for Valby er det 5,75 %, 6,25 % og 6,75 %.

Vi har valgt at bruge intervaller på 0,50 %, da det tydeliggør ændringerne i værdiansættelsen i vores forskellige scenarier.

Vores caseejendom er solgt til et afkast på 4,1588%, hvilket er mindre end det middeltal som er analyseret i Tabel nr. 4 Sammenfatning over analysen af markedsrapporter for leje og afkast, på 4,55 %. Om det er formen med auktion som har betydet det mindre afkast eller andet er svært at sige noget konkret om. Det er dog sådan at Jeudan som eneste danske selskab var blandt de 3 sidste investorer.

2.4. Teoretisk afkast - CAPM

De traditionelle metoder er omtalt i afsnit 2.1.1 og 2.1.2, hvor både afkast og DCF modellen er gennemgået. Det teoretisk afkast kan blive bestemt ved hjælp af flere modeller, der kan benyttes flerfaktor modeller som Arbitrage Pricing theory³⁴ (APT) hvor forskellige faktorer bliver bestemt og enfaktor modeller som Capital Asset Pricing Modellen³⁵ (CAPM).

Der henvises til Bilag nr. 2 Varians, kovarians, beta, CAPM og WACC beregninger, for et bedre overblik over beregningerne af alle de forskellige parametre, der er beregnet til brug for det teoretiske forventede afkast, der gennemgås i de følgende afsnit.

CAPM modellen benyttes til beregning af det teoretiske afkast og hvor formelen for CAPM er:

Formel nr. 3 CAPM

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \cdot (E(R_M) - R_f)$$

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, s. 43.

$E(R_i)$ er det forventede afkast på ejendommen, R_f er den risikofrie rente, β_i er beta for ejendommen, som beregnes vha. Jeudan og $E(R_M)$ er det forventede afkast på markedsporteføljen.

CAPM er en model, der bygger på, at det alene er systematisk risiko der giver anledning til en risikopræmie, da al usystematisk risiko er blevet bortdiversificeret. Denne systematiske risiko der påvirker alle aktiver i vores økonomi påvirkes af de generelle markedsøkonomiske faktorer som inflation, oliepris, BNP, rente osv.

I de efterfølgende afsnit vil hver enkelt parameter af CAPM blive gennemgået, for så endeligt at blive beregnet i afsnit 2.4.4. Beregning af CAPM.

2.4.1. Risikofrie rente - R_f

Den risikofrie rente er den minimums rente, som en investor over en given tidsperiode, kan opnå uden at have en risiko ved en investering³⁶. Selvom dette er teoretisk korrekt, vil der altid være en risiko i praksis, men denne kan reduceres betydeligt ved brug af Statsobligationer.

Den risikofrie rente bliver ofte fundet ved brug af f.eks. 10-årige Statsobligationer og dennes effektive rente, da disse anses som værende risikofrie. Den effektive rente ændrer sig i løbet af dagen både i op- og nedadgående retning og fastsættes dagligt på baggrund af gennemsnitskursen.

Mange lande udsteder statsobligationer, men det er vigtigt at vurdere på landets rating, jo bedre rating, jo mindre risiko er der for landets konkurs, og derved kommer Statsobligationen tæt på den risikofrie rente. Nedenfor viser tabellen et udpluk af forskellige landes rating, fra rating firmaerne S&P, Moody's, Fitch og Trading Economics sammen med deres fremtidig prognose.

Som det fremgår af nedenstående tabel, er den Græske statsobligation markant mere risikofyldt end den Danske. Danmark har den højeste rating på AAA hos S&P, Moody og Fitch³⁷, og det er tilsvarende for Sverige og Tyskland. Vælges en statsobligation, hvor landet har en høj rating, minimeres risikoen.

Tabel nr. 5 Landes rating

Land/Rating selskab	S&P	Outlook	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook	TRADING ECONOMICS	Outlook
Schweiz	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE	100	STABLE
Danmark	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE	99	STABLE
Den Europæiske Union	AA+	NEGATIVE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE	99	NEGATIVE
Tyskland	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE	99	STABLE
Sverige	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE	99	STABLE
Norge	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE	98	STABLE
USA	AA+	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE	97	STABLE
Grækenland	B-	STABLE	Caa3	STABLE	CCC		9	STABLE

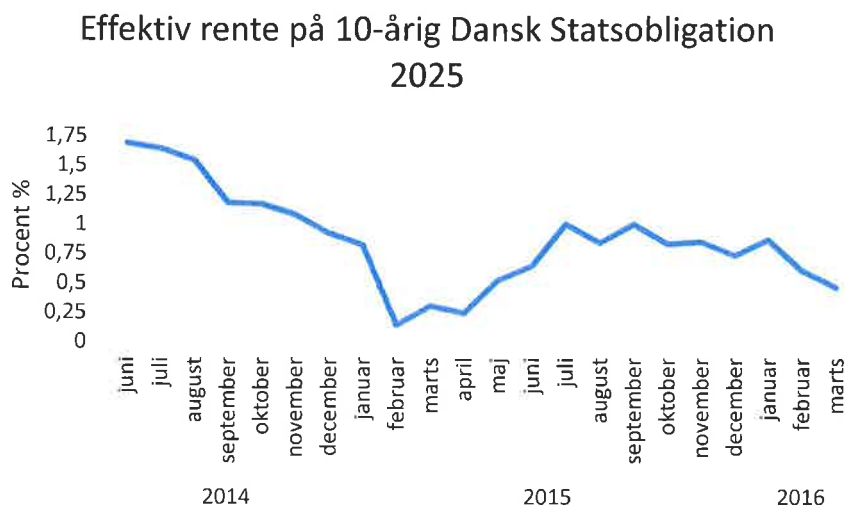
Kilde: Egen opstilling efter data fra <http://da.tradingeconomics.com/country-list/rating>

Den effektive rente er historisk lav, og det kan argumenteres, at det er urealistisk at benytte den danske 10-årige Statsobligation i vores beregninger, da renten må antages at stige i en 10-årige periode. Man kunne også anvende et historisk gennemsnit over en given tidsperiode, som matcher ejendommens levetid eller 50-100 års gennemsnit.

Der er et utal af muligheder, men det kan på den anden side argumenteres, at det reflektere de makroøkonomiske faktorer, der også bliver afspejlet i de andre parametre som vi benytter, og derved ved at benytte denne, er der ens forudsætninger i vores beregninger.

Nedenstående graf illustreret den effektive rentes bevægelse i en 22 måneders periode.

Graf nr. 2 Effektiv rente på 10-årig Dansk Statsobligation 2025



Kilde: Egen tilvirkning efter data fra Nasdaqomxnordic

Det fremgår af grafen, at der i perioden har været et spænd på ca. 1,6 % og at der i 2016 første par måneder har været en faldende tendens.

Set i forhold til renteutviklingen på pengemarkedet, hvor realkredit-, obligations- og den korte euro rente siden 1998 har haft ganske store bevægelser, som illustreres i nedenstående graf, er renten faktisk blevet negativ på den korte rente i 2015. Den europæiske centralbank (ECB) har ved sidste rentemøde fastholdt den korte rente på -0,40 %.

Graf nr. 3 Renteudviklingen i perioden 1998-2015 for kort DKK, Euro og lang DKK obligationer



Kilde: Egen graf baseret på data fra Realkreditrådet

Det ses fra grafen, at der har været et spænd på over 8 % på den korte rente både i DKK og Euro i perioden 1998-2016. En af årsagerne til dette er fastlåsningsen på pengemarkedet, der opstod under finanskrisen pga. usikkerheden om, hvorvidt de finansielle aktører kunne leve op til deres forpligtigelser. Denne fastfrysning betød, at der blev brug for adskillige bankpakker for at stabilisere den finansielle sektor og ikke kun i Danmark.

Det har efterfølgende medført, at man har etableret SIFI³⁸ som er systemisk vigtige finansielle institutter. De danske SIFI-institutter er Danske Bank A/S, Nykredit Realkredit A/S, Nordea Bank Danmark A/S, Jyske Bank A/S, Sydbank A/S og DLR Kredit A/S. Disse udpeges, såfremt de har én eller flere af følgende tre indikatorer:

1. Instituttets balance udgør mere end 6,5 pct. af Danmarks bruttonationalprodukt.
2. Instituttets udlån i Danmark udgør mere end 5 pct. af de danske penge- og realkreditinstitutters samlede udlån i Danmark.
3. Instituttets indlån i Danmark udgør mere end 5 pct. af de danske pengeinstitutters samlede indlån i Danmark.

Den lave rente på pengemarkedet giver investorer store udfordringer, da placeringen af formuen i denne, så ikke opnår et positivt afkast. Dette er bl.a. én af årsagerne til at f.eks. investeringer i ejendomssegmentet er steget markant, da der her er et positivt afkast.

Til de videre beregninger for den R_f , qua Jeudan er et dansk selskab samt ovenstående lande rating, benyttes den Danske Statsobligation 2025, der pr. 4. januar havde en effektiv rente på 0,868 %.

2.4.2. Beta - β

Beta er udtryk for volatiliteten, følsomheden eller systematisk risiko ved en investering set i forhold til markedet. Beta kan beregnes vha. formel:

Formel nr. 4 Beta $\beta_i = \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2}$

Formel nr. 5 Kovarians $\sigma_{A,B} = \sum_{i=1}^n p_i * [R_{i,A} - E(R_A)] * [R_{i,B} - E(R_B)]$

Formel nr. 6 Varians $\sigma_A^2 = \sum_{i=1}^n p_i * [R_{i,A} - E(R_A)]^2$

Kilde: Formeloversigt fra Portfolio Analysis, HD 2. år, 1 semester s. 1 samt BMA s. 181 og 193.

Hvor β_i fremkommer ved kovariansen mellem Jeudan i og markedet M ($\sigma_{i,M}$) divideret med variansen for markedet (σ_M^2). Hvor kovariansen er det gennemsnitlige produkt af afvigelserne, er variansen et mål for, hvor meget observationerne i gennemsnit afviger fra gennemsnittet.

Systematisk risiko er en generel markedsræssig risiko, der systematisk rammer alle aktiver i større eller mindre grad afhængigt af deres beta. Denne systematiske risiko kan ikke bortdiversificeres modsat den usystematiske risiko, som netop kan bortdiversificeres ved at sprede investeringerne i en portefølje af aktier.

Idet indsamling af data, bearbejdelse og analyse samt beregning af beta er ganske tidskrævende, ville det jo hensigtsmæssigt at bruge de oplyste betaværdier fra Reuters³⁹ og MSN⁴⁰ på hhv. 0,59 og 0,51, der er beregnet mod et bestemt indeks, men da det ikke er muligt at kunne verificere underliggende data, er beregningerne foretaget selvstændigt til hovedopgaven.

Da Jeudan ikke har tilknyttet aktieanalytikere som løbende analyserer aktien, har det ikke været muligt at fremskaffe aktierapporter om Jeudan, hvor der normalt også er beregnet en betaværdi, som er opdateret efter seneste årsrapport 2015.

Idet der udarbejdes beregninger for betaværdien for Jeudan skal dette matches mod et indeks. I valg af indeks er der udvalgt 4 forskellige. Copenhagen Benchmark Cap GI med 43 aktier, Copenhagen Cap GI med 144 aktier, Copenhagen Real Estate GI med 10 aktier og det nordiske N Real Estate EUR GI med 46 aktier. Disse indeks dækker derfor både over et bredt udsnit af danske aktier og de mere branche præget ejendomsaktier både i Danmark og i Norden.

Der er indhentet daglige kurser på Jeudan og de 4 aktieindeks i den tid, som Jeudan har været børsnoteret. Da der ikke har været overensstemmelse i de forskellige indeks og Jeudan med hensyn til tidsperiode, f.eks. pga. indeks er oprettet på en senere dato, er der korrigeret tidsperiode, så den løber fra 2. januar 2006 til 30. december 2015, altså i en 10-årige periode, der også er i overensstemmelse med de andre beregningsperioder.

Herefter er alle indhentede kursdatoer i perioden blevet sammenlignet og korrigeret således, at Jeudan og de 4 indeks alle er repræsenteret med de samme kursdatoer i denne 10-årige periode, så datagrundlaget er ensartet, da der i perioden var mange uoverensstemmelser.

Da der er lavet beregninger på daglig, ugentlig, månedlig og årlig observationer, har fremgangsmåden været den samme i disse observationsperioder, hvor den sidste mulige dag i året, måned og ugen er valgt til brug for beregningerne.

Ved at lavet beregningerne i forskellige observationsperioder såsom daglige, ugentlige, månedlige og årlige bliver det fremhævet, hvor stor forskel, der er i resultatet afhængigt af observationsperioden og type af indeks. Det viser bl.a., hvor let man kan manipulere med resultatet, og således fremkomme med den betaværdi, som passer bedst til ens formål.

I valg af indeks for dataunderlag for beregningen af beta, er der lagt vægt på, at der foruden tilpas mange observationer (min. 60 stk.) også skulle være en diversifikationseffekt, (dvs. 30-40 aktier), så den systematiske risiko alene er tilbage og ingen usystematisk risiko. Det danske Copenhagen Real Estate GI indeks indeholder kun 10 aktier og er medtaget for at vise, at man ikke opnår denne diversifikation, og dermed stadigvæk har usystematisk risiko.

Desuden er volumen og antal af handler også en faktor, som bør nævnes, da dette har betydning for kursbevægelserne på aktien. Jeudan har to store investorer: William Demant Invest A/S med 42,0% og Chr. Augustinus Fabrikker Aktieselskab med 40,5%, i alt 82,5 % af aktiekapitalen jf. årsregnskabet 2015, herudover er der yderligere 2.416 andre navngivne aktionærer som tilsammen ejer over 14,5 % af aktierne.

Dvs. at der er over 97 % navngivne aktionærer. Derudover har betydningen af mangelfuld handler, at man risikere at underestimere betaen, da kursen ikke er synkroniseret med markedet.

Dette minimerer automatisk volumen, og det antal handler som der finder sted på Nasdaqomx børsen, og vi estimerer at det kun er ca. max. 15 % af aktiekapitalen som reelt handles jævnlgt på børsen. Ved gennemgang af daglige data for perioden 2. januar 2006 til 30. december 2015, er de gennemsnitlige daglige tal for antal handler beregnet til 29,50, volumen til 3.518 og omsætning til 1.051.731.

I valg af indeks, er der lagt vægt på at Jeudan er et dansk selskab, så det danske OMX Copenhagen Benchmark CAP GI og OMX Copenhagen CAP GI er oplagte, men da Jeudan er et ejendomsselskab, så er branche/sector indeks såsom OMX Copenhagen Real Estate GI eller det nordiske indeks N Real Estate EUR GI også relevante, da man så kan se, om Jeudan gør det bedre end indeksene.

De forskellige indeks er nøje overvejet for antallet af aktier, og hvordan det påvirker Jeudan.

Nedenfor ses vores beregninger af varians, kovarians og betaværdier for de forskellige indeks og Jeudan.

Tabel nr. 6 Egne beregninger af varians, kovarians og betaværdier

Varians, Kovarians og Betaværdier			
	σ^2	$\sigma_{J, Indeks}$	$\sigma^2 / \sigma_{J, M}$
Dagligt data målt mod Jeudan i perioden 2-1-06 til 30-12-15	Varians	Kovarians	Beta
OMX Copenhagen Benchmark Cap_GI, (DK0060487494) 43 aktier	0,00018	0,000036	0,2035
OMX Copenhagen Cap_GI, (DK0060487817) 144 aktier	0,00014	0,000034	0,2410
OMX Copenhagen Real Estate GI, (DK0060378958) 10 aktier	0,00014	0,000112	0,8094
N Real Estate EUR GI, (SE0004384766) 46 aktier	0,02041	0,000003	0,0001
Ugentligt data målt mod Jeudan i perioden 2-1-06 til 30-12-15	Varians	Kovarians	Beta
OMX Copenhagen Benchmark Cap_GI, (DK0060487494) 43 aktier	0,00090	0,000121	0,1350
OMX Copenhagen Cap_GI, (DK0060487817) 144 aktier	0,00073	0,000115	0,1582
OMX Copenhagen Real Estate GI, (DK0060378958) 10 aktier	0,00065	0,000413	0,6385
N Real Estate EUR GI, (SE0004384766) 46 aktier	0,00152	0,000175	0,1150
Månedligt data målt mod Jeudan i perioden 2-1-06 til 30-12-15	Varians	Kovarians	Beta
OMX Copenhagen Benchmark Cap_GI, (DK0060487494) 43 aktier	0,00317	0,001129	0,3566
OMX Copenhagen Cap_GI, (DK0060487817) 144 aktier	0,00264	0,001072	0,4052
OMX Copenhagen Real Estate GI, (DK0060378958) 10 aktier	0,00369	0,002331	0,6314
N Real Estate EUR GI, (SE0004384766) 46 aktier	0,00447	0,001310	0,2928
Årligt data målt mod Jeudan i perioden 2-1-06 til 30-12-15	Varians	Kovarians	Beta
OMX Copenhagen Benchmark Cap_GI, (DK0060487494) 43 aktier	0,08230	0,039016	0,4741
OMX Copenhagen Cap_GI, (DK0060487817) 144 aktier	0,07144	0,037910	0,5307
OMX Copenhagen Real Estate GI, (DK0060378958) 10 aktier	0,07138	0,051568	0,7225
N Real Estate EUR GI, (SE0004384766) 46 aktier	0,04059	0,016336	0,4024

Kilde: Egne beregninger med data fra Nasdaqomx

Som det fremgår af tabellen, så er der markante forskelle i betaværdien afhængig af tidsperioden for observationerne, men også i forhold til indeks. F.eks. under daglige observationer for de 2 branche/sekter indekser er betaværdien 0,0001 i det Nordiske indeks og 0,8094 i det danske. Dette er det største spænd i betaværdien og alle de andre beregninger ligger herimellem. Det viser, at man ved at vælge tidsperiode og indeks kan få beregnet en beta, som passer ens videre beregninger og det teoretiske afkast, man ønsker.

Beta er beregnet ud fra OMX Copenhagen Cap og månedlige observationer til 0,4052.

Betydningen af betaværdien kan forklares ved at en betaværdi, som er lig 1, bevæger sig fuldstændigt som markedsporteføljen i både op- og nedadgående retning. En betaværdi på 0,50 betyder, at kun 50 % af udsvingene sker i både op og nedadgående retning. Så hvis markedet går op med 200, vil det med en beta på 0,50 betyde en stigning på 100. En beta på over 1 indikerer, at aktien er cyklisk, og hvis den er under 1, at den er defensiv.

Man kan derfor på baggrund af beregningerne udtale, at Jeudans med en beta på 0,4052 er en defensiv aktie, som bevæger sig med 40,52 % af udsvingene i markedet.

2.4.2.1. Justeret Beta

I tidligere og senere afsnit er følgende benyttet i beregningen af rå beta, indeks OMX Copenhagen CAP samt R_f på 0,868 %. Da beregningen af beta er sket på baggrund af historiske data, er den derved ujusteret eller en rå beta.

Når man skal bruge denne rå beta til fremtidige prognoser, så går man ud fra at en beta over 1, vil bevæge sig ned mod 1 og tilsvarende for en beta under 1, som vil bevæge sig op mod 1. Alt andet lige vil betaen i fremtiden bevæge sig mod 1.

Det er forskelligt, hvordan den justerede beta beregnes, men der er typisk to måder som benyttes ved hjælp af en vægtede formel for justeret beta:

Formel nr. 7 Adjusted beta

$$\beta = w \times \text{raw } \beta + (1 - w) \times 1.0$$

Kilde: <http://financetrain.com/adjusted-and-unadjusted-beta/> og Bloomberg

Der er to måder at justere den beregnede rå beta på, i den finansielle verden, nemlig i forhold 3/4:1/4 og 2/3:1/3, hvor den sidste ofte er benyttet af f.eks. Bloomberg.

Tabel nr. 7 Adjusted beta beregninger

Adjusted Beta beregning	
Beta beregnet vha. OMX Copenhagen Cap GI månedlige data	0,4052
Adjusted Beta 1: $0,75+0,25*0,4052$	0,8391
Adjusted Beta 2: $0,67+0,33*0,4052$	0,7877

Kilde: Egne beregninger med data fra Nasdaqomx

Da Jeudan har en høj andel af fremmedkapital på 74,4 % vil beta blive justeret med forholdet 3/4:1/4, og fremkommer derved til en justeret beta på 0,8391 som vil blive brugt i beregning af CAPM.

2.4.3. Afkast på markedsporteføljen – E(RM)

Da markedsporteføljen i teorien indeholder samtlige aktiver i verdensøkonomien, dvs. finansielle og reale aktiver, guld og ædelsten osv., så er den umulig at sammensætte i praksis, så man benytter en approximation som et aktieindeks. Markedsporteføljen er 100 % diversificeret, og består derfor kun af systematisk risiko. I afsnit 2.4.2. Beta, blev valget af indeks begrundet.

I de fire indeks, som der er valgt at benytte, er der markant store udsving i det gennemsnitlige afkast, når vi ser på de forskellige tidsperioder af observationer og antallet af aktier i indeksene. Disse er vist i nedenstående tabel.

Tabel nr. 8 Gennemsnitlige afkast på markedsporteføljen for indeks i perioderne og antal af observationer

Afkast på markedsporteføljen	Gennemsnitlige				Antal observationer			
	Årlig	Månedlig	Ugentlig	Daglig	Årlig	Mdr.	Uge	Daglig
OMX Copenhagen Benchmark Cap GI, (DK0060487494) 43 aktier	15,52%	0,99%	0,24%	0,05%	10	121	524	2479
OMX Copenhagen Cap GI, (DK0060487817) 144 aktier	14,22%	0,91%	0,22%	0,04%	10	121	524	2479
OMX Copenhagen Real Estate GI, (DK0060378958) 10 aktier	-1,87%	-0,37%	-0,10%	-0,02%	10	121	524	2479
N Real Estate EUR GI, (SE0004384766) 46 aktier	19,94%	1,59%	0,39%	0,33%	10	121	524	2479

Kilde: Egen tilvirkning efter egne beregninger med data fra Nasdaqomx

Som man kan se af tabellen, er antallet af observationer i de forskellige tidsperioder, rangerende fra 10 i den årlige til 2.479 i den daglige tidsperiode. Som tidligere omtalt, der skal være mindst 60 observationer for at give valide resultater, hvorfor årlige observationer fravalgt. Da data trukket fra børsen, kun er med 2 decimaler, vil det have alt for stor matematisk betydning ved omregning til årligt afkast, hvis man benyttede de ugentlige eller daglige gennemsnit observationer og dette giver for stor fejlmargen. Der tages derfor udgangspunkt i det gennemsnitlige månedlige afkast, som omregnes til årligt afkast.

Dernæst er antallet af aktier i indekset vigtigt for diversifikationen, og det danske OMX Copenhagen Real Estate indeks har 10 aktier og det danske OMX Copenhagen Benchmark Cap indeks har 43 aktier.

Disse er fravalgt, da det er under eller på grænsen for mindste antallet, hvis man skal opnå diversifikationen.

Da N Real Estate EUR kun har 46 aktier og Jeudan er et dansk selskab og forholdsmæssigt en lille spiller i det Nordiske indeks, er dette også fravalgt både qua antal af aktier men også at være et nordisk indeks.

Dermed bliver OMX Copenhagen Cap indekset med 143 aktier og på baggrund af månedlige observationer, den valgte approximation på markedsporteføljen.

