



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

Hvor pålidelige er de bogførte værdier af investeringsejendomme i danske årsrapporter?

- Case study og analyse



Cand.merc.aud.-studiet, 2012

Institut for Regnskab og Revision

Kandidatafhandling

Udarbejdet af:

Charlotte Fischer Larsen

Vejleder:

Jens Marcus-Møller

Afleveringsdato: 7. juni 2012

Anslag: 153.524.

Antal sider: 80 (normalsider)

Censor:

Executive summary

This master's thesis investigates the reliability of measurements for investment properties. Theoretically, it is assumed that fair value is more relevant, but less reliable than historical cost prices. The analysis is based on 101 Danish annual reports from the real estate industry over the period 2006-2010.

The five methods for valuating investment properties are: 1) the discounted cash flow model 2) the return based model, 3) external appraisers, 4) directors' valuations and 5) the historical cost accounting model. The most used methods for valuating an investment property are the return based model (34 %), directors' valuations (28 %) and the discounted cash flow model (26 %). Most accounting users prefer fair value estimates of investment properties to respective historical cost amounts due to relevance. However, historical cost prices are not intended for measuring fair value and should not be used as a benchmark for the reliability of fair value estimates of investment property.

The conclusions of the analysis indicate that the reliability of fair value estimates of investment properties are accurate 58 % of the time, if you accept a 25 % deviation of the estimated value below or above market value. The deviation constitutes the difference between calculated book value and calculated selling price. It is assumed that a calculated realised selling price is an acceptable measure of fair value. The accounting user is interested in how good the valuation of an investment property is. Naturally there will be errors in the measurements of each variable in the capital-based valuation methods and in the assumptions made by an external appraiser and directors' valuations. With 95 % certainty, the average deviation between the market value and estimated value of an investment property is between 18 % and 35 %, using a 95 % confidence interval. In worst case the estimated value deviates with 35 % from the market value.

The best method for valuating an investment property at fair value is using an external appraiser; in this connection the average deviation from market value is 8 %. The second-best method is the discounted cash flow model with an average deviation of 15 %. The return based model and directors' valuations all deviate with more than the acceptable 25 %, namely with 37 % and 27 %, respectively. In addition, the results indicate that valuations of fair value tend to understate selling prices. 33 % of the reports were underestimated and 9 % were overestimated.

The final conclusion of this master's thesis indicates a high level of uncertainty with regard to fair value estimates based on the fact that 42 % of the annual reports reveal a deviation that exceeds the acceptable level. Therefore, investment property measurements do not seem to be reliable.

Indholdsfortegnelse

Afsnit I	5
1. Indledning	5
2. Problemstilling	6
3. Problemafgrænsning	7
4. Metodisk proces	8
4.1. Problemformuleringsproces	8
4.2. Disposition	8
4.3. Indsamling af empiri og data	9
4.3.1. Datas validitet og reliabilitet	10
4.3.2. Kildekritik	11
Afsnit II	12
Banker og realkreditinstitutter som regnskabsbrugere og deres informationsbehov	12
5. Indledning	12
5.1.1. Regnskabsbrugernes beslutningsopgaver	12
5.1.1.1. Regnskabsbrugernes ressourceallokering	12
5.1.1.2. Forvaltningskontrol	13
5.1.1.3. Virksomhedens ressourceallokering	13
5.1.2. Relevans	13
5.1.2.1. Aktualitet	13
5.1.2.2. Prognose- og feedbackværdi	13
5.1.3. Pålidelighed	14
5.1.3.1. Neutralitet	14
5.1.3.2. Verificerbarhed	14
5.1.3.3. Troværdig repræsentation	14
5.1.4. Indregning og måling	14
5.1.5. Grundlæggende forudsætninger	15
5.2. Konklusion	15
Afsnit III	16
Præsentation af investeringsejendomme samt udviklingen på ejendoms- og kapitalmarkedet	16
6. Indledning	16
6.1.1. Ejendomme som investeringsaktiv	16
6.1.1.1. Kontorejendomme	16
6.1.1.2. Butiksejendomme	16
6.1.1.3. Industrijendomme	17
6.1.2. Udviklingen på ejendomsmarkedet	17
6.1.3. Realkreditinstitutters udlån	19
6.1.4. Pengeinstitutters udlån	20

6.1.5.	Konkurser.....	21
6.2.	Konklusion	22
Afsnit IV.....		23
Regnskabsparadigmernes betydning for indregning og måling af investeringsejendomme.....		23
7.	Indledning	23
7.1.1.	Det formueorienterede regnskabsparadigme	23
7.1.2.	Det præstationsorienterede regnskabsparadigme	24
7.2.	Konklusion	25
Afsnit V		26
Værdiansættelsesmetoder for investeringsejendomme.....		26
8.	Indledning	26
8.1.1.	Krav til de kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller	29
8.2.	DCF-modellen	31
8.2.1.	FASE 1: Estimering af FCF i budgetperioden	32
8.2.2.	FASE 2: Estimering af diskonteringsfaktor (WACC)	33
8.2.2.1.	Selskabsskat (t_c)	34
8.2.2.2.	Ejendommens kapitalstruktur (egen- og gældskapitalandel)	35
8.2.2.3.	Markedsværdi af egenkapital (EK)	35
8.2.2.4.	Markedsværdi af gælden (G)	36
8.2.2.5.	Afkastkravet til gæld (r_g)	37
8.2.2.6.	Ejerafkastkrav (r_e)	37
8.2.2.7.	Den risikofrie rente (r_f)	38
8.2.2.8.	β (β)	39
8.2.2.9.	Markedets risikopræmie ($r_m - r_f$)	40
8.2.2.10.	Inflation (nominelle reale værdier)	40
8.2.3.	ROIC versus WACC	41
8.2.4.	FASE 3: Nutidsværdi af FCF i budgetperioden	41
8.2.5.	FASE 4: Nutidsværdi af FCF i terminalperioden	42
8.2.6.	FASE 5: Nutidsværdi af FCF i budget- og terminalperioden	43
8.2.7.	FASE 6: Estimeret markedsværdi af investeringsejendom	43
8.3.	Den afkastbaserede model.....	44
8.3.1.	Forudsætninger for den afkastbaserede model	44
8.3.2.	FASE 1: Opgørelse af ejendommens årlige driftsafkast	44
8.3.3.	FASE 2: Fastsættelse af ejendommens afkastkrav	45
8.3.4.	Renteniveau og inflation	46
8.3.5.	Høj- eller lavkonjunktur	46
8.3.6.	Ejendommens beliggenhed og type	46
8.3.7.	Lejeres bonitet og vilkår i lejekontrakten	47
8.3.8.	Alternative anvendelsesmuligheder	47
8.3.9.	Udbud og efterspørgsel	48
8.3.10.	FASE 3: Opgørelse af dagsværdien	48
8.3.11.	FASE 4: Eventuelle korrektioner for ejendomsspecifikke forhold	48

8.3.12.	Andre forhold	49
8.3.13.	FASE 5: Dagsværdi efter korrektioner	49
8.4.	Følsomhedsanalyse af værdiansættelsesmodellerne	49
8.5.	Ekstern vurderingssagkyndig	52
8.6.	Ledelsens vurdering	53
8.7.	Kostprismodellen	53
8.8.	Konklusion	54
Afsnit VI		56
Analyse af pålideligheden af de bogførte værdier af investeringsejendomme		56
9.	Indledning	56
9.1.	Formål med analysen	56
9.2.	Fremgangsmetode for analysen	57
9.2.1.	Udvælgelseskriterier for årsrapporterne	57
9.2.2.	Selskabers oplysning om målemetode af investeringsejendomme	63
9.3.	Analyse og fortolkning af de empiriske resultater	64
9.3.1.	Sammenligning af pålidelighed af bogførte værdier efter målemetode	65
9.3.2.	Overvurdering eller undervurdering?	65
9.3.3.	Sammenligning af pålideligheden af bogførte værdier efter revisionsselskab	68
9.3.4.	Sammenholdelse af afvigelser mellem Deloitte og KPMG	68
9.3.5.	Sammenligning af pålideligheden af bogførte værdier efter balancesummer	70
9.3.6.	Pålideligheden af bogførte værdier efter årstal	70
9.3.7.	Målemetoder fordelt over perioden	71
9.3.8.	Finansiell gearing	71
9.3.9.	Kapitalstruktur	73
9.3.10.	Sammenhæng mellem finansiell gearing og estimerede dagsværdier	73
9.3.11.	Vurdering af pålideligheden af selskaber med rentebærende gæld	74
9.3.12.	Vurdering af de fundne resultater	74
9.4.	Konklusion	75
Afsnit VII		78
10.	Afhandlingens hovedkonklusion	78
10.1.	Konklusion	78
10.2.	Perspektivering	80
11.	Litteraturliste	81
12.	Bilagsoversigt	88

Afsnit I

Indledning, problemstilling, problemformulering, problemafgrænsning og metodisk proces

1. Indledning

Kan banker og realkreditinstitutter stole på, at værdien af investeringsejendomme optaget i årsrapporten er realistisk? Eller er de værdier, der indregnes i årsrapporterne, vanskelige at anvende som grundlag for en vurdering af engagementet med ejendomsselskaberne?

I denne afhandling søger jeg at afdække, om de bogførte værdier af investeringsejendomme er pålidelige, og om banker og realkreditinstitutter med rimelighed kan anvende disse værdier som sikkerhed for deres engagement.

Den finansielle krise, dårlige engagementer og faldende ejendomsværdier har givet FIH Erhvervsbank store problemer. En række ejendomskoncerner og svage banker med dårlige ejendomsplanter og engagementer befinder sig i dyb krise som følge af FIH Erhvervsbanks krav om, at ejendomsselskaberne skal tilbagebetale deres lån, når de forfalder. Det betyder, at de skal finde refinansiering hos andre banker og realkreditinstitutter, hvilket har givet alvorlige udfordringer. Mange af ejendomsselskaberne er nu så pressede, at de risikerer at måtte dreje nøglen om inden for de kommende år. Omvendt har stærke ejendomsselskaber som Jeudan opkøbt erhvervs- og boligejendomme for knap en halv milliard kroner i 2012.

Der er øget fokus på de indregnede ejendomsværdier af investeringsejendomme, hvilket stiller større krav til ejendomsselskaberne fra bankernes og realkreditinstitutternes side. Til gengæld for udlån har bankerne og realkreditinstitutterne typisk pant i investeringsejendomme, hvorfor det er væsentligt, at den fastsatte værdi heraf er troværdig. Værdien kan derudover have afgørende betydning for, om ejendomsselskabet kan beholde sit lån, og i værste fald dennes videre eksistens.

Det er derfor interessant at undersøge, hvorvidt de bogførte dagsværdier af investeringsejendomme i danske årsrapporter afspejler reelle salgsspriser, og dermed hvor pålidelige de indregnede værdier er.

2. Problemstilling

En række banker og realkreditinstitutter forsøger i øjeblikket at reducere deres eksponering over for det kriseramte ejendomsmarked. Store udlån til ejendomssektoren udgør i dag en højrisikogruppe, hvorimod de før finanskrisen ansås for at være et attraktivt engagement. Konsekvensen er, at mange ejendomsselskaber har store vanskeligheder med at få refinansieret deres lån eller optaget nye. Både banker, realkreditinstitutter og ejendomsselskaberne har derfor en interesse i, at de kan have tillid til de værdier, investeringsejendommene indregnes til i årsrapporten. Dels fordi ejendomsselskaberne ønsker at beholde deres lån, så de ikke risikerer at gå konkurs på grund af manglende evne til at tilbagebetale deres gæld, og dels fordi banker og realkreditinstitutter ikke kan reducere hele deres portefølje af ejendomsudlån og ønsker at beholde de bedste ejendomsselskaber.¹ Dette kan banker og realkreditinstitutter blandt andet gøre ved at sikre sig, at den pant, de har i en investeringsejendom, rent faktisk er til stede.

Formålet med denne afhandling er at analysere, om de bogførte værdier af investeringsejendomme er pålidelige. Med udgangspunkt i en empirisk analyse af udvalgte ejendomsselskabers årsrapporter i perioden 2006 til 2010, ønsker jeg i denne afhandling at fastslå, hvorvidt de bogførte værdier af investeringsejendomme kan siges at være en god indikator for dagsværdien, og hvorvidt banker og realkreditinstitutter med rimelighed kan anvende værdien som sikkerhed for deres engagement.

Afhandlingen er relevant for de interessenter, der har at gøre med værdiansættelse af investeringsejendomme. Afhandlingens primære målgruppe er banker og realkreditinstitutter, der har eller påtænker at inkludere investeringsejendomme i deres udlånsportefølje. Den sekundære målgruppe inkluderer eksempelvis studerende på handelshøjskoler og universiteter samt personer, der arbejder inden for ejendomsbranchen eller generelt er interesseret i det emne, afhandlingen behandler.

Jeg forsøger altså at vurdere og give et bud på, om de i årsrapporterne bogførte værdier af investeringsejendomme er pålidelige. En forståelse for, hvilke elementer der har indflydelse på grundlaget for værdiansættelsen, samt en vurdering af, om værdien af en investeringsejendom generelt er pålidelig, er nødvendig, hvis banker og realkreditinstitutter vil bruge pant i en investeringsejendom som sikkerhed for deres udlån.

¹ [RB-Børsen, 01.03.11] + [Business.dk, 25.07.2008] + [P1 Business, 17.11.2011].

Ovenstående giver anledning til følgende hovedproblemformulering:

Hvor pålidelige er de i årsrapporten bogførte værdier af investeringsejendomme?

3. Problemafgrænsning

Afhandlingen underlægges i det følgende en række begrænsninger, således at der kan foretages en dybtgående analyse af hovedproblemstillingen. Afgrænsningen er foretaget på baggrund af en afvejning af, hvilken empiri og teori der vil give den bedste besvarelse af afhandlingens problemstilling. Derudover er afhandlingen begrænset i omfang og tid.

Jeg vil udelukkende gennemgå teori og analyser, som har betydning for bankerne og realkreditinstitutterne eller for værdiansættelsen af investeringsejendomme. Teori, herunder årsregnskabsloven, der har indgået i pensum for nærværende uddannelse, gennemgås ikke, da den forudsættes kendt. Der henvises dog hertil.

Afhandlingens hovedproblemstilling relaterer sig til investeringsejendomme, hvorfor øvrige ejendomstyper – handelsejendomme, domicilejendomme og ejendomme under opførsel – kun omtales perifært. Jeg har valgt udelukkende at behandle de værdiansættelsesmetoder, der indgår i de årsrapporter, som er udvalgt til analysen, hvorfor *kostprismodellens omvurderingsmetode* til opskrivning af ejendomme ikke omfattes.

I afhandlingen analyseres ikke, hvordan investeringsejendomsværdierne vil være fremover. Der tegnes udelukkende et bagudrettet billede af, hvor pålidelige de indregnede værdier for investeringsejendomme har været i analyseperioden 2006-2010.

Der foretages ikke en analyse af selve ejendomsselskaberne, men en analyse af de for investeringsejendomme bogførte værdier. En investeringsejendom udgør ofte hovedparten af et ejendomsselskabs totale aktiv, hvorfor værdien formentlig har afgørende betydning for bankens og realkreditinstitutternes vurdering af kreditværdighed med videre.

Tidsskrifter, analyser, rapporter og lignende er enten medtaget eller sorteret fra, afhængigt af om de antages at kunne bidrage til besvarelsen af hovedproblemformuleringen eller ej. Det er således ikke alle analyser og diskussioner, der inddrages, men kun de, der er vurderet relevante og nødvendige for besvarelsen af hovedproblemformuleringen.

4. Metodisk proces

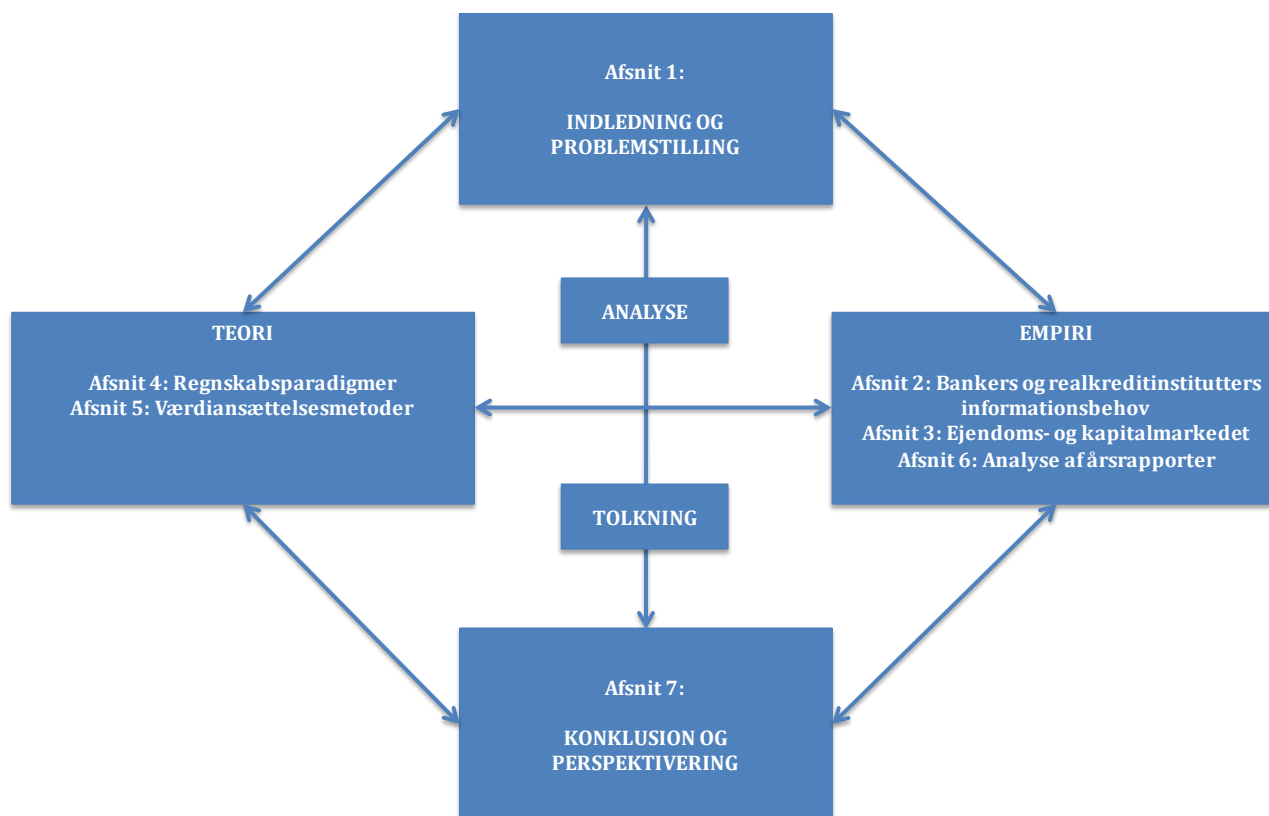
4.1. Problemformuleringsproces

Processen for afhandlingens udarbejdelse indledtes med valget af emneområde. Det overordnede emne *værdiansættelse af investeringsejendomme* er valgt, idet jeg finder området interessant og relevant, dels fordi jeg selv arbejder inden for ejendomsbranchen, og dels fordi mange områder inden for revision og regnskab omhandler værdiansættelse. Der findes ingen *rigtige* svar på opgørelsen af de regnskabsmæssige skøn, der indgår i en værdiansættelse, hvorfor der kan opstå usikkerhed omkring pålideligheden af disse. Jeg forsøger i denne afhandling at påvise, om de bogførte værdier af investeringsejendomme er pålidelige, og dermed om bankerne og realkreditinstitutterne med rimelighed kan anvende disse værdier som sikkerhed for deres engagement. Jeg har valgt at undersøge de bogførte værdier af investeringsejendomme i 101 årsrapporter, da mange kandidatafhandlinger allerede fokuserer på at undersøge og værdiansætte få udvalgte ejendomsselskaber. Jeg forventer, at besvarelsen af hovedproblemformuleringen vil give et kvalificeret bud på, i hvilken grad banker og realkreditinstitutter kan have tillid til den i årsrapporten indregnede værdi af en investeringsejendom.