Tabel nr. 9 Forventet årligt afkast på valgte markedsportefølje

Beregning af afkast på markedsporteføljen for mdr. tal	
Årligt afkast på markedsporteføljen OMX Copenhagen Cap_GI	11,49%
Kilde: Egen tilvirkning efter egne beregninger med data fra Nasdaqomx	

Som det fremgår af ovenstående tabel, er det forventede årlige afkast på marked beregnet til 11,49 %, baseret på gennemsnitlige månedlige observationers afkast og fremkommer derved $E(R_M)$.

2.4.4. Beregning af CAPM

Der er i de øvrige afsnit gennemgået de forskellige parametre, som benyttes til beregningen af CAPM og selve beregningen af CAPM kan nu foretages.

Formel nr. 3 CAPM $E(R_i) = R_f + \beta_i \cdot (E(R_M) - R_f) \Leftrightarrow 0,0978 = 0,00868 + 0,8391 \cdot (0,1149 - 0,00868)$

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, s. 43.

Tabel nr. 10 Jeudans teoretiske afkastkrav beregnet med beta og justeret beta værdier

CAPM beregning	Re
$CAPM = 0,00868 + 0,4052 \cdot (0,1149 - 0,00868)$	0,0517
$CAPM = 0,00868 + 0,8391 \cdot (0,1149 - 0,00868)$ vha. Adjusted Beta 1	0,0978
$CAPM = 0,00868 + 0,7877 \cdot (0,1149 - 0,00868)$ vha. Adjusted Beta 2	0,0924

Kilde: Egen tilvirkning efter egne beregninger med data fra Nasdaqomx

Det betyder, at der er et teoretisk forventet afkast på 9,78 % p.a. Ifølge Nasdaqomxnordic har Jeudan haft et løbende afkast i det sidste år på 9,79 % for det sidste år og et årligt afkast i 2015 på 40,94 %.

3. FINANSIERING AF EJENDOMME

I forbindelse med opførelsen, køb, leje samt salg af en fast ejendom skal ledelsen i en virksomhed tage stilling til en lang række områder. Herunder kapitalbudgettering, optimal kapitalstruktur samt løbende at tilpasse arbejdskapitalen, så virksomheden bliver drevet bedst muligt.

Det kan koste en virksomhed dyrt, i forbindelse med fremskaffelse af den kapital, der er nødvendig for at kunne investere i en ejendom. Ledelsen må derfor undersøge forskellige alternativer grundigt før en beslutning træffes. De skal blandt andet vælge mellem forskellige lånudbydere samt lånetyper, herunder om det bedst kan betale sig at leje en bygning, frem for eksempelvis at købe eller lease.

Vælger de, at der skal optages gæld, for at finansiere en ejendom er det vigtigt, at den rente virksomheden låner til, er lavere end afkastet fra ejendommen, ellers er det afkast ejendommen yder, ikke værdi skabende for virksomhedens drift.

Ledelsen bliver også nødt til at have offeromkostninger med i deres beslutningsgrundlag. Her er det vigtigt, at de har styr på, om de alternativer man eventuelt kunne have brugt egenkapitalen til, at investere i, ikke har et større afkast end det, man kan låne til. Er den effektive rente efter skat, på lånet, højere end virksomhedens afkast, så kan det bedre betale sig for virksomheden, at optage gæld til anskaffelse af ejendommen og investere egenkapitalen i andre alternativer.

Det er her vigtigt, at disse andre alternativer har samme risiko som ejendommen, ellers har man ikke et validt sammenligningsgrundlag på de to investeringen, hvilket kan gøre, at der bliver valgt den forkerte finansieringsløsning.

3.1. Typer af finansiering

Når man ser på, hvilke muligheder en virksomhed har for, at finansiere købet af en ejendom, er der tre finansieringsformer, som traditionelt har været mest anvendt.

- Realkreditlån
- Kontant/egne midler/evt. sælgerpantebreve
- Bank/pengeinstitut

Disse finansieringsformer vil blive beskrevet i afsnit 3.1.2 og 3.1.3.

Gennem de seneste år er der kommet flere typer finansieringsformer til. Herunder eksempelvis Leasing og crowdfunding. Leasing er gennem de senere år blevet en mere og mere benyttet finansieringsform, når en virksomhed skal ud at finansiere sin ejendom.

Specielt leasing i form af sale and lease back er vokset gennem de sidste par år. Der findes to forskellige former for sale and lease back.

Den ene form for sale and lease back er, hvor virksomheden sælger sin ejendom til et leasingselskab for så, at lease den tilbage igen på en leasingaftale, hvor de stadig bevarer muligheden for at hjemtage en gevinst, hvis ejendommen stiger i værdi, mere om det i afsnittet 3.1.1.5. Leasingaftalen.

Den anden form er, hvor virksomheden vælger at sælge ejendommen til et leasingselskab, for så derefter at leje den tilbage på, på forhånd aftalte lejevilkår. Dette kaldes også sale and lease back, men det er vigtigt at holde de 2 former adskilt. Årsagen skal findes i, at selve aftale grundlaget i kontrakterne er forskellige.

Den sidste form bliver som oftest anvendt af virksomheder, som vurderer at drift af ejendomme ikke er noget de vil bruge tid på, da det ikke er en del af deres kerne forretning. Det seneste eksempel på denne form for sale and lease back, er Danske banks salg af deres hovedsæde i Holmens kanal⁴¹.

Der er også andre måder, at finansiere sin ejendom på. Virksomheder kan blandt andet benytte sig af sælgerpantebreve samt af crowdfunding. Crowdfunding er ikke noget, der fylder meget på det danske ejendomsmarked endnu, men gennem den seneste tid, er medierne begyndt at give denne finansieringsform øget opmærksomhed⁴².

Crowdfunding skal ses som en positiv tilføjelse til de mere traditionelle finansieringsformer, men den vil ikke, som det ser ud nu, kunne erstatte realkreditinstitutter eller banker, og skal derfor ses som et supplement til disse.

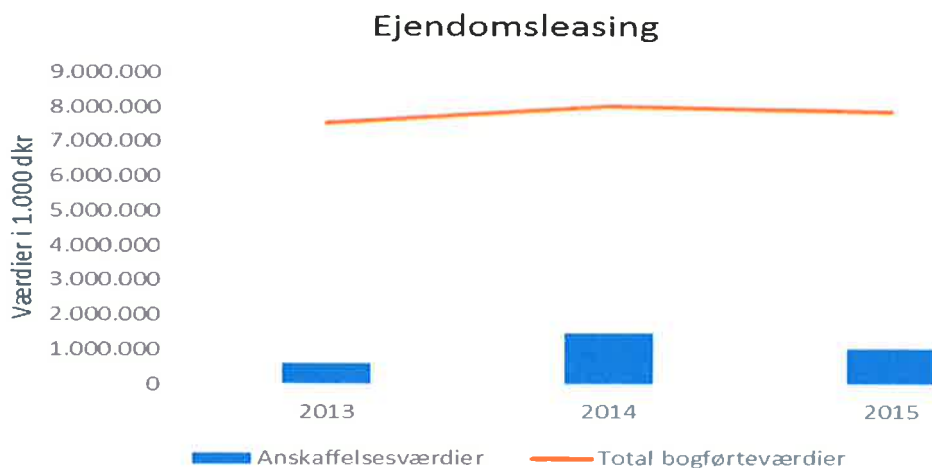
3.1.1. Ejendomsleasing

I Danmark findes der flere udbydere af ejendomsleasing, dog sidder en udbyder, Nordania leasing, på godt 99% af markedet⁴³. Dette tal skal tages med et lille forbehold, da markedsandelen er taget fra de indmeldinger leasingselskaber foretager til Finans og leasing.

Der er ikke noget krav, om at tal skal indrapporteres. Endvidere er der heller ikke noget krav om, at man som leasingselskab i Danmark skal være medlem af Finans og leasing, hvorfor der er risiko for at markedsandelen ikke er hel reel. Gennem netværk i finans- samt ejendomsbranchen bekræftes tallet rimelig retvisende.

Ses der på, hvor meget der bliver leaset ejendomme for om året i Danmark, er der de sidste 3 år leaset for:

Graf nr. 4 Ejendomsleasing – Anskaffelsessværdier og total bogførte værdier



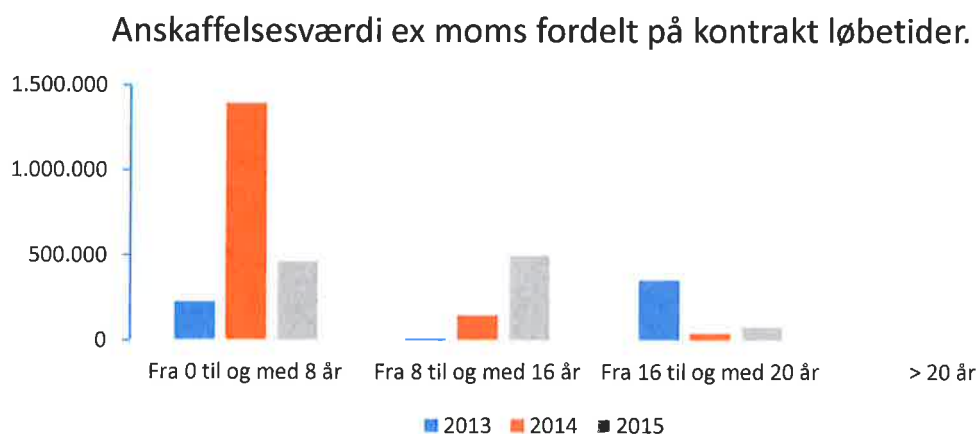
Kilde: Finans og Leasing

Som det kan læses ud af graf 4, blev der sidste år leaset ejendomme for godt 1 mia. og porteføljen af ejendomme, der er leaset i Danmark ligger på godt kr. 8 milliarder.

Årsagen til at markedets porteføljen ikke er større, skal ses i, at i hvert fald Nordania Leasing kun tilbyder leasing til virksomheder, som ligger tæt på motorvejsnettet⁴⁴.

Løbetiderne på leasingkontrakterne fordelte sig således:

Graf nr. 5 Anskaffelsessværdi eksklusiv moms fordelt på kontrakt løbetider



Kilde: Finans og leasing

Caseejendommen opfylder fint det kriterium, og derfor arbejdes der videre ud af sale and lease back begrebet i denne hovedopgave.

Når der tales leasing, findes der overordnet set to former for leasing, Finansiell og Operationel leasing⁴⁵.

De to leasing former er vidt forskellige med hensyn til, hvordan leasingkontrakten skal behandles rent regnskabsmæssigt samt det kontraktlige indhold. Det er derfor vigtigt for en virksomhed, at de vælger den rigtige form for leasing.

Når der ses på sale and lease back af en ejendom, er det oftest operationel leasing der bliver brugt, årsagen til dette beskrives i afsnittet 3.1.1.5. Leasingaftalen.

3.1.1.1. Sale and lease back

Sale and lease back er ikke usædvanligt forekommende i ejendomsbranchen. Det centrale i et sale and lease back arrangement er, at ejeren af en ejendom, sælger sin ejendom til et leasingselskab.

Leasingtageren bevarer råderetten over ejendommen, men forpligter sig gennem en længere varende periode til, at leje den solgte ejendom. Virksomheden opnår derved brugsret over deres ejendom, uden der er bundet større likviditet i ejendommen.

Et sale and lease back arrangement laves oftest med henblik på at forbedre en virksomheds likviditet. Arrangement kan også bruges, hvis en virksomhed har flere ejendomme i sin portefølje, hvor de ønsker at sprede risikoen på porteføljen, men stadig bevare råderetten over ejendommene.

Specielt kommunerne har brugt sale and lease back metoden til at fremskaffe likviditet⁴⁶. Eksempelvis kan nævnes, Peter Brixtofte og hans borgmester tid i Farum, hvor han brugte sale and lease back i stor stil. Der blev i juni 2000⁴⁷ lavet en lovændring, så kommunalbestyrelser ikke længere kunne lave sale and lease back uden indenrigsministeriet havde godkendt det.

3.1.1.2. Operationel leasing

Operationel leasing skal betragtes, som, en lejeaftale på brugsretten til den leasede ejendom, i en på forhånd aftalt periode. Denne periode kan svinge meget fra kontrakt til kontrakt, typisk bliver der indgået leasingaftaler med en løbetid på 15-20 år.

Leasingkontrakten kan skræddersys, så den bliver tilpasset kundens behov. Når der bliver indgået operationelle leasing aftaler på ejendomme, bliver de næsten alle lavet med en indbygget option. Optionen består af en fast købspris eller mulighed for genforhandling af leasingkontrakten efter en given periode. Den løbende leasingafgift i perioden bliver betragtet som en driftsomkostning, og er derfor fradragsberettiget i virksomhedens driftsregnskab.

Skatte og regnskabsteknisk bliver aftalen betragtet som en lejeaftale, og skal derfor ikke aktiveres i virksomhedens balance. Dog skal alle operationelle leasingaftaler fremgå i noterne i regnskabet.

Operationelle leasingaftaler bliver af mange brugt til at fjerne ejendommen fra virksomhedens balance. Idet virksomhedens kerneforretning oftest ikke er knyttet til driften af ejendomme, vil regnskaber og nøgletal således i mange tilfælde give et mere retvisende billede af virksomhedens økonomiske situation og udvikling når virksomhedens ejendom er leaset.

3.1.1.3. Finansiell Leasing

Finansiell leasing har, til forskel fra operationel leasing, mere karakter af en egentlig lånefinansiering. Forskellen mellem lånefinansiering og finansiell leasing ligger i, at den økonomiske brugsret og den juridiske ejendomsret er adskilt. Det skal forstås på den måde, at virksomheden som er leasingtager, har den økonomiske risiko i hele leasingperioden, mens ejendomsretten ligger hos leasingselskabet.

Finansiell leasing skal, til forskel fra en operationel leasing aftale, fremgå af virksomhedens balance. En finansiell leasingkontrakt er kendetegnet ved følgende:

- Ejendomsretten overføres til leasingtager ved udløbet af kontrakten
- Leasingtageren har en købsret, som ved indgåelse af kontrakten forventes at være så fordelagtig, at det er rimeligt sikkert, at den vil blive udnyttet
- Nutidsværdien af minimumsleasingydelseerne ved aftalens indgåelse er større end, eller i det væsentligste lig med, dagsværdien af det leasede aktiv
- Leasingkontrakten løber over en lang periode af aktivets/den faste ejendom levetid
- Leasingkontrakten omhandler et specielt aktiv, som kun leasingtageren kan udnytte

Er ovenstående ikke en del af leasingkontrakten kan der stilles spørgsmålstegn ved, om der reelt er tale om en leasingkontrakt, hvilket kan give nogle problemer i forhold til, hvordan ejendommen er optaget i ens balance.

3.1.1.4. Hvorfor vælge leasing

De fleste leasingaftaler, hvad enten det er finansiell eller operationel leasing, bliver ved aftalens indgåelse lavet som en sale and lease back aftale. Der er mange forskellige grunde til, at virksomheder vælger at lave sale and lease back, dette afsnit vil komme med nogle af årsagerne.

Når en aftale indgås, ses det ofte at lejen fastsættes højere end markedslejen og handlen skulle gerne frigøre værdi, samtidig med at leasingtager bevarer sin brugsret til ejendommen, i en på forhånd fastsat periode.

De frigjorte værdier kan så bruges til andre investeringer i virksomheden, hvor man ikke kan opnå den samme lave rente. Renten på en leasingaftale er generelt lavere end på andre lån, da leasingselskabet har fuld sikkerhed i ejendommen.

Ved at en virksomhed vælger leasing, som finansieringsform bliver deres økonomiske nøgletal også forbedret. Ved operationel leasing bliver ejendommen flyttet fra deres balance over på leasingselskabets balance. Det er specielt store og udenlandske virksomheder der vælger leasing⁴⁸. Specielt de udenlandske virksomheder ønsker ikke at have for store balancer.

Virksomheder kan også bruge leasing i deres skatteplanlægning. Kommer virksomheden i en situation, hvor de ikke forventer store overskud de kommende år, kan det betyde, de ikke kan udnytte afskrivningerne, dermed kan det være en fordel med leasing.

Leasingafgiften er nemlig fuldt fradragsberettiget i hele leasingperioden. Det kan også være den anden vej rundt, hvis virksomheden forventer store overskud de kommende år, så kan de vælge at betale en stor leasingydelse i starten for, at ydelsen så falder senere. Virksomheden udnytter altså muligheden for, at en leasingydelse kan skræddersys efter kundens behov.

Mange virksomheder betragter også leasing som muligheden for at få et lån, som er næsten afdragsfrit. Det kan opnås, fordi leasingselskabet vurderer, at ejendommen ved normal vedligeholdelse ikke vil falde i pris over tid. Det bevirker, at leasingtager i leasingperioden næsten kun betaler renter, det giver virksomheden en billigere husleje end ved et traditionelt annuitetslån.

Til trods for at virksomheden ved sale and lease back afgiver sin ejendomsret, giver virksomheden ikke afkald på en eventuel værdistigning, da de fleste leasingaftaler bliver indgået med en realoption indbygget. Det bevirker, at virksomheden som leasingtager ikke løber nogen risiko ved prisfald, men kan tage hele gevinsten hjem ved en værdistigning.

Mange vælger også leasing grundet, en lang løbetid, med en nem mulighed for forlængelse gennem den indbyggede realoption. Den lange løbetid giver lavere ydelser, hvilket skaber en bedre likviditet for virksomheden. Hovedstolen i leasingaftalen afdrages aldrig til nul, men vil i de fleste tilfælde blive nedskrevet med 15-20 % over en 20-årig periode.

En stor fordel ved leasing, i forhold til andre finansieringsformer, er at leasingkontrakter kan skræddersys, så både leasingtager og leasingselskabet bliver bedre stillet, end hvis der var optaget for eksempel et realkreditlån. Den 100% finansieringsmulighed gør, at virksomheden kan udnytte sit skatteskjold optimalt.

Når leasingkontrakten skræddersys kan der indbygges forskellig former for optioner. Optionerne kan indeholde alt lige fra forlængelse til opsigelse. Størsteparten af de leasingaftaler der bliver indgået i dag, på erhvervsejendomme, er operationelle med en indbygget realoption, mere om det i afsnit 3.1.1.6. Beregning af leasingydelsen.

3.1.1.5. Leasingaftalen

Ser vi på hvordan leasingaftalen er skruet sammen, vil en leasingtager, der vælger finansiell leasing, skulle optage leasingaftalens restværdi som en gældsforpligtelse i sin balance. Bliver leasingaftalen derimod indgået som en operationel leasingaftale, skal leasingtageren ikke aktivere aktivet i balancen, men leasingselskabet vil skulle opføre restværdien, som risikokapital.

Årsagen til dette skift skal ses i, at risikoen for et muligt tab ved udløb af kontrakten, nu er overgået fra leasingtager til leasingselskab.

For at få det bedste ud af ovenstående to leasingaftaler, indbygger leasingselskabet en realoption i de operationelle leasingaftaler. Realoption er en timingoption, hvilket giver leasingtager mulighed for at overtage ejendommen til den på options tidspunktet nedskrevet bogførte værdi.

Timingoptionen giver leasingtager mulighed for at opnå en gevinst, hvis ejendomspriserne er steget, uden at påtage sig en risiko hvis ejendommen falder i værdi. Leasingselskabet slipper samtidig for, at opføre restværdien som risikokapital.

Realoptionen bliver som oftest indlagt efter 9-10 år, tidligere blev den indlagt efter 5-7 år. Ændringen skyldes, at leasingselskaber har fået mulighed for at opnå en længere fast fundingrente.

Vælger leasingtager ikke at benytte sin option, sker der oftest det, at parterne indgår en ny leasingaftale. Leasingaftalen vil så igen have indbygget en timingoption. Denne muliggør, at leasingselskabet ikke behøver at sætte en meget lav restværdi ved optionstidspunktet, men derimod først ved udløb af kontrakten. Dette bevirker, at leasingydelsen frem til optionstidspunktet er mindre, leasingtager behøver dermed et mindre cashflow for, at servicere sine betalinger på ejendommen.

Leasingselskabet giver med timingoptionen, leasingtager mulighed for, at løbe med en eventuel værdistigning. Årsagen til dette, skal ses i lyset af, at leasingselskabet lever af det rente spread, der bliver indregnet i leasingrenten. Leasingselskabet er altså villig til at bytte en eventuel fortjeneste på salg af ejendommen væk, samtidig med at risikoen for tab bliver minimeret. Timingoptionen sikrer altså leasingselskabet et positivt afkast på ejendommen, forudsat leasingaftalen løber til optionstidspunktet.

3.1.1.6. Beregning af leasingydelsen

I dette afsnit anvendes Jeudan som leasingtager. Som tidligere skrevet arbejdes der med to former for leasing, finansiel samt operationel leasing. Beregningen af selve leasingydelsen er ens for de to leasingformer⁴⁹. Leasingaftaler på erhvervsejendomme løber som tidligere skrevet 15-20 år. Til at beregne en leasingydelse skal følgende fire værdier anvendes.

- PV = Nutidsværdien/vurderingsprisen eksklusiv moms på ejendommen. Når et leasingselskab skal værdiansætte en ejendom, er der som tidligere beskrevet flere måder det kan gøres ved hjælp af. De fleste leasingselskaber bruger afkastmodellen. Leasingselskabet vil typisk kontakte to lokale erhvervs ejendomsmæglere og høre deres vurdering/menig om dels, hvilket cashflow ejendommen kan generere samt, hvilket afkast man skal forvente. Derefter bliver cashflow/afkastkravet = vurderingsprisen.
- FV = Fremtidsværdien på ejendommen ved endt leasingperiode. Det er altid leasingselskabet, der fastsætter restværdien. Lovgivningsmæssigt er der ikke noget, der foreskriver hvilken nedskrivning på ejendommen, der skal være i leasingperioden. Forventer leasingselskabet, at ejendomsmarkedet kun vil stige frem mod udløb af leasingperioden, kan leasingselskabet i teorien godt have den samme PV og FV. Leasingselskabet vil oftest sætte en FV, som sikrer en fornuftig afvikling på restgælden. Leasingselskabet gør dette, for at sikre de ikke står med en ejendom, der vil give underskud ved et salg. Leasingselskabet gør det endvidere for, at sikre at den leasingydelse, leasingtager betaler, ikke kun indeholder renter. Baggrunden er, at hvis leasingtager går konkurs, kan leasingselskabet ikke gøre renter gældende men kun de manglede afdrag overfor leasingtager.
- I = den indbygget rente, hvilket i en leasingaftale er den fundingrente et leasingselskab betaler, samt det spread leasingselskabet vælger, at tage over for en given kunde. Leasingselskabet benytter altid fast rente i ejendomsleasing.
- N = antallet af betalinger i perioden. På langt de fleste leasingaftaler på erhvervsejendomme er der kvartårlige betalinger. Der er samtidig det specielle ved leasingaftaler, at leasingydelsen betales forud, hvilket betyder at leasingtager starter sine betalinger dag et, hvor kontrakten bliver i kraft sat.

Ovenstående fire faktorer muliggør at man kan beregne leasingydelsen.

Som tidligere nævnt benytter leasingselskaber sig ofte af afkastmetoden til, at værdiansætte en given ejendom, denne metode er meget enkelt at bruge, men også meget statisk.

Caseejendommen er som omtalt handlet til kr. 585.400.000 eksklusiv moms.

Tabel nr. 11 Arealfordeling af caseejendommen samt markedsleje pr. m²

	m ²	m ² pris Havneområde Nord	m ² pris City-CBD	m ² pris Valby
Kontorareal	12.449	1.750	1.700	1.100
Kælder, teknik og parkering	2.616	750	750	750
Teknik rum	535	1.000	1.000	1.000
Tag terrasse	252	250	250	250
I alt	15.852	24.345.750	23.723.300	16.253.900

Kilde: Egen tabel tilvirket ud fra markedsrapporter samt memorandum.

Nettolejen det første år er fastsat til kr. 24.345.750, det giver en afkastgrad på $(24.345.750/585.400.000) = 4,16\%$. Afkastet ligger lidt under det laveste på 4,25 %, som markedsrapporterne fortæller skal være minimum. Tages fejlmargen samt det faktum, at ejendommen har været i udbud, i betragtning vil et leasingelskab nok acceptere afkastet og dermed prisen på de kr. 585.400.000 eksklusiv moms.

Som nævnt muliggør leasing 100 % belåning. Det giver en PV på kr. 585.400.000 Løbetiden N er sat til 80, hvilket giver 20 år med kvartårlige betalinger.

FV altså restværdien sættes til PV minus 15 %, hvilket giver kr. 497.590.000 eksklusiv moms.

Den indbyggede rente er fastsat til 2,25 %, som renten Jeudan realistisk kan forhandle sig frem til.

Det giver en kvartårlig leasingydelse på kr. 4.141.730 eksklusiv moms.

Tabel nr. 12 Kvartårlige leasingydelse uden realoption for caseejendommen

PV eksklusiv moms	FV nedskrivning med 15 %	N	I	Kvartårlig leasingydelse eksklusiv moms	Årlig leasingydelse eksklusiv moms
585.400.000	497.590.000	80	2,25%	kr. 4.141.730	16.566.921

Kilde: Egen leasingberegning i Excel

I beregningen er der ikke indregnet omkostninger til leasingelskabet. Baseret på, at der ikke er stempelomkostninger til staten på en leasingkontrakt og virksomheden derved ”kun” skal betale dokumentgebyr, som ligger på et niveauet kr. 10-15.000, disse omkostninger er ikke medregnet i leasingydelsen, da det ikke vil ændre ydelsen nævneværdigt.

Ovenstående leasingydelse er beregnet på, at leasingaftalen er uden indbygget realoption. Beregnes en ny leasingydelse hvor en realoption indbygges efter 9 år, fås følgende ydelse:

Tabel nr. 13 Leasingydelse med realoption for caseejendommen

PV eksklusiv moms	FV nedskrivning med 3 %	N	I	Kvartårlig leasingydelse eksklusiv moms	Årlig leasingydelse eksklusiv moms
585.400.000	567.838.000	36	2,25%	3.713.459	14.853.836

Kilde: Egen leasingberegning i Excel

Jeudan kan altså spare $(4.141.730 - 3.713.459) = \text{kr. } 428.271$. i kvartalet eksklusiv moms, hvilket giver en årlig besparelse på huslejen på kr. 1.713.084 eksklusiv moms, hvilket må siges at være en hel del.

Benytter Jeudan sig ikke af realoptionen og holder aftalen til udløb, vil deres leasingydelse de sidste 11 år se ud som følgende:

Tabel nr. 14 Leasingydelse uden udnyttelse af realoption for caseejendommen

PV eksklusiv moms	FV oprindelig restværdi	N	I	Kvartårlig leasingydelse eksklusiv moms	Årlig leasingydelse eksklusiv moms
567.838.000	497.590.000	44	2,25%	4.579.905	18.319.618

Kilde: Egen leasingberegning i Excel.

Jeudan kan altså se frem til en stigning i ydelsen på kr. 866.446 i kvartalet eksklusiv moms, hvis ikke realoptionen udnyttes. Den store stigning i leasingydelsen skal ifølge leasingselskabet få Jeudan til, at udnytte realoptionen for derefter, at indgå en ny leasingkontrakt.

Der er dog ikke ”gratis” at få indbygget en realoption i sin leasingkontrakt. Vælger Jeudan af den ene eller anden grund ikke at udnytte sin realoption og lader leasingkontrakten løbe til ende, kommer de samlet til at betale kr. 3.861.914 eksklusiv moms mere i ydelse ved at have valgt leasingkontrakten med realoptionen end den uden. Beløbet, er den præmie Jeudan betaler for, at have muligheden for, at udnytte sin option.

Tabel nr. 15 Pris for realoptionen for caseejendommen

Samlet betaling uden option	Samlet betaling med option	Forskel
331.338.412	335.200.326	-3.861.914

Kilde: Egen tilvirkning ud fra leasingberegninger

Ovenstående leasingberegninger er lavet på baggrund af at caseejendommen har en beliggenhed i Havneområdet Nord, hvor denne er under opførsel. Her vil Jeudan have mulighed for, ved hjælp af leasing, at finansiere ejendommen.

Flyttes caseejendommen til indre by, viser research i markedsrapporterne, at den årlige nettoleje falder til kr. 23.723.300 jf. Tabel nr. 11.

Caseejendommen koster stadig kr. 585.400.000, og her ses bort fra den forskel, der kan være i købsprisen på byggegrunden, da byggeomkostningerne vil være de samme.

Tabel nr. 16 Afkast procenter de tre beliggenheder

Handelspris	585.400.000	Havneområde	Indre by	Valby
Afkast		4,16%	4,05%	2,78%

Kilde: Egne beregninger lavet ud fra data fra markedsrapporter

Benyttes ovenstående værdier giver det et afkast på 4,05 %. Afkastet ligger under de 4,13 %, som Tabel nr. 4 Sammenfatning af markedsrapporter for leje og afkast, markedsrapporterne vurderer, som det laveste en ejendom skal give i afkast i indre by.

Tages fejlmargen med omkring aflæsningen af markedsrapporterne, vil et leasingselskab nok ikke afvise, at lave en vurdering af ejendommen på de kr. 585.400.000, selvom afkastet ligger i den lave ende for, at Jeudan kan få en 100 % belåning.

Tages der udelukkende udgangspunkt i markedsrapporterne ville en vurdering af ejendommen ved hjælp af afkastmetoden give følgende tal:

Tabel nr. 17 Vurderingspris - afkastmetoden for City - CBD

City - CBD	m ²	Middel	Høj	Lav
Kontorareal	12.449	1.707	2.000	1.200
Kælder, teknik og parkering	2.616	750	750	750
Teknik rum	535	1.000	1.000	1.000
Tag terrasse	252	250	250	250
I alt	15.852	23.810.443	27.458.000	17.498.800
Afkast		4,48%	5,00%	4,00%
Vurderings pris		531.483.103	549.160.000	437.470.000
Ejendommens pris		585.400.000	585.400.000	585.400.000
Forskel i priser		-53.916.897	-36.240.000	-147.930.000

Kilde: Egen tabel udarbejdet ud fra analyseret data i markedsrapporterne og memorandum

Som ovenstående tabel viser, havde leasing ikke været en mulighed, hvis, et leasingselskab kun havde brugt tallene i markedsrapporterne. Den mindste forskel er kr. 36.240.000, som Jeudan skulle finansiere på anden vis, hvis de valgte leasing.

Denne forskel vil være dyr for Jeudan, at belåne. Årsagen, skal findes i, at ejendomsretten ved leasing overgår til leasingselskabet, og Jeudan vil derfor ikke have mulighed for, at tilbyde en långiver sikkerhed i ejendommen. Den manglede sikkerhed fører til, at långiver vil tage et større risikotillæg, for, at kompensere den manglede sikkerhed.

Kigges der på Valby, vil leasing ikke være en mulighed med en ejendomspris på kr. 585.400.000.

Tabel nr. 18 Vurderingspris - afkastmetoden for Valby, viser det vil kræve et afkast på 2,78 %, hvilket ikke vurderes, realistisk, at få et leasingselskab til, at acceptere. Markedsrapporterne fortæller ligeledes, at det desværre ikke er her, der kan hentes meget hjælp.

Valby er ikke det område, der bliver brugt mest spaltepads på i rapporterene. Der er faktisk kun to selskaber der har Valby med og den ene har valgt ikke at oplyse et afkast. Benyttes tallene i markedsrapporterne, selvom de er mangelfulde giver det følgende vurdering:

Tabel nr. 18 Vurderingspris - afkastmetoden for Valby

Valby	m ²	Middel	Høj	Lav
Kontorareal	12.449	1.100	1.100	1.100
Kælder, teknik og parkering	2.616	750	750	750
Teknik rum	535	1.000	1.000	1.000
Tag terrasse	252	250	250	250
I alt	15.852	16.253.900	16.253.900	16.253.900
Afkast		6,25%	6,25%	6,25%
Vurderings pris		260.062.400	260.062.400	260.062.400
Ejendommens pris		585.400.000	585.400.000	585.400.000
Forskel i priser		-325.337.600	-325.337.600	-325.337.600

Kilde: Egen tabel udarbejdet ud fra analyseret data i markedsrapporterne og memorandum

Det ses tydeligt at det ikke er muligt, at opnå en vurderingspris der kommer i nærheden af, hvad ejendommen koster, og det må derfor konkluderes, leasing ikke er en mulighed, hvis vi placere caseejendommen i Valby.

3.1.1.7. Indeksregulering af leasingydelsen

Ovenstående viser med alt tydelighed, at brugen af timing option ved ejendomsleasing, er rigtigt godt både for leasingtager samt leasingselskab rent regnskabsteknisk. Såfremt ovenstående ses fra leasingselskabets side, er fordelene ved timingoptionen størst hos leasingtager.

Dette skyldes, at der ved optionstidspunktet kun er 3 mulige udfald, som er følgende:

1. Leasingtager vælger at forlænge aftalen, hvilket vil betyde en ny leasingaftale, hvor der så igen indgår en timing option om x antal år.
2. Leasingtager vælger ikke, at benytte timingoptionen og vælger dermed at leasingaftalen skal løbe til udløb.
3. Leasingtager vælger at benytte sin timingoption og køber ejendommen.

Af ovenstående tre muligheder er det kun mulighed 1 der er rigtig god for leasingselskabet. Dette skyldes at ved indgåelsen af en ny leasingaftale, skabes der, alt andet lige, et nyt positivt NPV for leasingselskabet.

Vælger leasingtager ikke at benytte sin timingoption, hvilket typisk kun sker, hvis ejendommen ikke er steget nok i værdi, skal leasingselskabet optage ejendommen som risikokapital, herudover står de med et potentielt tab når ejendommen skal sælges, hvis restværdien er sat for højt i forhold til markedsværdien.

Hvis leasingtager vælger at benytte sig af mulighed 3, bliver leasingselskabets NPV mindre end oprindeligt beregnet, da leasingselskabet vil gå glip af renteindtægten i perioden fra options tidspunktet til udløb af aftalen.

For at leasingtager vælger at forlænge sin leasingaftale, i stedet for at udnytte sin option, kan leasingselskabet indeksregulere leasingydelsen. Ved at regulere leasingydelsen, bliver restværdien ikke nedskrevet så hurtigt frem mod options tidspunktet. Bliver leasingydelsen indeksreguleret, bevirker det at leasingselskabets renteindtjening stiger frem mod optionstidspunktet.

Leasingtagers fordel er, at de behøver et mindre cashflow, til at betale leasingforpligtigelsen frem til options tidspunktet. Indeksreguleringen af leasingydelsen betyder samtidig, at ejendommen skal stige mere i værdi, før det er attraktivt for leasingtager, at udnytte timingoptionen. Incitamentet for leasingtager til at forlænge leasingaftalen vil samtidig være større, da leasingtager ellers skulle betale en markant større leasingydelse.

En indeksregulering af leasingydelsen kan, specielt når man ser på caseejendommen, være en ret spændende mulighed, da man skal betale på ejendommen, før man kan tage den i brug, og ejendommen derfor ikke generer noget cashflow det første stykke tid. Der er ikke udarbejdet en beregning hvor indeksering indgår, da fokus er på, hvilken finansieringsform der bedst kan betale sig.

3.1.2. Realkredit

I Danmark findes der syv forskellige realkreditinstitutter⁵⁰: Nykredit, Totalkredit, Realkredit Danmark, BRFKredit, Nordea Kredit, DLR Kredit samt LR Realkredit.

Tendensen har de seneste år gået imod, at udbydere af forskellige finansieringstyper slår sig sammen. Dette har mindsket konkurrencen på markedet en smule, men samtidigt givet låntagerne mulighed for, at få mere helstøbte finansieringsløsninger et samlet sted. Eksempelvis Jyske banks køb af BRF kredit, af andre samarbejder kan nævnes Danske banks ejerskab af Realkredit Danmark og det i øjeblikket nok mest omtalte realkreditinstitut Nykredit som ejer Totalkredit.

Realkrediten er den mest almindelige ejendomsfinansieringsform i Danmark.

De tre mest populære realkreditlån, målt på de totale udlån, udgøres af rentetilpasningslån med afdragsfrihed, rentetilpasningslån uden afdragsfrihed samt fastforrentede lån uden afdragsfrihed⁵¹.

Realkreditinstitutterne får sin funding ved udstedelse og salg af obligationer med en pålydende rente til en markedsbestemt kurs.

Obligationerne udstedes typisk med en løbetid på 20-30 år og er ofte den billigste finansieringsform grundet den relativt lave risiko for långiver. Der er så vidt vides endnu ikke nogen der har tabt penge på, at købe danske realkredit obligationer i nyere tid. Mange vil sikkert mene, at når risikoen er så forsvindende lille for tab, på, at købe danske realkreditobligationer, at man så ligeså godt kunne bruge realkredit renten, som den risikofrie rente da denne er højere end renten på statsobligationen.

Det kan imidlertid ikke lade sig gøre, da en realkreditobligation er konverterbar, hvilket statsobligationen ikke er⁵². Obligationerne kan indfris før tid, hvilket kan medføre, at obligationsejeren ikke kan investere sine penge til samme rente igen.

Pengeinstitutterne/realkreditinstitutterne yder en række forskellige lån, som de alle kalder noget forskelligt. Her er hvad to af de store realkreditinstitutter tilbyder af realkreditlån til erhvervslivet.

Tabel nr. 19 Realkredit og Nykredit lånetyper

Realkredit Danmark	Nykredit
FlexLån®	Fastforrentet kontantlån
FlexLån® T	Fastforrentet obligationslån
FlexKort®	Tilpasningslån
FlexGaranti®	RenteMax
Kontantlån	F-kort
Obligationslån	Cibor-lån
RD Euribor3®	Forhåndslån
RD Cibor6®	Euribor-lån
Lån i euro	Eurolån

Kilde: Egen tabel efter data fra RD's samt Nykredits hjemmesider

Rentetilpasningslåne blev introduceret i 1996 og det blev hurtigt den mest populære lånetype på det danske ejendomsmarked⁵³. 1. oktober 2003 indførte realkreditinstitutterne muligheden for at optage afdragsfrie realkreditlån. Den maximale afdragsfrie periode et realkreditlån kan have er 10 år.

Når man skal sammenligne de forskellige realkreditlån med hinanden, hvilket kan være svært, da de alle har forskellige karakteristika, er det ikke kun renten man skal se på. Realkreditinstitutterne opkræver nemlig også et administrationsgebyr også kaldt bidragssats. Denne bidragssats har i den senere tid været meget i medierne, efter Nykredit valgte, at hæve deres bidragssatser markant, specielt over for de kunder der har afdragsfrie rentetilpasningslån. Ifølge research samt kendskab til realkreditbranchen, er det ikke så meget lånetypen, men mere kunden der afgør hvor meget virksomheder skal betale i bidragssats.

I nedenstående Tabel nr. 20 Bidragssatser, kan man se udviklingen i bidragssatserne for de forskellige realkreditlån fra 2007 frem til 2015.

Tabel nr. 20 Bidragssatser

Lån på 1 mio. kr.	Bidrag og kursskæring ved refinansiering i kr. efter skat		Forskel efter skat	
Lånetype	År 2007	År 2015	Procent	Kr. om mdr.
Fast rente med afdrag	3.205	4.499	40	108
Fastrente uden afdrag	3.205	6.479	102	273
F3/F5 med afdrag	3.205	7.139	123	328
F3/F5 uden afdrag	3.205	9.120	185	493
F1/F2 med afdrag	3.205	8.019	150	401
F1/F2 uden afdrag	3.205	10.000	212	566

Kilde: Egen tabel efter data fra Realkreditrådet

Ser man på finansieringsbeløbet der bruges til caseejendommen, kan bidragssatsen få stor betydning for valget af lån. Forskellen mellem den dyreste og billigste bidragssats ved de forskellige lån er på (10.000 – 4.499) kr. 5.501 pr. lånte million. Ganger man det med 439, som er det antal millioner man kan låne ved hjælp af realkredit, hvilket svarer sådan cirka til 60 %s belåningsgrad, er merudgiften alene i bidragssats på kr. 2.414.939 det første år mellem det dyreste og billigste lån.

Som hovedreglen er det muligt, at låne op til 60% af markedsværdien af en erhvervsjendom gennem realkredit. Ved sammenligning mellem leasingydelsen og realkreditlånet, er fokus på henholdsvis et 20-årigt fastforrentet lån samt et 20-årig fastforrente lån med afdragsfrihed i 9 år. De 20 år er valgt grundet leasingkontrakten er lavet på 20 år. Afdragsfriheden på de 9 år er valgt for, at kunne sammenligne realkreditydelsen med leasingydelsen der har en indbygget option efter 9 år.

Tabel nr. 21 Realkreditbelåning

Realkredit belåning	Realkredit Danmark med afdrag	Realkredit Danmark afdragsfrihed 9 år	BRF Kredit med afdrag	BRF Kredit afdragsfrit 9 år
Kurs	99,12	93,95	98,899	94,3
Omkostninger	11.650.160,00	12.376.189,00	11.862.160,00	11.812.114,00
Bidrag	1,20%	1,20%	1,65%	1,65%
Årlig ydelse	32.122.845,00	14.982.400,00	34.114.495,00	16.023.500,00
Effektiv rente	3,50%	3,91%	3,29%	3,63%
Provenu	427.349.840,00	427.309.811,00	427.137.840,00	402.164.886,00

Kilde: Egen tabel udarbejdet efter data fra Bilag nr. 2

Som det ses af ovenstående Tabel nr. 20 Realkreditbelåning, er det ikke altid lige nemt, at sammenligne forskellige realkreditlån. I begge tilfælde er oplyst det samme, nemlig en købspris på kr. 584.400.000 eksklusiv moms samt, at forslaget skulle være både med og uden afdrag. Ses der på kursen, er der ikke den store forskel mellem de to realkreditselskaber. Ses der på bidragssatserne, er der stor forskel. BRF har en markant højere bidragssats end RD, hvilket er vigtigt, at have for øje, da bidragssatsen ikke påvirker den effektive rente på lånet, men kun ÅOP. Ovenstående beviser bare, at man skal være meget opmærksom, når virksomheder skal sammenligne forskellige realkreditlån med hinanden. Det, der umiddelbart virker billigt, kan ende med at være det dyreste samlet set.

Ses der på forskellen mellem provenuet på de forskellige realkreditlån, er der en forskel på kr. 25.184.954 mellem realkreditlånet med højeste provenu i forhold til det lån med mindst. Det betyder, hvis Jeudan vælger BRFs realkreditlån uden afdrag skal de finansiere kr. 25.184.954 mere, på anden vis til en højere rente end hvis de havde valgt RDs realkreditlån med afdrag.

Fortages en hurtig sammenligning af de forskellige realkreditlån med leasingforslagene er der 3 væsentlige forskelle mellem de 2 låneformer. Den første store forskel er, at man kan få 100 % belåning ved leasing og kun 60 % belåning ved realkredit. Den anden store forskel er opstarts omkostningerne ved de to låneformer.

Det billigste realkreditlån har omkostninger for kr. 11.650.160, hvorimod omkostningerne ved leasing kun er godt kr. 10-15.000. Det betyder at det koster Jeudan kr. 11.635.160, at vælge realkreditlånet frem for leasing alene i omkostninger, og ved realkreditlånet er der kun medregnet omkostninger for 60 % af den samlede finansieringssum.

Den tredje forskel er den effektive rente. Den billigste effektive rente, realkreditselskaberne har kunne tilbyde, er 3,29 %. Omregner vi den nominelle leasing rente til en effektiv rente⁵⁴, giver det en årlig effektiv rente på 2,27 %, hvilket giver en forskel i renten på 1,02 procentpoint. Det er altså igen markant billigere at låne ved at benytte leasing frem for realkredit.

Ovenstående beregninger bruges dels i afsnit 4.5. WACC Jeudan, og dels i konklusionen.

Jeudan vil kunne forhandle sig frem til nogle andre bidrag/omkostninger, end dem som er benyttet i beregningerne. Det vurderes ikke, at det forhold vil have nogle signifikant betydning for den endelige konklusion, men det er klart noget, man bliver nødt til at have med i overvejelserne, hvis den samlede konklusion viser, der ikke er stor forskel på, om man vælger den ene eller anden finansieringsform.

3.1.3. Kontant

Som beskrevet i ovenstående afsnit 3.1.2. Realkredit, er det kun muligt, at belåne en erhvervsejendom med 60 % af den vurderet ejendomspris. De sidste 40 % skal altså fremskaffes ved brug af en anden finansiering.

Når Jeudan skal finde de 40 % har de flere muligheder. Jeudan kan vælge, at låne de sidste 40 % gennem sit pengeinstitut eller andre finansielle samarbejdspartnere. Jeudan kan også vælge at gøre brug af interne midler.

Det vurderes, at Jeudan kan forhandle sig frem til et lån med en effektivrente på omkring 4,5 %, da långiver vil have mulighed for at tage sikkerhed i ejendommen. Benytter Jeudan fremmedkapital til de 40 %, går de imod, hvad hakkeordensteorien⁵⁵ forskriver et veldrevet firma burde gøre. Ved at analysere Jeudans regnskab for 2015 vurderer vi, at Jeudan er et veldrevet firmaet.

Vælger Jeudan, at følge hakkeordensteorien skal de gøre brug af intern finansiering først.

Dette er helt sikkert også en mulighed for Jeudan. Jeudan har ifølge 2015 regnskabet en egenkapital på godt 5 milliarder danske kroner, så det skulle være muligt at bruge noget af denne kapital som udbetaling.

Jeudan valgte i 2015, at overføre det meste af driftsresultatet på 819 millioner danske kroner til egenkapitalen. Jeudan kunne i stedet vælge at bruge noget af overskuddet som finansiering af den nye ejendom, altså igen benytte sig af interne midler. Jeudan har også den mulighed de kan lave en aktieemission. Hakkeordensteorien forskriver dog, at virksomheder kun, som den sidste udvej skal vælge, at gøre brug af en aktieemission. Ikke desto mindre valgte Jeudan i juni 2013⁵⁶, at fortage en sådan emission, for at skaffe likviditet til fremtidige investeringer.

Studerer man Jeudans 2015 regnskab, får man indtrykket af, at deres ejendomme er steget i værdi. Det at ejendommene er steget i værdi muliggør, at Jeudan muligvis kan skaffe likviditet ved at fortage en tillægsbelåning af disse ejendomme, forudsat at der er friværdi til det.

Dette er ikke en metode, der anbefales Jeudan at gøre brug af, da det kan blive svært, at holde styr på hver enkelt ejendoms driftsresultat, hvis lån i de enkelte ejendomme er gået til udbetaling på en anden.

Det vurderes, at det bedst kan betale sig for Jeudan, at benytte sig af fremmedkapital, da de kan låne billigere end afkastkravet fra aktionærerne. Det skal dog holdes for øje, at risikoen for konkurs stiger, jo mere Jeudan vælger at geare egenkapitalen. Jeudan vurderes, at have noget, at stå i mod med, hvis der skulle komme en afmatning i erhvervs ejendomsmarkedet, samt at sandsynligheden for konkurs for nuværende ikke er til stede og Jeudan således vurderes at være going concern.