4.2. Disposition

Afhandlingen er opdelt i syv afsnit: Det første (nærværende) afsnit består af en indledning efterfulgt af afhandlingens problemstilling, hovedproblemformulering samt problemafgrænsning efterfulgt af afhandlingens opbygning og metodevalg. I andet afsnit gennemgås penge- og realkreditinstitutternes informationsbehov med udgangspunkt i IASB's begrebsramme. I tredje afsnit redegøres der for ejendomsmarkedet samt udviklingen i penge- og realkreditinstitutternes udlån. Herefter foretages i fjerde afsnit en redegørelse for det præstations- og formueorienterede regnskabsparadigme, mens fordele og ulemper vurderes ved hjælp af henholdsvis dagsværdi- og kostprismetoden. Fjerde afsnit inkluderer endvidere en vurdering af teoriernes anvendelighed i forhold penge- og realkreditinstitutternes informationsbehov. I femte afsnit foretages en gennemgang af de i undersøgelsen anvendte værdiansættelsesmodeller for investeringsejendomme, der danner grundlaget for analysen. Der fokuseres hovedsagelig på de kapitalbaserede værdiansættelsesmetoder, efterfulgt af følsomhedsanalyser af udvalgte parametre. I afhandlingens sjette afsnit foretages den dybtgående analyse af pålideligheden af de indregnede værdier af investeringsejendomme.

Afhandlingen afsluttes i syvende afsnit med en hovedkonklusion samt en perspektivering over bankernes og realkreditinstitutternes anbefalede anvendelse af de bogførte værdier af investeringsejendomme fremover. Figur 1 giver en oversigt over afhandlingens opbygning.



Figur 1: Afhandlingens opbygning.²

4.3. Indsamling af empiri og data

1. Indsamling af data til den teoretiske del

Der er primært benyttet datamateriale fra tidsskrifter inden for revision og regnskabsvæsen, regnskabsvejledninger, udgivelser fra revisionsfirmaer samt data, der er tilgængeligt på internettet, og som, jeg har vurderet, er pålideligt og objektivt. Den relativt store mængde litteratur, der anvendes, udgør et bredt grundlag for afhandlingens diskussioner og analyser.

2. Indsamling af data til den empiriske del

Indsamling af data til analysen er foretaget via NN Markedsanalyse (se kapitel 9.2. for en detaljeret beskrivelse af udvælgelseskriterierne og den indledende behandling af data). Der er ikke anvendt statistisk udvælgelse til udvælgelse af årsrapporterne, da det i praksis ikke er muligt. Årsrapporterne er sorteret efter CVR-numre. Ikke alle årsrapporter kunne anvendes i analysen, da de ikke opfyldte alle udvælgelseskriterierne. Det er muligt at sortere efter branchenummer og balancesummer, men ikke efter, hvorvidt et selskab har solgt en investeringsejendom og har specificeret afgang i en note. Den praktiske udvælgelsesproces er foregået ved en gennemgang af samtlige årsrapporter startende med

² Ud fra Ib Andersen, *Den skinbarlige virkelighed*, 2005, side 24.

det første selskab på listen, derefter det andet selskab og så fremdeles, indtil der var fundet et tilfredsstillende antal årsrapporter til grundlag for analysen.

4.3.1. Datas validitet og reliabilitet

Gennem en kvantitativ undersøgelse undersøges validiteten og reliabiliteten for at vurdere pålideligheden af de indsamlede data.³

Validiteten

Metodens validitet er den sikkerhed, hvormed en metode måler de fænomener, man har til hensigt at måle. Validiteten viser sammenhængen mellem gyldighed og relevans.

Gyldigheden viser, om der er overensstemmelse mellem teori og empiri, hvilket der her vurderes at være, da den anvendte teori er baseret på de målemetoder, der er anvendt i de udvalgte årsrapporter.

Relevansen viser, om det empiriske grundlag er relevant for hovedproblemstillingen. Det vurderes gennem den empiriske analyse, om der er overensstemmelse mellem de bogførte værdier af investeringsejendomme og de realiserede salgspriser. Ovenstående vurderes at være relevant for problemstillingen, hvorfor de indsamlede data vurderes at være tilstrækkelig valide.

Reliabiliteten

Reliabiliteten er udtryk for, om målingerne er udført korrekt, og om metoden vil give samme resultat, hvis den blev gentaget, det vil sige, om den er verificerbar.

At en information er verificerbar betyder, at informationen ved en efterprøvelse vil give samme resultat.⁴ Det kan være vanskeligt at opnå 100 procent verifikation, og der vil ofte blot være tale om en sandsynliggørelse. I forhold til udvælgelsen af årsrapporterne er data ikke fuldt ud verificerbar, da der er en løbende tilgang af nye årsrapporter, som derved giver et andet grundlag for analysen, selv om fremgangsmetoden er identisk, jf. kapitel 9.2.1.

I mangel på et komplet marked er dagsværdier ofte baseret på skøn og dermed mindre verificerbare end kostpriser; til gengæld er dagsværdierne mere aktuelle, da de er kendte og realiserede. Til vurdering af, hvor pålidelig dagsværdien er, sammenlignes de bogførte dagsværdier i årsrapporterne med realiserede salgspriser. Der henvises til kapitel 9.2.1. for en beskrivelse af fremgangsmetoden og udvælgelsesproceduren.

³ Ib Andersen, *Den skinbarlige virkelighed*, 2005, side 80.

⁴ Jens O. Elling, *Årsrapporten – teori og regulering*, 2004, side 171.

De anvendte regnskabsoplysninger fra årsrapporterne består af *årets afgang på kostprisen, den realiserede gevinst eller tab* samt eventuelle *værdireguleringer*. Er en investeringsejendom målt til dagsværdi, er der foretaget regnskabsmæssige skøn. Disse skøn kan være påvirkede af tilfældigheder og fejlagtige vurderinger.

Derudover kan selve bearbejdningen af data være præget af usikkerhed i opdelingen og tolkningen af datamaterialet. Eksempelvis specificerede alle årsrapporterne ikke, hvornår *årets tilbageførsel af nedskrivninger* vedrørte *afgang ved salg* eller *tilbageførsel af tidligere års nedskrivninger* vedrørende den eksisterende ejendomsportefølje. Derudover er der foretaget skøn over, hvilke målemetoder ejendomsselskaberne har anvendt. Der henvises igen til kapitel 9.2.1. for en dybtgående gennemgang af de foretagne skøn til bearbejdning af data.

Selv om de opgjorte dagsværdier kan være påvirkede af fejlagtige vurderinger, ændrer det ikke dataenes reliabilitet, da alle informationer stammer fra årsrapporter revideret af statsautoriserede revisorer. Derudover er der kun foretaget enkelte skøn vedrørende behandlingen af datamaterialet. På baggrund af ovenstående vurderes dataene at have en høj grad af reliabilitet.

4.3.2. **Kildekritik**

I afhandlingens teoretiske del er der anvendt en stor mængde artikler og forskningsresultater fra tidsskrifter og faglitteratur, som vurderes at udgøre objektive og pålidelige kilder. Derudover er der anvendt artikler fra dagblade og uafhængige hjemmesider, hvis levevej er ejendomme, og som alle er vurderet som værende forholdsvis objektive, idet de hører til den mere seriøse del af pressen og branchen. Foruden materiale fra de store revisionsfirmaer, skattevæsenet samt Danmarks Statistikbank er der anvendt love og standarder/vejledninger, som alle anses for at være objektive og pålidelige kilder.

Grundlaget for den empiriske analyse består af danske årsrapporter, som vurderes som et sikkert og pålideligt grundlag, idet alle årsrapporterne er revideret og underskrevet af statsautoriserede revisorer.

Afsnit II

Banker og realkreditinstitutter som regnskabsbrugere og deres informationsbehov

5. Indledning

Dette kapitel har til formål at undersøge banker og realkreditinstitutternes informationsbehov med udgangspunkt i IASB's begrebsramme. Sidstnævnte etablerer de overordnede rammer, som kan anvendes, såfremt de gældende regnskabsstandarde ikke omhandler en standard til løsning af problemet. Der foretages ikke en gennemgang af begrebsrammen i sin helhed, kun en præcisering af de elementer, der vurderes relevante i forhold til bankernes og realkreditinstitutternes informationsbehov.

5.1.1. Regnskabsbrugernes beslutningsopgaver

Årsregnskabsloven formulerer en række retningslinjer, hvoraf det fremgår, at *"årsrapporten skal udarbejdes således, at den støtter regnskabsbrugeren i deres økonomiske beslutninger"*.⁵ Det er en almen opfattelse, at regnskabsbrugernes informationsbehov kan variere meget i både omfang og detaljeringsgrad, fordi de har forskellige regnskabsmæssige behov. Brugerne antages normalt at være långivere, investorer, kunder, leverandører og offentlige myndigheder. Et generelt regelsæt forventes at dække hovedparten af brugernes informationsbehov, om end årsrapporterne derved bliver en *standardvare*, og nogle behov overses.

Når et ejendomsselskab ansøger om et lån, består bankers og realkreditinstitutters informationsbehov i at vurdere, om pågældende selskab forventes at være i stand til at tilbagebetale renter og afdrag i henhold til den indgåede aftale. Er lånet allerede bevilget, består informationsbehovet i at vurdere sikkerheden heraf. Brugernes generelle informationsbehov kan sammenfattes til tre situationer: regnskabsbrugernes ressourceallokering, forvaltningskontrol og virksomhedens ressourceallokering.⁶

5.1.1.1. Regnskabsbrugernes ressourceallokering

Ved regnskabsbrugernes ressourceallokering vurderes de økonomiske fremtidsudsigter, hvilken ejendom der kan give den bedste afkastgrad, og dermed hvor ressourcerne bedst placeres.

⁵ ÅRL § 12, stk. 2.

⁶ Olaf Hasselager, *Årsrapporten – kommentarer til årsregnskabsloven*, 2001, side 168-169.

5.1.1.2. Forvaltningskontrol

Det er lettere for banken at bedømme, hvor godt ledelsen forvalter ejendomsselskabet, hvis investeringsejendommen måles til dagsværdi. Dagsværdien afspejler til en vis grad ledelsens præstationer, og således om ledelsen har forvaltet ressourcerne på en fornuftig måde.

5.1.1.3. Virksomhedens ressourceallokering

I den sidste beslutningsproces vurderer regnskabsbrugerne virksomhedens ressourceallokering, det vil sige, hvor meget der udloddes til investorerne, investeres i nye projekter (ejendomme), og hvor meget af det eventuelle overskud der forbliver i virksomheden.⁷

Begrebsrammens kvalitetskrav skal overholdes, for at årsrapporten præsenterer et retvisende billede.⁸ De kvalitetskrav, der er relevante i forhold til afhandlingens problemstilling, er *relevans* og *pålidelighed*.

5.1.2. Relevans

Kvalitetskravet *relevans* retter sig mod de beslutninger, regnskabsbrugerne skal træffe. Ved relevant information forstås den information, der har indvirkning på brugernes beslutningsproces. Begrebet er sammensat af tre krav: *aktualitet*, *prognoseværdi* og *feedbackværdi*.

5.1.2.1. Aktualitet

I forhold til indregningsmetoderne for investeringsejendomme giver den historiske kostpris den mindst aktuelle værdi, men til gengæld den mest pålidelige. Metoden er relevant, såfremt det kun er investeringens afkast, der skal måles. Dagsværdien for investeringsejendommen er mere aktuel for regnskabsbrugeren, fordi dagsværdien fortæller ham, hvad ejendommen forventeligt kan sælges for på balancedagen. Til gengæld er dagsværdien den mindst pålidelige metode, da beregningsgrundlaget er behæftet med en række usikkerheder med hensyn til de estimerede skøn.

5.1.2.2. Prognose- og feedbackværdi

Informationen bør inkludere en prognoseværdi, så penge- og realkreditinstitutterne har mulighed for at se, hvad ejendommen i fremtiden kan forventes at generere af pengestrømme. Der er i budgettet til beregningen af dagsværdien taget højde for fremtidige lejeindtægter, hvorfor denne metode er bedre egnet til udregning af prognoseværdien end kostprismetoden. Feedbackværdien bruges til at sammenligne tidligere forventninger og resultater med aktuelle og fremtidige forventninger. Både den fremadrettede og bagudrettede værdi er med til at hjælpe brugeren vurdere relevansen af den oplyste værdi.

⁷ Olaf Hasselager, *Årsrapporten – kommentarer til årsregnskabsloven*, 2001, side 168-169.

⁸ ÅRL § 12, stk. 3.

5.1.3. Pålidelighed

Det er en forudsætning, at regnskabsinformationen er pålidelig, hvilket vil sige, at informationen er fri for væsentlige fejl. Regnskabsinformation betegnes som pålidelig, når den er verificerbar og valid. Opfyldes det, kan regnskabsbrugeren stole på regnskabet og dermed basere sine beslutninger herpå. Begrebet objektivitet anvendes i vurderingen af, om en post kan siges at være verificerbar. En post er valid, hvis den afspejler virkeligheden bedst muligt.⁹ En regnskabsinformation er pålidelig ifølge begrebsrammen, hvis den er neutral, verificerbar og troværdigt repræsenteret.

5.1.3.1. Neutralitet

Regnskabsposterne skal være neutrale, således at de oplysninger, der fremgår af årsrapporten, ikke er tendentiøse og drejet i den retning, der er mest fordelagtig for virksomheden. I praksis betyder det, at alle værdireguleringer skal foretages, uagtet deres påvirkning på resultatet og egenkapitalen. Det er vanskeligt at dokumentere, at poster, der er baseret på regnskabsmæssige skøn, er neutrale, da disse skøn kan være påvirket af ledelsen og dermed ikke fuldstændig objektive eller neutrale. Omvendt er ejendomme målt til kostpris baseret på specifikke og objektive informationer og dermed mere neutrale.

5.1.3.2. Verificerbarhed

At en information er verificerbar, betyder, at en efterprøvelse heraf vil give samme resultat.¹⁰ Det kan være vanskeligt at opnå 100 procent verifikation, og der vil ofte blot være tale om en sandsynliggørelse.

5.1.3.3. Troværdig repræsentation

At en information er troværdig betyder, at den beskriver det, den hævder at beskrive; informationen skal altså være valid.¹¹ I relation til investeringsejendomme betyder det, at dagsværdien for en investeringsejendom skal afspejle en realistisk og troværdig salgspris.

5.1.4. Indregning og måling

Før elementerne indregnes i regnskabet, skal betingelserne for indregning af aktiver og passiver være opfyldt og leve op til de generelle kvalitetskrav. Det faktum, at både begrebsrammen og årsregnskabsloven i høj grad tager udgangspunkt i det formueorienterede regnskabsparadigme, taler for, at indregning sker til dagsværdi.¹² Begrebsrammen opstiller ingen krav om, hvilke målemetoder virksomhederne skal benytte, men overlader valget til regnskabspraksis og ledelsen.

⁹ Regnskabsrådets rapport om Revision af Årsregnskaber, side 51-52.

¹⁰ Jens O. Elling, *Årsrapporten – teori og regulering*, 2004, side 171.

¹¹ IASB's begrebsramme, afsnit 33.

¹² Jens O. Elling, *Årsrapporten – teori og regulering*, 2004, side 129 f. f.

5.1.5. Grundlæggende forudsætninger

For at årsregnskabet opfylder de herfor opsatte kriterier – relevans, pålidelighed og sammenlignelighed – skal de grundlæggende forudsætninger opfyldes. Den primære forudsætning i forhold til investeringsejendomme er *væsentlighed*.

Hvornår et element er væsentlig for regnskabsbrugerne, afhænger naturligvis af brugerens informationsbehov, og udgangspunktet er derfor, at alle oplysninger er væsentlige, medmindre andet gør sig gældende i den konkrete situation. I relation til investeringsejendomme kan det være væsentligt for bankerne og realkreditinstitutterne at vide, at en lejer, der repræsenterer en betydelig del af lejeindtægterne, har opsagt sit lejemål eller er i betalingsvanskeligheder. Denne information er til gengæld uvæsentlig, hvis lejeren repræsenterer en ubetydelig del af de samlede lejeindtægter.

5.2. Konklusion

Af de elementer, der lovgivningsmæssigt dækker regnskabsbrugernes informationsbehov, er begreberne *relevans* og *pålidelighed* de vigtigste. Ved relevant information forstås information, der er aktuel, men til gengæld mindst pålidelig. Begrebet pålidelighed betyder, at regnskabsinformationen skal være fri for væsentlige fejl. Teoretisk er dagsværdien den mest relevante, men samtidig også den mindst pålidelige metode, da den er baseret på regnskabsmæssige skøn. Kostprismetoden er den mest pålidelige, men den mindst relevante, eftersom den er baseret på objektive informationer.

Ovenstående elementer beskriver regnskabsbrugerens teoretiske informationsbehov til vurdering af årsrapporten.

Afsnit III

Præsentation af investeringsejendomme samt udviklingen på ejendoms- og kapitalmarkedet

6. Indledning

I dette afsnit beskrives tre forskellige ejendomstyper, og hvordan de genererer pengestrømme til ejer og investor. Efterfølgende beskrives udviklingen på ejendomsmarkedet samt udviklingen i realkredit- og pengeinstitutters udlån til ejendomsbranchen, da udviklingen på det finansielle marked i høj grad påvirker udviklingen på ejendomsmarkedet og vice versa.

6.1.1. Ejendomme som investeringsaktiv

En investeringsejendom kan anvendes til forskellige formål og udgør et middel til at opnå den nytte, brugeren efterspørger. Lejer (og investor) har et ønske om at opnå et afkast på ejendomsinvesteringen, og det er derfor også lejer, som betaler leje til udlejer og dermed gør det muligt at generere pengestrømme. I det følgende beskrives tre ejendomstyper, som vurderes at være de mest udbredte:

6.1.1.1. Kontorejendomme

Kontorejendomme bruges af både det private og offentlige erhverv. De er typisk meget konjunkturfølsomme, og i nedgangstider med store fyringsrunder rammes de hårdt af blandt andet opsigelser fra lejere, som ikke længere har brug for lokalerne, med en reduktion i lejeindtægter og øget tomgang til følge. Der gælder ikke de samme restriktioner for kontorejendomme som for boligejendomme, hvorfor førstnævnte har en højere lejefaktor.¹³ Kontorejendomme, der er udlejet til store institutionelle investorer, som eksempelvis PFA Pension og Nordea Liv & Pension, er attraktive på grund af de typisk meget lange og uopsigelige lejekontrakter.¹⁴

6.1.1.2. Butiksejendomme

En butiksejendoms beliggenhed har afgørende betydning for, hvor attraktiv ejendommen er. Ejendomme med en central placering i de store byer vil næsten altid være mulige at udleje, om end til reducerede lejeindtægter i svære tider. Der er altså en markant skævvridning af tomgangsarealer i butiksejendomme. Butiksejendomme har, ligesom kontorejendomme, mange forskellige

¹³ [Tax.dk, vurderingsvejledningen, 2012-1].

¹⁴ [Wissmann-as.dk, kontorejendomme].

anvendelsesmuligheder.¹⁵ Detailhandlen kan stadig mærke danskernes tilbageholdenhed efter finanskrisen og er stadig mærket af forbrugsnedgangen, særligt i de mindre byer.¹⁶

6.1.1.3. Industrijendomme

Industrijendomme anvendes typisk til produktion, lager og logistik. Anvendelsesmulighederne for industrijendomme er mere begrænsede i sammenligning med de to øvrige ejendomstyper, fordi industrijendomme typisk er tilpassede den enkelte lejer og ofte beliggende i områder med en vis afstand til de store byer. Globaliseringen, herunder outsourcing af produktion, har yderligere reduceret antallet af mulige lejere, om end denne udvikling muligvis er ved at vende, og produktionen på vej tilbage til Danmark. Det vil alt andet lige gøre industrijendomme mere attraktive.

De forskellige erhvervsejendomme har forskellige formål; ens for dem alle er imidlertid, at ejendomsselskaberne ejer dem mod forventning om fremtidige positive cash flows. Nedenfor præsenteres udviklingen på ejendomsmarkedet.

6.1.2. Udviklingen på ejendomsmarkedet

Markedet for ejendomsselskaber er og vil formentlig i de kommende år være hårdt presset og fastlåst. Generelt er ejendomsbranchen præget af stor usikkerhed med hensyn til priser og høj gearing.¹⁷ Det medfører, at bankernes og realkreditinstitutternes appetit på ejendomsfinansiering reduceres, og der stilles større krav til ejendomsselskabernes rentabilitet. Realkredit- og pengeinstitutterne bliver mere forsigtige, og det resulterer i færre finansieringsmuligheder og dermed et øget pres på ejendomsselskaberne om at fremskaffe likviditet.