En anden årsag til, det bedst kan betale sig for Jeudan at benytte sig af fremmedkapital, som finansiering selvom de er højt gearede i forvejen er, at ejendomme, der kan tages sikkerhed i, er noget af det billigste man kan låne til i dag. Derfor kan det være en fordel for Jeudan, at benytte sine interne midler til at finansierer anskaffelser hvor det måske ikke er så billigt at låne, det kunne for eksempel være, hvis Jeudan skal have et nyt edb system, hvor långiver alt andet lige, ikke vil have mulighed for, at tage den samme sikkerhed, og derfor vil kræve et højere risikotillæg.

Ved at benytte sig af fremmedkapital og ikke bruge af interne midler sikrer de sig også mod, pludselig mangel på fri likviditet, hvis der skulle komme en krise. Er alle deres likvider bundet i ejendomme, kan det være svært hurtigt at skaffe likviditet, da man i de fleste tilfælde bliver nødt til at vente på en køber og ejendommen alt andet lige, risikerer at blive solgt billigere end hvis Jeudan har tid til at vente på en køber.

4. KAPITAL STRUKTUR

I kapitel 4. Kapitalstruktur ses der på vigtigheden i, at en virksomhed har den rigtige kapitalstruktur for at driften er bedst mulig værdi skabende for virksomheden. Kapitalstrukturen indikerer, hvor stor del af virksomhedens overskud/cashflow, der skal gå til at servicere kreditorerne/fremmedkapitalen, samt aktionærerne/egenkapitalen.

Kapitalstrukturen i en virksomhed er et meget centralt punkt, når en investor/omverden skal værdiansætte virksomheden. Kapitalstrukturen afspejler nemlig, hvordan virksomheden har valgt, at finansiere sin drift.

Årsagen til kapitalstrukturen er vigtig for investor er, at hvis virksomheden har valgt at optage gæld, stiller det også forventninger fra långiver til, at virksomheden kan genere et overskud, da virksomheden uagtet driften er forpligtet til, at servicere sin gæld, ellers kan kreditorerne kræve virksomheden erklæret konkurs.

Ledelsens overordnede mål er således at skabe den kapitalstruktur der maksimerer værdien af virksomheden, uden risikoen for konkurs bliver for stor.

4.1. Miller & Modigliani's finansieringsteori propositioner⁵⁷⁺⁵⁸

Miller & Modigliani udarbejdede i 1958, det vi i dag kender som den klassiske finansieringsteori. I teorien undersøger Miller & Modigliani to såkaldte propositioner. Teorien omhandler den optimale fordeling mellem gæld og egenkapital. Miller & Modigliani's formål med, at finde den optimale fordeling mellem gæld og egenkapital, er at øge værdi af virksomheden mest muligt, hvilket tilsvarende vil give størst muligt afkast til ejerne.

4.1.1. Proposition I – Uden skat og konkursomkostninger

I proposition I tager teorien udgangspunkt i en grundlæggende antagelse om at to virksomheder i et perfekt kapitalmarked, med det perfekte kapitalmarked menes der et marked uden transaktionsomkostninger samt personer og selskaber kan låne til samme rente. Denne antagelse gør, at i proposition I vil værdien af en ugearet virksomhed være lig med værdien af den gearede virksomhed⁵⁹.

Man kan med andre ord sige, at to virksomheder med samme produktionsapparat, men en forskellig kapitalstruktur vil have den samme værdi. Denne antagelse kan tillige forklares med reference til Pie-modellen, som i alt enkelthed siger at tærtens størrelse er uafhængig af, hvordan den skæres ud⁶⁰.

4.1.2. Proposition II – Uden skat og konkursomkostninger

I proposition II forklarer Miller & Modigliani den lineær sammenhæng mellem egenkapitalomkostningen og virksomhedens kapitalstruktur. For at forstå denne proposition er det vigtigt af forstå konkursrækkefølgen.

Ved en normal konkursrækkefølge kommer kreditoren altid før ejeren/investorerne. Da ejerne/investorerne kommer i anden række for, at få deres penge, vil de alt andet lige forlange, at få en betaling, også kaldet en risikopræmie⁶¹.

Formel nr. 8 Afkast

$$R_{EK} > R_{FK}$$

Kilde: Kompendium Finansiering – Pensum på dansk, side 204

R_{EK} er afkast til egenkapitalen og R_{FK} er afkast til fremmedkapitalen.

Derved forstås at afkastet til egenkapitalen skal være større end omkostningerne til fremmedkapitalen, da aktionærerne derved får denne risikopræmie.

Formelen for den lineære sammenhæng mellem egenkapitalomkostningen og virksomhedens kapitalstruktur er følgende:

Formel nr. 9 Egenkapitalomkostning uden skat

$$R_E = R_A + (R_A - R_D) \times D/E$$

Kilde: Kompendium Finansiering – Pensum på dansk, side 203

R_E er egenkapitalomkostningen, R_A er kapitalomkostningen af virksomhedens samlede aktiver (WACC), R_D er kapitalomkostningerne til fremmedkapital og D/E er kapitalstrukturen med markedsværdien af gælden i forhold til værdien af egenkapitalen.

Som det fremgår af denne proposition, stiger egenkapitalomkostningen, når gælden øges. Det hænger sammen med at den finansielle risiko, stiger ved en øget gældsætning, da banker samt kreditorer uanset overskuddet i virksomheden, løbende vil kræve betaling for den kapital, de har stillet til rådighed for virksomheden.

Ser man på sammenhængen mellem de to ovenstående propositioner, så er kapitalstrukturen i proposition I irrelevant, selvom det synes billigere at optage gæld da $R_D < R_E$ ⁶².

Denne forskel bliver dog udlignet i det virksomheden sparer ved, at øge sin gæld, bliver modsvaret af en proportionalt øget egenkapitalomkostning. Ovenstående gør at WACC forbliver uændret.

4.1.3. Proposition I – Med skat og uden konkursomkostninger

I denne proposition inddrager Miller & Modigliani den effekt et fradrag for renteudgiften giver. Effekten kalder man skatteskjoldet. Det betyder, at en virksomheds værdi stiger med nutidsværdien af skatteskjoldet. Det fradrag en virksomhed har for sine renteudgifter, mindsker nemlig virksomhedens skattepligtige indkomst. Fradraget gør at kapitalstrukturen ikke længere er irrelevant for virksomheden.

Ovenstående betyder nemlig, at så længe man ikke har konkursomkostninger med, så er den optimale kapitalstruktur 100% fremmedkapital⁶³. Værdien af den gearede virksomhed kan findes ved følgende formel:

Formel nr. 10 Værdi gearet virksomhed

$$V_L = V_U + D \times T_C$$

Kilde: Kompendium Finansiering – Pensum på dansk, side 205

V_L er værdien for det gearet selskab, V_U er værdien for det ugearet selskab, D er værdien af gælden og T_C er selskabsskattesatsen.

4.1.4. Proposition II – Med skat og uden konkursomkostninger

Når vi ser på påvirkningen af det før omtalte skatteskjold i proposition II, har det også her en påvirkning af egenkapitalomkostningen. Ligesom i proposition II uden skat og uden konkursomkostninger afhænger virksomhedens egenkapitalomkostning lineært af kapitalstrukturen⁶⁴. Formlen ser således ud:

Formel nr. 11 Egenkapitalomkostning med skat

$$R_E = R_U + (R_U - R_D) \times D/E \times (1 - T_C)$$

Kilde: Kompendium Finansiering – Pensum på dansk, side 205

R_E er egenkapitalomkostningen, R_U er egenkapitalomkostningen ugearet, R_D er omkostningen for fremmedkapital, D/E er kapitalstrukturen hvor det er værdien for gælden divideret med værdien for egenkapitalen og T_C er selskabsskattesats.

Hvor vi tidligere i Proposition II uden skat og uden konkursomkostninger så, at en øget gældssætning blev opvejet af øget egenkapitalomkostninger, så gør skatteskjoldet at der kommer en besparelse ved øget gældssætning som er større end den øgede egenkapitalomkostning, hvilket vil få virksomhedens kapitalomkostning (WACC), til at falde.

4.2. Kapitalstruktur med konkursomkostninger

I Miller & Modigliani's ovenstående propositioner bliver der ikke taget højde for konkursomkostninger, det bevirker, at i propositionerne med skat, øges virksomhedens værdi jo mere gæld man optager.

Det er dog ikke uden omkostninger at optage gæld. Jo mere gæld en virksomhed optager, des større bliver risikoen for, at virksomheden på et tidspunkt ikke kan servicere sin gæld, og firmaet derved overgår til kreditorerne.

Når en virksomhed kommer i betalingsproblemer medfører det nogle omkostninger, som virksomheden ellers ikke ville have haft. Typisk deles disse omkostninger op i direkte og indirekte konkursomkostninger.

De direkte konkursomkostninger kan være ekstra advokat/ revisor bistand samt penge til kurator. De indirekte omkostninger er dem der er sværere, at måle på. Det kan eksempelvis være, at virksomhedens ledelse bruger sin tid på, at forsøge at rede virksomheden, fremfor at drive/lede virksomheden og krisen kan derved blive forværret.

Den optimale kapital struktur må således være der, hvor besparelsen ved at optage gæld er marginalt større end den øgede konkurs sandsynlighed⁶⁵, mere om det i afsnit 4.3.

Formel nr. 12 Højeste værdi af gearet virksomhed

Maks $V_L = V_U + \text{renteskatteskjold} - \text{omkostningen ved finansielle vanskeligheder}$

Kilde: Kompendium Finansiering – Pensum på dansk, side 212

V_U er værdien af et 100% egenkapitalfinansieret selskab.

4.3. Trade-off teori

Trade-off teorien⁶⁶ også kendt, som den statiske afvejningsteori for valg af kapitalstruktur, tager udgangspunkt i, at virksomhedens operationelle risici samt aktiver er konstante. Teorien bevirker at en optimal kapitalstruktur findes, ved afvejningen mellem effekten af skatteskjoldet samt den øgede risiko for konkurs en gældsætning medfører.

Der, hvor man finder den bedste afvejning mellem de to, er der hvor WACC'en er lavest, hvilket giver den højeste mulige værdi for selskabet. Teorien forklarer delvis optagelsen af gæld for den enkelte virksomhed. Teorien foreskriver, at virksomheder der er veldrevet og har mange materielle aktiver oftest er finansieret ved hjælp af fremmedkapital⁶⁷.

Teorien fortæller også at det modsatte er tilfældet hvis virksomheden har mange immaterielle aktiver, for her vil virksomheden ifølge teorien oftest være finansieret ved hjælp af egenkapital⁶⁸.

Her bliver det så spændende, at se, om teorien passer på Jeudan, hvilket vi skal se nærmere på i afsnit 4.5. WACC Jeudan.

Teorien fortæller endvidere, at virksomheder med gode stabile pengestrømme burde være højt belånt. Årsagen til dette er, at disse virksomheder vil være i stand til at servicere den gæld de optager, langt bedre end dårligt drevne virksomheder med små pengestrømme.

Teorien fejler dog på dette punkt, da undersøgelser faktisk viser det stik modsatte⁶⁹. I veldrevne virksomheder ses der ofte en lav gearing, samtidig med, at gælden i dag ikke er steget i forhold til tidligere, hvor skattesatsen var lavere⁷⁰. Hvis teorien skal passe, burde dette være gældende, da effekten af skatteskjoldet ville have været større i dag.

4.4. Hakkeordensteorien

En anden teori inden for kapitalstruktur, som er blevet udgivet af Stewart C. Myers og Nicolas Majluf i 1984 er hakkeordensteorien også kendt som Pecking-order theory⁷¹. Teorien er et modsvar til den statiske afvejningsteori. Teorien er baseret på asymmetrisk information, med det menes der, at ledelsen i en virksomhed ligger inde med bedre information end omverdenen.

Da investorerne i virksomheden godt ved, at ledelsen har mere viden end markedet, reagerer investorerne ud fra de beslutninger, som ledelsen træffer. Et eksempel på det er, hvis et selskab vælger at udbetale udbytte, så vil investorerne se det, som et tegn på, at virksomheden forventer et sigende fremtidigt cash flow, hvilket vil betyde virksomhedens værdi stiger.

Et andet eksempel er, hvis et selskab vælger at fortage en kapitaludvidelse ved at udstede nye aktier, så vil omverdenen tolke det, som at ledelsen har vurderet, at aktien er overvurderet, altså virksomheden er værdiansat for højt.

En ledelse skal altid træffe et valg mellem intern eller ekstern finansiering med den viden, at omverdenen godt ved, de ligger inde med asymmetrisk information. Der hvor intern finansiering ikke slår til, bliver ledelsen nødt til at finde finansiering ved hjælp af ekstern kapital.

Hakkeordensteorien, som bygger på asymmetrisk information, rangordner en virksomheds valg af finansiering som følgende⁷²:

1. Virksomheder fortrækker intern finansiering
2. Virksomheden tilpasser deres udbytte til deres investeringsmuligheder således, at de undgår pludselige ændringer i deres udbytte
3. Virksomhederne vælger en politik, sticky dividends, hvor udbyttet bliver sat efter at virksomheden får mindre overskud end forventet. Hvis de interne cash flow ikke er tilstrækkelige, vil virksomheden først trække på sin kontantbeholdning eller sælge nogle af sine værdipapirer
4. Hvis den interne finansiering ikke er tilstrækkelig, vil virksomheden først udstede gældspapirer, derefter vil virksomheden, hvis det er muligt, udstede hybrid kapital i form af konvertible obligationer og kun som en sidste udvej udstede aktiekapital

Der, hvor hakkeordensteorien skiller sig ud fra den statiske afvejningsteori er, at hakkeordensteorien ikke fortæller noget om hvilket forhold, gæld kontra egenkapital, der er mest værdiskabende for virksomheden. Teorien beskriver i stedet, hvorfor virksomheder der er veldrevet har en tendens til at låne mindre, da deres interne cash flow oftest er nok til at dække deres løbende investeringer. Modsat virksomheder, der er drevet mindre godt og derved har et mindre frit cash flow, som så bliver nødt til at optage gæld for at finansierer deres vækst.

Ifølge hakkeordensteorien er skattefordelen, som skatteskjoldet giver, samt andelen af fremmedkapital mindre relevant, da teorien mere ser på ændringer i gældsandelen, som tegn på at virksomheden ikke er i ligevægt med hensyn til interne cash flow, udbytte samt fremtidige investeringsmuligheder⁷³.

4.5. WACC Jeudan

WACC står for weighted average cost of capital og beskriver således den vægtede gennemsnitlige omkostning for kapital. Kapitalen består af både egenkapital og fremmedkapital. Det er kombinationen af det vægtede forhold mellem renten på den fremmedkapital, man har lånt, samt det afkast som aktionærene forventer.

Jeudans CAPM er beregnet til 9,78 % jævnfør Tabel nr. 22 WACC Jeudan. Værdierne, der er brugt i beregningen af CAPM er beregnet i tidligere afsnit.

Med afsæt i långivers afkastkrav og Jeudans kapitalstruktur, jævnfør kapitel 2, beregnes det vægtede afkastkrav WACC, for Jeudan til 4,44 %. WACC er beregnet ved hjælp af formelen:

Formel nr. 13 WACC

$$WACC = w_{EK} \cdot R_{EK} + w_{FK} \cdot R_{FK} \cdot (1 - t_c)$$

Kilde: Brealey, Myers and Allen, s. 441

Tallene, der er brugt til WACC beregningen, kan ses i Tabel nr. 22 WACC Jeudan

Tabel nr. 22 WACC Jeudan

WACC beregning			
Afkast egenkapital (teoretisk)	0,0517	0,0978	0,0924
Andel egenkapital	0,256	0,256	0,256
Rente fremmedgæld = Rf + Risikotillæg Jeudan (0,00868+0,025)	0,034	0,034	0,034
Andel fremmedkapital	0,744	0,744	0,744
Risikofri rente - 10-årig Statsobligation pr. 4. jan 2016	0,00868	0,00868	0,00868
Risikotillæg Jeudan	0,025	0,025	0,025
Skattesats 2015: 23,5 % (Effektiv skattesats jf. 2015 regnskab Jeudan)	0,228	0,228	0,228
Risikopræmie= årligt afkast - Rf (11,49-0,868)	0,1062	0,1062	0,1062
WACC beregning	0,0326	0,0444	0,0430

Kilde: Egen tilvirkning efter egne beregninger og analyse af data fra Nasdaqomx

Det kan altid diskuteres om Service Partner skal fjernes fra Jeudans regnskab, før man laver beregningerne. Da Service Partner er bibeholdt i regnskabet, kan WACC samt CAPM være en anden end hvis der kun havde været set på ejendomsdelen. Det kan have en betydning for sammenligningsgrundlaget, da der her kun ses på selve ejendommen, ikke på hvordan den bliver vedligeholdt/serviceret.

Det er ikke fundet muligt, med de oplysninger der er offentligt tilgængelige, at holde Service Partner ude af regnskabet. Det vurderes ikke, at det faktum at Service Partner er med i beregningerne, vil ændre udfaldet signifikant.

Når ledelsen i Jeudan skal finde den optimale kapitalstruktur for finansieringen af caseejendommen, er det vigtigt, at den valgte kapitalstruktur har en WACC der er lavere end de 4,44 %, som er Jeudans samlede WACC. Er WACC'en ikke lavere vil caseejendommen trække den samlede WACC for Jeudan op, hvilket medfører en lavere værdi af Jeudan.

I Tabel nr. 23 kan man se de forskellige WACC beregninger, hvis Jeudan vælger at benytte leasing, realkredit med den billigste effektive rente eller hvis Jeudan vælger, benytte samme kapitalstruktur som de har i resten af virksomheden.

Tabel nr. 23 Sammenligning af WACC

WACC leasing	WACC realkredit	WACC Jeudan kapitalstruktur
1,752%	3,025%	4,639%

Kilde: Egen beregning lavet i Excel

Når der ses på Tabel nr. 23, er der ingen tvivl om, at den mest værdiskabende finansieringsform, er hvis Jeudan vælger leasing. Leasing har en WACC der ligger 1,273 procentpoint lavere, end hvis Jeudan vælger realkredit finansiering og WACC er hele 2,887 % lavere end, ved at følge Jeudans nuværende kapitalstruktur.

Vælger Jeudan, at gøre brug af realkredit, vil købet af ejendommen stadig skabe værdi for Jeudan, men vælger Jeudan der imod, at købe caseejendommen ved hjælp af deres nuværende kapitalstruktur vil caseejendommen ikke være værdi skabende for Jeudan, tværtimod vil værdien af Jeudan falde.

Når der ses på Jeudans kapitalstruktur, følger de helt klart trade-off teorien. Jeudan er højt gearet, men har samtidig et cash flow der gør Jeudan i stand til, at servicere sin gæld. Samtidig er det med god grund, at Jeudan vælger at have en kapitalstruktur med høj gearing, selvom risikoen for konkurs øges des mere gearet Jeudan er. Det teoretiske afkastkrav til egenkapitalen er over dobbelt så højt, som det Jeudan kan gå ud og skaffe sin fremmedkapital til i øjeblikket. Det betyder, at Jeudan skal generere mindre cash flow for, at tilfredsstille sine aktionærer ved at optage gæld.

5. SCENARIOANALYSE

Her i kapitel 5 er der lavet en scenarieanalyse af, hvilken påvirkning forskellige faktorer har på værdiansættelsen af caseejendommen, herunder den faktor som har den største påvirkning på værdiansættelsen. Til brug for denne analyse er der gjort brug af DCF modellen, og data er hentet fra de andre kapitler og er blevet tilrettet for at kunne vurdere, hvilken faktor, der har størst indflydelse på værdiansættelsen.

Beregningerne er foretaget i 33 forskellige DCF's og vises, for så vidt angår markedsdata, i matrixer for værdiansættelse i hver beliggenhed; caseejendommen 1-9, City – CBD 10-18 og Valby 19-27 og en matrix for pris pr. m² for alle 27 DCF 'er. Der er tillige lavet en sensitivitetsanalyse for seks af Jeudan beregningerne for at belyse betydningen for værdiansættelsen ved ændringer i NPI, afkast og købsprisen.

Følgende seks beregninger er vedlagt i Bilag nr. 3, 1-6, Jeudan WACC, Jeudan Afkast, Jeudan NPI, DCF nr. 5, 14 og 23.

Diskonteringsfaktoren, som benyttes i DCF beregningerne nr. 1-27, er det analyseret resultat fra markedsrapporterne med for afkast +/- 0,50 % og med markedsleje +/- kr. 100 i op- og nedadgående retning. Det vil sige et spænd på 1 % i afkast og kr. 200 i markedsleje.

Matrixerne har 9 centrale områder, hvor der i kolonnerne er indsat 3 forskellige lejeværdier pr. m² og i rækkerne er der indsat 3 forskellige afkastkrav. For hver af de 9 værdiansættelsesberegninger er ændringen (Δ) i værdien fra høj til lav indsat i både vandrette og lodrette felter.

5.1. DCF beregninger og matrix

Der er lavet en matrix for hver beliggenhed, der samler de 9 relateret DCF beregninger for et bedre overblik. Resultaterne fra de analyseret markedsrapporter for leje og afkast vil blive brugt i DCF'erne, for de tre beliggenheder. Det resultat, der er fremkommet for hver beliggenhed, er markeret med blå i matrixerne og omkring vises så ændringer i faktorerne, i op- og nedadgående retning.

Gældende for alle matrixer er, at værdiansættelsen falder jo lavere lejen er og jo højere afkastet er. Det siger sig selv at med en caseejendom på denne størrelse, så vil selv små ændringer have et betydeligt større betydning end ved en ejendom på kun 500 m². Der er mange muligheder for ændringer som bevirker en afgørende forskel i værdien. Vi har valgt at fastholde et konstant afkast/WACC i hele perioden.

DCF Jeudan WACC, der benytter den beregnet WACC på 4,44 % og med NPI på 1,89 %, værdiansættelser ejendommen til kr. 938.971.471, hvilket jo er markant over prisen som Jeudan har købt til på kr. 585.400.000. Nedenstående tabel har seks beregninger af Jeudan's analyseret tal. Nemlig WACC og prisen.

Tabel nr. 24 Sensitivitetsanalyse for caseejendommen med Jeudan beregninger

Sensitivitetsanalyse						
Caseejendom - Havneområde Nord						
DCF nr.	Jeudan NPI	Jeudan Afkast	Jeudan WACC	Jeudan standard udgifter	Jeudan u/vækst og udgifter	Jeudan + vækst + udgifter
Afkast %	4,44%	5,980155875%	4,44%	4,44%	4,15882303%	6,590155875%
NPI %	0,349844121%	1,89%	1,89%	1,89%	0,00%	2,50%
Nettoleje 1. år	23.943.773	23.943.773	23.943.773	23.346.484	24.345.750	23.943.773
Værdi	585.400.000	585.400.000	938.971.471	915.548.382	585.400.000	585.400.000

Kilde: Egne tilvirkning efter beregninger fra analyseret data fra teoretisk afkast

Som det fremgår af tabellen, skal der for at matche købsprisen, enten være et afkast på ca. 5,98 % eller alternativt NPI på ca. 0,35 %. Men det bevidner at ved at ændre lidt på NPI fra 1,89 % til ca. 0,35 % (fald på ca. 1,54 %) vil afkastet stige fra 4,44 % til ca. 5,98 % og modsætningsvis. Det fremgår også, at hvis man ændre med ca. 1,54 % så næsten fordobles værdiansættelsen, så der er stor mulighed for at lave en forkert vurdering af ejendommen. Ved forskellige beregninger hvor man har justeret driftsudgifterne til standard betyder dette kun en forskel på kr. 23,4 mio.

Hvis man beregner stigningen i værdi fra år 1 til år 12 fra kr. 585.400.000 til 938.971.471 er det ca. 37,65 % hvilket svarer til et årlig afkast på ca. 4,016 % p.a.

5.1.1. Matrix for caseejendom

DCF beregninger for caseejendommen er nr. 1-9. Gældende for alle beregninger er at disse er markant højere end købsprisen for ejendommen.

I ændringen fra den lave til den høje leje er forskellen næsten kr. 117 mio. i værdiansættelsen og i forhold til afkast, betyder spændet en forskel på over kr. 383 mio. Dette betyder, at værdiansættelsen har et spænd på hele kr. 462.918.376 fra den lavest til den højest i matrixen (DCF nr. 7 og 3).

Tabel nr. 25 Matrix for caseejendom scenarieanalyse - Værdiansættelse

Værdi kr.	Sensitivitetsanalyse ved ændring af 2 faktorer			Δ i værdi kr.
	Caseejendom - Havneområde Nord			
Leje kr. pr. m²	1.650	1.750	1.850	116.820.000
1. års årlige leje	23.100.850	24.345.750	25.590.650	
DCF nr.	1	2	3	
Afkast %	4,00	4,00	4,00	
Værdi	1.076.365.948	1.134.775.948	1.193.185.948	94.440.690
DCF nr.	4	5	6	
Afkast %	4,50	4,50	4,50	
Værdi	870.165.575	917.385.920	964.606.264	
DCF nr.	7	8	9	79.257.299
Afkast %	5,00	5,00	5,00	
Værdi	730.267.572	769.896.222	809.524.871	
Δ i værdi kr. fra 4,00 % til 5,00 %	346.098.376	364.879.726	383.661.076	37.562.701 37.562.701

Kilde: Egne tilvirkning efter beregninger fra analyseret data fra Markedsrapporter

Når man benytter de analyseret tal fra markedsrapporterne, som vist i DCF nr. 5, fremkommer der en værdiansættelse på kr. 917.385.920 eksklusiv moms, hvilket er markant højere end købsprisen.

Årsagen til dette kan bl.a. være at den årlige stigning i NPI er anderledes end dem, der er benyttet i beregningerne, tilsvarende for afkastet, og såvel om de andre faktorer er medtaget eller ej.

5.1.2. Matrix for City – CBD

Der er i denne matrix kun ændre i lejen og afkastet er således det samme som i caseejendommen.

Tabel nr. 26 Matrix for City – CBD scenarieanalyse - Værdiansættelse

Værdi kr.	Sensitivitetsanalyse ved ændring af 2 faktorer			Δ i værdi kr.
	City - CBD			
Leje kr. pr. m²	1.600	1.700	1.800	116.820.000
1. års årlige leje	22.478.400	23.723.300	24.968.200	
DCF nr.	10	11	12	
Afkast %	4,00	4,00	4,00	94.440.690
Værdi	1.047.160.948	1.105.570.948	1.163.980.948	
DCF nr.	13	14	15	
Afkast %	4,50	4,50	4,50	79.257.299
Værdi	846.555.402	893.775.747	940.996.092	
DCF nr.	16	17	18	
Afkast %	5,00	5,00	5,00	37.562.701 37.562.701
Værdi	710.453.248	750.081.897	789.710.547	
Δ i værdi kr. fra 4,00 % til 5,00 %	336.707.700	355.489.051	374.270.401	

Kilde: Egne tilvirkning efter beregninger fra analyseret data fra Markedsrapporter

Tilsvarende for City – CBD området viser matrixen, at værdiansættelserne bliver mindre jo lavere lejen er og jo højere afkastet er. Det bemærkes, at ændringer i værdi er den samme som i caseejendommen, da det kun er lejen som er sænket med kr. 50 i de 3 scenarier og afkastet er det sammen i begge matrixer. Derved er intervallet det samme og værdiændringer tilsvarende. Forskellen er på kr. 453.527.000 fra den højeste til den laveste værdiansættelse, hvilket er små kr. 10.000 under det i caseejendommens matrix.

5.1.3. Matrix for Valby

Matrixen for Valby er samtidig den, som har den laveste markedsleje og det højeste afkast, hvilket man rent intuitivt ved, må give den laveste værdiansættelse.

Forskellen i værdiansættelsen ved lejen fra høj til lav er en forskel på små kr. 64 mio. og i afkast på kr. 91,5 mio. og fra DCF nr. 21 og 25 er på kr. 142.219.523.

Ved sammenligning af de 3 matrixer er der en forskel på hele kr. 890.708.787 mellem DCF nr. 25 Valby og DCF nr. 3 Caseejendommen, som mildest talt er massiv og overraskende, for spørgsmålet bliver jo så også, om det er rentabelt at bygge i Valby.

Tabel nr. 27 Matrix for Valby scenarieanalyse - Værdiansættelse

Værdi kr.	Sensitivitetsanalyse ved ændring af 2 faktorer			Δ i værdi kr.
	Valby			
Leje kr. pr. m²	1.000	1.100	1.200	63.857.565
1. års årlige leje	15.009.000	16.253.900	17.498.800	
DCF nr.	19	20	21	
Afkast %	5,75	5,75	5,75	
Værdi	380.839.119	412.767.902	444.696.684	56.534.450
DCF nr.	22	23	24	
Afkast %	6,25	6,25	6,25	
Værdi	337.164.908	365.432.133	393.699.358	
DCF nr.	25	26	27	50.718.148
Afkast %	6,75	6,75	6,75	
Værdi	302.477.160	327.836.235	353.195.309	
Δ i værdi kr. fra 5,75 % til 6,75 %	78.361.959	84.931.667	91.501.375	13.139.417
				13.139.417

Kilde: Egne tilvirkning efter beregninger fra analyseret data fra Markedsrapporter

Tager man prisen pr. m² for caseejendommen med de 15.852 m² i de 3 beliggenheder, ser det således ud:

Tabel nr. 28 Matrix for DCF beregninger - Pris kr. pr. m²

Værdiansættelsespris kr. pr. m ² i hver DCF beregning								
Caseejendom - Havneområde Nord			City - CBD			Valby		
67.901	71.586	75.270	66.059	69.743	73.428	24.025	26.039	28.053
54.893	57.872	60.851	53.404	56.383	59.361	21.270	23.053	24.836
46.068	48.568	51.068	44.818	47.318	49.818	19.081	20.681	22.281

Kilde: Egne tilvirkning efter beregninger fra analyseret data fra Markedsrapporter

Om det er muligt at bygge til kr. 19.081 pr. m² i Valby, skal der ikke tage stilling til, men det vidner om at beliggenheden har endog meget stor betydning både i forbindelse med projektbyggeri og værdiansættelser. Det er noteret at forskellen på kr. 56.189 pr. m² er så stor, at man som bygherre ikke kan være i tvivl om at Valby, nok ikke er førstevalget.

Det er vigtigt at huske på, at DCF og afkast beregningerne er markant forskellige, idet afkast metoden er for 1. år og DCF har en tidsperiode på 12 år. De to metoder må på ingen måde sammenlignes, da forudsætninger er vidt forskellige, hvilket resultaterne da også bekræfter. Som eksempel herpå, vil værdiansættelsen være kr. 541.016.667 ved afkastmetoden og kr. 917.385.920 ved DCF metoden. Begge er lavet med 1. år leje på kr. 24.345.750 og afkast på 4,50 %.

De tre sensitivitetsanalyser foretaget og noteret i matrixerne, bevidner om, at det er afkastkravet ændringer som er mest udslagsgivende samlet set. Så det er altså den faktor som er mest følsom af leje og afkast. Analysen af markedsrapporterne, hvoraf resultatet er benyttet i disse beregninger viser, hvor langt væk de er fra de faktiske og reelle tal i salgstransaktionen. Scenarieanalyserne viser, hvor lidt ændringerne i faktorerne der skal til for at få et markant andet resultat samt hvor meget beliggenheden betyder.

6. PERSPEKTIVERING

Andre indgangsvinkler som hovedopgaven kunne have dækket er regnskabsmæssige, kapitalkrav, gennemsigtheden i ejendomsmarkedet samt udenlandske investeringers betydning.

Regnskabsmæssig: Det er igennem denne hovedopgave blevet belyst, der er store forskelle på hvordan, anskaffelsen af caseejendommen bliver optaget/bogført i regnskabet. Der er ingen tvivl om, at den regnskabsmæssige del vil have en hvis betydning for, hvordan et selskab vælger at finansiere sit køb. Derfor er det også vigtigt, at holde for øje, at der kan komme regnskabsmæssige lovændringer, der ændre på bogføringsreglerne. Kigger vi lidt ud i fremtiden, er der stor sandsynlighed for der kommer en sådan ændring. IFRS 16, som er den internationale revisorlov, forskriver nemlig, at finansiel og operationel leasing skal bogføres på samme måde i regnskabet. Det vil sige at operationel leasing ikke mere friholder ejendommen fra virksomhedens balance, hvis virksomheden vælger, at aflægge regnskab efter internationale standarder. Denne ændring kan få virksomheder til, at fravælge leasing, hvis de udelukkende bruger leasing for, at slanke deres balancer.

Kapitalkrav til kreditinstitutter fra Basel-komitéen: Basel-komitéens forslag om fremtidens kapitalkrav over for kreditinstitutter er endnu ikke fremlagt, men kan få betydelige konsekvenser for dansk realkredit, da rygterne vil vide, at de påtænker at øge kravene til basiskapitalen, og måske ikke tager hensyn til den danske realkredit model. Såfremt den danske regering ikke får ændret dette, vil det få vidt løftende påvirkninger på det danske ejendomsmarked lige fra almene boliger til erhvervsejendomme, da bidragssatsen uomtvistelig vil stige til endnu ikke set høje niveauer, så selv Nykredits forhøjelser vil blive betragtet som ganske små.

Gennemsigthed i Ejendomsmarkedet: Det bliver interessant at se, om Ejendomswatch.dk som blev lanceret i starten af 2016, vil formå at få øget debatten omkring større gennemsigthed i ejendomsbranchen, og om det vil have en betydning. Det bliver i flere af deres artikler efterlyst af udenlandske investorer som jo i øjeblikket opnår et bedre afkast på ejendomme end andre steder. Problematikken om de offentlige statistikker om de forskellige segmenter og tomgang spiller en klar del i denne udfordring.

Derfor kunne det også være interessant at undersøge og analysere, hvorvidt en lovgivningsmæssig ændring ville have betydning for værdiansættelsen, hvis samtlige handler ved køb/salg, leje, leasing og overdragelse af selskaber osv. skulle offentliggøres med faktiske tal inkl. vilkår af betydning.

Udenlandske investeringers betydning: Man kunne også have set på, hvordan udenlandske investeringer i det danske ejendomsmarked ville kunne påvirke prisfastsættelsen, og om der kunne være en overophedning på vej, og derved om der ville blive mulighed for en eventuel boble i markedet. Herunder kunne man inddrage om de har andre finansieringsmuligheder, end dem vi har i Danmark. Blandt andet er leasing af ejendomme betydeligt mere udbredt i udlandet.

7. KONKLUSION

Vores analyser har vist, at den mest optimale transaktion ved caseejendommen er leasing. De økonomiske beregninger viser, at man ved leasing betaler den laveste årlige ydelse på kr. 14.853.836 og stadigvæk har mulighed for at købe til 97 % af den handlede købspris på kr. 585.400.00 eksklusiv moms om 9 år, uden risikoen for værdifald i ejendommen, da man så fravælger at exercise sin option. Ved leje af ejendommen vil den årlige leje andrage kr. 24.345.750, hvilket er kr. 9.491.914 mere end ved operationel leasing. Det er en besparelse på i alt kr. 85.427.226 i den 9 årige periode, som kan investeres i andre værdiskabene investeringer. Vi har i analyserne beregnet den laveste WACC til 1,752 % ved leasing og den højeste ved Jeudans kapitalstruktur til 4,639 %.

Da der er valgt ikke at lave delkonklusioner undervejs, er det relevant at medtage her i konklusionen. Disse oplystes i modsat rækkefølge af vores delspørgsmål:

Betydningen af ændringer i leje og afkast faktorerne på værdiansættelsen.

Vi har fra vores analyse kunne konkludere, at netop ganske små ændringer i faktorerne leje og afkast har markant betydning for størrelsen af værdiansættelsen af ejendommen. Vi har i selve analysen ændret disse to faktorer med hhv. kr. 100 og 0,5% i både op-og nedadgående retning i vores scenarieanalyse, netop for at påvise værdiforskellen i ejendomsværdiansættelsen. Der er en forskel på over kr. 890 mio. i værdi og kr. 56.189 i pris pr. m², fra laveste til højeste. Man kan derfor konkludere, at beliggenheden har afgørende betydning både for værdiansættelsen og for om det er rentabelt med et projektbyggeri på beliggenheden.

Ud fra caseejendommens matrix fremgår det at der er over kr. 116 mio. i forskel, når lejen alene ændres og over kr. 383 mil. når afkastet ændres, hvilket vil sige at der er større følsomhed i afkast faktoren.

Ved udsving på kr. 200 i leje og 1 % i afkast vil forskellen i værdiansættelserne være over kr. 462 mio., så det er vigtigt at kende den præcise sats for at kunne beregne sig frem til den korrekte værdiansættelse.

De forudsætninger, man medtager i sine værdiansættelser, er som man kan se fra vores DCF beregninger af afgørende betydning, da det vil ændre værdien substantielt. Vi har i vores DCF beregninger af værdien af vores caseejendom, på baggrund af det analyseret materiale ikke kunne komme frem til den samme købspris som ejendommen er handlet til, hvilke indikere at Jeudan muligvis har betalt en overpris for ejendommen. Om dette skyldtes at ejendommen har været i budrunder med andre investorer herunder udenlandske som så har presset prisen op og/eller, om at Jeudan har haft andre forudsætninger, kan vi ikke vurdere.

Faktorer som påvirker leasingydelsen

Når man ser på, hvilke faktorer leasingydelsen bliver påvirket af, er der ingen tvivl om at de 2 største påvirkninger kommer ud af om der bliver indbygget en realoption samt, hvor meget nedskrivning der bliver lavet på restværdien.

Bliver der indbygget en realoption i leasingaftalen, vil det alt andet lige betyde en lavere leasingydelse for leasingtager da restværdien frem til optionstidspunktet ikke vil blive nedskrevet med så meget som, hvis der ikke var indbygget en option. Modsætningsvist må det konkluderes, at tidsperioden og rentesatsen der naturligvis også påvirker leasingydelsen, ikke har så stor en indflydelse som restværdien og realoptionen.

Derudover påvirker det indirekte leasingydelsen, hvilken værdiansættelsesmetode leasingselskabet benytter – her tænkes på afkast og DCF metoden. Ved at leasingselskabet benytte afkast metoden, har vores analyse påvist, at værdiansættelsen bliver lavere end ved brug af DCF metoden. Dette skyldes, at afkast metoden er et øjebliksbillede og DCF er over en typiske 10-årig periode. Den højere værdiansættelse vil alt andet lige betyde en højere leasingydelse, da den nedskrevet restværdi % formodes at være den sammen uagtet valg af metode.

Når man kigger på de forskellige transaktioner såsom leje, køb eller leasing, kan vi via vores analyser konkludere, at ved en beliggenhed på Havneområde Nord, vil det med vores forudsætninger være mest optimalt at lease ejendommen. Dette skal ses i lyset af, at leasingfinansieringen er den med den laveste WACC altså den transaktion som er mest værdiskabende for virksomheden idet det pt. ikke er muligt at opnå billigere finansiering.

Leasing muliggør tillige en 100 % finansiering af ejendommen, hvilket betyder at Jeudan ikke behøver at gøre brug af deres egenkapital, der i 2015 havde en forrentning på 17,1 %, men kan benytte sig af leasing med en effektiv rente efter skat på 1,75 %, hvilket jo er en forskel på 15.35 %.

Ved at vælge leasing med en indbygget realoption har Jeudan derved muligheden for at afvente markedsudviklingen i Havneområde Nord, før man tager den endelige beslutning om tilbagekøb eller at fortsætte med leasing.

Da vores beregninger og analyser også har indikeret at ejendommen er handlet til overpris, kan man ved leasing jo afvente en gunstig udvikling i markedsniveauet og de makroøkonomiske påvirkninger for at afgøre om man vil exercise sin optionsmulighed.

Dette set i lyset af at der siden finanskrisen i 2008, hvor der kom et voldsomt dyk i priserne, har været en svag stigende tendens til prisstigninger, hvorfor man om 9 år, når muligheden for realoptionen opstår, måske kan se en forbedring i priserne, således at den nedskrevet restværdi er mindre end markedsværdien på ejendommen på dette optionstidspunkt.

Vi har ikke valgt realkreditfinansiering, idet renten og omkostninger på leasing muligheden var lavere og såfremt ejendommen er overprissat vil dette betyde en øget risiko.

Ejendommen vil dog stadigvæk være værdiskabende for Jeudan ved at vælge at finansiere ejendommen med 60 % realkreditbelåning og 40 % anden fremmed kapital.

Ved at leje ejendommen på markedsvilkår til kr. 1.750 pr. m² årligt eksklusiv moms og driftsudgifter vil der ikke være en fordel som, hvis man havde kunne leje til under markedslejen. Derudover vil man ved leje af ejendommen, ikke have mulighed for at opnå noget værdiskabende for virksomheden for lejebetalingen.

Hvis man derimod benytter leasing, vil man betaler markant mindre i årlig ydelse. Markedslejen er kr. 24.345.750 eksklusiv moms i 1. års leje og leasingydelsen er kr. 14.853.836 p.a., hvilket jo er en forskel på kr. 9.491.914 som svare til 39 % besparelse i forhold til markedslejen. Restværdien er nedskrevet med 3% efter 9 år hvor realoptionen kan kaldes.

Ejendommens beliggenhed

Beliggenheden af ejendommen har stor betydning for den leje og det afkast, man kan forvente at få, og det har vi belyst via de 2 alternative beliggenheder i vores analyser i værdiansættelse og leasing kapitlerne, hvor der er en forskel på over kr. 890 mio. i værdiansættelsen ved at flytte vores caseejendom fra Havneområdet Nord til Valby, en afstand på ca. 15 km. Hvilket alt andet lige må betyde, at fortjenesten ved et sådant byggeri må være mindre eller endda urentabelt i Valby.

Jo længere væk fra København ejendommen er beliggende, jo mindre præcist materiale er tilgængeligt, hvilket også øger risikoen for en unøjagtigt værdiansættelse af ejendommen. F.eks. var det kun 2 gange at lejen blev oplyst for Valby og 1 gang for afkastet i de analyseret markedsrapporter.

Manglende gennemsigtighed i markedet

Det analyseret materiale bestående af markedsrapporter fra de 7 største erhvervsmægler selskaber viser med al tydelighed, at den manglende gennemsigtighed inden for erhvervsejendomme kan få stor påvirkning af prisfastsættelsen.

Vi har noteret os, at der er en gennemgående trend i de seneste markedsrapporter om, at det er sværere at aflæse konkrete tal for lejeniveauet og afkastgraden, da disse bliver oplyst med et spænd op til kr. 1.350 pr m² i Havneområdet Nord og for afkast med et spænd på 0,75 %.

Dette betyder, som konkluderet i ovenstående afsnit, at have overordentlig stor betydning for værdiansættelsen og ikke mindst gennemsigtigheden i vurderingen af en bestemt domicilejendom. Det kan ligeledes konkluderes, at man ikke blot skal indhente enkelte markedsrapporter, men have direkte kontakt med flere erhvervsmæglere, når man skal investere i ejendomme for at få ekspertvurderinger, da der er forskel selv mellem mægleren.

Det kan føre til en længere beslutningsproces, som reelt kan betyde, at man risikerer, at ejendommen bliver solgt for næsen af én eller at prisen stiger i det nuværende marked. Det kan også betyde, at man går glip af det genereret afkast, man ellers ville have modtaget, i den længere beslutningsproces periode, når man endelig er nået dertil.

For de udenlandske ejendomsinvestorer, som i øjeblikket køber ejendomme i Danmark, har der gennem længere tid været udtrykt utilfredshed for den manglende gennemsigtigheds betydning, da der er forholdsvis mange aspekter og lokale forhold, som ikke er åbenlyse, f.eks. at alle markedsrapporter, artikler, omtaler af ejendomshandler sker uden moms, som kan have stor betydning for kapitalbehovet ved en investering, da 25 % moms kan få en handel til at give negativt afkast.

Gennemsigtigheden påvirkes negativt af, at der ikke findes offentlig statistisk materiale af de forskellige segmenter inden for ejendomme enkeltvis og deres geografiske placering, betyder, at det ej heller er muligt at foretage empiriske undersøgelser qua som omtalt i afsnit 2.3. Analyse af leje og afkast, om fortrolighed, salg af ejendomme via selskaber osv.

Det vil sige med caseejendommen, må vi konkludere at man fra bygherrers og nuværende lejers side, Mærsk, have opnået en mindre årlig udgift til arbejdspladserne ved at finansiere ejendommen ved leasing, qua de laver årlige leasingydelser contra markedslejen og stadigvæk have en mulighed for at tilbagekøbe ejendommen om 12 år, til en i leasingaftalen fastsat pris som potentielt vil overstige markedsværdien i år 2028. På det tidspunkt kan Mærsk så efter en yderligere analyse beslutte om man ønsker at gentage processen eller f.eks. om det bedst kan betale sig at lave et salg af ejendommen med Mærsk som lejer.

8. LITTERATURLISTE – KILDEFORTEGNELSE

Bøger:

A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", Eleventh Global Edition, McGraw-Hill Education, Berkshire, UK

Astrup Jensen Bjarne, Rentesregning, 6 udgave, Jurist-og Økonomforbundets forlag

Kofoed Larsen Jonas, (2014), Kompendium i Finansiering, Corporate Finance - Pensum på dansk, 1. udgave 2014, Aspiri A/S, Frederiksberg

Petersen og Plenborg, (2012), Financial Statement Analysis, Pearson, Gosport

Rice Anthony, Accounts Demystified Sixth edition, The Astonishingly simple guide to accounting, Prentice Hall Business, Pearson Books

Sørensen Ole, (2012), "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, Gjellerup, København

Copenhagen Business School, Handelshøjskolen, Institut for finansiering, (Efterår 2015), Boligøkonomi og Finansiering, Academic Books, Frederiksberg

Publikationer:

Ejendomsforeningen Danmark, Danske Ejendomsmæglerforening, (Marts 2013), "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav", ss. 1-25

<https://www.finstilsynet.dk/upload/finanstilsynet/publik/publikationer/beret96/kap1-2.html>

Jeudan, Årsrapport 2016

Jeudan, Årsrapport 2013

Memorandum i forbindelse med udbuddet af caseejendom til salg.