FIH Erhvervsbank er en af de mest omtalte banker i pressen i dag. FIH Erhvervsbank har, ligesom mange andre banker, haft svært ved at fremskaffe kapital i det nuværende marked, og idet banken i 2012 og 2013 skal tilbagebetale statsgaranterede obligationer til en værdi af 44 milliarder kroner, har man valgt at skære udlån til ejendomskunder væk og i stedet fokusere på bankens oprindelige kernekunder. Banken er derfor i skrivende stund i gang med at nedbringe udlån på cirka 16 milliarder kroner i ejendomsbranchen. Ejendomskunder – også dem med fornuftig drift og indtjening – hvis lån forfalder, skal som konsekvens heraf indfri deres lån. De ejendomskunder, som ikke kan finde refinansiering andre steder, risikerer at blive tvunget til at sælge deres ejendomme for at tilbagebetale deres lån til FIH Erhvervsbank.¹⁸

En række ejendomsselskaber har lån i flere banker, og nogle ejendomskoncerner har lån i op til 30 banker, og ikke alle har førsteprioritetspant. FIH Erhvervsbank har førsteprioritetspant i mange

¹⁵ [Wissmann-as.dk, butiksejendomme].

¹⁶ [Nybolig erhverv, markedsrapport, efterår 2011].

¹⁷ [Trends på ejendomsmarkedet, 24.02.11].

¹⁸ [Borsen.dk, 14.11.11].

ejendomme og vil i tilfælde af konkurs have en relativt god sikkerhed for realkreditlånet, hvorimod andre banker har andenprioritetspant for banklånet og dermed dårligere ejendomspant. For at forhindre et totalt kollaps i branchen har Nationalbanken lagt FIH Erhvervsbanks gæld over i et nyt datterselskab under Finansiell Stabilitet. De har i dag dårlige lån for cirka 80 milliarder kroner, hvoraf en stor del er ejendoms lån.¹⁹

De lån, Finansiell Stabilitet har overtaget, har ingen udløbsdato; det betyder på kort sigt, at ejendomsselskaberne formentlig vil overleve. På længere sigt risikerer de at blive kvalt af de meget høje renter fremsat af Finansiell Stabilitet. EU-lovgivningen tvinger Finansiell Stabilitet til at lægge renteniveauet i markedets øverste 25 % kvartil. Det er ikke ejendomsselskabernes samlede låneforpligtelser, Finansiell Stabilitet overtager, kun deres gæld til FIH Erhvervsbank. Vælter ejendomsselskaberne, vil det også påvirke en række småbanker, der er involveret i ejendomsprojekterne. De ligger, som tidligere nævnt, længere ude i pantrækken, hvorfor de tilsvarende risikerer at vælte, hvis ejendomsselskaberne ikke kan betale de høje renteudgifter (og afdrag). Det er ikke muligt for mange af ejendomsselskaberne at finde refinansiering andre steder, da de fleste banker ikke vil øge deres eksponering mod ejendomsselskaberne.

Markedet *før* den finansielle krise var ifølge administrerende direktør for Ejendomsforeningen i Danmark Jakob Wind-Hansen karakteriseret af relativ let adgang til fremmedkapitalfinansiering, beskedne krav til egenkapitalfinansiering, beskedent fokus på den primære drift af ejendomme samt attraktive prisstigninger på ejendomme.²⁰ Ejendomsselskaberne har *under* og *efter* den finansielle krise oplevet at have relativt svært ved at opnå fremmedkapitalfinansiering, samt at långiverne stiller større krav til egenkapitalfinansiering, hvilket tvinger ejendomsselskaberne til i stigende grad at fokusere på *drift* og *asset management*.²¹ Ovenstående kræver, at ejendomsselskaberne agerer med mere professionalisme, da de tidligere voldsomme prisstigninger på ejendomme, der gav mange ejendomsselskaber markante overskud uden nogen væsentlig grad af drifts- og asset management, ikke eksisterer i dag. Samlet set vil ovenstående formentlig resultere i øget konsolidering i ejendomssektoren og dermed øget soliditet.

¹⁹ [epn.dk, 28.09.11].

²⁰ [Investering i fast ejendom, Oktober 2010].

²¹ [Investering i fast ejendom, Oktober 2010].

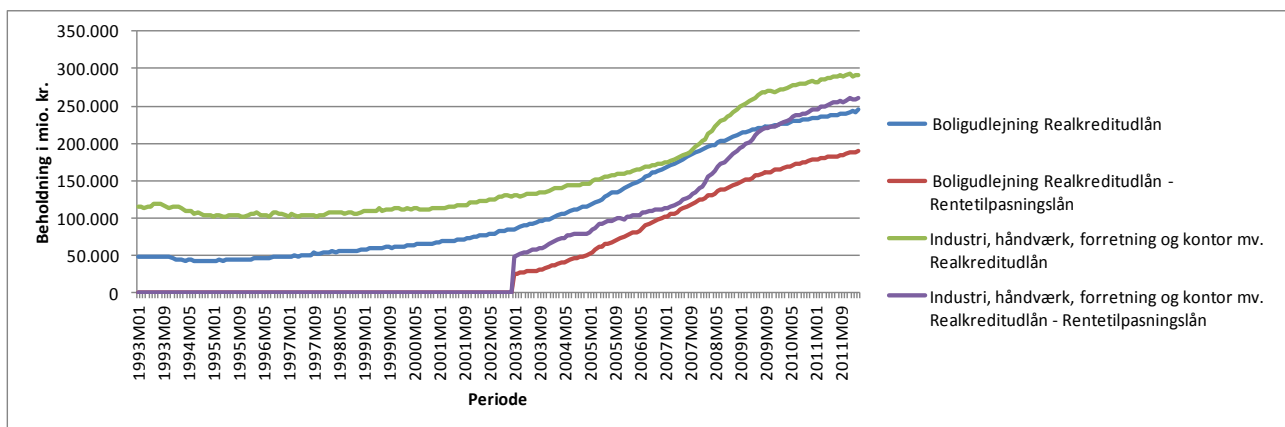
Finanskrisen har sorteret de svage ejendomsselskaber fra de stærke. De svage selskaber er enten gået konkurs eller kører nu med negativt cash flow på driften, mens de stærke er i gang med at opkøbe nye ejendomme. Ejendomsselskabet Jeudan er et eksempel på et ejendomsselskab, der har klaret sig godt igennem krisen, og som i 2012 indtil videre har opkøbt ejendomme for knap en halv milliard kroner.²²

6.1.3. Realkreditinstitutters udlån

I det følgende gennemgås realkreditinstitutters udlån til ejendomsselskaberne.

Figur 2 viser realkreditinstitutters udlånsbeholdning til erhvervsjendomme (industri, håndværk, forretning, kontor med videre samt boligudlejning) og lånetype (fastforrentet realkreditlån og rentetilpasningslån) i perioden 1993M01 og frem til 2011M09.

Realkreditinstitutters udlånsbeholdning



Figur 2: Realkreditlån fordelt på ejendomskategori og lånetype.²³

Statistikken afslører en stabil udlånsbeholdning frem til 2001, hvorpå udlånsbeholdningen stiger kraftigt. En stabil udlånsbeholdning vil sige, at der afvikles nogenlunde lige mange lån, som der optages nye. Rentetilpasningslån blev først registreret i statistikbanken i 2003M01, selvom lånene har været indført siden 1996.²⁴

I 2009 er der yderligere en kraftig stigning i rentetilpasningslån til industri, håndværk, forretning og kontor med videre, hvilket måske skyldes, at den 30-årige realkreditrente falder, og realkreditlånene bliver mere attraktive i forhold til boliglån. Det samlede udlån stabiliseres i 2011 og frem inden for ovennævnte brancher.

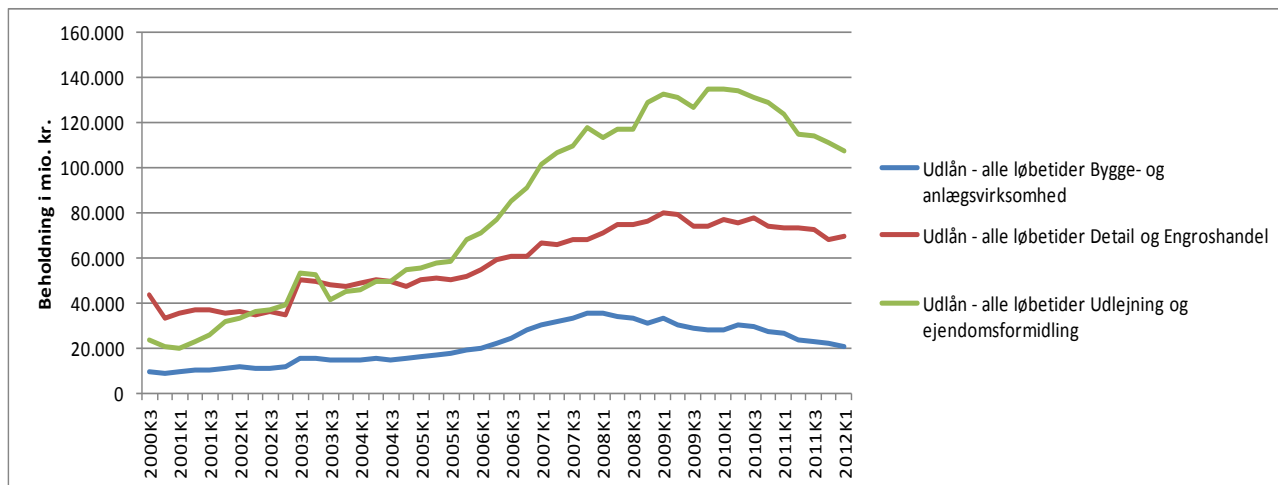
²² [Euroinvestor.dk, 22.02.12].

²³ Nationalbankens Statistikbank, *Realkredit udlån til indlændinge fordelt på ejendomskategori*.

²⁴ [Det danske realkreditmarked, 4. kvartal 2008].

6.1.4. Pengeinstitutters udlån²⁵

Udlånsbeholdning for pengeinstitutter fordelt efter brancher



Figur 3: Pengeinstitutters udlånsbeholdning i millioner kroner efter branche i perioden 2000 til 2012.²⁶

Figur 3 viser de 24 største danske pengeinstitutters udlånsbeholdning til *udlejning og ejendomsformidling*, *detail- og engroshandel* og *bygge- og anlægsvirksomhed*. Beholdningstal er målt ultimo perioden. Ifølge Danmarks Statistik står de største pengeinstitutter for 93 % af det samlede udlån. Statistikken inkluderer ikke de små banker, som primært er dem, som kom i klemme i krisen, jf. afsnittet af FIH Erhvervsbank.

Pengeinstitutternes udlån til *udlejning og ejendomsformidling* er kendetegnet ved en stigning i perioden 2001K1 til 2010K1 sammenholdt med de øvrige erhvervsudlån, som kun kan fremvise svage stigninger. Pengeinstitutternes eksponering over for ejendomsselskaber mere end seksdobledes i perioden. I 2001K1 udgjorde bankernes udlån til ejendomsselskaber knap 20 millioner kroner, mens det tal i 2010K1 var vokset til mere end 135 millioner kroner. Det samlede udlån til *udlejning og ejendomsformidling* er efterfølgende faldet til knap 107 millioner kroner i 2012K1, og er nu på niveau med udlånsbeholdningen i 2007K3.

Udlånsbeholdningen til *bygge- og anlægsbranchen* fordobledes i perioden 2003K4 til 2008K1 fra knap 15 millioner kroner til 34 millioner kroner. Udlån til ejendomsbranchen steg også i perioden og videre frem til 2009K1.

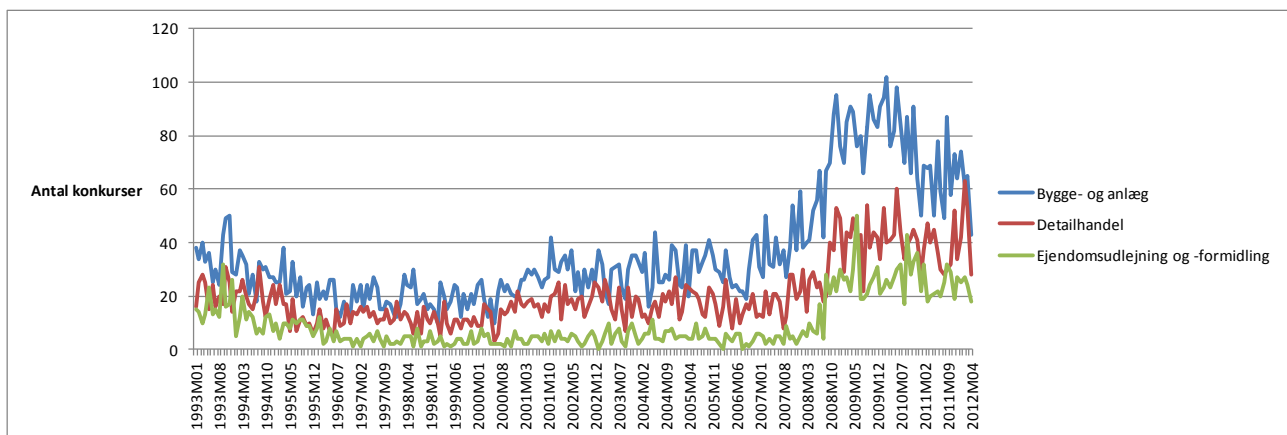
²⁵ Statistikken indeholder kun data for større pengeinstitutter i Danmark og ikke den samlede pengeinstitutsektor.

²⁶ [Danmarks Nationalbank]. "Engros- og agenturhandel undtagen med biler" og "Detailhandel, reparationsvirksomhed undtagen biler" lagt sammen i perioden 2000K3-2008K4. De vises samlet som *Detail- og engroshandel*. Årsagen er at de fra 2009K1 og frem måles samlet.

6.1.5. Konkurser

Ejendomsselskaber med en høj gældsandel forventes at have øget risiko for betalingsstandsning og efterfølgende konkurs. I kapitel 6.1.3. og 6.1.4. blev det observeret, at både realkredit- og pengeinstitutterne har oplevet en kraftig stigning i udlånsbeholdningen særligt i forbindelse med udlejning- og ejendomsformidling. Antallet af konkursen inden for ejendomsbranchen har i høj grad betydning for både realkredit- og pengeinstitutternes risikovurdering.

Antal erklærede konkursen over branche og tid



Figur 4: Antal erklærede konkursen over branche og tid.²⁷

Af figur 4 ses, at antallet af konkursen inden for byggeri og anlæg, detailhandel og ejendomsudlejning og -formidling begynder at stige omkring 2007 til 2008. Antallet af konkursen reducerer ikke långivningen inden for samme brancher, som stiger i perioden. Dette kan skyldes, at penge- og realkreditinstitutterne afventede situationen for at forsøge at afdække og begrænse deres tab, som ville være én konsekvens, hvis de stoppede med at udlåne til ejendomsselskaberne, og ejendomsselskaberne ikke kunne tilbagebetale deres gæld. Antallet af konkursen er på det højeste niveau midt i 2009 (ejendomsudlejning) og i starten af 2010 (bygge- og anlæg samt detailhandel). I denne periode stagnerer udlånsbeholdningen til disse brancher.

Antallet af konkursen i alle brancher befandt sig på et stabilt lavt niveau i perioden 1993 til 2007. Den markante ændring i 2007/2008 kan henføres til den finansielle krise. Der er stort set aldrig konkursen i opgangstider; i stedet foretages der likvide afviklinger.

²⁷ Danmarks Statistikbank, "Erklærede konkursen efter type og tid". Periode 1993M01-2008M12 er slået sammen med periode 2009M01-2012M04.

6.2. Konklusion

Investerings ejendomme er langt fra en homogen gruppe, hvorfor der er store forskelle mellem de enkelte ejendomsselskabers finansielle status samt deres evne til at generere overskud og tilbagebetale gæld til penge- og realkreditinstitutterne.

Den finansielle krise er nu snart på sit sjette år, og ejendomsmarkedet er præget af øget usikkerhed med hensyn til ejendomspriserne og begrænsede muligheder for at opnå finansiering hos realkredit- og pengeinstitutterne. FIH Erhvervsbank har valgt ikke at forny udlånet til nogen af deres ejendomsselskaber, når de udløber; det sker som følge af, at banken skal tilbagebetale statsgaranteret gæld på 44 milliarder kroner i løbet af 2012 og 2013. Det medfører, at en lang række ejendomsselskaber og svage banker med dårlig ejendomspant kommer i klemme, idet ejendomsselskaberne ikke kan få refinansieret deres lån andetsteds. Det har og vil formentlig medføre flere tab og konkurser hos både ejendomsselskaberne og svage banker med dårlig ejendomspant.

Ejendommstypen har afgørende betydning for investors risici og dermed for diskonteringsrenten. Kontor- og butiksejendomme er begge konjunkturfølsomme og mærket af den finansielle krise. Efterspørgslen efter kontorejendomme falder i nedgangstider grundet fyringsrunder og færre iværksættere. På samme måde falder efterspørgslen efter butikslejemål, når forbrugerne bliver mere tilbageholdende med at bruge penge. Årsagen til, at konjunkturerne spiller så afgørende en rolle på ejendomsmarkedet, er, at til- og afgang er begrænset, og antallet af ejendomme er derfor relativt konstant. Ændringer i efterspørgslen slår derfor kraftig igennem på ejendomspriserne og tomgangen.²⁸

Antallet af konkurser inden for ejendomsudlejning og -formidling begyndte at stige i 2007 og 2008. Det har imidlertid ikke reduceret bankernes udlåning, som er steget i perioden. Det kan skyldes en opvejning af omkostningen ved en eventuel konkurs forårsaget af ejendomsselskabernes manglende evne til at tilbagebetale gældsposter og manglende mulighed for at sikre finansiering andre steder. En anden årsag er, at bankerne, modsat realkreditinstituttet, har andenprioritetspant og derfor har større incitament til at holde et svagt ejendomsselskab i live.

²⁸ [Cifs.dk, instituttet for fremtidsforskning, september 2010].

Afsnit IV

Regnskabsparadigmernes betydning for indregning og måling af investeringsejendomme

7. Indledning

I det følgende redegøres der kort for de to regnskabsparadigmer: det formue- og det præstationsorienterede regnskabsparadigme. Gennemgangen fokuserer primært på en potentiel stigning i *relevans* ved måling til dagsværdi, modsat en potentiel reducere i *pålidelighed* og modsat måling til kostpris (jf. afsnit 2).

7.1.1. Det formueorienterede regnskabsparadigme

Det formueorienterede regnskabsparadigme tager udgangspunkt i balancen og ændringerne heri. Egenkapitalen anses for at være en residual mellem aktiver og forpligtelser. Aktiver og passiver måles til dagsværdi i balancen. Værdien af de pågældende aktiver skal gerne afspejle de fremtidige økonomiske fordele (nettopengestrømme), som, det forventes, at aktiverne vil generere.²⁹ Dette kan være en fordel for penge- og realkreditinstitutterne, da en del eller hele værdien af en investeringsejendom ofte udgør sikkerheden for deres engagement. Til forskel for den præstationsorienterede teori er den formueorienterede teori fremadrettet.

Værdireguleringer indregnes i balancen og resultatopgørelsen, når de opstår, og ikke først, når de er realiserede – som i den præstationsorienterede regnskabsteori. Det er kun tilladt at indregne værdien af de fremtidige pengestrømme, de pågældende aktiver forventes at generere. Ejendomsselskabet kan derfor ikke indregne en værdi for selskabet som helhed, men kun for hvert enkelt driftsaktiv.

Associate professor, Jesper Banghøj, fra Copenhagen Business School, konkluderer i en artikel fra 2009, at både banker og analytikere som udgangspunkt foretrækker dagsværdier frem for historiske kostpriser. Der er dog forskel på, hvornår de gør det. Findes der et aktivt marked for det pågældende aktiv, foretrækkes dagsværdi, ellers er det den historiske kostpris for blandt andet immaterielle og materielle anlægsaktiver, der har førsteprioritet.³⁰

²⁹ Jens O. Elling, *Finansiell rapportering*, 2008, side 131 f. f.

³⁰ Jesper Banghøj m.fl., *Historisk kostpris versus dagsværdi*, 2009, side 2.

7.1.2. Det præstationsorienterede regnskabsparadigme

Efter det præstationsorienterede regnskabsparadigme skal investeringsejendomme måles til kostpris. I takt med at virksomheden modtager lejeindtægter, matches disse med afskrivningerne, som svarer til ressourceforbruget i erhvervelsen af lejeindtægterne. Eventuelle værdireguleringer på ejendommen indregnes først i årsregnskabet, når et salg er realiseret. Hovedvægten ligger på måling af resultatet af en periodes præstationer i resultatopgørelsen, da denne måling er baseret på salgsindtægter fratrasket det medgåede ressourceforbrug opgjort til kostpris. Resultatopgørelsen og pengestrømsopgørelsen er primær, mens balancen er sekundær.³¹ Denne teori udsprang oprindeligt fra forsigtighedsprincippet om, at indtægter først må indregnes, når de er realiseret i salgstransaktionen. Indtægter måles derfor til realiserede salgspriser, og omkostninger til historiske kostpriser.