Oline-ED Statistikken, 2015, Nr. 31, januar 1. kvartal 2015, Statistik over ledige erhvervslokaler, ss. 1-12

Oline-ED Statistikken, 2016, Nr. 36, januar 1. kvartal 2016, Statistik over ledige erhvervslokaler, ss. 1-12

Thurø Nicholas, "Værdiansættelse af erhvervsejendomme – 1. års afkast og DCF." (Ukendt udgivelsesår), RED - Property Advisers, ss. 1-28

Markedsrapporter:

CBRE Denmark Real Estate Market Outlook 2016, s. 1-

CBRE Research, 2015, MarketView Copenhagen Office, Q4 2014, ss. 1-3

CBRE Research, 2015, MarketView Nordic Investment, Q1 2015, ss. 1-9

Colliers, 2016, Markeds plus, ss. 1-4

Colliers, 2015, Markeds plus, ss. 1-4

Colliers, 2015, MarkedsPULS, 1. kvartal 2015, ss. 1-4

Colliers, 2015, STATUS, 1. kvartal 2015, ss. 1-5

DTZ Egeskov og Lindquist, (Forår 2016), Det Danske Ejendomsmarked, ss. 1-104

DTZ Research, 2014, Annual Outlook 2015, ss. 1-14

DTZ, 2015, Det danske ejendomsmarked 2015, ss. 1-104

EDC Market Update feb 2016, ss. 1-12

EDC Research, 2015, Market UPDATE, Vinter/Forår 2015, ss. 1-12

IPD Denmark Annual Property Index for 2014, ss. 1-2
IPD Denmark Annual Property Index for 2015, ss. 1-2
MSCI, (23. feb. 2016), IPD Dansk Ejendomsindeks, ss. 1-2.
Nybolig Erhverv, (Forår 2016), Markedsrapport, Erhvervsejendomme i Danmark, ss. 1-48.
Nybolig, 2015, Markedsrapport, Erhvervsejendomme i Danmark forår 2015, ss. 1-48
RED Property Advisers, (2016, Issue 1), Market Report Copenhagen, ss. 1-28
RED, 2015, MARKET REPORT, Issue I 2015 – Copenhagen, ss. 1-24
Sadolin & Albæk, Feb 2016 Copenhagen Property Market Report 2016, ss. 1-72
Sadolin og Albæk, 2015, Copenhagen, Property market report 2015, ss. 1-72
Sadolin og Albæk, 2015, News Letter, Markedskommentar: Erhvervs- og investeringsejendomme januar 2015, ss. 1-17

Internet:

BBR meddelelse af 9. april 2016 via boligejer.dk
www.bfr.dk
www.borger.dk/findejendomsdata/
www.danmarksstatistik.dk/
www.da.tradingeconomics.com/country-list/rating pr. 29. marts 2016
www.finanstilsynet.dk/da/Nyhedscenter/Pressemeddelelser/2015/Udpegning-af-SIFI-2015.aspx
www.msn.com/dadk/finans/aktieoplysninger/fi172.1.JDAN.CSE
www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSEDANSKE_STAT_2025
www.rd.dk
www.realkreditrådet.dk
www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=JDAN.CO
www.statistikbanken.dk
www.tinglysningsretten.dk/hvad/afgifter/Pages/default.aspx
www.tinglysning.dk/m/#/soeg

Artikler:

Jørgen Bendsen, (4. marts 2016), "Rig tysk familie køber strøjeendom for 200 mio. kr.", Ejendomswatch.dk, <http://ejendomswatch.dk/article8488492.ece>

Jørgen Bendsen, (15. marts 2016), "Dansk logistiksværvægter sælger ejendomme i Milliardhandel", Ejendomswatch.dk, <http://ejendomswatch.dk/Ejendomsnyt/Investorer/article8512826.ece?>

Jørgen Bendsen, (18. marts 2016), "Storinvestor løber med Danske Banks hovedsæde", Ejendomswatch.dk <http://ejendomswatch.dk/article8521887.ece>

Jørgen Bendsen, (2. maj 2016), "Milliardhandel hos Carlsbergfondet på vej i retsligt efterspil", <http://ejendomswatch.dk/Ejendomsnyt/article8624863.ece>.

Rasmus Gregersen, (1. september 2015), "Aarsleff skal bygge for Mærsk", http://www.building-supply.dk/article/view/217630/aarsleff_skal_bygg...

Rasmus Gregersen, (15. december 2014), "Mærsk har byggeplaner i København", http://www.building-supply.dk/article/view/144996/maersk_har_bygge...

Lotte Lund, (17. marts 2016), "International investor efter milliardinvestering: København er et forbillede", <http://ejendomswatch.dk/Ejendomsnyt/Investorer/article851873>

Merton H. Miller, (1988), "The Modigliani Miller Propositions after Thirty Years", *Journal of Economic Perspectives*. Volume 2, Number 4, ss.99-120

Elli Pagourtzi, Vassilis Assimakopoulos, Thomas Hatzichristos, Nick French, (2003), "Real estate appraisal: a review of valuation methods", *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 21 Iss 4 pp. 383-401

Hans Løgstrup Poulsen, (2. marts 2016), "Mægler: Internationale investorer står for halvdelen af Københavns ejendomsopkøb", *Ejendomswatch.dk*, <http://ejendomswatch.dk/Ejendomsnyt/Raadgivere/article8481832.ece>

Hans Løgstrup Poulsen, (21. marts 2016), "Statens flytteplaner åbner markedet for konverteringsejendomme", <http://ejendomswatch.dk/secure/Ejendomsnyt/Investorer/article849960...>

J. Qiu, M. Levati, and P. Mahagaonkar. (2012) "Testing the Modigliani-Miller theorem directly in the lab." *Experimental Economics* 15.4: 693-716. *EconLit*. Web.

Ritzau, (18. marts 2016), "Efter 141 år: Danske Bank sælger ikonisk hovedsæde i milliardhandel" *BT*, <http://www.bt.dk/erhverv/efter-141-aar-danske-bank-saelger-ikonisk-hovedsaede-i-milliardhandel>

Nikodem Szumilo, Pascal Gantenbein, Werner Gleißner & Thomas Wiegmann (2016): Predicting uncertainty: the impact of risk measurement on value of real estate portfolios, *Journal of Property Research*, DOI: 10.1080/09599916.2016.1146790

Love:

Lov 1922-04-10 nr. 149 om indkomstskat til staten (Statsskatteloven - SL)

Lovbekendtgørelse 2014-09-09 nr. 1106 om skattemæssige afskrivninger (Afskrivningsloven – AL)

Lovbekendtgørelse 1714 af 16/12/2010 Erhvervslejeloven

Mails:

Nordania Leasing mails

9. BLAG OVERSIGT

Bilag nr. 1 Varians, kovarians, beta, CAPM og WACC beregnings oversigt

Bilag nr. 2 Realkredit Danmark og BRF kredit beregninger

Bilag nr. 3 Jeudan WACC, Jeudan Afkast, Jeudan NPI, DCF nr. 5, 14 og 23.

Bilag nr. 4 Kommuneleasing

10. SLUTNOTE OVERSIGT

- ¹ Mail fra Nordania Leasing
- ² Elli Pagourtzi, Vassilis Assimakopoulos, Thomas Hatzichristos, Nick French, (2003), "Real estate appraisal: a review of valuation methods", Journal of Property Investment & Finance, Vol. 21 Iss 4 p. 386.
- ³ Nicholas Thuro, "Værdiansættelse af erhvervsjendomme – 1. års afkast og DCF." (Ukendt udgivelsesår) RED- Property Advisers, ss. 1-28.
- ⁴ Ejendomsforeningen Danmark, Danske Ejendomsmæglerforening, (Marts 2013), "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav", ss. 1-25.
- ⁵ Elli Pagourtzi, Vassilis Assimakopoulos, Thomas Hatzichristos, Nick French, (2003), "Real estate appraisal: a review of valuation methods", Journal of Property Investment & Finance, Vol. 21 Iss 4 s. 386.
- ⁶ Jørgen Bendsen, (4. marts 2016), "Rig tysk familie køber strøgejendom for 200 mio. kr." Ejendomswatch.dk, <http://ejendomswatch.dk/article8488492.ece>
- ⁷ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK side 24
- ⁸ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK side 107
- ⁹ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK side 107
- ¹⁰ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK side 108
- ¹¹ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK side 108
- ¹² Jørgen Bendsen, (18. marts 2016), "Storinvestor løber med Danske Banks hovedsæde", Ejendomswatch.dk <http://ejendomswatch.dk/article8521887.ece>
- ¹³ Jørgen Bendsen, (15. marts 2016), "Dansk logistiksværvægter sælger ejendomme i Milliardhandel", Ejendomswatch.dk, <http://ejendomswatch.dk/Ejendomsnyt/Investorer/article8512826.ece?>
- ¹⁴ Lov 1922-04-10 nr. 149 om indkomstskat til staten (Statsskatteloven - SL)
- ¹⁵ Lovbekendtgørelse 2014-09-09 nr. 1106 om skattemæssige afskrivninger (Afskrivningsloven – AL)
- ¹⁶ <http://www.tinglysningsretten.dk/hvad/afgifter/Pages/default.aspx>
- ¹⁷ Hans Løgstrup Poulsen, (21. marts 2016), "Statens flytteplaner åbner markedet for konverteringsejendomme", Ejendomswatch.dk, <http://ejendomswatch.dk/secure/Ejendomsnyt/Investorer/article849960...>
- ¹⁸ Oline-ED Statistikken, 2015, Nr. 31, januar 1. kvartal 2015, Statistik over ledige erhvervslokaler, ss. 1-12
- ¹⁹ Oline-ED Statistikken, 2016, Nr. 36, januar 1. kvartal 2016, Statistik over ledige erhvervslokaler, ss. 1-12
- ²⁰ Jeudan Årsrapport 2015, (13. marts 2016) s.9, 27 og 51.
- ²¹ Lotte Lund, (17. marts 2016), "International investor efter milliardinvestering: København er et forbillede", <http://ejendomswatch.dk/Ejendomsnyt/Investorer/article851873>
- ²² Hans Løgstrup Poulsen, (2. marts 2016), "Mægler: Internationale investorer står for halvdelen af Københavns ejendomsopkøb", Ejendomswatch.dk, <http://ejendomswatch.dk/Ejendomsnyt/Raadgivere/article8481832.ece>
- ²³ Memorandum i forbindelse med udbuddet af caseejendom til salg.
- ²⁴ Uofficiel Tingbogsattest på Amerika Plads 29, 2100 København Ø af dato 9. april 2016.
- ²⁵ Borger.dk, findejendomsdata, af 9. april 2016
- ²⁶ BBR meddelelse af 9. april 2016.
- ²⁷ Rasmus Gregersen, (15. december 2014), "Mærsk har byggeplaner i København", http://www.building-supply.dk/article/view/144996/maersk_har_bygge...
- ²⁸ Rasmus Gregersen, (1. september 2015), "Aarsleff skal bygge for Mærsk", http://www.building-supply.dk/article/view/217630/aarsleff_skal_bygg...
- ²⁹ Sadolin & Albæk, (2016), "Copenhagen Property Market Report 2016", s. 50.
- ³⁰ Danmarks statistik
- ³¹ Jørgen Bendsen, (4. marts 2016), "Rig tysk familie køber strøgejendom for 200 mio. kr." Ejendomswatch.dk, <http://ejendomswatch.dk/article8488492.ece>
- ³² Nybolig Erhverv, (Forår 2016), Markedsrapport, Erhvervsjendomme i Danmark, s. 11.
- ³³ Jørgen Bendsen, (2. maj 2016), "Milliardhandel hos Carlsbergfondet på vej i retsligt efterspil", <http://ejendomswatch.dk/Ejendomsnyt/article8624863.ece>
- ³⁴ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK, side 205-208
- ³⁵ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK side 18-204
- ³⁶ Sørensen Ole, (2012), "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 4. udgave, Gjellerup, København, s. 41
- ³⁷ <http://da.tradingeconomics.com/country-list/rating>
- ³⁸ <https://www.finanstilsynet.dk/da/Nyhedscenter/Pressemeddelelser/2015/Udpegning-af-SIFI-2015.aspx>
- ³⁹ <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=JDAN.CO>
- ⁴⁰ <http://www.msn.com/da-dk/finans/aktieoplysninger/fi-172,1.JDAN,CSE>
- ⁴¹ Ritzau, (18. marts 2016), "Efter 141 år: Danske Bank sælger ikonisk hovedsæde i milliardhandel" BT, <http://www.bt.dk/erhverv/efter-141-aar-danske-bank-saelger-ikonisk-hovedsaede-i-milliardhandel>
- ⁴² DTZ Egeskov og Lindquist, (forår 2016), Det Danske ejendomsmarked
- ⁴³ Mail Nordania Leasing
- ⁴⁴ Mail Nordania Leasing
- ⁴⁵ Bjarne Astrup Jensen, Rentesregning, 6 udgave, Jurist-og Økonomforbundets Forlag (2013) side 121
- ⁴⁶ Bilag 4 Kommune Leasing
- ⁴⁷ Bilag 4 Kommune Leasing
- ⁴⁸ Mail fra Nordania Leasing

-
- ⁴⁹ Bjarne Astrup Jensen, Rentesregning, 6 udgave, Jurist-og Økonomiforbundets Forlag (2013) side 121
- ⁵⁰ <https://www.finanstilsynet.dk/upload/finanstilsynet/publik/publikationer/beret96/kap1-2.html>
- ⁵¹ DTZ Egeskov og Lindquist, (Forår 2016), Det Danske Ejendomsmarked, side 21
- ⁵² Institut for finansiering, Boligøkonomi og Finansiering, efterår 2015, Academic Books
- ⁵³ DTZ Egeskov og Lindquist, (Forår 2016), Det Danske Ejendomsmarked side 21
- ⁵⁴ Excel formel med 4 årlige rentetilskrivninger
- ⁵⁵ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK side 467
- ⁵⁶ Jeudans 2013 regnskab
- ⁵⁷ Merton H. Miller. "The Modigliani Miller Proportions after Thirty Years," (1988).
- ⁵⁸ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK side 465-470
- ⁵⁹ Kompendium Finansiering Corporate Finance - Pensum på dansk side 203
- ⁶⁰ Kompendium Finansiering Corporate Finance - Pensum på dansk side 202
- ⁶¹ Kompendium Finansiering Corporate Finance - Pensum på dansk side 203
- ⁶² Kompendium Finansiering Corporate Finance - Pensum på dansk side 203
- ⁶³ Kompendium Finansiering Corporate Finance - Pensum på dansk side 205
- ⁶⁴ Kompendium Finansiering Corporate Finance - Pensum på dansk side 205
- ⁶⁵ Kompendium Finansiering Corporate Finance - Pensum på dansk side 212
- ⁶⁶ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK, side 465
- ⁶⁷ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK, side 465
- ⁶⁸ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK, side 466
- ⁶⁹ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK, side 466
- ⁷⁰ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK side 467
- ⁷¹ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK side 467
- ⁷² A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK side 469
- ⁷³ A. Brealey Richard, Myers Stewart and Allen Franklin, (2014), "Principles of Corporate Finance", 11. Global ed., McGraw-Hill, Berkshire, UK side 469-470

Daglig data målt mod Jeudan i perioden 2-1-06 til 30-12-15	Varians	Kovarians	Beta
OMX Copenhagen Benchmark Cap_GI, (DK0060487494) 43 aktier	0,00018	0,000036	0,2035
OMX Copenhagen Cap_GI, (DK0060487817) 144 aktier	0,00014	0,000034	0,2410
OMX Copenhagen Real Estate GI, (DK0060378958) 10 aktier	0,00014	0,000112	0,8094
N Real Estate EUR GI, (SE0004384766) 46 aktier	0,02041	0,000003	0,0001
Ugentlig data målt mod Jeudan i perioden 2-1-06 til 30-12-15	Varians	Kovarians	Beta
OMX Copenhagen Benchmark Cap_GI, (DK0060487494) 43 aktier	0,00090	0,000121	0,1350
OMX Copenhagen Cap_GI, (DK0060487817) 144 aktier	0,00073	0,000115	0,1582
OMX Copenhagen Real Estate GI, (DK0060378958) 10 aktier	0,00065	0,000413	0,6385
N Real Estate EUR GI, (SE0004384766) 46 aktier	0,00152	0,000175	0,1150
Månedlig data målt mod Jeudan i perioden 2-1-06 til 30-12-15	Varians	Kovarians	Beta
OMX Copenhagen Benchmark Cap_GI, (DK0060487494) 43 aktier	0,00317	0,001129	0,3566
OMX Copenhagen Cap_GI, (DK0060487817) 144 aktier	0,00264	0,001072	0,4052
OMX Copenhagen Real Estate GI, (DK0060378958) 10 aktier	0,00369	0,002331	0,6314
N Real Estate EUR GI, (SE0004384766) 46 aktier	0,00447	0,001310	0,2928
Årlig data målt mod Jeudan i perioden 2-1-06 til 30-12-15	Varians	Kovarians	Beta
OMX Copenhagen Benchmark Cap_GI, (DK0060487494) 43 aktier	0,08230	0,039016	0,4741
OMX Copenhagen Cap_GI, (DK0060487817) 144 aktier	0,07144	0,037910	0,5307
OMX Copenhagen Real Estate GI, (DK0060378958) 10 aktier	0,07138	0,051568	0,7225
N Real Estate EUR GI, (SE0004384766) 46 aktier	0,04059	0,016336	0,4024

Beta = kovarians/varians

$$\beta_i = \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2} = \sigma_{A,B} = \sum_{i=1}^n p_i * [R_{i,A} - E(R_A)] * [R_{i,B} - E(R_B)] / \sigma_A^2 = \sum_{i=1}^n p_i * [R_{i,A} - E(R_A)]^2$$

Adjusted Beta beregning

Beta beregnet vha OMX Copenhagen Cap GI månedlige data	0,4052
Adjusted Beta 1: 0,75+0,25*0,4052	0,8391
Adjusted Beta 2: 0,67+0,33*0,4052	0,7877

Afkast på markedsporteføljen	Gennemsnitlige				Antal observationer			
	Årlig	Månedlig	Ugentlig	Daglig	Årlig	Mdr.	Uge	Daglig
OMX Copenhagen Benchmark Cap_GI, (DK0060487494) 43 aktier	15,52%	0,99%	0,24%	0,05%	10	121	524	2479
OMX Copenhagen Cap_GI, (DK0060487817) 144 aktier	14,22%	0,91%	0,22%	0,04%	10	121	524	2479
OMX Copenhagen Real Estate GI, (DK0060378958) 10 aktier	-1,87%	-0,37%	-0,10%	-0,02%	10	121	524	2479
N Real Estate EUR GI, (SE0004384766) 46 aktier	19,94%	1,59%	0,39%	0,33%	10	121	524	2479

Beregning af afkast på markedsporteføljen for mdr. tal

Årligt afkast på markedsporteføljen OMX Copenhagen Cap_GI	11,49%
---	--------

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * (E(R_M) - R_f)$$

CAPM beregning	Re
CAPM = 0,00868 + 0,4052*(0,1149 - 0,00868)	0,0517
CAPM = 0,00868 + 0,8391*(0,1149 - 0,00868) vha. Adjusted Beta 1	0,0978
CAPM = 0,00868 + 0,7877*(0,1149 - 0,00868) vha. Adjusted Beta 2	0,0924

WACC beregning			
Afkast egenkapital (teoretisk)	0,0517	0,0978	0,0924
Andel egenkapital	0,256	0,256	0,256
Rente fremmedgæld = Rf + Risikotillæg Jeudan (0,00868+0,025)	0,034	0,034	0,034
Andel fremmedkapital	0,744	0,744	0,744
Risikofri rente - 10-årig Statsobligation pr. 4. jan 2016	0,00868	0,00868	0,00868
Risikotillæg Jeudan	0,025	0,025	0,025
Skattesats 2015: 23,5 % (Effektiv skattesats jf. 2015 regnskab Jeudan)	0,228	0,228	0,228
Risikopræmie= årligt afkast - Rf (11,49-0,868)	0,1062	0,1062	0,1062
WACC beregning	0,0326	0,0444	0,0430

Oversigt over lån

15. april 2016

Kontaktperson Michael Skaarup, tlf. 45 14 01 00

Finansieringseksempel 1 - 2

	Nyt lån nr. 1.1	Nyt lån nr. 2.1
Låntype	Kontantlån	Obligationslån
Hovedstol	DKK 439.000.000	DKK 468.000.000
Afdragsform	Annuitet	Afdragsfri
Løbetid	20 år	20 år
Terminer pr. år	12	12
Låneoplysninger i DKK		
Obligationsrestgæld	442.884.093	468.000.000
Kurs	99,123	93,950
Kursværdi	439.000.000	439.686.000
Omkostninger	11.650.160	12.376.189
Provenu af nyt lån	427.349.840	427.309.811
Nutidsværdi af samlede ydelser	433.952.503	455.964.966
1. års ydelse		
Før skat	32.122.845	14.982.400
Efter skat	28.989.222	11.686.272
Lånets rente i procent	2,0944	2,0000
Effektiv rente før skat i procent	3,5043	3,9103
Effektiv rente efter skat i procent	2,7483	3,1482

Tallene i skemaet uddyber vi i afsnittet "Oplysninger om lån".

Forudsætninger for beregningerne

Beregningerne forudsætter, at vi udbetaler de nye lån den 15. april 2016.

1. års ydelser er et beregnet gennemsnit, som dækker perioden fra den 15. april 2016 til den 14. april 2017.

Bidraget beregnes af lånets restgæld hvert kvartal og udgør minimum DKK 2.000 om året, medmindre andet er angivet. Vi kan ændre bidragets størrelse og beregningsmetode.

Nutidsværdien af et lån er værdien i dag af alle fremtidige betalinger på lånet. Nutidsværdien er altså det beløb, som skulle sættes i banken i dag, hvis det - med renters rente - skulle dække alle terminsydelser på lånet i hele lånets løbetid. For at beregne nutidsværdien har vi benyttet den laveste effektive rentesats efter skat for de viste lån, svarende til 2,7483%.

Der er anvendt en skattesats på 22,00%. Skattesatsen er en standardsats.

Omkostninger

De samlede omkostninger er foreløbigt beregnet og kan ændre sig.

Stiftelsesprovisionen er anslået. Vi beregner det endelige beløb ved udarbejdelse af et lånetilbud.

Afgiftsbeløbet er anslået. Vi beregner det endelige afgiftsbeløb ved udarbejdelse af et lånetilbud.

Eksemplerne er vejledende og er ikke tilbud eller bevilling af lån. Vi tager forbehold for fejl og mangler i oplysningerne, og vi tager ikke ansvar for eventuelle tab, hvis der optages lån ud fra eksemplerne. Vi tager forbehold for afvigelser som følge af afrundinger.

Du er velkommen til at kontakte os, hvis du har behov for rådgivning om for eksempel låntyper. Du kan også få mere at vide om Realkredit Danmarks lån i "Låntyper og Forretningsbetingelser", som du kan finde på www.rd.dk.

Oplysninger om lån

Bemærkninger til lån 1, hovedstol DKK 439.000.000, i finansieringseksempel 1

Obligationerne bag lånet er:

Fondskode : DK0009292633

Papirnavn : 02,00% RD 22S 2037

For det nye lån har vi anvendt en obligationskurs på 99,123. Eventuelle kursudsving vil betyde ændringer i beregningen.

Kursen er 0,20 kurspoint under "gennemsnitskurs alle handler" på NASDAQ OMX Copenhagen A/S den 14. april 2016. Den endelige kurs bliver reguleret på samme måde, når vi udbetaler lånet.

Bidraget har vi anslået til 1,2000% årligt.

Bemærkninger til lån 1, hovedstol DKK 468.000.000, i finansieringseksempel 2

Obligationerne bag lånet er:

Fondskode : DK0009297350

Papirnavn : 02,00% RD 27S 2047

For det nye lån har vi anvendt en obligationskurs på 93,950. Eventuelle kursudsving vil betyde ændringer i beregningen.

Kursen er 0,20 kurspoint under "gennemsnitskurs alle handler" på NASDAQ OMX Copenhagen A/S den 14. april 2016. Den endelige kurs bliver reguleret på samme måde, når vi udbetaler lånet.

Det nye lån er afdragsfrit i perioden 15. april 2016 til 31. marts 2026. Restgælden nedskrives ikke i perioder, hvor der er valgt afdragsfrihed. Lånet er helt tilbagebetalt ved udløb. Bidraget har vi anslået til 1,2000% årligt.

Omkostninger i DKK

Side 4 af 6

Finansieringseksempel 1 - 2

	Nyt lån nr. 1.1	Nyt lån nr. 2.1
Stiftelsesprovision	4.390.000	4.680.000
Lånesagsgebyr	7.500	7.500
Kurtage	658.500	659.529
Gebyr for tinglysningservice	7.500	7.500
Omkostninger til Realkredit Danmark i alt	5.063.500	5.354.529
Tinglysningsafgift til staten	6.586.660	7.021.660
Omkostninger til andre i alt	6.586.660	7.021.660
Omkostninger i alt	11.650.160	12.376.189
Årlige omkostninger i procent, ÅOP, før skat	3,7	4,1

For lån 1.1 er kurtagen for lånet 0,15% af kursværdien.

For lån 2.1 er kurtagen for lånet 0,15% af kursværdien.

Tilbagebetaling af nyt lån nr. 1 i finansieringseksempel 1 i DKK

	Ydelse før skat	Ydelse efter skat	Rente	Bidrag	Afdrag	Restgæld ultimo
Maj. 2016	4.156.529	3.745.701	1.187.191	680.209	2.289.129	436.710.871
Jun. 2016	2.653.104	2.390.873	757.782	434.176	1.461.146	435.249.724
Hele 2016	22.869.272	20.627.004	6.479.598	3.712.528	12.677.146	426.322.854
2017	31.957.610	28.916.835	8.787.086	5.034.618	18.135.906	408.186.948
2018	31.738.264	28.829.968	8.404.254	4.815.272	18.518.738	389.668.210
2019	31.514.287	28.741.267	8.013.341	4.591.295	18.909.651	370.758.559
2020	31.285.583	28.650.694	7.614.176	4.362.591	19.308.816	351.449.743
2021	31.052.051	28.558.210	7.206.585	4.129.059	19.716.407	331.733.336
2022	30.813.590	28.463.772	6.790.390	3.890.598	20.132.602	311.600.734
2023	30.570.094	28.367.342	6.365.409	3.647.102	20.557.583	291.043.151
2024	30.321.459	28.268.876	5.931.458	3.398.467	20.991.534	270.051.616
2025	30.067.575	28.168.331	5.488.346	3.144.583	21.434.646	248.616.970
2026	29.808.332	28.065.664	5.035.881	2.885.340	21.887.111	226.729.859
2027	29.543.617	27.960.829	4.573.864	2.620.625	22.349.128	204.380.731
2028	29.273.314	27.853.782	4.102.095	2.350.322	22.820.897	181.559.834
2029	28.997.305	27.744.475	3.620.367	2.074.313	23.302.625	158.257.209
2030	28.715.469	27.632.861	3.128.470	1.792.477	23.794.522	134.462.687
2031	28.427.684	27.518.890	2.626.190	1.504.692	24.296.802	110.165.885
2032	28.133.825	27.402.514	2.113.307	1.210.833	24.809.685	85.356.200
2033	27.833.762	27.283.681	1.589.598	910.770	25.333.394	60.022.805
2034	27.527.366	27.162.340	1.054.833	604.374	25.868.159	34.154.646
2035	27.214.501	27.038.437	508.781	291.509	26.414.211	7.740.435
2036	7.765.214	7.750.561	42.342	24.260	7.698.612	0

Første ydelse for maj 2016 er på DKK 4.156.529, og anden ydelse for juni 2016 er på DKK 2.653.104. Der er i alt 240 ydelser.

Ydelsen for 2016 dækker perioden fra den 15. april 2016 til den 31. december 2016.

Tilbagebetaling af nyt lån nr. 1 i finansieringseksempel 2 i DKK

	Ydelse før skat	Ydelse efter skat	Rente	Bidrag	Afdrag	Restgæld ultimo
Maj. 2016	1.933.714	1.508.297	1.208.571	725.143	0	468.000.000
Jun. 2016	1.234.286	962.743	771.429	462.857	0	468.000.000
Helc 2016	10.656.000	8.311.680	6.660.000	3.996.000	0	468.000.000
2017	14.976.000	11.681.280	9.360.000	5.616.000	0	468.000.000
2018	14.976.000	11.681.280	9.360.000	5.616.000	0	468.000.000
2019	14.976.000	11.681.280	9.360.000	5.616.000	0	468.000.000
2020	14.976.000	11.681.280	9.360.000	5.616.000	0	468.000.000
2021	14.976.000	11.681.280	9.360.000	5.616.000	0	468.000.000
2022	14.976.000	11.681.280	9.360.000	5.616.000	0	468.000.000
2023	14.976.000	11.681.280	9.360.000	5.616.000	0	468.000.000
2024	14.976.000	11.681.280	9.360.000	5.616.000	0	468.000.000
2025	14.976.000	11.681.280	9.360.000	5.616.000	0	468.000.000
2026	46.387.085	43.147.908	9.202.209	5.521.325	31.663.551	436.336.449
2027	56.411.193	53.452.332	8.405.854	5.043.513	42.961.826	393.374.623
2028	55.891.771	53.237.638	7.540.152	4.524.091	43.827.528	349.547.095
2029	55.361.883	53.018.617	6.657.006	3.994.203	44.710.674	304.836.421
2030	54.821.318	52.795.184	5.756.063	3.453.638	45.611.617	259.224.804
2031	54.269.860	52.567.248	4.836.966	2.902.180	46.530.714	212.694.090
2032	53.707.289	52.334.719	3.899.349	2.339.609	47.468.331	165.225.759
2033	53.133.383	52.097.504	2.942.838	1.765.703	48.424.842	116.800.918
2034	52.547.912	51.855.509	1.967.054	1.180.232	49.400.626	67.400.291
2035	51.950.644	51.608.638	971.606	582.964	50.396.074	17.004.217
2036	17.174.230	17.136.827	106.258	63.755	17.004.217	0

Første ydelse for maj 2016 er på DKK 1.933.714, og anden ydelse for juni 2016 er på DKK 1.234.286. Der er i alt 240 ydelser.

Ydelsen for 2016 dækker perioden fra den 15. april 2016 til den 31. december 2016.

Beregning af nyt lån på brf.dk/erhverv



Beregningen er foretaget d. 15.04.2016 på baggrund af de viste priser og kurser. BRFkredits priser vil afhænge af den konkrete lånesag. Beregningen er vejledende og kan derfor ikke betragtes som tilbud om lån.

Det er forudsat, det/de valgte lån er udbetalt samme dag som beregningen foretages.

Er der spørgsmål til beregningen eller ønskes tilbud om lån, er du velkommen til at kontakte os på telefon nr. 45 26 26 00 eller sende en mail til erhverv@brf.dk

Låneønske

Beregningsmetode	Hovedstol	Ejendomstype	Kontor/Forretning/Lager
Beløb kr.	439.000.000	Skat %	22,00
Bidrag %	1,65000		

Valgte lån

	Beregning 1	Beregning 2
Andel af lån %	100	100
Afdragsfrihed	Nej	Ja
Låntype	Kontantlån	Obligationslån
Valuta	DKK	DKK
Løbetid år	20,25	20,25
Obligationsrente %	2,00	2,00
Afdragsfrie år		9,00
Afdragsfrit til		31.03.2025
Anvendt obligationskurs	98,899	94,300
Kurstype	Alle handler kurs	Alle handler kurs
Obligationsnavn	DK0009381303	DK0009387938
Obligations udløbsdato	01.10.2037	01.10.2047
Antal terminer pr. år	4	4

Resultat

Hovedstol kr.	439.000.000	439.000.000
Obligationsbeløb kr.	443.887.198	439.000.000
Provenu kr.	427.137.840	402.164.886
1. års ydelse før skat kr.	34.114.495	16.023.500
1. års ydelse efter skat kr.	30.531.820	12.498.330
Lånerente %	2,12	2,00
Effektiv rente %	3,29	3,63
Årlig ydelse i % af kursværdi	7,77	3,87
Årlige omkostninger %	4,16	4,50

Vi benytter cookies på vores web site, du kan [læse hvordan vi anvender dem her](#). For at benytte web sitet med alle funktionaliteter, skal du acceptere brugen af cookies.

[Accepter](#)

Beregning af nyt lån på brf.dk/erhverv - Beregning 1



Provenuberegning i kr.

Kursværdi		439.000.000
Stiftelsesprovision	4.390.000	
Ekspeditionsgebyr	7.500	
Kurtage	878.000	
Omkostninger til BRFkredit	5.275.500	-5.275.500
Fast tinglysningsafgift	1.660	
Procentuel tinglysningsafgift	6.585.000	
Omkostninger til staten	6.586.660	-6.586.660
Provenu		427.137.840

Beregning af nyt lån på brf.dk/erhverv - Beregning 1



Betalingsplan for lån i beregning i kr.

År/Termin	Ydelse før skat	Ydelse efter skat	Rente og bidrag	Afdrag	Lånrestgæld
2016	24.304.445	21.739.826	11.657.360	12.647.085	426.352.915
06.2016	7.240.268	6.470.468	3.499.093	3.741.175	435.258.825
09.2016	8.541.248	7.639.237	4.100.051	4.441.197	430.817.628
12.2016	8.522.928	7.630.121	4.058.216	4.464.713	426.352.915
2017	33.906.567	30.428.353	15.810.064	18.096.503	408.256.413
03.2017	8.504.511	7.620.956	4.016.159	4.488.352	421.864.563
06.2017	8.485.997	7.611.743	3.973.880	4.512.117	417.352.446
09.2017	8.467.385	7.602.482	3.931.377	4.536.008	412.816.438
12.2017	8.448.674	7.593.171	3.888.648	4.560.025	408.256.413
2018	33.605.594	30.278.586	15.122.767	18.482.827	389.773.586
2019	33.298.197	30.125.621	14.420.799	18.877.398	370.896.187
2020	32.984.237	29.969.392	13.703.844	19.280.393	351.615.794
2021	32.663.575	29.809.827	12.971.584	19.691.991	331.923.803
2022	32.336.068	29.646.856	12.223.692	20.112.376	311.811.427
2023	32.001.569	29.480.405	11.459.834	20.541.735	291.269.693
2024	31.659.929	29.310.402	10.679.669	20.980.260	270.289.433
2025	31.310.995	29.136.769	9.882.849	21.428.147	248.861.286
2026	30.954.613	28.959.429	9.069.018	21.885.595	226.975.692
2027	30.590.622	28.778.303	8.237.814	22.352.808	204.622.883
2028	30.218.861	28.593.311	7.388.865	22.829.996	181.792.887
2029	29.839.164	28.404.370	6.521.793	23.317.371	158.475.516
2030	29.451.361	28.211.395	5.636.211	23.815.151	134.660.365
2031	29.055.279	28.014.300	4.731.723	24.323.556	110.336.809
2032	28.650.742	27.812.998	3.807.926	24.842.816	85.493.993
2033	28.237.568	27.607.398	2.864.408	25.373.160	60.120.833
2034	27.815.574	27.397.410	1.900.748	25.914.827	34.206.006
2035	27.384.572	27.182.938	916.515	26.468.056	7.737.949
2036	7.816.258	7.799.030	78.308	7.737.949	0

Beregning af nyt lån på brf.dk/erhverv - Beregning 2



Provenuberegning i kr.

Kursværdi		413.977.000
Stiftelsesprovision	4.390.000	
Ekspeditionsgebyr	7.500	
Kurtage	827.954	
Omkostninger til BRFkredit	5.225.454	-5.225.454
Fast tinglysningsafgift	1.660	
Procentuel tinglysningsafgift	6.585.000	
Omkostninger til staten	6.586.660	-6.586.660
Provenu		402.164.886

Betalingsplan for lån i beregning i kr.

År/Termin	Ydelse før skat	Ydelse efter skat	Rente og bidrag	Afdrag	Lånrestgæld
2016*	11.401.337	8.893.043	11.401.337	0	439.000.000
06.2016*	3.389.587	2.643.878	3.389.587	0	439.000.000
09.2016*	4.005.875	3.124.583	4.005.875	0	439.000.000
12.2016*	4.005.875	3.124.583	4.005.875	0	439.000.000
2017*	16.023.500	12.498.330	16.023.500	0	439.000.000
03.2017*	4.005.875	3.124.583	4.005.875	0	439.000.000
06.2017*	4.005.875	3.124.583	4.005.875	0	439.000.000
09.2017*	4.005.875	3.124.583	4.005.875	0	439.000.000
12.2017*	4.005.875	3.124.583	4.005.875	0	439.000.000
2018*	16.023.500	12.498.330	16.023.500	0	439.000.000
2019*	16.023.500	12.498.330	16.023.500	0	439.000.000
2020*	16.023.500	12.498.330	16.023.500	0	439.000.000
2021*	16.023.500	12.498.330	16.023.500	0	439.000.000
2022*	16.023.500	12.498.330	16.023.500	0	439.000.000
2023*	16.023.500	12.498.330	16.023.500	0	439.000.000
2024*	16.023.500	12.498.330	16.023.500	0	439.000.000
2025*	42.085.738	38.613.192	15.784.297	26.301.440	412.698.560
2026	50.263.462	47.056.506	14.577.070	35.686.392	377.012.168
2027	49.670.205	46.751.968	13.264.715	36.405.490	340.606.678
2028	49.064.994	46.441.293	11.925.915	37.139.079	303.467.599
2029	48.447.588	46.124.358	10.560.138	37.887.450	265.580.149
2030	47.817.741	45.801.036	9.166.840	38.650.901	226.929.248
2031	47.175.202	45.471.200	7.745.466	39.429.736	187.499.512
2032	46.519.716	45.134.717	6.295.451	40.224.265	147.275.246
2033	45.851.021	44.791.453	4.816.217	41.034.804	106.240.442
2034	45.168.852	44.441.273	3.307.176	41.861.676	64.378.766
2035	44.472.937	44.084.037	1.767.727	42.705.210	21.673.556
2036	21.970.457	21.905.139	296.900	21.673.556	0

En * markering til højre for årstallet betyder, at der er valgt en afdragsfri periode på det nye lån i beregningen.

DCF Nr. Jeudan WACC

Beliggenhed: Havneområdet	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV-Periode
Lejeindtægter													
Leje kontor	21.785.750	22.197.501	22.617.033	23.044.495	23.480.036	23.923.809	24.375.969	24.836.675	25.306.088	25.784.373	26.271.698	26.768.233	27.274.152
Leje øvrige arealer	2.560.000	2.608.384	2.657.682	2.707.913	2.759.092	2.811.239	2.864.371	2.918.508	2.973.668	3.029.870	3.087.135	3.145.482	3.204.931
Lejeindtægt i alt	24.345.750	24.805.885	25.274.716	25.752.408	26.239.129	26.735.048	27.240.340	27.755.183	28.279.756	28.814.243	29.358.832	29.913.714	30.479.084
Driftsudgifter													
Administration 1 % af lejen	243.458	248.059	252.747	257.524	262.391	267.350	272.403	277.552	282.798	288.142	293.588	299.137	304.791
Vedligeholdelse (Tag og klimaskærm) 10 kr pr m2 a 15.852 m2	158.520	161.516	164.569	167.679	170.848	174.077	177.367	180.719	184.135	187.615	191.161	194.774	198.455
Driftsudgifter i alt	401.978	409.575	417.316	425.203	433.239	441.428	449.771	458.271	466.933	475.758	484.749	493.911	503.246
FCF (Lejeindtægt - driftsudgifter)	23.943.773	24.396.310	24.857.400	25.327.205	25.805.889	26.293.620	26.790.570	27.296.912	27.812.823	28.338.486	28.874.083	29.419.803	29.975.837
Diskonteringsfaktor	0,957488	0,916782	0,877808	0,840490	0,804759	0,770546	0,737789	0,706423	0,676392	0,647637	0,620104	0,593742	0,568500
Diskonteret FCF (Nutidsværdi)	22.925.864	22.366.108	21.820.018	21.287.262	20.767.514	20.260.456	19.765.778	19.283.178	18.812.361	18.353.040	17.904.933	17.467.768	697.957.191
Leje kontor baseret på kr. pr. m2 årligt	1.750												
WACC eller afkast %	4,44%												
Årlig lejeregulering = NPI	1,89%												
Total budgetperioden år 1- 12	241.014.280												
Terminalperiode værdi	697.957.191												
Ejendommens værdiansættelse	938.971.471												

Bemærninger og forudsætninger til DCF bergningerne:

1. Leje kontor på 12.449 m2 bliver justeret i lejeværdi og dvs at det er den leje som markedsrapporterne oplyser +/- 100 i op- og nedadgående retning. Herudover bliver den årligt justeret op med NPI. Da der er 12 års uopsigelighehd med et års varsel, så har vi benyttet en periode på 12 år i budgetperiode samt en terminal periode.
2. Leje øvrige arealer på 3.403 m2 bliver alene justeret med NPI årligt.
3. Lejeindtægter i alt er en summering af summerne for de årlige kontor og øvrige arealer i budgetperioden og tillige for retablering i terminalperioden.
4. Administration er som standart 1,5 % af den årlige leje, men vi har valgt at nedsætte dette til 1 %, da der er tale om en domicilejendom med en lejer og kvartalsbetalinger, så der vil ikke være samme timeforbrug som ved en multilejer ejendom med månedlige
5. Vedligeholdelse er forudsat til 25 % af standardbeløbet på kr. 40 pr. m2 årligt, da der er tale om en nyopført ejendom, hvorfor vi ikke påregner de samme udgifter som ved en 20 år gammel ejendom. Det beløb bliver reguleret med NPI. Da lejer i vores Caseejendom ifølge kontraktsforholdene har andre udvendig reparation og vedligeholdelser anser vi ikke at tag og klimaskærm som alene påhviler udlejer kan blive til mere.
6. Driftsudgifter er en summering af de årlige summer for administration og vedligeholdelse.
7. FCF er totale lejeindtægt fratrukket totale driftsudgifter i de årlige summer.
8. Diskonteringsfaktor er det afkast som vi har analyseret os frem til i markedsrapporterne med +/- 0,50 % i op- og nedadgående retning. Det vil også være WACC for Jeudan i vores beregning af hvorvidt købssummen er korrekt.
9. Diskonteret FCF er summen af FCF gange med diskonteringsfaktoren for året.
10. Vi har herefter summeret de årlige tal i budgetperioden og lagt disse sammen med terminalperioden for at få ejendomsværdien.
11. Depositum på 6 måneders leje er ikke medtaget, da vi ikke er bekendt med om der blot er stillet en garanti for beløbet.
12. Handelsomkostninger er ikke medtaget.

DCF Nr. Jeudan Afkast

Beliggenhed: Havneområdet	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV-Periode
Lejeindtægter													
Leje kontor	21.785.750	22.197.501	22.617.033	23.044.495	23.480.036	23.923.809	24.375.969	24.836.675	25.306.088	25.784.373	26.271.698	26.768.233	27.274.152
Leje øvrige arealer	2.560.000	2.608.384	2.657.682	2.707.913	2.759.092	2.811.239	2.864.371	2.918.508	2.973.668	3.029.870	3.087.135	3.145.482	3.204.931
Lejeindtægt i alt	24.345.750	24.805.885	25.274.716	25.752.408	26.239.129	26.735.048	27.240.340	27.755.183	28.279.756	28.814.243	29.358.832	29.913.714	30.479.084
Driftsudgifter													
Administration 1 % af lejen	243.458	248.059	252.747	257.524	262.391	267.350	272.403	277.552	282.798	288.142	293.588	299.137	304.791
Vedligeholdelse (Tag og klimaskærm) 10 kr pr m2	158.520	161.516	164.569	167.679	170.848	174.077	177.367	180.719	184.135	187.615	191.161	194.774	198.455
Driftsudgifter i alt	401.978	409.575	417.316	425.203	433.239	441.428	449.771	458.271	466.933	475.758	484.749	493.911	503.246
FCF (Lejeindtægt - driftsudgifter)	23.943.773	24.396.310	24.857.400	25.327.205	25.805.889	26.293.620	26.790.570	27.296.912	27.812.823	28.338.486	28.874.083	29.419.803	29.975.837
Diskonteringsfaktor	0,943573	0,890330	0,840091	0,792687	0,747958	0,705753	0,665929	0,628353	0,592897	0,559441	0,527874	0,498087	0,469982
Diskonteret FCF (Nutidsværdi)	22.592.694	21.720.761	20.882.478	20.076.548	19.301.722	18.556.799	17.840.625	17.152.091	16.490.130	15.853.717	15.241.865	14.653.626	365.036.942
Leje kontor baseret på kr. pr. m2 årligt	1.750												
WACC eller afkast %	5,9801559%												
Årlig lejeregulering = NPI	1,8900%												
Total budgetperioden år 1- 12	220.363.058												
Terminalperiode værdi	365.036.942												
Ejendommens værdiansættelse	585.400.000												

Bemærninger og forudsætninger til DCF bergningerne:

1. Leje kontor på 12.449 m2 bliver justeret i lejeværdi og dvs at det er den leje som markedsrapporterne oplyser +/- 100 i op- og nedadgående retning. Herudover bliver den årligt justeret op med NPI. Da der er 12 års uopsigelighed med et års varsel, så har vi benyttet en periode på 12 år i budgetperiode samt en terminal periode.
2. Leje øvrige arealer på 3.403 m2 bliver alene justeret med NPI årligt.
3. Lejeindtægter i alt er en summering af summerne for de årlige kontor og øvrige arealer i budgetperioden og tillige for retablering i terminalperioden.
4. Administration er som standart 1,5 % af den årlige leje, men vi har valgt at nedsætte dette til 1 %, da der er tale om en domicilejendom med en lejer og kvartalsbetalinger, så der vil ikke være samme timeforbrug som ved en multilejer ejendom med månedlige betalinger.
5. Vedligeholdelse er forudsat til 25 % af standardbeløbet på kr. 40 pr. m2 årligt, da der er tale om en nyopført ejendom, hvorfor vi ikke påregner de samme udgifter som ved en 20 år gammel ejendom. Det beløb bliver reguleret med NPI. Da lejer i vores Caseejendom ifølge kontraktsforholdene har andre udvendig reparation og vedligeholdelser anser vi ikke at tag og klimaskærm som alene påhvilser udlejer kan blive til mere.
6. Driftsudgifter er en summering af de årlige summer for administration og vedligeholdelse.
7. FCF er totale lejeindtægt fratrukket totale driftsudgifter i de årlige summer.
8. Diskonteringsfaktor er det afkast som vi har analyseret os frem til i markedsrapporterne med +/- 0,50 % i op- og nedadgående retning. Det vil også være WACC for Jeudan i vores beregning af hvorvidt købssummen er korrekt.
9. Diskonteret FCF er summen af FCF gange med diskonteringsfaktoren for året.
10. Vi har herefter summeret de årlige tal i budgetperioden og lagt disse sammen med terminalperioden for at få ejendomsværdien.
11. Depositum på 6 måneders leje er ikke medtaget, da vi ikke er bekendt med om der blot er stillet en garanti for beløbet.
12. Handelsomkostninger er ikke medtaget.