Det præstationsorienterede paradigme er baseret på matchingprincippet (the matching principle), hvor omkostninger er lig det ressourceforbrug, der er medgået i indeværende og tidligere perioder til at skabe de indtægter, som er indregnet i perioden. Indregningstidspunktet for indtægterne afgør, hvornår omkostningerne kan indregnes. I praksis er denne årsag-virkning-sammenhæng for kompliceret og ressourcekrævende, da fællesomkostninger til administration og salg og så videre i så fald skulle allokere til produkterne/tjenesteydelserne.³² Fællesomkostninger indregnes i stedet for som omkostninger i den periode, hvor de afholdes, og – i teorien – hvor de har deres nyttevirkning for genereringen af indtægter.³³ Køb af investeringsejendomme afskrives over den forventede brugstid, således at det afspejler det ressourceforbrug, der har fundet sted.

Da denne regnskabstilgang kun tillader indregning i resultatopgørelsen ved realiserede værdiændringer i både aktiver og forpligtelser, får regnskabsbrugeren ikke det fulde billede af virksomhedens status. På baggrund af flere års historiske resultatopgørelser dannes et grundlag for en prognose af indtægter og omkostninger til kostpris i fremtidige resultatopgørelser. På den baggrund dannes estimer af balancer, overskud og pengestrømme, som kan udgøre et grundlag for ejendommens værdiansættelse.³⁴

³¹ Jens O. Elling, *Finansiell rapportering*, 2008, side 83.

³² Jens O. Elling, *Finansiell rapportering*, 2008, side 100 ff.

³³ Jens O. Elling, *Finansiell rapportering*, 2008, side 103.

³⁴ Jesper Banghøj m.fl., *Historisk kostpris versus dagsværdi*, 2009, side 3.

7.2.Konklusion

Med henblik på at forbedre regnskabsbrugerens informationsbehov vedtoges i Danmark i 2001 en ny årsregnskabslov, der karakteriserede en overgang fra den præstationsorienterede regnskabsteori til den formueorienterede regnskabsteori.

Efter den formueorienterede regnskabsteori skal en investeringsejendom måles til dagsværdi på balancetidspunktet, mens samme investeringsejendom måles til kostpris fratrukket levetidsbestemte afskrivninger i resultatopgørelsen, hvis man vælger at følge den præstationsorienterede regnskabsteori. Modstanderne af denne brug af dagsværdi hævder, at sammenhængen mellem indtægter og udgifter dermed reduceres.

Fortalere for den formueorienterede teori mener, at måling til dagsværdi giver læserne af et regnskab et mere retvisende billede, eftersom værdien afspejler markedsprisen på balancedagen. Ved værdiansættelse til dagsværdi er det fremtiden og ikke fortiden, der afgør ejendommens værdi. Dagsværdien kan ses som et udtryk for, hvor god virksomheden er til at forvalte ejendommen og dermed generere fremtidige indtægter.

Afsnit V

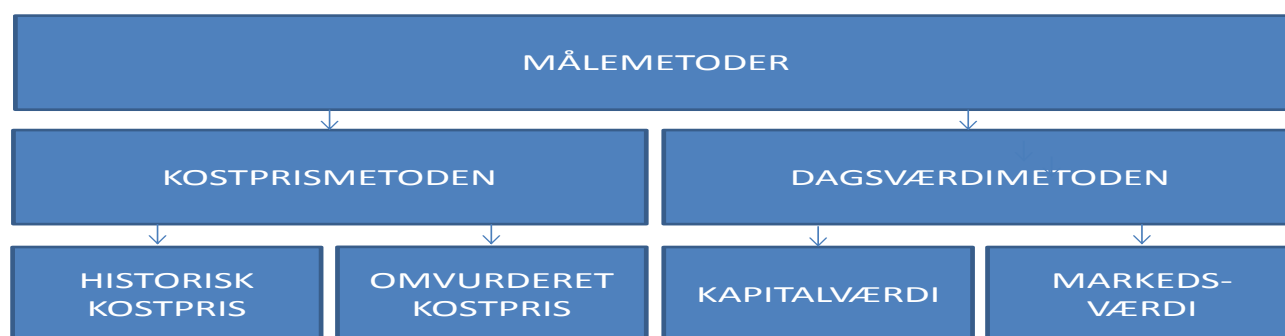
Værdiansættelsesmetoder for investeringsejendomme

8. Indledning

I dette afsnit defineres de fire målemetoder til indregning af en investeringsejendom. Derefter redegøres der for *indregningshierarkiet* efterfulgt af en udførlig gennemgang af de værdiansættelsesmetoder, der har været anvendt i analysen.

De to overordnede målemetoder for indregning er kostprismetoden og dagsværdimetoden, som begge kan opgøres på to forskellige måder. Kostprismetoden kan opgøres som historisk kostpris eller omvurderet kostpris. Dagsværdien kan opgøres til kapitalværdi eller markedsværdi. Kostprismetoden er den metode, der kan opgøres mest *pålideligt*, mens dagsværdimetoden er behæftet med mere usikkerhed, men til gengæld også er mere *relevant* (jf. afsnit 2). I Danmark findes der ingen officiel standard eller vejledning for måling til dagsværdi. Revisionsfirmaerne og Finanstilsynet har udgivet nogle generelle vejledninger, men de kan i praksis anvendes vidt forskelligt.

Oversigt over målemetoder til indregning af investeringsejendomme



Figur 5. Oversigt over målemetoder.

Historisk kostpris

Den historiske kostpris er et udtryk for prisen på et aktiv samt de omkostninger, der kan henføres direkte til erhvervelsen heraf. I henhold til investeringsejendomme udgør omkostningerne eksempelvis tinglysningsafgifter, advokatsalær og lignende, men ikke finansieringsomkostninger. Kostprisen svarer til dagsværdien på tidspunktet for erhvervelsen, og ved første indregning indregnes

aktivet til historisk kostpris. For en forpligtelse er kostprisen det beløb, som er modtaget som vederlag for forpligtelsen.

Omvurderingsmodellen – opskrivning til dagsværdi

Det er muligt at opskrive til dagsværdi efter ÅRL § 41. Der foretages afskrivninger på den opskrevne værdi af ejendommen. Opskrivningen bindes på egenkapitalen. Vælger man at opskrive efter ÅRL § 41, skal der opskrives på samtlige aktiver i en aktivgruppe.

Markedsværdi

Markedsværdien eller dagsværdien er et udtryk for den værdi af et aktiv, der defineres i et velfungerende marked. Dagsværdien defineres i årsregnskabsloven som det beløb, hvormed et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse kan udlignes i en transaktion mellem flere af hinanden uafhængige parter.³⁵

Kapitalværdien

Kapitalværdien er et udtryk for nutidsværdien (den tilbagediskonterede værdi) af fremtidige nettoindbetalinger, som, det forventes, at cash flowet fra investeringen på balancedagen vil indbringe. For en forpligtelse er kapitalværdien et udtryk for den værdi, de fremtidige nettoudbetalinger forventes at udgøre.³⁶ Værdien opgøres som nutidsværdien af alle fremtidige frie cash flows, det vil sige, de pengestrømme, som er til rådighed for ejer og gældshaver, når alle driftsudgifter er fratrasket. Opgørelsen viser fundamentalværdien af ejendommens aktiviteter og påvirkes ikke af dennes finansieringsstruktur.³⁷

I henhold til årsregnskabsloven skal ejendomsselskaber, som indregner materielle anlægsaktiver til dagsværdi, følge nedenstående *værdiansættelseshierarki*:³⁸

1. Salgsværdi – velfungerende marked (markedsværdi)
2. Salgsværdi ud fra enkelte bestanddele (markedsværdi)
3. Tilnærmet salgsværdi (kapitalværdi)
4. (Kostpris)

³⁵ ÅRL § 37.

³⁶ ÅRL §37 + ÅRL Bilag 1, D, nr. 2.

³⁷ Jakob Fink, *Introduktion til multipelbaseret værdiansættelse*, 2004, side 1.

³⁸ Henrik Steffensen m.fl., *Kommentarer til årsregnskabsloven*, 2011, side 384.

1. Salgsværdi – velfungerende marked

Eksisterer der et velfungerende marked for et aktiv, kan salgsværdien anvendes. Der findes ikke et velfungerende marked for investeringsejendomme, da den enkelte ejendom ikke købes eller sælges på en fondsbørs eller autoriseret markedsplads. Det forudsætter også et likvidt ejendomsmarked med løbende ejendomshandler. Forskelle i blandt andet lejernes bonitet og ejendommens beliggenhed vanskeliggør yderligere en sammenligning af salgsværdierne. Salgsværdien er den bedste metode til måling af dagsværdien, men umulig i praksis, hvorfor dagsværdien kan forsøges fastlagt som *salgsværdi ud fra enkelte bestanddele*.

2. Salgsværdi ud fra enkelte bestanddele

Eksisterer der ikke et velfungerende marked for et aktiv, kan dagsværdien alternativt måles som summen af salgsværdierne for aktivets enkeltbestanddele, som defineres i et velfungerende marked. Metoden kan bruges ved måling af enheder, hvis aktiver og forpligtelser hovedsagelig består af børsnoterede aktier og obligationer.³⁹ Det er imidlertid urealistisk at opdele en investeringsejendom i enkeltdele, og metoden er derfor vanskelig at anvende, hvorfor dagsværdien kan forsøges fastlagt ud fra tilnærmet salgsværdi.

3. Tilnærmet salgsværdi (kapitalværdi)

Eksisterer der ikke et velfungerende marked for de enkelte bestanddele, kan dagsværdien fastsættes som kapitalværdien af aktivet. I henhold til investeringsejendomme skal kapitalværdien beregnes ved hjælp af veldokumenterede værdiansættelsesmodeller, det vil sige, en tilnærmet salgsværdi. Loven udpeger ikke entydigt den bedste metode, men lader det være op til den enkelte ledelse at vælge en metode.

4. Kostpris (historisk kostpris)

Kan kapitalværdien ikke beregnes ved hjælp af de almindelige accepterede værdiansættelsesmodeller, måles ejendomme til kostpris eller til en lavere genindvendingsværdi (jf. ÅRL §§ 42 og 46).

Det ses af ovenstående *værdiansættelseshierarki*, at de kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller er tredjebedst og teoretisk ikke anses for at være den bedst egnede metode; det er immervæk de metoder, der anvendes og anbefales i praksis, fordi de andre metoder ikke er praktisk mulige.⁴⁰ De to kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller, DCF-modellen og den afkastbaserede model, gennemgås i det følgende.

³⁹ Henrik Steffensen m.fl., *Kommentarer til årsregnskabsloven*, 2011, side 384.

⁴⁰ Claes Hallqvist m.fl., *Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked*, 2009, side 1.

8.1.1. Krav til de kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller

Professor, Thomas Plenborg, fra Copenhagen Business School, har opstillet fire centrale egenskaber, som anses for væsentlige for kvaliteten af en værdiansættelsesmodel. Der skelnes mellem fundamentale og *kosmetiske* krav. Overholdes de fundamentale krav ikke, anses modellen for at være upræcis og urealistisk. Det kan resultere i fejlestimer og dermed føre til irrationel investeringsadfærd.⁴¹

Fundamentale krav:

1. Modellens præcision
2. Realistiske forudsætninger

Kosmetiske krav:

3. Forståeligt værdiestimat
4. Brugervenlighed

1) Modellens præcision

Det første fundamentale krav er, at værdiansættelsesmodellen skal give et præcist estimat af ejendommens værdi under forudsætning af, at inputtet (budgettet) er korrekt estimeret. Ved korrekte estimer vil der derfor ikke forekomme systematiske fejl i den estimerede værdi. DCF-modellen, forudsætter blandt andet, at al overskydende likviditet reinvesteres i projekter eller udloddes til aktionærer, hvilket giver en nutidsværdi lig nul. Det vil sige, at afkastet af investeringen er lig med afkastkravet.

Såfremt den overskydende likviditet ikke udloddes eller reinvesteres i nye projekter, vil det skabe eller destruere værdi og således påvirke den estimerede værdi.⁴² Overholdes dette ikke, giver DCF-modellen ikke et middelret resultat, og der forekommer systematiske fejl i den estimerede værdi ved brug af metoden.⁴³ Ved at antage, at al overskydende likviditet udloddes, forenkles budgetteringsarbejdet, idet den estimerede værdi af ejendommen forbliver uforandret.

⁴¹ Thomas Plenborg, *Valg af (ideel) værdiansættelsesmodel*, 2000, side 1 f. f. *Artiklen er baseret på værdiansættelse af unoterede virksomheder, men da investeringsejendomme heller ikke er noterede, vurderer jeg, at konklusionerne og indholdet i artiklen kan anvendes direkte.

⁴² Christian V. Petersen m.fl., *Et overblik over modeller til værdiansættelse*, 2003, side 5.

⁴³ Thomas Plenborg, *Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model?*, 2000, side 245.

2) Realistiske forudsætninger

Det andet fundamentale krav er, at forudsætningerne skal være realistiske. CAPM indgår eksempelvis i beregningen af dagsværdien, og en af forudsætningerne for CAPM er, at der skal anvendes fremtidige værdier. *Betaværdien* indgår i CAPM-modellen, og den opgøres til historiske kurser, hvilket ikke stemmer overens med forudsætningen; urealistiske forudsætninger i modellen giver systematiske fejl i den estimerede værdi.⁴⁴

3) Forståeligt værdiestimat

Den tredje egenskab for en god værdiansættelsesmodel er, at opgørelsen af værdiestimatet skal være forståeligt for brugeren. Både beregningsgrundlaget og den efterfølgende tilbagediskontering af cash flow i DCF-modellen og den afkastbaserede metode vurderes som letforståelige.

4) Brugervenlighed

Værdiansættelsesmodellens brugervenlighed afhænger af dennes kompleksitet, datatilgængeligheden samt den tid, den tager at anvende. Des mere brugervenlig en værdiansættelsesmodel er, des mere simpel vurderes modellen at være.

Anvendelsen af værdiansættelsesmodellerne kræver konsistens, og at simplificerede antagelser undgås ("quick and dirty metoden"). Ved en konsistent værdiansættelse udarbejdes et sammenhængende budget, og de regnskabsmæssige skøn (afkastkrav, udlejningsgrad, tomgang, lejeniveau med videre) er opgjort objektivt. Simplificerede antagelser i de risikofyldte parametre giver støj i værdiansættelsen, som det kan være svært at kvantificere effekten af. Regnskabsbrugeren kan opfatte den estimerede værdi af investeringsejendommen som usikker og dermed uanvendelig.⁴⁵

Omvendt er en simpel værdiansættelse udelukkende med lejeindtægter og tilhørende omkostninger delt med en forretningsprocent sværere at manipulere med, i forhold til de mere avancerede elementer, som indgår i WACC, og hvis objektivitet er vanskelig at bedømme.

⁴⁴ Thomas Plenborg, *Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model?*, 2000, side 246.

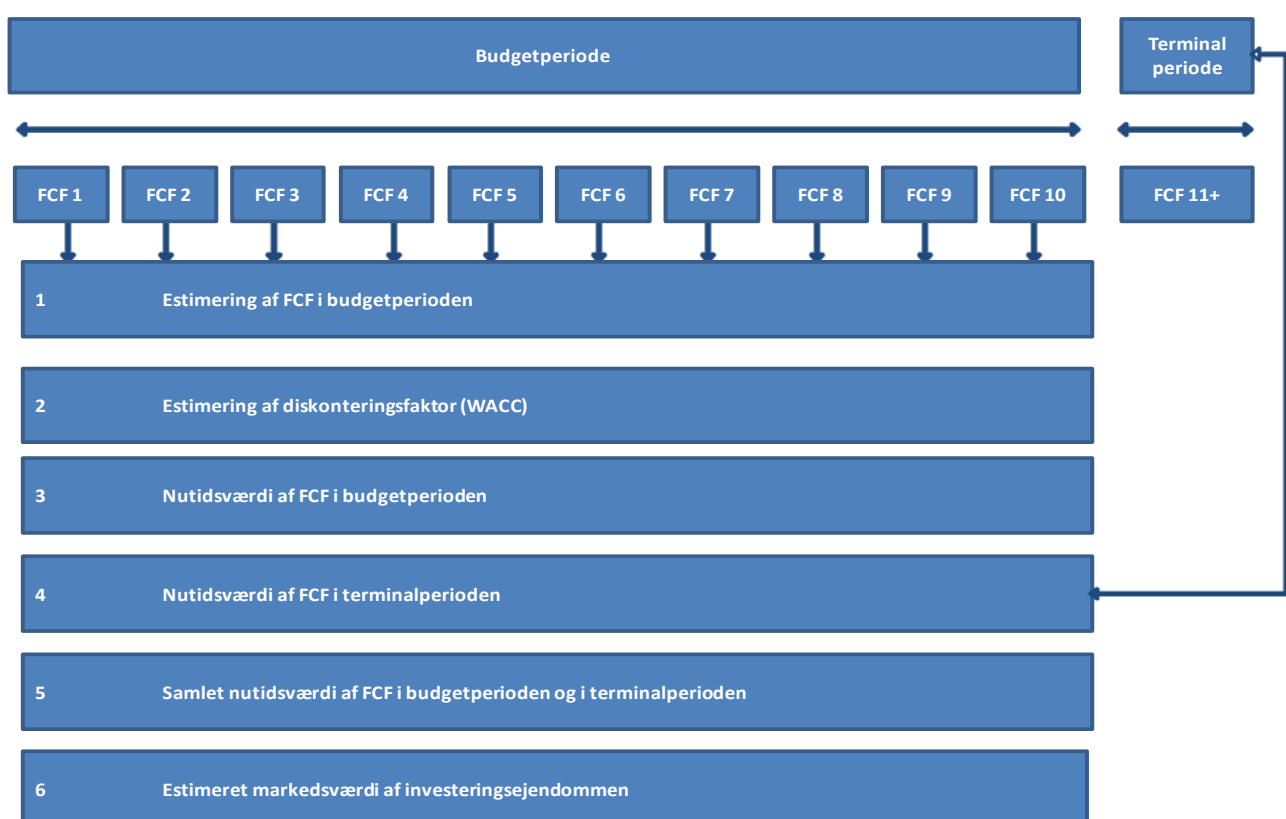
⁴⁵ Thomas Plenborg, *Valg af (ideel) værdiansættelsesmodel*, 2000, side 4.

8.2. DCF-modellen

DCF-modellen er en kapitalværdibaseret model, som karakteriseres ved, at fremtidige pengestrømme tilbagediskonteres med et afkastkrav.⁴⁶ DCF-modellen har været fremherskende i såvel teori som i praksis. En af årsagerne er, at den er forståelig – de fleste kan forholde sig til nettopengestrømme – modsat en værdiansættelsesmodel, der er baseret på distribution af værdi.⁴⁷ Derudover er både långiver, ejer og ejendomsselskabernes ledelse ultimativt interesserede i investeringsejendommens evne til at generere positive cash flows. Det frie cash flow (FCF) er det maksimale cash flow, der er til rådighed for långiver og ejer. Tilbagediskonteringsrenten skal derfor afspejle både långivers og ejers afkastkrav, svarende til risikoen i investeringen.

Opgørelsen af dagsværdien ved hjælp af DCF-modellen fremgår af figur 6, og de seks faser gennemgås i det følgende.

Fremgangsmetode til beregning af dagsværdien efter DCF-modellen



Figur 6. Opgørelse af dagsværdien i henhold til DCF-modellen.⁴⁸

⁴⁶ Christian V. Petersen m.fl., *Et overblik over modeller til værdiansættelse*, 2003, side 2 f. f.

⁴⁷ Thomas Plenborg, *Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model?*, 2000, side 246.

⁴⁸ Ud fra Christian V. Petersen m.fl., *Et overblik over modeller til værdiansættelse*, 2003, side 2.

Den generelle DCF-model er defineret ud fra nedenstående to-periodiske formel:⁴⁹

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \left(\frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \right) + \left(\frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} \right) \times \left(\frac{1}{(1+WACC)^n} \right)$$

Første led beregner nutidsværdien af FCF i budgetperioden, og andet led beregner nutidsværdien af FCF i terminalperioden.

8.2.1.FASE 1: Estimering af FCF i budgetperioden

Budgetperioden varer normalt mellem fem og ti år og danner grundlaget for det frie cash flow. Budgettet udarbejdes på baggrund af ledelsens forventninger til ejendommens fremtidige økonomiske udvikling. Der skal derfor være sammenhæng mellem de estimerede budgetter og ledelsens fremtidsforventninger. Værdiansættelsen inddeles i to perioder:

- Budget periode (fem til ti år)
- Terminalperiode (uendelig)

Budgetperioden omfatter typisk den periode, hvor der forventes atypiske høje eller lave lejeindtægter og/eller omkostninger. Når udviklingen af lejeindtægter, udlejningsprocenter, vedligeholdelsesomkostninger, udgifter til modernisering med videre har stabiliseret sig, vil terminalperioden følge den generelle markedsvækst i branchen. Terminalperioden tager ikke højde for ekstraordinære udgifter eller indtægter, men forudsætter et normaliseret cash flow.

De fleste virksomheder anvender en tiårig budgetperiode, fordi det normalt er det tidspunkt, hvor det frie cash flow fra ejendommen er stabiliseret, og den periode, som det derfor er realistisk at budgettere med. Der bør tages højde for inflation, forventede vedligeholdelsesudgifter, tomgang og lignende i budgetperioden opgørelse.⁵⁰ Der foretages en detaljeret budgettering i de enkelte regnskabsår for driften, således at markedsværdien kan opgøres ud fra de forventede fremtidige pengestrømme fra ejendommens drift. Det frie cash flow kan udledes efter opstillingen på næste side:

⁴⁹ [Skat.dk, Version: 1.1 - 21.08.09].

Opstilling af resultatopgørelse ved DCF-modellen

+	Lejeindtægter
+	Andre indtægter (fx gebyrer)
÷	Tomgang
=	Bruttoleje
÷	Driftsomkostninger (ejendomsskatter, forsikring m.v.)
÷	Egen andel af varme m.v. ved tomgang
÷	Administration
÷	Løbende vedligeholdelsesomkostninger
÷	Større investeringer/vedligeholdelsesomkostninger
÷	Omkostninger
=	Pengestrømme fra driften
±	Anlægsinvesteringer og frasalg.
=	Frit cash flow til låntivere og ejere (FCF)

Figur 7. Estimering af det frie cash flow.⁵¹

Ovenstående opstilling viser, hvordan det frie cash flow (FCF) beregnes. For at udregne FCF må der korrigeres for ændringer i nettoarbejdskapitalen og nettoinvesteringer i anlægsaktiver. Investering i eller salg af anlægsaktiver kan være i form af tilbygninger eller andre forbedringer af ejendommen. Vedligeholdelsesomkostninger vedrører driftsudgifterne og er ikke en del af anlægsinvesteringer og -frasalg. Det ses, at FCF opgøres før finansielle ind- og udbetalinger og forbliver som udgangspunkt upåvirket af ejendommens kapitalstruktur.

8.2.2.FASE 2: Estimering af diskonteringsfaktor (WACC)

Til fordeling af det frie cash flow mellem långiver og ejer tilbagediskonteres det frie cash flow med en diskonteringsrente, der afspejler deres minimale afkastkrav for den risiko, de påtager sig ved investeringen.⁵² WACC er den rente, der anvendes til at tilbagediskontere det frie cash flow i budgetperioden og terminalperioden. WACC bør opgøres med udgangspunkt i den ejendom, der skal værdiansættes, så der opnås en sammenhæng mellem det estimerede cash flow og diskonteringsfaktoren.

Beregning af de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger er en kompliceret proces, og som følge heraf simplificeres antagelserne ofte. Af den grund kan beregningen af WACC i praksis ikke betragtes som en eksakt videnskab. Generelt skelnes mellem kapitalafkastkrav for henholdsvis egenkapital og

⁵¹ Ud fra Christian V. Petersen m.fl., *Et overblik over modeller til værdiansættelse*, 2003, side 2 + KPMG, *Investeringsejendomme*, 2006.

⁵² Thomas Plenborg, *Valg af (ideel) værdiansættelsesmodel*, 2000, side 7.

fremmedkapital. Diskonteringsfaktoren baseres på et vægtet gennemsnit af alle kapitalindskyderes afkastkrav, da det frie cash flow skal fordeles mellem alle kapitalindskydere.⁵³

WACC opgøres på basis af følgende formel:⁵⁴

$$WACC = \left(\frac{G \times r_g}{G + EK} \right) \times (1 - t_c) + \left(\frac{EK \times r_e}{G + EK} \right)$$

t_c = Marginale selskabsskattesats (kapitel 8.2.2.1.)

EK = Markedsværdi af egenkapital (kapitel 8.2.2.3.)

G = Markedsværdi af gælden (kapitel 8.2.2.4.)

r_g = Afkastkrav til gæld (långiver) (kapitel 8.2.2.5.)

r_e = Ejerafkastkrav (kapitel 8.2.2.6.)

Der er kun medtaget to former af finansiering: egenkapitalfinansiering og fremmedkapitalfinansiering. Der er forskellige afkastkrav til den del af finansieringen, der stammer fra henholdsvis fremmedkapital og egenkapital. Det ses, at formlen er opdelt i to led. Første led viser andelen af gæld i forhold til kapitalstrukturen ganget med lånerenten, mens andet led viser andelen af egenkapital i forhold til kapitalstrukturen ganget med ejerafkastkravet. Samlet giver begge led de vægtede kapitalomkostninger af gæld og egenkapital.

I det følgende gennemgås de elementer, der indgår i beregningen af WACC.

8.2.2.1. Selskabsskat (t_c)

$$WACC = \left(\frac{G \times r_g}{G + EK} \right) \times (1 - t_c) + \left(\frac{EK \times r_e}{G + EK} \right)$$

Det angives i mange lærebøger, at beregninger bør baseres på *efter skat*-pengestrømme og *efter skat*-diskonteringssatser, men betaler ejendomsselskabet ikke selskabsskat eksempelvis på grund af forventede underskud, kan skatten udelades fra beregningen. Der findes ingen lovmæssige krav til, hvorvidt skatten skal medtages eller ej. Regnskabsbekendtgørelsen efter Finanstilsynets bekendtgørelse nævner ikke selskabsskat i vejledningen for hverken DCF-modellen eller den

⁵³ Christian V. Petersen m.fl., *Værdiansættelse – et overblik over modeller til værdiansættelse*, 2003, side 4.

⁵⁴ Christian V. Petersen m.fl., *Værdiansættelse – et overblik over modeller til værdiansættelse*, 2003, side 4.

afkastbaserede model.⁵⁵ Derudover beskattes de forskellige investorer og ejere forskelligt, så der kan være tilfælde hvor selskabsskatten ikke bør indeholdes i beregningsgrundlaget.

8.2.2.2. Ejendommens kapitalstruktur (egen- og gældskapitalandel)

Kapitalomkostninger er det beløb, som kapitalindskyderne (ejer og långiver) ofrer ved at investere i en ejendom. Ejendommens gældsandel og egenkapitalandel skal derfor opgøres på basis af *markedsværdier*. Markedsværdien udtrykker 100 % værdien af ejendommen. Problemet med dette krav er, at markedsværdierne antages ikke at eksistere, da det jo netop er *formålet*, at de skal beregnes. I det følgende gennemgås, hvorledes markedsværdien af henholdsvis egenkapital og gæld for den del, der vedrører en investeringsejendom, estimeres.

8.2.2.3. Markedsværdi af egenkapital (EK)

$$WACC = \left(\frac{G \times r_g}{G + EK} \right) \times (1 - t_c) + \left(\frac{EK \times r_e}{G + EK} \right)$$

Er hele eller en del af en ejendom egenkapitalfinansieret, defineres den del, som er finansieret ved egenkapital. Generelt vil ejendomme med en høj risiko have en højere grad af egenkapitalfinansiering; det modsatte gælder for ejendomme med lav risiko. Det er vanskeligt at estimere markedsværdien af egenkapitalen, hvilket skyldes, at denne beregning er baseret på, at WACC er kendt, men for at beregne WACC man skal først kende markedsværdien af egenkapitalen. Der er flere metoder til at håndtere ovenstående problematik. En af metoderne opererer med en fastlagt optimal kapitalstruktur, hvor gælds- og egenkapitalandelen sammenholdes med sammenlignelige børsnoterede selskaber. Metoden kan opdeles i tre overordnede faser:⁵⁶

- 1) Estimer ejendommens nuværende kapitalstruktur.
- 2) Sammenlign kapitalstrukturen med sammenlignelige ejendomme.
- 3) Sammenhold med ledelsens vurdering af kapitalstrukturen.

En anden metode opererer med en skønnet værdi af egenkapitalen. Værdien anvendes i formelen for udregningen af WACC, som igen anvendes til at estimere markedsværdien af egenkapitalen

⁵⁵ Finanstilsynets retningslinjer, bilag 21.

⁵⁶ Copeland, *Valuation – Measuring and managing the value of companies*, 1995, side 249-151.

(investeringsejendommen). Processen fortsættes, indtil den værdi, der indgår i beregningen af WACC, er lig med den estimerede værdi af ejendommen.⁵⁷ Processen er som følger:

- 1) Foretag et skøn af egenkapitalens (ejendommens) markedsværdi.
- 2) Beregn den skønnede WACC.
- 3) Anvend den skønnede WACC til beregning af markedsværdien af hele ejendommen.
- 4) Markedsværdien af egenkapitalen beregnes derefter som markedsværdien af ejendommen (3) minus markedsværdien af gælden.
- 5) Er den estimerede værdi af egenkapitalen den samme som den skønnede, har man gættet korrekt. Hvis ikke gentages øvelsen fra punkt nummer et, indtil de to værdier er identiske.

Ovenstående metode anvendes ingen steder i praksis, og den mest benyttede metode er at operere med en fast kapitalstruktur. Alternativt kan de bogførte værdier af egenkapitalen og gælden anvendes i beregningen af WACC.⁵⁸

8.2.2.4. Markedsværdi af gælden (G)

$$WACC = \left(\frac{G \times r_g}{G + EK} \right) \times (1 - t_c) + \left(\frac{EK \times r_e}{G + EK} \right)$$

Ejendomsselskaberne skal opgøre den gæld, der kan henføres til en investeringsejendom til markedsværdi; det er det beløb, gælden kan indfries til på balancedagen. Det er vigtigt, at det kun er den gæld, der vedrører den enkelte ejendom, der medtages, og ikke gæld til andre aktiviteter i selskabet. For at måle de tilhørende gældsforpligtelser til ejendommen er det nødvendigt at kende lidt til realkredit, og hvordan de enkelte lånetyper kan indfries, da det afgør, hvordan gælden indregnes og måles.

Dagsværdi af prioritetsgæld

Prioritetsgæld skal måles til kursen på balancedagen og er det beløb, der skal tilbagebetales til realkreditinstituttet for at indfri gælden. Et obligationslån opgøres som obligationsgælden gange kursen på obligationen på balancedagen. Obligationslånet kan maksimalt indfries til kurs 100, uanset om kursværdien er højere på obligationen. Det er altid muligt at foretage en pari-straks indfrielse til kurs 100, hvis balancedagens kurs på den underliggende obligationsserie er under kurs 100. Et

⁵⁷ Thomas Plenborg, *Valg af (ideel) værdiansættelsesmode*, 2000, side 7.

⁵⁸ Jens O. Elling, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse*, 2005, side 230 f. f.

kontantlån opgøres til dagsværdi på samme måde som et obligationslån, hvor obligationsrestgælden ganget med kursen på obligation på balancedagen udgør dagsværdien. Kontantlånet kan altså ikke indfries alene ved at tilbagebetale *kontantlånsrestgælden*. Rentetilpasningslån, der indfries årligt til kurs 100, men udstedes igen til lidt over kurs 100, måles til kurs 100.⁵⁹

8.2.2.5. Afkastkravet til gæld (r_g)

$$WACC = \left(\frac{G \times r_g}{G + EK} \right) \times (1 - t_c) + \left(\frac{EK \times r_e}{G + EK} \right)$$

Afkastkravet på gælden i en investeringsejendom er et udtryk for den kompensation, som långiver forventer (kræver) mod udlån af kapital til virksomheden. Estimering af virksomhedens fremmedkapitalomkostning antages at være kendetegnet ved større sikkerhed end estimering af virksomhedens egenkapitalomkostninger. Det skyldes, at långiver får sine penge før ejerne, og risikoen af dennes investering er derfor mindre, hvorfor ejernes afkastkrav generelt er højere. Den del af WACC, der vedrører afkastkravet til gælden, estimeres som $r_g = (r_d + r_s) \times (1 - t_c)$, hvor

r_g = afkastkrav til gæld

r_d = den risikofrie rente

r_s = ejendomsspecifikt risikotillæg

Det ejendomsspecifikke risikotillæg anbefales at opgøres på basis af en samlet vurdering af risikoen. Opgørelsen af den risikofrie rente gennemgås i kapitel 8.2.4.6. Selv om beregningen af dagsværdien ved hjælp af DCF-modellen i teorien ikke påvirkes af ejendommens finansieringsstruktur, påvirkes den alligevel indirekte gennem WACC (via afkastkravet til gælden).

8.2.2.6. Ejerafkastkrav (r_e)

$$WACC = \left(\frac{G \times r_g}{G + EK} \right) \times (1 - t_c) + \left(\frac{EK \times r_e}{G + EK} \right)$$

I det følgende gennemgås, hvordan egenkapitalomkostningerne (ejerafkastkravet) estimeres til brug for opgørelsen af egenkapitalværdien. Ejerafkastkravet på egenkapital er et udtryk for den kompensation, ejerne som minimum forventer (kræver) for den investerede kapital. Ejerafkastkravet består af det forventede (krævede) afkast på egenkapital plus et risikotillæg. Til estimering af

⁵⁹ [dn-erhverv.dk, 2005].

ejerafkastkravet kan Capital Asset Pricing-modellen (CAPM) anvendes.⁶⁰ Beregningen efter CAPM og WACC bør opfattes som en vejledning til strukturering af opgørelsen af risikobetragtninger, men der er ingen fuldstændig korrekt og objektiv opgørelse.

CAPM-modellen siger, at: $r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$, hvor

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofrie rente

β = *beta* (systematisk risiko) = forventet afkast ved investering i en ejendom

$(r_m - r_f)$ = markedets risikopræmie

Årsagen til, at den usystematiske risiko ikke prissættes i CAPM-modellen, er, hvis investor vil eliminere den usystematiske risiko, der er diversificerbar, hvis der investeres i tilstrækkelig mange ejendomme.⁶¹ Se kapitel 8.2.2.8 for en gennemgang af den usystematiske risiko. Til beregning af CAPM estimeres ovenstående tre parametre. De præsenteres i det følgende.

8.2.2.7. Den risikofrie rente (r_f)

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Teoretisk set er den risikofrie rente lig renten på nulkuponobligationer, hvor der ingen risiko er for konkurs.⁶² I praksis bestemmes den risikofrie rente ofte på basis af en risikofri investering med lang løbetid. Varigheden skal helst stemme overens med det underliggende cash flow for den ejendom, der skal værdiansættes, hvilket typisk tilsiger anvendelse af en statsobligation med lang løbetid. Ofte anvendes den effektive rente på en tiårig dansk statsobligation.⁶³ Det tillagte risikotillæg er et udtryk for det merafst, som investor forventer mod at investere i en ejendom – modsat investering i en statsobligation med lang løbetid. Jo større risiko investeringen indebærer, jo højere afkastkrav vil investoren forvente. De danske tiårige statsobligationer er på 4 % 2019⁶⁴ med en effektiv rente på 3,52 %.⁶⁵ Den græske krise har i dag for alvor sat spørgsmålstegn ved, om statsobligationer generelt kan siges at være en risikofri investering. Selv om Danmark ikke kan sammenlignes en til en med

⁶⁰ Christian V. Petersen m.fl., *Et overblik over modeller til værdiansættelse*, 2003, side 3 + Thomas Plenborg, *Valg af (ideel) værdiansættelsesmodel*, 2000, side 6.

⁶¹ Jens O. Elling, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse*, 2005, side 50.

⁶² Jens O. Elling, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse*, 2005, side 51.

⁶³ Morten Holm m.fl., *Værdiansættelse af unoterede virksomheder med DCF-modellen*, 2005, side 4.

⁶⁴ [Danmarks Nationalbank, 26.03.2010].

⁶⁵ [Business.dk, 16.02.2010].

Grækenland, bør man nok være forsigtig med at konkludere, at der findes risikofrie renter, da der er risiko forbundet med alt.

8.2.2.8. *beta* (β)

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Foruden det risikofrie aktiv forventer långiver kompensation for den risiko, der er forbundet med de generelle konjunktursvingninger i markedet. Denne kompensation betegnes som markedets systematiske risiko (risikotillæg). Den systematiske risiko er den risiko, der ikke kan bortdiversificeres, modsat den usystematiske risiko, som relaterer sig til diversificerbare forhold. Beta kan udtrykkes via nedenstående formel:

$$Beta = \frac{\text{Covariansen mellem aktivets afkast og afkastet på markedet}}{\text{Markedsvariansen (variansen af afkastet på markedet)}}$$

β er et udtryk for samvariationen mellem afkastet på henholdsvis aktivet (ejendomme) og markedsporteføljen, det vil sige en covarians i tælleren for β og markedsvariansen i nævneren. Investeringssejendomme svinger mere, og derfor er beta højere end markedet. Ejendomme formodes eksempelvis at have en større covarians med markedet end for eksempel dagligvarer har og dermed en større betaværdi.⁶⁶ Denne aktie bør altså have det højeste forventede afkast for at kompensere for den tilsvarende større samvariation med markedet, den større systematiske risiko.⁶⁷ Generelt forventes en investering, der er behæftet med højere risiko end markedet, at fremvise et tilsvarende højere afkast – som kompensation for risikoen for et negativt afkast.

De relative risikomål er tolket nedenfor:⁶⁸

$B = 0$: risikofri investering

$B < 1$: Investering med mindre risiko end markedsporteføljen

$B = 1$: Investering med samme risiko end markedsporteføljen

$B > 1$: Investering med større risiko end markedsporteføljen

Det ses ud fra ovenstående risikomål, at en betaværdi på 1 har samme risiko som hele markedet. Er værdien mindre end 1, er investeringen mindre risikofyldt, mens 1 tal over et betyder, at investeringen er mere risikofyldt i forhold til sammenligningsgrundlaget. Er betaværdien større end 1,

⁶⁶ Efterspørgslen efter rugbrød antages at være uafhængig af konjunkturerne.

⁶⁷ [Økonomistudiet, 2008-II].

⁶⁸ Christian V. Petersen m.fl., *Et overblik over modeller til værdiansættelse*, 2003, side 5.

vil investor forvente et højere afkastkrav, og omvendt. Til at fastsætte beta kan der tages udgangspunkt i sammenlignelige ejendomsselskabers overskud/afkast eller *common sense*-betragtninger.⁶⁹

8.2.2.9. Markedets risikopræmie ($r_m - r_f$)

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Risikopræmien defineres som det tillæg, investor kræver for at investere i en investeringsejendom, modsat investering i risikofri aktiver som eksempelvis statsobligationer.

8.2.2.10. Inflation (nominelle reale værdier)

Budgetterne bør udarbejdes i nominelle priser, det vil sige, inklusive inflation. Der er flere årsager til denne anbefaling. En årsag er, at det øger sammenligningsgrundlaget med for eksempel brancheanalyser, som oftest er udarbejdet i nominelle priser. En anden årsag er, at den risikofrie rente, som indgår i WACC, som hovedregel opgøres som en nominal rente.⁷⁰ På den måde sikres det, at cash flow og kapitalomkostninger opgøres på et konsistent grundlag.

På baggrund af ovenstående gennemgang af de enkelte elementer der indgår i beregningen af WACC, er nedenstående værdier antaget til beregning af WACC.

Parametre	Antaget værdier
Egenkapitalandel	70%
Fremmedkapitalandel	30%
Risikofri rente	4,0%
Markedsrisikopræmie	3,4%
Betaværdi	1,0
Skattesats	25%
Selskabsspecifikt risikotillæg fremmedkapital	3%

$$\text{Egenkapitalomkostninger} = 4 \% + 1,0 \times 3,4 \% = 7,4\%$$

$$\text{Fremmedkapital omkostning} = (4 \% + 3 \%) \times (1 - 25 \%) = 5,3\%$$

$$\text{WACC} = (70 \% \times 7,4 \%) + (30 \% \times 5,3 \%) = 6,76\%$$

WACC er beregnet til 6,76 % jf. ovenstående beregningseksempel:⁷¹

⁶⁹ Christian V. Petersen m.fl., *Et overblik over modeller til værdiansættelse*, 2003, side 5 + [Skat.dk, Version: 1.1 - 21.08.09].

⁷⁰ [Skat.dk, Version: 1.1 - 21.08.09].

⁷¹ [Skat.dk, Version: 1.1 - 21.08.09].