DCF Nr. Jeudan NPI													
Beliggenhed: Havneområdet	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV-Periode
Lejeindtægter													
Leje kontor	21.785.750	21.861.966	21.938.449	22.015.199	22.092.218	22.169.507	22.247.065	22.324.895	22.402.998	22.481.373	22.560.023	22.638.948	22.718.149
Leje øvrige arealer	2.560.000	2.568.956	2.577.943	2.586.962	2.596.012	2.605.094	2.614.208	2.623.354	2.632.532	2.641.741	2.650.983	2.660.258	2.669.564
Lejeindtægt i alt	24.345.750	24.430.922	24.516.392	24.602.161	24.688.231	24.774.601	24.861.274	24.948.249	25.035.529	25.123.115	25.211.006	25.299.205	25.387.713
Driftsudgifter													
Administration 1 % af lejen	243.458	244.309	245.164	246.022	246.882	247.746	248.613	249.482	250.355	251.231	252.110	252.992	253.877
Vedligeholdelse (Tag og klimaskærm) 10 kr pr m2	158.520	159.075	159.631	160.190	160.750	161.312	161.877	162.443	163.011	163.582	164.154	164.728	165.304
Driftsudgifter i alt	401.978	403.384	404.795	406.211	407.632	409.058	410.489	411.925	413.367	414.813	416.264	417.720	419.182
FCF (Lejeindtægt - driftsudgifter)	23.943.773	24.027.538	24.111.597	24.195.950	24.280.598	24.365.543	24.450.784	24.536.324	24.622.163	24.708.302	24.794.742	24.881.485	24.968.532
Diskonteringsfaktor	0,957488	0,916782	0,877808	0,840490	0,804759	0,770546	0,737789	0,706423	0,676392	0,647637	0,620104	0,593742	0,568500
Diskonteret FCF (Nutidsværdi)	22.925.864	22.028.025	21.165.347	20.336.454	19.540.023	18.774.782	18.039.510	17.333.034	16.654.225	16.002.000	15.375.318	14.773.178	362.452.239
Leje kontor baseret på kr. pr. m2 årligt	1.750												
WACC eller afkast %	4,44%												
Årlig lejeregulering = NPI	0,349844121%												
Total budgetperioden år 1- 12	222.947.761												
Terminalperiode værdi	362.452.239												
Ejendommens værdiansættelse	585.400.000												

Bemærninger og forudsætninger til DCF bergningerne:

1. Leje kontor på 12.449 m2 bliver justeret i lejeværdi og dvs at det er den leje som markedsrapporterne oplyser +/- 100 i op- og nedadgående retning. Herudover bliver den årligt justeret op med NPI. Da der er 12 års uopsigelighed med et års varsel, så har vi benyttet en periode på 12 år i budgetperiode samt en terminal periode.
2. Leje øvrige arealer på 3.403 m2 bliver alene justeret med NPI årligt.
3. Lejeindtægter i alt er en summering af summerne for de årlige kontor og øvrige arealer i budgetperioden og tillige for retablering i terminalperioden.
4. Administration er som standart 1,5 % af den årlige leje, men vi har valgt at nedsætte dette til 1 %, da der er tale om en domicilejendom med en lejer og kvartalsbetalinger, så der vil ikke være samme timeforbrug som ved en multilejer ejendom med månedlige betalinger.
5. Vedligeholdelse er forudsat til 25 % af standardbeløbet på kr. 40 pr. m2 årligt, da der er tale om en nyopført ejendom, hvorfor vi ikke påregner de samme udgifter som ved en 20 år gammel ejendom. Det beløb bliver reguleret med NPI. Da lejer i vores Caseejendom ifølge kontraktsforholdene har andre udvendig reparation og vedligeholdelser anser vi ikke at tag og klimaskærm som alene påhviler udlejer kan blive til mere.
6. Driftsudgifter er en summering af de årlige summer for administration og vedligeholdelse.
7. FCF er totale lejeindtægt fratrukket totale driftsudgifter i de årlige summer.
8. Diskonteringsfaktor er det afkast som vi har analyseret os frem til i markedsrapporterne med +/- 0,50 % i op- og nedadgående retning. Det vil også være WACC for Jeudan i vores beregning af hvorvidt købssummen er korrekt.
9. Diskonteret FCF er summen af FCF gange med diskonteringsfaktoren for året.
10. Vi har herefter summeret de årlige tal i budgetperioden og lagt disse sammen med terminalperioden for at få ejendomsværdien.
11. Depositum på 6 måneders leje er ikke medtaget, da vi ikke er bekendt med om der blot er stillet en garanti for beløbet.
12. Handelsomkostninger er ikke medtaget.

DCF Nr. 5

Beliggenhed: Havneområdet	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV-Periode
Lejeindtægter													
Leje kontor	21.785.750	22.197.501	22.617.033	23.044.495	23.480.036	23.923.809	24.375.969	24.836.675	25.306.088	25.784.373	26.271.698	26.768.233	27.274.152
Leje øvrige arealer	2.560.000	2.608.384	2.657.682	2.707.913	2.759.092	2.811.239	2.864.371	2.918.508	2.973.668	3.029.870	3.087.135	3.145.482	3.204.931
Lejeindtægt i alt	24.345.750	24.805.885	25.274.716	25.752.408	26.239.129	26.735.048	27.240.340	27.755.183	28.279.756	28.814.243	29.358.832	29.913.714	30.479.084
Driftsudgifter													
Administration 1 % af lejen	243.458	248.059	252.747	257.524	262.391	267.350	272.403	277.552	282.798	288.142	293.588	299.137	304.791
Vedligeholdelse (Tag og klimaskærm) 10 kr pr m2	158.520	161.516	164.569	167.679	170.848	174.077	177.367	180.719	184.135	187.615	191.161	194.774	198.455
Driftsudgifter i alt	401.978	409.575	417.316	425.203	433.239	441.428	449.771	458.271	466.933	475.758	484.749	493.911	503.246
FCF (Lejeindtægt - driftsudgifter)	23.943.773	24.396.310	24.857.400	25.327.205	25.805.889	26.293.620	26.790.570	27.296.912	27.812.823	28.338.486	28.874.083	29.419.803	29.975.837
Diskonteringsfaktor	0,956938	0,915730	0,876297	0,838561	0,802451	0,767896	0,734828	0,703185	0,672904	0,643928	0,616199	0,589664	0,589664
Diskonteret FCF (Nutidsværdi)	22.912.701	22.340.432	21.782.455	21.238.415	20.707.963	20.190.759	19.686.473	19.194.782	18.715.372	18.247.935	17.792.173	17.347.795	677.228.664
Leje kontor baseret på kr. pr. m2 årligt	1.750												
WACC eller afkast %	4,50%												
Årlig lejeregulering = NPI	1,89%												
Total budgetperioden år 1- 12	240.157.255												
Terminalperiode værdi	677.228.664												
Ejendommens værdiansættelse	917.385.920												

Bemærninger og forudsætninger til DCF bergningerne:

1. Leje kontor på 12.449 m2 bliver justeret i lejeværdi og dvs at det er den leje som markedsrapporterne oplyser +/- 100 i op- og nedadgående retning. Herudover bliver den årligt justeret op med NPI. Da der er 12 års uopsigelighed med et års varsel, så har vi benyttet en periode på 12 år i budgetperiode samt en terminal periode.
2. Leje øvrige arealer på 3.403 m2 bliver alene justeret med NPI årligt.
3. Lejeindtægter i alt er en summering af summerne for de årlige kontor og øvrige arealer i budgetperioden og tillige for retablering i terminalperioden.
4. Administration er som standart 1,5 % af den årlige leje, men vi har valgt at nedsætte dette til 1 %, da der er tale om en domicilejendom med en lejer og kvartalsbetalinger, så der vil ikke være samme timeforbrug som ved en multilejer ejendom med månedlige betalinger.
5. Vedligeholdelse er forudsat til 25 % af standardbeløbet på kr. 40 pr. m2 årligt, da der er tale om en nyopført ejendom, hvorfor vi ikke påregner de samme udgifter som ved en 20 år gammel ejendom. Det beløb bliver reguleret med NPI. Da lejer i vores Caseejendom ifølge kontraktsforholdene har andre udvendig reparation og vedligeholdelser anser vi ikke at tag og klimaskærm som alene påhviler udlejer kan blive til mere.
6. Driftsudgifter er en summering af de årlige summer for administration og vedligeholdelse.
7. FCF er totale lejeindtægt fratrukket totale driftsudgifter i de årlige summer.
8. Diskonteringsfaktor er det afkast som vi har analyseret os frem til i markedsrapporterne med +/- 0,50 % i op- og nedadgående retning. Det vil også være WACC for Jeudan i vores beregning af hvorvidt købssummen er korrekt.
9. Diskonteret FCF er summen af FCF gange med diskonteringsfaktoren for året.
10. Vi har herefter summeret de årlige tal i budgetperioden og lagt disse sammen med terminalperioden for at få ejendomsværdien.
11. Depositum på 6 måneders leje er ikke medtaget, da vi ikke er bekendt med om der blot er stillet en garanti for beløbet.
12. Handelsomkostninger er ikke medtaget.

DCF Nr. 14

Beliggenhed: City - CBD	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV-Periode
Lejeindtægter													
Leje kontor	21.163.300	21.563.286	21.970.832	22.386.081	22.809.178	23.240.272	23.679.513	24.127.056	24.583.057	25.047.677	25.521.078	26.003.426	26.494.891
Leje øvrige arealer	2.560.000	2.608.384	2.657.682	2.707.913	2.759.092	2.811.239	2.864.371	2.918.508	2.973.668	3.029.870	3.087.135	3.145.482	3.204.931
Lejeindtægt i alt	23.723.300	24.171.670	24.628.515	25.093.994	25.568.270	26.051.511	26.543.884	27.045.564	27.556.725	28.077.547	28.608.213	29.148.908	29.699.822
Driftsudgifter													
Administration 1 % af lejen	237.233	241.717	246.285	250.940	255.683	260.515	265.439	270.456	275.567	280.775	286.082	291.489	296.998
Vedligeholdelse (Tag og klimaskærm) 10 kr pr m2	158.520	161.516	164.569	167.679	170.848	174.077	177.367	180.719	184.135	187.615	191.161	194.774	198.455
Driftsudgifter i alt	395.753	403.233	410.854	418.619	426.531	434.592	442.806	451.175	459.702	468.391	477.243	486.263	495.454
FCF (Lejeindtægt - driftsudgifter)	23.327.547	23.768.438	24.217.661	24.675.375	25.141.739	25.616.918	26.101.078	26.594.389	27.097.022	27.609.156	28.130.969	28.662.645	29.204.369
Diskonteringsfaktor	0,956938	0,915730	0,876297	0,838561	0,802451	0,767896	0,734828	0,703185	0,672904	0,643928	0,616199	0,589664	0,589664
Diskonteret FCF (Nutidsværdi)	22.323.011	21.765.470	21.221.854	20.691.816	20.175.015	19.671.122	19.179.815	18.700.778	18.233.706	17.778.300	17.334.268	16.901.326	659.799.265
Leje kontor baseret på kr. pr. m2 årligt	1.700												
WACC eller afkast %	4,5000%												
Årlig lejeregulering = NPI	1,8900%												
Total budgetperioden år 1- 12	233.976.482												
Terminalperiode værdi	659.799.265												
Ejendommens værdiansættelse	893.775.747												

Bemærninger og forudsætninger til DCF bergningerne:

1. Leje kontor på 12.449 m2 bliver justeret i lejeværdi og dvs at det er den leje som markedsrapporterne oplyser +/- 100 i op- og nedadgående retning. Herudover bliver den årligt justeret op med NPI. Da der er 12 års uopsigeligheid med et års varsel, så har vi benyttet en periode på 12 år i budgetperiode samt en terminal periode.
2. Leje øvrige arealer på 3.403 m2 bliver alene justeret med NPI årligt.
3. Lejeindtægter i alt er en summering af summerne for de årlige kontor og øvrige arealer i budgetperioden og tillige for retablering i terminalperioden.
4. Administration er som standart 1,5 % af den årlige leje, men vi har valgt at nedsætte dette til 1 %, da der er tale om en domicilejendom med en lejer og kvartalsbetalinger, så der vil ikke være samme timeforbrug som ved en multilejer ejendom med månedlige betalinger.
5. Vedligeholdelse er forudsat til 25 % af standardbeløbet på kr. 40 pr. m2 årligt, da der er tale om en nyopført ejendom, hvorfor vi ikke påregner de samme udgifter som ved en 20 år gammel ejendom. Det beløb bliver reguleret med NPI. Da lejer i vores Caseejendom ifølge kontraktsforholdene har andre udvendig reparation og vedligeholdelser anser vi ikke at tag og klimaskærm som alene påhviler udlejer kan blive til mere.
6. Driftsudgifter er en summering af de årlige summer for administration og vedligeholdelse.
7. FCF er totale lejeindtægt fratrukket totale driftsudgifter i de årlige summer.
8. Diskonteringsfaktor er det afkast som vi har analyseret os frem til i markedsrapporterne med +/- 0,50 % i op- og nedadgående retning. Det vil også være WACC for Jeudan i vores beregning af hvorvidt købssummen er korrekt.
9. Diskonteret FCF er summen af FCF gange med diskonteringsfaktoren for året.
10. Vi har herefter summeret de årlige tal i budgetperioden og lagt disse sammen med terminalperioden for at få ejendomsværdien.
11. Depositum på 6 måneders leje er ikke medtaget, da vi ikke er bekendt med om der blot er stillet en garanti for beløbet.
12. Handelsomkostninger er ikke medtaget.

DCF Nr. 23

Beliggenhed: Valby	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV-Periode
Lejeindtægter													
Leje kontor	13.693.900	13.952.715	14.216.421	14.485.111	14.758.880	15.037.823	15.322.038	15.611.624	15.906.684	16.207.320	16.513.639	16.825.746	17.143.753
Leje øvrige arealer	2.560.000	2.608.384	2.657.682	2.707.913	2.759.092	2.811.239	2.864.371	2.918.508	2.973.668	3.029.870	3.087.135	3.145.482	3.204.931
Lejeindtægt i alt	16.253.900	16.561.099	16.874.103	17.193.024	17.517.972	17.849.062	18.186.409	18.530.132	18.880.352	19.237.190	19.600.773	19.971.228	20.348.684
Driftsudgifter													
Administration 1 % af lejen	162.539	165.611	168.741	171.930	175.180	178.491	181.864	185.301	188.804	192.372	196.008	199.712	203.487
Vedligeholdelse (Tag og klimaskærm) 10 kr pr m2	158.520	161.516	164.569	167.679	170.848	174.077	177.367	180.719	184.135	187.615	191.161	194.774	198.455
Driftsudgifter i alt	321.059	327.127	333.310	339.609	346.028	352.568	359.231	366.021	372.939	379.987	387.169	394.486	401.942
FCF (Lejeindtægt - driftsudgifter)	15.932.841	16.233.972	16.540.794	16.853.415	17.171.944	17.496.494	17.827.178	18.164.111	18.507.413	18.857.203	19.213.604	19.576.742	19.946.742
Diskonteringsfaktor	0,941176	0,885813	0,833706	0,784665	0,738508	0,695067	0,654180	0,615699	0,579481	0,545394	0,513312	0,483117	0,483117
Diskonteret FCF (Nutidsværdi)	14.995.615	14.380.266	13.790.167	13.224.284	12.681.621	12.161.227	11.662.188	11.183.626	10.724.703	10.284.612	9.862.580	9.457.866	221.023.380
Leje kontor baseret på kr. pr. m2 årligt	1.100												
WACC eller afkast %	6,2500%												
Årlig lejeregulering = NPI	1,8900%												
Total budgetperioden år 1- 12	144.408.754												
Terminalperiode værdi	221.023.380												
Ejendommens værdiansættelse	365.432.133												

Bemærninger og forudsætninger til DCF bergningerne:

1. Leje kontor på 12.449 m2 bliver justeret i lejeværdi og dvs at det er den leje som markedsrapporterne oplyser +/- 100 i op- og nedadgående retning. Herudover bliver den årligt justeret op med NPI. Da der er 12 års uopsigelighed med et års varsel, så har vi benyttet en periode på 12 år i budgetperiode samt en terminal periode.
2. Leje øvrige arealer på 3.403 m2 bliver alene justeret med NPI årligt.
3. Lejeindtægter i alt er en summering af summerne for de årlige kontor og øvrige arealer i budgetperioden og tillige for retablering i terminalperioden.
4. Administration er som standart 1,5 % af den årlige leje, men vi har valgt at nedsætte dette til 1 %, da der er tale om en domicilejendom med en lejer og kvartalsbetalinger, så der vil ikke være samme timeforbrug som ved en multilejer ejendom med månedlige betalinger.
5. Vedligeholdelse er forudsat til 25 % af standardbeløbet på kr. 40 pr. m2 årligt, da der er tale om en nyopført ejendom, hvorfor vi ikke påregner de samme udgifter som ved en 20 år gammel ejendom. Det beløb bliver reguleret med NPI. Da lejer i vores Caseejendom ifølge kontraktsforholdene har andre udvendig reparation og vedligeholdelser anser vi ikke at tag og klimaskærm som alene påhviler udlejer kan blive til mere.
6. Driftsudgifter er en summering af de årlige summer for administration og vedligeholdelse.
7. FCF er totale lejeindtægt fratrukket totale driftsudgifter i de årlige summer.
8. Diskonteringsfaktor er det afkast som vi har analyseret os frem til i markedsrapporterne med +/- 0,50 % i op- og nedadgående retning. Det vil også være WACC for Jeudan i vores beregning af hvorvidt købssummen er korrekt.
9. Diskonteret FCF er summen af FCF gange med diskonteringsfaktoren for året.
10. Vi har herefter summeret de årlige tal i budgetperioden og lagt disse sammen med terminalperioden for at få ejendomsværdien.
11. Depositum på 6 måneders leje er ikke medtaget, da vi ikke er bekendt med om der blot er stillet en garanti for beløbet.
12. Handelsomkostninger er ikke medtaget.



[Forside](#) → [Leasing af øvrigt udstyr](#) → [Ejendomsleasing](#)

EJENDOMSLEASING

Leasing kan være et alternativ til leje eller køb af en ejendom.

Ejendomsleasing kan skræddersys med hensyn til afgiftsprofil, indfrielsesvilkår, løbetid m.v.

Regler for kommunal ejendomsleasing

Mulighederne for leasing af ejendom i den kommunale sektor er begrænset jf. reglerne i Indenrigsministeriets lånebekendtgørelse.

Jf. lånebekendtgørelsen § 4 stk. 1 punkt 7 vil:

Indgåelse af aftaler, herunder leje- og leasingaftaler, om benyttelse af ejendomme, lokaler m.v., eller aftale om drift af institutioner, hvis etablering kan sidestilles med en kommunal anlægsopgave

blive henregnet en kommunes låntagning.

Jf. § 4 stk. 2 - 8 vil ovennævnte leje- og leasingaftaler dog ikke blive betragtet som låntagning, hvis kommunen samtidig deponerer et beløb eller deponerer obligationer på en særskilt konto i et pengeinstitut eller realkreditinstitut eller KommuneKredit.

Sale and lease back (sælg og lej tilbage aftaler).

Indtil juni måned 2000 benyttede flere kommuner muligheden for at indgå sale and lease back aftaler for visse kommunale bygninger.

Den umiddelbare fordel ved sale and lease back arrangementet var, at kommunen fik mulighed for at frigøre likviditet, som er bundet i ejendommene.

Jf. lånebekendtgørelsen § 12 er reglerne nu ændret således at:

En kommunalbestyrelse ikke uden Indenrigsministeriets godkendelse kan indgå en aftale, herunder leje- og leasingaftale, om benyttelse af ejendomme, lokaler og anlæg m.v., der før aftalens indgåelse har været i kommunens eje. Indenrigsministeriet fastsætter betingelser for godkendelsen, herunder de nærmere vilkår for deponeringen.

Det kan oplyses, at det bl.a. er en betingelse, for at dispensationen kan gives, at arrangementet ikke påfører kommunen væsentlig økonomisk risiko, og at arrangementet ikke er spekulativt.

Generel dispensation til indgåelse af lejemål til etablering af fælleskommunale skattesamarbejder uden deponering

Indenrigsministeriet har den 1. maj 2003 indført en generel dispensation til, at kommunerne indtil videre kan indgå lejemål eller leasingaftaler til etablering af fælleskommunale skattesamarbejder uden, at der skal deponeres efter reglerne i lånebekendtgørelsens § 4.

Leasing eller lån

Leasing af ejendom er på grund af tilvejebringelse af nødvendige dokumenter (skødepapirer o. lign.), eventuelle tinglysningsafgifter samt skatte- og afskrivningsforhold m.v. ofte mere omkostningskrævende end traditionelle finansielle leasingaftaler.

Da disse omkostninger enten vil blive indeholdt i finansieringsrenten eller opkrævet særskilt, vil ejendomsleasing normalt være dyrere end en traditionel lånefinansiering i KommuneKredit.

Kommunerne kan dog af forskellige årsager alligevel vælge at leje frem for eje, hvorfor leasing kan være et alternativ.

Ejendomsleasing hos KommuneLeasing

KommuneLeasing tilbyder leasing af såvel nye som allerede opførte ejendomme, herunder administrationsbygninger, skoler, daginstitutioner, plejehjem, hospitalsbyggeri, bygninger til skattesamarbejder m.v.

Nye ejendomme

Ved leasing af nye ejendomme vil KommuneLeasing for så vidt angår de økonomiske forhold normalt indtræde i eventuelle indgåede entrepriseaftaler på vegne af kommunen/regionen.

Entrepriseaftalen vil blive suppleret med en "Trepartsaftale", der regulerer de juridiske og økonomiske forhold mellem kommunen/regionen, KommuneLeasing og entreprenøren. Indholdet af trepartsaftalen aftales individuelt herunder de praktiske forhold omkring tilsyn med og kontrol af byggeriet.

Normalt vil projektering og opførelse af ejendommen ske efter kommunens anvisning og under kommunens ansvar. Kommunen vil herunder selv stå for projektering, godkendelse og administration af entrepriseaftalen med entreprenøren samt foretage løbende tilsyn m.v. med byggeriet af bygningen.

I forbindelse med bygningens opførelse finansierer KommuneLeasing alle udlæg ved byggeriet.

Allerede opførte ejendomme

I forbindelse med at en kommune ønsker at lease en allerede opført ejendom, kan KommuneLeasing tilbyde at købe ejendommen og efterfølgende lease den til kommunen.

Såfremt kommunen ønsker at foretage istandsættelser, om- og tilbygninger til ejendommen kan dette tilbydes på vilkår som beskrevet under nybyggeri.

Almindelige leasingvilkår

Minimumsbeløb

Anskaffelsessummen for ejendommen skal normalt overstige 3 mio. kr.

Løbetid

Leasing af fast ejendom indgås typisk med løbetider på 10 – 25 år med mulighed for købsoption i leasingperioden.

Leasingydelse

Leasingydelsen kan baseres på såvel fast som variabel rente.

Anvisningspligt/købsoption

Leasingaftalen kan efter ønske indeholde vilkår for købsoption i leasingperioden eller ved leasingperiodens udløb. Købsoptionen, herunder pris og tidspunktet for dette, vil som hovedregel blive fastsat ved aftaleindgåelsen.

Ved leasingperiodens afslutning er kommunen berettiget og forpligtet til at anvisne en køber af ejendommen til den aftalte pris.

Ved eventuelt køb overtager kommunen den på ejendommens eventuelt påhvilende momsreguleringsforpligtelse efter de gældende regler.

Løbende driftsomkostninger

Udover den aftalte leasingydelse afholder kommunen samtlige forbrugsudgifter samt omkostninger ved ejendommens drift, herunder skatter, afgifter, forsikringer samt ud- og indvendig vedligeholdelse som var man ejer.

Dispositionsret

Kommunen har fuld dispositionsret over den leasede ejendom. Leasingaftalen kan endvidere indeholde mulighed for hel eller delvis fremlejeret.

Dokumenter

KommuneLeasing udfærdiger nødvendige dokumenter for leasingarrangementet.

Eventuelle tinglysningsafgifter til skøde afholdes af kommunen.

KommuneLeasing

an division af KommuneKredit

Kultortorvet 16
1175 København K

Telefon: +45 3315 4464
Telefax: +45 3315 4413

www.kommuneleasing.dk
e-mail: bleasing@kommuneleasing.dk

CVR-nr.: 2212 8612
EAN-nr.: 5790001266134