Generelt vil dagsværdien for investeringsejendomme falde, når WACC øges. Alt andet lige må et højere forrentningskrav skyldes en højere risiko på investeringsejendommens pengestrømme eller øget R_f . En væsentlig dimension i estimering af værdien af investeringsejendomme er, at de input, der danner grundlag for beregningen, også kan forklare selve værdien af ejendommen, forstået på den måde, at et positivt cash flow kan skyldes en af to årsager: høj rentabilitet eller desinvesteringer, i form af salg af for eksempel aktiver (ejendomme).⁷²

8.2.3. ROIC versus WACC

Til at vurdere, hvor god et ejendomsselskab er til at tjene penge, sammenlignes en ejendoms afkast på den investerede kapital (ROIC) med kapitalomkostningerne (WACC). En ejendom med et overnormalt afkast vil have en højere ROIC end WACC. Er afkastet på aktier 4 %, og WACC 2 %, er der et overnormalt afkast på 2 %. Terminalperioden er typisk den periode, hvor ROIC er lig WACC, hvilket vil sige, at der tjenes penge, men afkastet er ikke overnormalt. Stærke og solide ejendomsselskaber kan have overnormalt afkast i mange år, mens selskaber med begrænsede konkurrencemæssige fordele bare tjener penge og ikke oplever overnormale afkast. Budgetperiodens længde er derfor ofte længere for selskaber med en god konkurrencesituation, fordi de kører med overnormalt afkast i en længere periode. Dette skyldes, at markeder med overnormalt afkast tiltrækker andre selskaber, hvorved konkurrencen skærpes, og en ligevægtssituation opnås. Terminalperioden er altså den periode, hvor cash flow forventes at være stabilt, og der ikke er overnormalt afkast.

Til beregning af nutidsværdien i terminalperioden i periode seks tilbagediskonteres cash flowet med fem år. Da terminalperioden er en matematisk uendelig annuitet tilbagediskonteres cash flowet automatisk med én periode, og derfor skal der ikke tilbagediskonteres med seks år.⁷³

8.2.4. FASE 3: Nutidsværdi af FCF i budgetperioden

Diskonteringsrenten fastlægges for de enkelte ejendomme og påvirkes af både indefra- og udefrakommende faktorer, som for eksempel ejendomsrelaterede og makroøkonomiske forhold såsom inflation. Diskonteringsrenten er ikke den samme som afkastkravet i den afkastbaserede model, fordi inflation og andre risici er indregnede.

Nutidsværdien i budgetperioden udgør første led i følgende formel:⁷⁴

⁷² Thomas Plenborg, *Valg af (ideel) værdiansættelsesmodel*, 2000, side 17.

⁷³ Christian V. Petersen m.fl., *Et overblik over modeller til værdiansættelse*, 2003, side 3.

⁷⁴ [Skat.dk, Version: 1.1 - 21.08.09].

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \left(\frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \right) + \left(\frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} \right) \times \left(\frac{1}{(1+WACC)^n} \right)$$

Der tilbagediskonteres med $t = 1, 2$ og 3 og så fremdeles, men i praksis behøver betalingerne ikke at falde ultimo perioden, da de eksempelvis kan falde midt i perioden. I det tilfælde bør der tilbagediskonteres med $0,5, 1,5, 2, 5$ og så videre.⁷⁵ Nutidsværdien i budgetperioden estimeres til 54,7 millioner kroner ud fra en fiktiv beregning (jf. bilag 22).⁷⁶

8.2.5. FASE 4: Nutidsværdi af FCF i terminalperioden

Terminalperioden udgør alle fremtidige cash flows uden for budgetperioden. Terminalperioden er angivet som [FCF 11+] i figur 6. Den kan estimeres efter flere forskellige metoder. De i teorien mest benyttede er:

1. Lang eksplicit terminalperiode
2. Voksende frit cash flow

Den første metode er den (teoretisk) mest korrekte metode til estimering af nutidsværdien i terminalperioden. I teorien udarbejdes en resultatopgørelse for hvert eneste år. En ejendom har i de fleste tilfælde en lang levetid på eksempelvis et hundrede år ud over budgetperioden, og derfor er anvendelsen af en *lang eksplicit terminalperiode* i praksis for tidskrævende. Den anden metode er mere brugervenlig. Ved det *voksende frie cash flow-metoden* udarbejdes udelukkende et budget for et enkelt år. Værdien af de frie cash flows beregnes som en uendelig annuitet, da alle budgettallene vokser med samme procentuelle stigning.⁷⁷ Terminalværdien udgør andet led i den to-periodiske formel:⁷⁸

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \left(\frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \right) + \left(\frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} \right) \times \left(\frac{1}{(1+WACC)^n} \right)$$

FCF_t = det frie cash flow det første år efter budgetperioden (det normaliserede niveau)

WACC = De vægtede kapitalomkostninger

g = konstant vækst i FCF i terminalperioden

⁷⁵ [DIRF Seminar, november 2008].

⁷⁶ Beregningseksempler ud fra [Skat.dk, Version: 1.1 - 21.08.09].+Ejendomsforeningen Danmark, 2006, side 6-10.

⁷⁷ Christian V. Petersen m.fl., *Et overblik over modeller til værdiansættelse*, 2003, side 3.

⁷⁸ Christian V. Petersen m.fl., *Et overblik over modeller til værdiansættelse*, 2003, side 3.

Terminalværdien er ofte mere usikker end budgetperioden, da førstnævnte befinder sig længere ude i fremtiden, påvirket af en konstant udvikling i budgettallene. Terminalværdien forudsætter, at cash flowet er uendeligt og stabilt, og der reguleres ikke for ejendomsspecifikke forhold. Alle fejl i budgettet for terminalværdien akkumuleres større eller mindre.

Cash flowet i terminalperioden tilbagediskonteres med WACC på samme måde som i budgetperioden. Vækstraten i terminalperioden estimeres på baggrund af den langsigtede nominelle vækstrate i samfundet, det vil sige, inflation tillagt realvækst.⁷⁹

Det frie cash flow i terminalperioden indgår i tælleren, mens nævneren består af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) minus de forventninger til væksten i markedislejen (g), som afviger fra den forventede inflation i det frie cash flow; derfor opgøres WACC uden inflation i terminalperioden modsat i budgetperioden.⁸⁰ Terminalværdien er estimeret til 149 millioner kroner jf. bilag 22.

8.2.6.FASE 5: Nutidsværdi af FCF i budget- og terminalperioden

Den samlede værdi af ejendommen estimeres som nutidsværdien af FCF i budgetperioden plus nutidsværdien af FCF i terminalperioden. Nutidsværdien af FCF i budgetperioden er beregnet til 54,7 millioner kroner, og nutidsværdien af FCF i terminalperioden er beregnet til 149 millioner kroner. Det giver samlet en beregnet dagsværdi (enterprise value) på 203,7 millioner kroner (jf. bilag 22).

Det udgør den samlede værdi af ejendommen eksklusiv ikke-driftsmæssige aktiver (eksempelvis likvider).

8.2.7.FASE 6: Estimeret markedsværdi af investeringsejendom

Værdien af ejendommen, der er lig værdien af egenkapitalen, beregnes som enterprise value fratrasket markedsværdien af den *rentebærende gæld* og tillægges markedsværdien af *ikke-driftsmæssige aktiver*. Antages markedsværdien af den rentebærende gæld at være 61 millioner kroner, giver det en estimeret markedsværdi af ejendommen på 143 millioner kroner.⁸¹

⁸⁰ Rune Møller, *Problemer ved bestemmelse af terminalværdi – og anden kritik af DCF-modellen*, 2006, side 2.

⁸¹ [Skat.dk, Version: 1.1 - 21.08.09].

8.3. Den afkastbaserede model

Via den afkastbaserede model beregnes dagsværdien med udgangspunkt i det forventede driftsafkast for investeringsejendommen divideret med afkastkravet efterfulgt af eventuelle tillæg eller fradrag for ejendomsspecifikke forhold.

8.3.1. Forudsætninger for den afkastbaserede model

Afkastmodellen forudsætter, at afkastet er stabilt og uendeligt. Metoden er forholdsvis enkel, men de mindste ændringer kan resultere i væsentlige fejlskøn. Formlen fremgår af nedenstående:⁸²

$$\text{Dagsværdi} = \frac{\text{Ejendommens driftsafkast}}{\text{Afkastkrav}} \pm \text{Ejendomsspecifikke forhold}$$

Beregningen af dagsværdien efter den afkastbaserede model gennemgås i de følgende fem faser:⁸³

1. FASE 1: Opgørelse af ejendommens årlige driftsafkast (kapitel 8.3.2.)
2. FASE 2: Fastsættelse af ejendommens afkastkrav (kapitel 8.3.3.)
3. FASE 3: Opgørelse af dagsværdien (kapitel 8.3.10.)
4. FASE 4: Korrektioner til dagsværdien til den i tredje fase opgjorte dagsværdi (kapitel 8.3.11.)
5. FASE 5: Estimering af dagsværdi efter eventuelle korrektioner (kapitel 8.3.13.)

8.3.2. FASE 1: Opgørelse af ejendommens årlige driftsafkast

Ejendommens driftsafkast kan opgøres som nedenstående:

Opgørelse af ejendommens driftsafkast⁸⁴

En ejendoms driftsafkast fremkommer således:

+ lejeindtægter

- vedligeholdelsesomkostninger

- administrationsomkostninger

- driftsomkostninger

= estimeret driftsafkast

Figur 8. Estimering af driftsafkast.

⁸² Benævnes også som normalindtjeningsmetoden og nettolejemodellen.

⁸³ Finanstilsynets retningslinjer, bilag 21.

⁸⁴ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af fast ejendom*, Oktober 2006.

Lejeindtægter

Ovennævnte regnskabsposter opgøres på årsbasis. Ejendommens lejeindtægter indgår typisk med den kontraktfastsatte leje for det kommende år. Er der risiko for, at lejer opsiger sit lejemål, og den daværende kontraktfastsatte leje samtidig afviger med mere end +/-10 % i forhold til markedslejen, anvendes markedslejen i stedet for den kontraktfastsatte leje – hvis Finanstilsynets retningslinjer følges. Markedslejen er den leje, de pågældende arealer forventes at kunne (gen)udlejes for inden for en periode på seks måneder. Er der tale om større ejendomme med få eller kun én ejer, kan tidshorisonten forlænges med op til 12 måneder.⁸⁵ Forventes ikke udlejede lokaler udlejet, kan arealerne indgå med en skønnet markedsleje i opgørelsen af lejeindtægten. Anvender ejendoms-selskabet selv nogle af pågældende arealer, skønnes en markedsleje, der kan indgå som en del af lejeindtægten.

Vedligeholdelses-, administrations- og driftsomkostninger

Vedligeholdelsesomkostninger budgetteres, således at de dækker ejendommens almindelige driftsomkostninger for at holde den i samme stand, og de kan opgøres som gennemsnitlige årlige omkostninger. Administrations- og driftsomkostninger budgetteres på basis af, hvad man forventer at skulle betale til en uafhængig ejendomsadministrator på markedsvilkår, uanset om selskabet selv står for administrationen, eller opgaven er uddelegeret til en uafhængig ejendomsadministrator. Finansielle poster bør ikke indgå i opgørelsen af driftsafkastet, da værdien af ejendommen er uafhængig af finansieringen.⁸⁶

8.3.3. FASE 2: Fastsættelse af ejendommens afkastkrav

Afkastkravet afspejler den forventede forrentning af investeringen, som en villig og uafhængig part vil kræve ved køb af investeringsejendommen. Afkastkravet har stor betydning for den skønnede dagsværdi, og selv mindre udsving har en betydelig effekt. Et for lavt afkastkrav vil give for høj en ejendomsværdi, mens et for højt afkastkrav vil give for lav en ejendomsværdi. Afkastkravet fastsættes med indvirkning af forskellige samfundsmæssige eller konjunkturbetingede forhold samt en række individuelle kvalitetsforhold for den enkelte ejendom. De *væsentligste* forhold fremgår af nedenstående:⁸⁷

⁸⁵ Finanstilsynets retningslinjer, bilag 21.

⁸⁶ Finanstilsynets retningslinjer, bilag 21.

⁸⁷ [kpmg.dk, 2011/12], side 250 + KPMG, *investeringsejendomme*, 2006, side 45 f. f.

Samfundsmæssige eller konjunkturbetingede forhold:

- 1) Renteniveau og inflation
- 2) Høj- eller lavkonjunktur

Ejendomsspecifikke kvalitetsforhold:

- 1) Ejendommens beliggenhed og type
- 2) Lejers bonitet og vilkår i lejekontrakten
- 3) Alternative anvendelsesmuligheder
- 4) Udbud og efterspørgsel

Disse forhold gennemgås i følgende afsnit:

8.3.4. Renteniveau og inflation

Det er typisk den lange obligationsrente på realkreditobligationer, der danner grundlaget for fastsættelsen af afkastkravet. En lav eller faldende obligationsrente kan trække afkastkravet i nedadgående retning, mens en høj eller stigende rente kan trække opadgående. Forrentningskravet følger ikke altid obligationsrenten, da en række andre forhold kan have indvirkning herpå (jf. nedenstående punkter). Ifølge en retailmarkedsrapport fra Colliers Hans Vestergaard har der været en vis stigning i afkastkravet siden 2007.⁸⁸ Inflationen påvirker normalt renteniveauet og kan på samme måde trække afkastkravet i op- eller nedadgående retning.

8.3.5. Høj- eller lavkonjunktur

Udviklingen i økonomien betyder, at forventningerne til afkastkravet er højere i lavkonjunkturperioder med udsigt til en faldende udlejningsgrad, lejeindtægter, og dermed et generelt værditab på ejendommen. I højkonjunkturperioder accepteres typisk et reduceret afkastkrav, da der er udsigt til stigende lejeindtægter og højere udlejningsgrad og dermed lavere risiko.

8.3.6. Ejendommens beliggenhed og type

Har ejendommen en god beliggenhed, er risikoen for stigning i tomgang og efterfølgende nedgang i lejeindtægter typisk mindre i forhold til dårligt beliggende ejendomme.⁸⁹ Hvorvidt en ejendom har en god beliggenhed eller ej, vurderes i forhold til eksempelvis kunder, infrastruktur, adgang til arbejdskraft og generel herlighedsværdi. Butiksejendomme er ofte karakteriseret ved en god beliggenhed i et område, hvor der er mange mennesker, og dermed mange mulige besøgende. Godt beliggende ejendomme er ikke nær så konjunkturfølsomme som dårligt beliggende ejendomme, hvorfor afkastkravet må forventes at være lavere.

⁸⁸ Henrik Steffensen m.fl., *Kommentarer til årsregnskabsloven*, 2011, side 397.

⁸⁹ KPMG, *Investeringssejendomme*, 2006, side 48.

Fastlæggelsen af afkastkravet påvirkes også af ejendommens type. I følge Colliers Hans Vestergaards markedsrapport var afkastkravet for butiksejendomme 4,5 % for de bedst beliggende ejendomme og mellem 5,5 og 6 % for butikker med sekundær beliggenhed. For de bedst beliggende kontorejendomme og for ejendomme til industri og logistik er afkastkravet henholdsvis på 5,25-6,25 % og 6,75-7,25 % i 2007.⁹⁰

Afkast efter afkasttype, erhvervstype og tid					
	2007	2008	2009	2010	2011
Butikker	4.9	5.9	5.5	4.5	4.7
Kontor	5.5	5.4	5.6	5.4	5.1
Industri	6.1	6.6	6.6	6.8	7.1
Bolig	2.7	2.9	3.2	3.3	3.4

Figur 9: Afkastkrav i procent i forhold til erhvervstype og tid.⁹¹

Ovenstående figur viser udviklingen i de gennemsnitlige afkastkrav fordelt på boligtype i perioden 2007 til 2011. Butiks- og kontorejendomme har, modsat ejendomme til industri og bolig, oplevet et faldende afkastkrav i perioden. Det kan give en indikator for, hvilke typer af ejendomme både lejer og investor vurderer som værende mest risikofyldt.

8.3.7. Lejeres bonitet og vilkår i lejekontrakten

Lejers evne og vilje til at leve op til sine økonomiske forpligtelser kan have betydning for fastsættelsen af afkastkravet. Er størstedelen af ejendommen udlejet til lejere, som betaler lejen rettidigt og forventes at blive boende i lang tid fremover, reduceres risiciene og dermed afkastkravet. Gode lejere med lange lejekontrakter kan påvirke afkastprocenten i nedadgående retning, da der øger sikkerheden for positive fremtidige cash flows. Lejers bonitet har dog mindre betydning for fastlæggelsen af afkastkravet i forhold til ejendommens beliggenhed, da eftertragtede ejendomme generelt har lavere risiko for tomgang i en længere periode.

8.3.8. Alternative anvendelsesmuligheder

Som gennemgangen af de forskellige ejendomstypers afkastkrav afslørede, tilhører bolig- og butiksejendomme gruppen med de laveste afkastkrav med henholdsvis 3,4 og 4,7 % i gennemsnit, mens ejendomme til industri har de højeste afkastkrav på 7,1 % i gennemsnit i 2011. Det skyldes, at ejendomme til industri og logistik typisk er indrettet til ét bestemt formål og derfor ikke umiddelbart kan anvendes til andre formål. Omvendt skal der ikke foretages de store ændringer i bolig- og

⁹⁰ [stat.ejendomsforeningen.dk].

⁹¹ [stat.ejendomsforeningen.dk].

butiksejendomme i forbindelse med nye lejere. Ejendomme på gågader kan let konverteres til andre butikstyper. Ved ejendomme, som er begrænset i omfanget af anvendelsesmuligheder, kræves typisk en højere afkastprocent.

8.3.9. Udbud og efterspørgsel

Der bør tages højde for forholdet mellem udbud og efterspørgsel på ejendomsmarkedet. Er der både stor efterspørgsel og udbud af ejendomme, vil afkastkravet falde, og er efterspørgslen efter ejendomme lav, mens udbuddet er stort, vil afkastkravet stige, da det dermed er vanskeligere at sælge ejendommen.

8.3.10. FASE 3: Opgørelse af dagsværdien

I ovenstående afsnit er der gennemgået hvilke faktorer der påvirker opgørelsen af ejendommens driftsafkast og afkastkrav. Når disse elementer er estimeret og fastlagt kan nutidsværdien af ejendommen beregnes.

$$\text{Nutidsværdi} = \frac{415.000}{5,3\%} = 7,8 \text{ millioner kroner}$$

Giver selskabets driftsafkast et nettoresultat på eksempelvis 415.000 kroner og med et afkastkrav på 5,3 %, giver det en skønnet markedsværdi på 7,8 millioner kroner før eventuelle korrektioner for ejendomsspecifikke forhold (jf. nedenstående kapitler).

8.3.11. FASE 4: Eventuelle korrektioner for ejendomsspecifikke forhold

Det kan være nødvendigt efterfølgende at korrigere den beregnede dagsværdi for eksempelvis tillæg og fradrag (jf. nedenfor):⁹²

1. Fradrag på grund af tab af lejeindtægt for ikke udlejede lokaler
2. Tillæg/fradrag for merleje og reduceret leje

Fradrag på grund af tab af lejeindtægt for ikke udlejede lokaler

Der kan foretages tillæg for eksempelvis merleje, såfremt den lejeindtægt, der indgår i beregningen, er lavere end de faktiske lejeindtægter på vurderingstidspunktet. Er de lejeindtægter, der indgår i beregningen, derimod højere end den faktiske lejeindtægt, fratrækkes nutidsværdien af forskellen

⁹² Finanstilsynets retningslinjer for værdiansættelse, bilag 21.

mellem den beregnede leje og den faktiske leje. Indgår der leje fra ikke udlejede lokaler, skal disse fratrækkes i den pågældende periode og frem til forventet genudlejning.

Tillæg/fradrag for merleje og reduceret leje

Forventer man, at der sker ændringer i de kommende lejeindtægter, beregnes forskellen mellem den aktuelle leje og markedslejen som en kapitaliseret værdi for den periode, hvor ændringen forventes at blive aktuel.⁹³

8.3.12. Andre forhold

Ovenstående forhold kan være med til at danne grundlaget for beregningen af markedsværdien. Penge- og realkreditinstitutterne kan operere med andre forhold, der påvirker, hvor meget de er villige til at udlåne, men det har ikke betydning for selve beregningen af dagsværdien for en investeringsejendom.

8.3.13. FASE 5: Dagsværdi efter korrektioner

Resultater ovenstående korrektioner i et nettofradrag på eksempelvis 500.000 kroner, ændres den estimerede dagsværdi fra 7,8 millioner kroner til 7,3 millioner kroner.

8.4. Følsomhedsanalyse af værdiansættelsesmodellerne

Ofte medtager ejendomsselskaberne følsomhedsanalyser i deres årsrapporter for at illustrere, hvordan dagsværdien påvirkes af ændringer i typisk diskonteringsprocenten. Regnskabsbrugeren kan således vurdere effekten af ændringer i de enkelte risikofyldte parametre. Det er ikke et krav at medtage følsomhedsanalyser i årsrapporten, men det bidrager til at øge informationsniveauet.

Både DCF-modellen og den afkastbaserede model er følsomme over for ændringer i diskonteringsprocenten: DCF-modellen over for ændringer i WACC, og den afkastbaserede model over for ændringer i afkastkravet. Ved begge modeller opnås en højere dagsværdi ved at reducere WACC/afkastkravet og vice versa.

For at illustrere effekten af en ændring i afkastkravet undersøges, hvor meget dagsværdien ændres som følge af en ændring i afkastkravet. Derudover illustreres effekten af en ændring i udlejningsprocenten som en følge af en ændring i indregningen af lejeindtægter fra andelen af tomme arealer.

⁹³ KPMG, *investeringsejendomme*, 2006, side 54.

Der tages udgangspunkt i regnskabet for PFA Ejendomme for 2010. Da denne har anvendt den afkastbaserede model, laves nærværende følsomhedsanalyser ud fra den metode. I teorien vil de samme ændringer gøre sig gældende, som hvis DCF-modellen anvendtes, derfor præsenteres kun følsomhedsanalyser udført ved hjælp af den afkastbaserede model.

Ændring af udlejningsprocenterne – den afkastbaserede model

De forventede lejeindtægter er påvirket af, hvor stor udlejningsprocenten for ejendommen er i den budgetterede etårige periode. Den afkastbaserede model er baseret på forventede fremtidige pengestrømme, hvorfor ændringer i udlejningsprocenten påvirker den beregnede dagsværdi. Lejeindtægter fra tomme lokaler kan indregnes for den periode, som lokalerne forventes udlejet i.

PFA Ejendomme anvender til estimering af dagsværdien Finanstilsynets retningslinjer. Ifølge *Bekendtgørelse om finansielle rapporter for forsikringsselskaber og tværgående pensionskasser* § 57⁹⁴ må selskaber indregne lejeindtægter fra tomme arealer for den periode, hvor de forventer lokalerne udlejet. Det er op til virksomhedens ledelse at vurdere, hvornår de tomme lokaler kan genudlejes, og dermed hvor stor en del af lejeindtægterne, der skal indregnes. PFA Ejendomme oplyser ikke, hvor stor en del af lejeindtægterne, der indgår i deres værdiansættelse, som stammer fra ikke udlejede lokaler. Derimod oplyses udlejningsprocenterne for erhvervsejendomme.

Udlejningsprocenten per kvadratmeter var i 2010 97 %. Det svarer til en lejeindtægt på 16,3 millioner kroner (3 % af omsætningen), som for en del eller hele beløbets størrelse er indregnet i grundlaget for værdiansættelsen. Det er ikke muligt at anvende driftsresultatet eller afkastkravet for de enkelte ejendomme, da disse ikke er oplyst i årsregnskabet, hvorfor undersøgelsen af baseret på hele ejendomsporteføljen. Den afkastprocent, der gav samme markedsværdi i PFA Ejendommens ejendomsportefølje 2010-regnskab, er anvendt.

⁹⁴ Bilag 21.

Ændring i markedsværdi ved ændring af indregning af lejeindtægter fra tomme lokaler

Indregning af tomme lokaler	Afkastkrav	Ejendommens resultat	Markedsværdi	Forskelsværdi	Beregnet skat af forskel	Egenkapital oprindelig	Justeret egenkapital
100%	5,56%	545.223	9.807.705	294.198	-73.549	7.531.268	7.751.916
50%	5,56%	537.087	9.661.353	147.846	-36.961	7.531.268	7.642.152
25%	5,56%	533.019	9.588.177	74.670	-18.667	7.531.268	7.587.270
0%	5,56%	528.951	9.513.507	0	0	7.531.268	-

Tabel 1: Effekt af indregning af tomme lokaler med henholdsvis 25, 50 og 100 % i t.kr.⁹⁵

Ovenstående tabel viser de beregnede dagsværdier for PFA Ejendommens ved indregning af henholdsvis 25, 50 og 100 % af de mulige lejeindtægter fra ikke udlejede lokaler. Den ikke korrigerede dagsværdi af den samlede ejendomsportefølje udgør i 2010 9,5 milliarder kroner.

Tabellen illustrerer, hvor meget dagsværdierne påvirkes af, at en del af lejeindtægterne fra tomme lokaler medregnes i værdiansættelsen. Ved en indregning af ikke udlejede lokaler med 25 % ændres dagsværdien for hele ejendomsporteføljen med 74 millioner kroner, hvilket påvirker egenkapitalen med knap 1 %; en stigning, der vurderes at være ubetydelig. Indregnes de tomme lokalet fuldt ud med 100 %, påvirker det egenkapitalen med 221 millioner kroner svarende til 3 %, og markedsværdien af ejendomsporteføljen øges med 294 millioner kroner til 9,8 milliarder kroner. Denne værdiregulering vurderes til at være væsentlig, og vil påvirke resultatopgørelse væsentligt.

Ændring i markedsværdi ved ændring i afkastkrav ved den afkastbaserede model

Afkastkrav	Ejendommens resultat	Markedsværdi	Forskelsværdi	Beregnet skat af forskel	Egenkapital oprindelig	Justeret egenkapital
3,56%	528.951	14.858.174	5.344.667	-1.336.167	7.531.268	11.539.768
4,56%	528.951	11.599.803	2.086.295	-521.574	7.531.268	9.095.990
5,56%	528.951	9.513.507	0	0	7.531.268	-
6,56%	528.951	8.063.277	-1.450.230	362.557	7.531.268	6.443.596
7,56%	528.951	6.996.706	-2.516.801	629.200	7.531.268	5.643.667

Tabel 2: Ændring i markedsværdi ved ændring i afkastkrav i t.kr.⁹⁶

Ovenstående tabel præsenterer ændringen i ejendomsporteføljens estimerede markedsværdi og egenkapital som følge af en ændring i afkastkravet på 1-2 procentpoint i både nedad- og opadgående retning. Øges afkastkravet med 1 procentpoint, reduceres markedsværdien med knap 1,5 milliarder kroner, og egenkapitalen reduceres med 1 milliarder kroner. En reduktion af afkastkravet med 1 procentpoint, øger markedsværdien med 2 milliarder kroner, og egenkapitalen med 1,6 milliarder kroner, hvilket udgør en betydelig ændring.

⁹⁵ Jf. bilag. 20.

⁹⁶ Jf. bilag 20.

8.5. Ekstern vurderingssagkyndig

Fastsættelsen af dagsværdien af en ejendom kan foretages af eksterne vurderingssagkyndige. De kan anvende de samme modeller som ejendomsselskaberne: den afkastbaserede model, DCF-modellen, eller de kan vælge at gange kvadratmeterprisen med den gennemsnitlige kvadratmeterpris for tilsvarende ejendomme tilpasset ejendommens særlige forhold. Den erfaring og markedskendskab, eksterne mæglere har med hensyn til salgspriserne på ejendomme i markedet, kan virke som supplement til de nævnte beregningsmetoder.

I en ekstern mæglervurdering trækker ofte på de samme metoder, som virksomhederne gør brug af, men da en ekstern vurderingsmand formodes at arbejde med en større grad af uafhængighed, bør han alt andet lige kunne udarbejde en mere objektiv og professionel vurdering. IAS 40 anbefaler, at der tages udgangspunkt i en valuarvurdering til værdiansættelsen af investeringsejendomme, men det er ikke et krav.⁹⁷ RV 16 anbefaler ligeledes, at virksomhederne anvender eksterne mæglere, hvis virksomheden ikke selv har den tilstrækkelige erfaring på området. Det er dog i sidste instans ledelsens endelige ansvar at foretage en værdiansættelse af investeringsejendommen.⁹⁸

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har påpeget en problematik i denne eksterne vurderingspraksis. Problematikken består i, at en vurderingsmand ofte inddrager fremtidige tilbygninger, moderniseringer med videre i de forudsætninger, hvorpå han bygger sin vurdering, og dermed ikke tager udgangspunkt i, hvad investeringsejendommen kan sælges til her og nu. Styrelsen henviser til IAS 40 vedrørende indregning og måling. Af IAS 40 afsnit 51 fremgår det, at:⁹⁹

"Investeringsejendommens dagsværdi afspejler hverken fremtidige anlægsinvesteringer, som vil forbedre ejendommen, eller de tilknyttede fremtidige fordele af disse fremtidige investeringer."

På basis af ovenstående bestemmelse kan vurderingsmanden ikke anvende fremtidige investeringer som grundlag for sin vurdering af ejendommen. Ejendomme under udvikling har naturligvis en værdi, men skal behandles efter reglerne om *ejendomme under udvikling* og ikke som en del af investeringsejendommen.¹⁰⁰

Antallet af handler med investeringsejendomme i 2011 faldt markant i forhold til 2005, 2006 og 2007, hvor antallet af transaktioner var ekstraordinært højt.¹⁰¹ Dette kan således gøre det betydeligt vanskeligere for mæglerne og andre, der benytter markedspriserne til benchmarking, at sætte en

⁹⁷ KPMG, *Indsigt i årsregnskabsloven*, 2011/2012, afsnit 16.3.

⁹⁸ RV 16, afsnit 35.

⁹⁹ Henrik Steffensen m.fl., *Kommentarer til årsregnskabsloven*, 2011, side 396 f. f.

¹⁰⁰ Henrik Steffensen m.fl., *Kommentarer til årsregnskabsloven*, 2011, side 397.

¹⁰¹ [Colliers.dk, 4. kvartal 2011].

realistisk salgspris. Derudover kan de ejendomsselskaber, der har solgt investeringsejendomme, være under stærkt pres og blive tvundet til at sælge til langt under markedspris – som det også ses med private boliger på tvangsaktion.

I praksis er det ligeledes påvist, at der generelt er større tiltro til vurderinger af materielle anlægsaktiver udført af eksterne mæglere end vurderinger udført internt.¹⁰² På trods af ovenstående anvendes eksterne mæglere næsten aldrig i Danmark.¹⁰³

8.6.Ledelsens vurdering

Til værdiansættelse af ejendomme anvender ledelsen de samme metoder som den eksterne vurderingssagkyndige, om end de generelt ikke har samme sammenligningsgrundlag. I visse tilfælde er ledelsen interesseret i at påvirke dagsværdien, hvorfor denne metode anses for at være mindre objektiv. I sidste ende er det altid ejendomsselskabernes ledelse, der har ansvaret for de indregnede værdier.

8.7.Kostprismodellen

Formålet med at investere i en investeringsejendom er at generere et afkast og løbende driftsoverskud og/eller opnå en gevinst ved salg. Indregnes ejendomsselskabet til kostpris skal ejendommen afskrives over brugstiden (jf. ÅRL § 43). Afskrivningerne opfattes som en systematisk værdiforringelse af aktivet, som omkostningsføres i resultatopgørelsen i takt med indregningen af lejeindtægterne.

Efter ÅRL § 41 kan virksomheden opskrive aktivet til dagsværdi. Værdireguleringen modposteres direkte på egenkapitalen som "reserve for opskrivning" med fradrag for udskudt skat.¹⁰⁴ Opskrivningen påvirker ikke resultatet og udlodningen til ejerne. Der er ingen krav i årsregnskabsloven om nedskrivningstest for aktiver indregnet til kostpris grundet de systematiske afskrivninger. Undtagelsen til denne regel er, at en nedskrivningstest skal foretages, såfremt der opstår formodninger om en værdiforringelse.

¹⁰² K. A. Muller m.fl., *External Monitoring of Property Appraisal Estimates and Information Asymmetry*, 2002.

¹⁰³ L. Riise 204, *Ejendomsselskaber – Regnskabsmæssig behandling*, 2004.

¹⁰⁴ PWC, *Regnskabshåndbogen*, 2011.

8.8. Konklusion

Værdiansættelse af investeringsejendomme kan opdeles i to overordnede kategorier eller tilgange: kostprismetoden og dagsværdimetoden. Til værdiansættelse til dagsværdi kan en ekstern vurderingssagkyndig, selskabets ledelse, DCF-modellen eller den afkastbaserede model, anvendes. Alternativt kan kostprismodellen anvendes, hvis ejendommen skal indregnes til historisk kostpris.

Til fastsættelse af dagsværdien anvendes i praksis de to kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller: DCF-modellen og den afkastbaserede model. Teoretisk set burde begge modeller give samme dagsværdi, såfremt de interne sammenhænge bevares.¹⁰⁵ I praksis er denne anskuelse diskutabel. Målemetoderne er baseret på en række skøn og antagelser, som kan være svære at vurdere, hvorfor forudsætningerne for beregningsgrundlaget er forbundet med usikkerhed.

Den afkastbaserede model er statisk og opererer med en etårig periode, modsat DCF-modellen, som opererer med en tiårig budgetperiode samt en terminalperiode. Det forudsættes i både terminalperioden og i budgettet ved den afkastbaserede model, at investeringsafkastet er konstant i al fremtid. Den afkastbaserede model tager højde for langt flere forhold i fastsættelse af *afkastkravet*, modsat DCF-modellen, der tager højde for eksempelvis ekstraordinært høje omkostninger i estimering af cash flowet i *budgetperioden*.

Begge modeller vurderes grundlæggende at være brugervenlige og forståelige, om end den afkastbaserede model er mere brugervenlig, idet den er mindre kompleks end DCF-modellen på grund af den relativt enkle opgørelse. Det, der gør den afkastbaserede model mere usikker, er det faktum, at den er 100 % statisk og ikke tager højde for eventuelle fremtidige ændringer i pengestrømmene. Det gør DCF-modellen heller ikke ved beregning af terminalværdien, hvor cash flowet forventes stabilt. Omvendt er det i forvejen vanskeligt at budgettere et enkelt år ud i fremtiden, hvorfor det ikke kan forventes, at budgetter, der rækker ud over en tiårig grænse, er realiserbare. At budgetterne udarbejdes med en vis detaljeringsgrad er derfor ikke uden betydning, da de er med til at øge forudsætningerne for at vurdere beregningsgrundlaget.

I udarbejdelsen af grundlaget for dagsværdiopgørelsen er det vigtigt, at de estimerede skøn er realistiske, da der ellers opstår støj i værdiansættelsen, som kan reducere pålideligheden af den indregnede værdi. Teoretisk set må DCF-modellen resultere i en mere sikker i værdiansættelse end den afkastbaserede model, idet førstnævnte tager højde for flere variable.

Til estimering af dagsværdien ved hjælp af de kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller kan der ikke sættes lighedstegn under facit. Derfor udarbejdes følsomhedsanalyser til vurdering af sikkerheden af

¹⁰⁵ Thomas Plenborg, *Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model?*, 2000, side 3.

den estimerede dagsværdi for en ejendomsportefølje for PFA Ejendomme for 2010. For at illustrere effekten af en ændring i afkastkravet blev der undersøgt, hvor meget dagsværdien ændredes som følge af en ændring i afkastkravet. Derudover blev der illustreret effekten af en ændring i udlejningsprocenten, som følge af en ændring i indregningen af lejeindtægter fra andelen af tomme lokaler.

Følsomhedsberegningerne viser, at usikkerheden om den sande værdi er betragtelig. Markedsværdien ændres i nedadgående retning med 1,5 milliarder kroner og egenkapitalen med 1 milliarder kroner ved en stigning i afkastkravet på 1 %-point, mens markedsværdien øges med 2 milliarder kroner og egenkapitalen med 1,6 milliarder kroner som følge af en 1 %-point reduktion af afkastkravet. En ændring i indregningen af lejeindtægter fra tomme lokaler havde en begrænset effekt på de estimerede markedsværdier af ejendomsporteføljen og på egenkapitalen.

Det er imidlertid ikke ensbetydende med, at modellerne er uanvendelige, og at udarbejdelsen af budgetter er uden større betydning. Dog kan detaljerede budgetter ikke i alle tilfælde eliminere usikkerheden af værdien, men de øger under alle omstændigheder brugerens informationsniveau til selvstændig vurdering af ledelsens budgetforudsætninger.

Afsnit VI

Analyse af pålideligheden af de bogførte værdier af investeringsejendomme

9. Indledning

I dette afsnit præsenteres de empiriske resultater. Afsnittet er opdelt i tre kapitler. I kapitel 9.1. præsenteres formålet med analysen, og i kapitel 9.2. gennemgås udvælgelseskriterierne samt en beskrivelse af fremgangsmetoden for bearbejdning af data. I kapitel 9.3. analyseres og fortolkes resultaterne af undersøgelsen. Analysen af inspireret af en undersøgelse af pålideligheden af engelske investeringsselskaber foretaget af J. Richard Dietrich m.fl. i 2001.¹⁰⁶

9.1. Formål med analysen

Formålet med analysen er at undersøge, om de bogførte værdier af investeringsejendomme i praksis er pålidelige. Teoretiske argumenter om, at dagsværdier er mere *relevante*, men mindre *pålidelige* end kostpriser, vil forsøges påvist eller afvist. Når et ejendomsselskab ansøger om refinansiering eller optagelse af nye lån, tages der ofte udgangspunkt i virksomhedens årsregnskaber, herunder hvad værdien af en investeringsejendom er indregnet til, da denne ofte udgør hovedparten af ejendomsselskabets aktiver. Selv om årsrapporten er revideret og godkendt af statsautoriserede revisorer, kan der stadig være usikkerhed om, hvorvidt værdiansættelsen holder, især fordi dagens marked ikke er velfungerende. Denne undersøgelse gør det muligt at måle pålideligheden af de bogførte værdier af investeringsejendomme ved at sammenholde dem med aktuelle salgspriser. Nøjagtigheden af den estimerede værdi indikerer, hvor præcis værdiansættelsen er, og er derfor en god indikator til vurdering af pålideligheden.

Jeg har på baggrund af de indsamlede data målt den totale gennemsnitlige afvigelse mellem estimeret bogført værdi og beregnet salgspris med og uden kostprismodellen. Dernæst har jeg undersøgt, om de bogførte værdier generelt er over- eller undervurderede, samt hvor mange der er korrekt estimeret. Jeg har desuden undersøgt, om der er en sammenhæng mellem afvigelsen og det revisionsfirma, der har revideret årsrapporten, samt om ejendomsselskabets størrelse har nogen betydning. Dernæst har

¹⁰⁶ J. Richard Dietrich m.fl., *The reliability of investment property fair value estimates*, 2001, side 125-158.

jeg se på, hvilke målemetoder der er anvendt i perioden 2006 til 2010, samt om indledningen til den finansielle krise i 2008 forårsagedes nogen ændringer. Afslutningsvist har jeg undersøgt ejendomsselskabernes kapitalstruktur og finansielle gearing.

9.2. Fremgangsmetode for analysen

9.2.1. Udvælgelseskriterier for årsrapporterne

Årsrapporterne er udvalgt efter nedenstående kriterier via <http://erhverv.nnmarkedssdata.dk>:

1. Branchekoder
 - a. 682030: Anden udlejning af boliger
 - b. 682040: Udlejning af erhvervsejendomme
2. Virksomhedens hovedaktivitet er investering i ejendomme
3. Grunde og bygninger fra 200.000 kroner og opefter
4. Virksomheden skal have solgt minimum én investeringsejendom i perioden 2006-2010
 - a. Virksomheden har angivet enten avance eller tab for investeringsejendommen
 - b. Afgangen af investeringsejendommen skal være specificeret i en anlægsnote

NN Markedsdatas database indeholder alle danske CVR-registrerede virksomheder.¹⁰⁷ Kriteriepunkt nummer tre er sat til 200.000 kroner for dermed at frasortere selskaber (emner), der ikke har registreret nogen ejendomme. Ovenstående udvælgelseskriterier gav et resultat på 370 selskaber på tidspunktet for udvælgelsens afslutning med dertilhørende årsrapporter for perioden 2006 til 2010. Der er anvendt 39 forskellige selskaber, hvoraf 101 af årsrapporterne opfyldte ovenstående udvælgelseskriterier. 101 årsrapporter vurderes at udgøre et tilfredsstillende analyseniveau.

De 101 udvalgte danske årsrapporter fremgår af bilag 1, og fremgangsmetoden gennemgås i det følgende: Fem årsrapporter er sorteret fra; virksomhederne havde afhændet investeringsejendomme, men da de havde opnået gevinst ved salg af *andre materielle anlægsaktiver*, foruden investeringsejendomme, kunne det ikke fastslås, hvad der var gevinst/tab af *investeringsejendomme*, og hvad der var gevinst/tab ved salg af *andre materielle anlægsaktiver*.

¹⁰⁷ [erhverv.nnmarkedssdata.dk].

Udvælgelse af årsrapporter

Eksempel på uklart salg	2011
t.kr.	
Driftsresultat, ejendomme	500.000
Administrationsomkostninger	-8.000
Resultat før værdiregulering og finansielle poster	492.000
Værdiregulering af investeringsejendomme	120.000
Gevinst ved salg af materielle anlægsaktiver	150.000
Resultat før finansielle poster	762.000

Figur 6: Eksempel på opstilling af resultatopgørelse.

Det ses af ovenstående figur, at selskabet har opnået en gevinst af materielle anlægsaktiver på 150 millioner kroner, men ifølge noten til materielle anlægsaktiver, jf. figur 7 er der både afhændet *investeringsejendomme* og *andre anlæg m.v.* for henholdsvis 100 millioner kroner og 250 millioner kroner. Sådanne årsrapporter er ikke medtaget i analysen, da det fremgår af anlægsnoten, at der har været afgange på flere forskellige anlægsaktiver ud over investeringsejendomme, og det er ikke specificeret i resultatopgørelsen, hvad der vedrører *investeringsejendomme*, og hvad der vedrører *andre anlæg m.v.*

Materielle anlægsaktiver	Investerings- ejendomme	Andre anlæg m.v.
t.kr.		
Anskaffelsessum primo	8.000.000	6.580.000
Årets tilgang	0	75.000
Årets afgang	-100.000	-250.000
Kostpris ultimo	7.900.000	6.405.000
Investeringsejendomme ultimo	7.900.000	6.405.000

Figur 7: Eksempel på anlægsnote.

For tre af årsregnskaberne er det usikkert, hvorvidt en vurdering af en ejendom er foretaget af ledelsen selv eller af en ekstern vurderingsmand. Eksempel fra årsrapporten for Ejendomsudvikling Flintholm Have: "*Dagsværdien fastsættes efter en individuel vurdering af hver enkelt ejendom i*

porteføljen."¹⁰⁸ I disse tilfælde er det vurderet, at virksomheden selv har stået for vurderingen, da rapporten ikke specifikt nævner, at der er anvendt en ekstern vurderingssagkyndig.

I tilfælde hvor virksomheden har valgt en kombination af en ekstern vurderingssagkyndig og den afkastbaserede model, er pågældende årsregnskaber medtaget i kolonnen for ekstern vurderingsmand, da dette var af førsteprioritet for virksomheden. Eksempel fra Ejendomsselskabet af 20/9 1997: "*Dagsværdien fastlægges ved anvendelse af en sagkyndig vurderingsmand eller alternativt baseret på en anerkendt værdiansættelsesmetode, baseret på en afkastbaseret model.*"¹⁰⁹

Til udarbejdelse af analysen er der taget udgangspunkt i afgang i kostprisen for ejendomsporteføljen. Derefter er der reguleret for eventuelle tilbageførsler af opskrivninger, nedskrivninger eller afskrivninger, der vedrører de afhændede investeringsejendomme.

I nogle årsrapporter er det ikke angivet præcist, om en tilbageførsel vedrører den solgte ejendom, eller om det drejer sig om en generel tilbageførsel på den samlede (eksisterende) ejendomsportefølje. Tilbageførsler af op- eller nedskrivninger på tilbageblevne ejendomme skyldes, at ledelsen ikke længere har været i stand til at argumentere/dokumentere for værdireguleringen, hvorfor den tilbageføres. PFA Ejendomme har i deres årsrapport for 2010 præciseret, hvornår en afgang af opskrivninger eller nedskrivninger vedrører en afgang i forbindelse med et salg, jf. figur 8. Fremgår det ikke, at en afgang eller tilbageførsel vedrører *årets afgang ved salg*, er disse reguleringer ikke medtaget, da afgang antages at vedrøre den tilbageværende ejendomsportefølje.

Afslutningsvist blev den bogførte dagsværdi beregnet. I noterne præsenteres årets kostpris, opskrivninger og nedskrivninger for materielle anlægsaktiver, jf. figur 8. Værdireguleringerne præsenterer forskellen mellem den historiske kostpris og den estimerede dagsværdi på balancedagen. De akkumulerede værdireguleringer rapporteres i selskabets resultatopgørelse og påvirker derfor årets samlede resultat. Da værdien af investeringsejendommene ofte udgør hovedparten af ejendomsselskabets aktivmasse, er værdireguleringer genstand for stor opmærksomhed fra långivere, revisorerne og ledelsen.

Generelt skyldes værdireguleringer ændringer i de regnskabsmæssige skøn i forhold til grundlaget for værdiansættelsen. Ingen af de udvalgte ejendomsselskaber gav oplysninger om de specifikke årsager til ændringerne i de regnskabsmæssige skøn. En årsag til en værdiregulering kan eksempelvis være ændringer i den risikofri rente eller ændringer i input til grundlaget for pengestrømmene.

¹⁰⁸ Årsrapport, Ejendomsudvikling Flintholm Have, 2010.

¹⁰⁹ Årsrapport, Ejendomsselskabet af 20/9, 1997.

Fremgangsmetode til beregning af bogført dagsværdi for den solgte ejendom

PFA Ejendomme	2007	Regulering til analyse
t.kr.		
Anskaffelsessum primo	6.769.072	
Årets tilgang	23.806	
Årets afgang	-61.903	61.903
Kostpris ultimo	6.730.975	61.903
Opskrivninger primo	2.005.573	
Årets opskrivninger	208.519	
Årets tilbageførsel af tidligere års opskrivninger	-67.668	
Årets afgang ved salg	-21.685	21.685
Opskrivninger ultimo	2.124.739	21.685
Nedskrivninger primo	-150.317	
Årets nedskrivninger	-14.561	
Årets tilbageførsel af tidligere års nedskrivninger	52.943	
Årets afgang ved salg	10.291	-10.291
Nedskrivninger ultimo	-101.644	-10.291
Investerings ejendomme ultimo	8.754.070	73.297

Figur 8: Anlægsaktiver for PFA Ejendomme, 2007.¹¹⁰

Det ses af ovenstående figur, at PFA Ejendomme i 2007 oplevede en afgang på investeringsejendomme på 61.903 t.kr. Beregning af dagsværdien tager udgangspunkt i kostprisen på 61.903 t.kr. Derefter reguleres der i dette tilfælde for opskrivninger og nedskrivninger. Der er tidligere opskrevet for 21.685 t.kr. for de afhændende ejendomme, som tilbageførtes i 2007. Denne tilbageførsel af tidligere foretagne opskrivninger tillægges, da ejendommene i regnskabet har været opskrevet med 21.685 t.kr. Derefter tillægges yderligere 10.291 t.kr. vedrørende årets afgang af nedskrivninger ved salg. Regnestykket i analysen er således: 61.903 t.kr. (kostpris) plus 21.685 t.kr. (tilbageførte opskrivninger ved salg) minus 10.291 t.kr. (tilbageførte nedskrivninger ved afgang) er lig 73.297 t.kr. i beregnet bogført dagsværdi.

I nogle årsrapporter var afgang i kostprisen så lav (for eksempel 300.000 kroner), at jeg vurderede, at afgang var for lille til, at det kunne vedrøre salg af en ejendom – snarere et lager tilknyttet en ejendom eller lignende – og sådanne afgange er derfor udeladt i analyseopgørelsen. En sådan afgang kunne også vedrøre salg af en del af en ejendom, men afgang vurderes stadig for lav til inklusion i

¹¹⁰ PFA Ejendomme, Årsrapport, 2007.

analysen. Ifølge min vurdering, er afgange under 300.000 kroner for lave, også selv om ejendommen er købt på et meget gunstigt tidspunkt.

Gevinsten eller tabet af den solgte investeringsejendom aflæstes enten direkte i resultatopgørelsen eller i en note hertil og blev noteret i kolonnen *realiseret tab/gevinst jf. PL* (se bilag 1). Når den bogførte dagsværdi er beregnet, og det realiserede tab/gevinst er noteret, kan salgsprisen beregnes: en sammenlægning af den beregnede bogførte dagsværdi plus det realiserede tab/gevinst i resultatopgørelsen.

Fremgangsmetode til beregning af salgspris

PFA Ejendomme	2007
t.kr.	
Driftsresultat, ejendomme	432.746
Administrationsomkostninger	-7.654
Resultat før værdiregulering og finansielle poster	425.092
Værdiregulering af investeringsejendomme	179.232
Gevinst ved salg af investeringsejendomme, netto	11.689
Resultat før finansielle poster	616.013
PFA Ejendomme	Regulering til analyse
t.kr.	
Gevinst ved salg af investeringsejendomme, netto	11.689
Beregnet bogført værdi investeringsejendom	73.297
Beregnet salgspris	84.986

Figur 9: Uddrag af resultatopgørelse for PFA Ejendomme 2007.

I resultatopgørelsen præsenteres årets realiserede gevinst ved salg af investeringsejendomme i en separat linje (se figur 9). Den realiserede gevinst opgøres som forskellen mellem nettoprovenuet ved salget og ejendommens bogførte værdi. Denne bruges til beregning af investeringsejendommens salgspris. Den realiserede gevinst på 11.689 t.kr. aflæses direkte af resultatopgørelsen og tillægges den beregnede bogførte værdi på 73.297 t.kr. (jf. figur 8); det giver en beregnet salgspris på 84.986 t.kr.

Den i analysen beregnede salgspris og den reelle salgspris, som en virksomhed har solgt en investeringsejendom for, vil altid afvige. Et eksempel er virksomheden Dansk Ejendomsfond I, som erklærer i ledelsesberetningen: "*Selskabet har jvf. sin investeringsstrategi solgt en del af en ejendom i 2006 og realiseret en gevinst på 1,7 mio. kr. Ejendomsdelen er solgt for en samlet salgssum på 2,3 mio.*"

kr.”¹¹¹ Hverken værdireguleringer på den afhændede del af ejendommen eller tilbageførsler af nedskrivninger oplyses. Den beregnede salgspris er beregnet til 2,2 millioner kroner (jf. figur 10.):

Selskab	Afgang kostpris	Beregnet bogført dagsværdi	Beregnet salgspris	Realiseret tab/gevinst
Dansk Ejendomsfond I	kr. 500.000	kr. 500.000	kr. 2.200.000	kr. 1.700.000

Figur 10: Illustration af beregnet salgspris.¹¹²

I forhold til den i ledelsesberetningen anførte salgspris på 2,3 millioner kroner er der en afvigelse på 100.000 kroner svarende til 0,95 %. Afvigelsen skyldes, at en gevinst eller tab aflæst i resultatopgørelsen giver en lavere beregnet salgspris, da salgsomkostningerne har reduceret gevinsten eller øget tabet. Den reelle salgspris er derfor højere end den, der beregnes, fordi den beregnede salgspris tager udgangspunkt i det realiserede tab/gevinst, inklusive salgsomkostninger.

Den oplyste salgspris er ikke inkluderet i analysen, da denne afvigelse formodes at gentage sig i alle beregningerne, som derfor vil have mere eller mindre den samme procentvise afvigelse. Derudover vurderes en afgivelse på knap 1 % mellem beregnet salgspris og reel salgspris ikke at være væsentlig. Såfremt det *realiserede* tab eller gevinst ikke er oplyst i resultatopgørelsen, men i ledelsesberetningen er denne inkluderet, undtagen hvis det drejer sig om salgsprisen.¹¹³

Når alle data fra årsregnskaberne er noteret og beregnet jf. ovenstående metodik, kan der beregnes ratios for de eventuelle afvigelser mellem beregnet bogført værdi og realiseret salgspris. I teorien burde der ikke være nogen regnskabsmæssig gevinst eller tab ved en ejendom målt til dagsværdi. I praksis er dette noget nær umuligt og afhænger derudover af, hvor ofte der foretages genvurdering.¹¹⁴ Afvigelser mellem beregnet salgsværdi og bogført dagsværdi er angivet som *afvigelse beregnet salgspris vs. Beregnet dagsværdi*, jf. bilag 1. Eksempel: 84.986 t.kr. (salgsværdi) delt med 73.297 t.kr. (beregnet bogført værdi) giver en ratio på 1,15. Det vil sige, at den beregnede salgspris afviger med 15 % i forhold til den beregnede bogførte værdi.

I ovenstående eksempel tyder det på, at den beregnede bogførte dagsværdi for investeringsejendommen var underestimeret, da salget resulterede i en gevinst. Havde virksomheden derimod realiseret et tab, ville den beregnede ratio være under 1, for eksempel 0,94. Dette vil ved anvendelse af gennemsnitlige afvigelser give et misvisende billede, da henholdsvis under- og

¹¹¹ Årsrapport: Dansk Ejendomsfond I A/S, 2006, ledelsesberetningen, side 8.

¹¹² Bilag 1. Bogført værdi = afgang kostpris (500.000) +/- værdireguleringer (0) = 500.000.

Beregnet Salgspris = resultat (1.700.000) + bogført værdi (500.000) = 2.200.000.

¹¹³ De realiserede tab/gevinst er angivet i ledelsesberetningen for PBU Bolig A/S, 2007 og 2008.

¹¹⁴ KPMG, *Indsigt i årsregnskabsloven*, 2001/2011, side 265.

overvurderinger ville udligne hinanden. En ration på for eksempel 0,6 og 1,4 vil give et gennemsnit på 1. For at synliggøre den reelle afvigelse omregnes den procentvise undervurdering ved ratios under 1 til ratios over 1 med samme procentvise afgivelse. En ratio på 0,8 er omregnet til en ratio på 1,2. Omregningerne fremgår af kolonnerne *afvigelse absolutte tal, beregnet, salgspris vs. Beregnet dagspris*, jf. bilag 1. Disse absolutte afvigelser anvendes i dele af analysen, men henholdsvis over- og undervurderinger analyseres ligeledes.

9.2.2. Selskabers oplysning om målemetode af investeringsejendomme

I analysen anvendes følgende målemetoder til værdiansættelse af investeringsejendomme: den afkastbaserede model, DCF-modellen, ledelsens vurdering, ekstern vurderingssagkyndig og kostprismetoden. Målemetoden er beskrevet i *Anvendt Regnskabspraksis* i årsrapporten og eventuelt suppleret i ledelsesberetningen. Generelt er omfanget af supplerende oplysninger, der redegør for vurderingsgrundlaget for værdiansættelse af investeringsejendomme, minimalt – på trods af en lovændring i 2008, der nu kræver, at virksomheder, der indregner investeringsejendomme til dagsværdi, skal oplyse de valgte forudsætninger og beregningsmetoder, der er lagt til grund for den beregnede dagsværdi. I 28 % af de udvalgte årsrapporter er *ledelsens vurdering* benyttet til værdiansættelse af investeringsejendomme, og ingen yderligere værdiansættelsesmetode er angivet. Det gør det svært at vurdere metoden for værdiansættelsen. Eksempel på upræcise formuleringer findes i årsrapporten i *Anvendt Regnskabspraksis* for et selskab, der har anvendt ledelsens vurdering:

S.T.O. af 8/8 1988, 2006: *"Investeringsejendomme måles til en skønnet markedsværdi, som antages at svare til dagsværdien. Opgørelse af markedsværdi er beskrevet i ledelsesberetningen. Ledelsesberetning: selskabet foretager årligt en individuel måling af hver enkelt ejendom, ud fra en skønnet handelsværdi/dagsværdi. Afkastprocenten er fastsat under hensyntagen til de gældende markedsforhold for de enkelte ejendomstyper og under hensyntagen til beliggenhed, anvendelse, lejekontrakter mv."*¹¹⁵

Det fremgår ikke af beskrivelsen, efter hvilken metode investeringsejendommene er målt. Ifølge Finanstilsynets retningslinjer skal investeringsejendomme måles til dagsværdi efter offentliggjorte priser (hvis ejendommen tilhører en ensartet gruppe af ejendomme, der regelmæssigt handles til offentliggjorte priser) eller efter anerkendte målingsmetoder (den afkastbaserede model eller DCF-modellen).¹¹⁶ Topdanmark Ejendomme nævner i sine generelle termer, hvorledes afkastprocenten er fremkommet, men det er stadig uklart for læseren, hvilken afkastprocent der er anvendt for de enkelte ejendomme, samt hvordan de "gældende markedsforhold" er vurderet. Dog oplyses det i ledelsesberetningen, *"at der er anvendt en gennemsnitlig afkastprocent på 5,6 i henhold til*

¹¹⁵ Årsrapport, S.T.O. af 8/8 1988, 2006.

¹¹⁶ Finanstilsynets retningslinjer, §§ 57 og 58, jf. bilag 21.

Finanstilsynets retningslinjer."¹¹⁷ En gennemsnitsrente kan variere ganske voldsomt, hvorfor det kan diskuteres, hvor informativ en oplysning om en gennemsnitlig afkastprocent er.

9.3. Analyse og fortolkning af de empiriske resultater

Analysen har til formål at undersøge, hvorvidt de bogførte værdier af investeringsejendomme i årsrapporterne er pålidelige i forhold til de realiserede salgspriser. Afviger salgsprisen fra de bogførte dagsværdier, kan der opstå usikkerhed i tilliden til de bogførte ejendomsværdier. Det stiller større krav til långiverne om at foretage en selvstændig værdiansættelse.

Til vurdering af, hvornår en gennemsnitlig afvigelse er et udtryk for fejlagtige værdiansættelser eller naturlige afvigelser, fastlægges en acceptabel afvigelsesgrænse. Den acceptable afvigelsesgrænse er sat til 25 % i undersøgelsen, fordi den underliggende usikkerhed i selve estimatet af det frie cash flow ligger omkring 25-30 %. Er der anvendt realistiske forudsætninger til estimation af de variable, der indgår i de kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller, kan den beregnede dagsværdi forventes at være 25-30 % over eller under den reelle salgsværdi.¹¹⁸

Det fremgår af tabel 3, at salgsprisen i gennemsnit afviger med 29 % i forhold til den bogførte dagsværdi, da den gennemsnitlige ratio ligger på 1,29. Salgsprisen afviger med 95 % sandsynlighed med 20-37 % i forhold til den beregnede bogførte dagsværdi.¹¹⁹ Det fremgår af diskussionen vedrørende værdiansættelsesmodellerne, at kostprismodellen ikke afspejler dagsværdien af en investeringsejendom, hvorfor den tages ud. Den gennemsnitlige afvigelse er nu på 26 %, og salgsprisen afviger nu med 95 % sandsynlighed med 18-35 %.¹²⁰ I værste tilfælde afviger den bogførte dagsværdi altså med 35 % fra den reelle salgsværdi, hvilket er over den i undersøgelsen anvendte afvigelsesprocent på 25 %.

En gennemsnitlig afvigelse på 26 % vurderes at være et udtryk for, at de estimerede dagsværdier for investeringsejendomme samlet set overskrider den i analysens fastsatte afvigelsesgrænse på 25 %, og dermed vurderes det, at de bogførte værdier af investeringsejendomme ikke er pålidelige, da de i overvejende grad ikke rammer de reelle salgspriser.

¹¹⁷ Årsrapport: Topdanmark Ejendomme, 2010.

¹¹⁸ Dusan Mramor, *How uncertain is firm valuation?* 2003, side 15.

¹¹⁹ I forhold til absolutte værdier.

¹²⁰ bilag 2.

9.3.1. Sammenligning af pålidelighed af bogførte værdier efter målemetode

Det ses ud fra tabel 3, at den mest almindelige form for målemetode er den afkastbaserede model med 34 % efterfulgt af ledelsens vurdering med 28 % og DCF-modellen med 26 %. Resultaterne indikerer, at den mindste afvigelse mellem den bogførte værdi og salgsprisen findes ved anvendelse af en ekstern vurderingssagkyndig; her afviger salgsprisen i gennemsnit med 8 % fra den bogførte værdi. DCF-modellen er den næstbedste målemetode med en gennemsnitlig afvigelse på 15 % og er derfor inden for den acceptable afvigelsesgrænse på 25 %.

Oversigt over gennemsnitlige afvigelser fordelt efter målemetode

Målemetode	Gennemsnitlig afvigelse	Antal observationer	Antal i %
Ekstern vurderingssagkyndig	1,08	5	5%
DCF-modellen	1,15	26	26%
Ledelsens vurdering	1,27	28	28%
Den afkastbaserede model	1,37	34	34%
Kostprismodellen	1,59	8	8%
Gennemsnit / total	1,29	101	100%

Tabel 3: Oversigt over gennemsnitlige afvigelser fordelt på målemetoder.¹²¹

Den afkastbaserede model, ledelsens vurdering og kostprismodellen overskrider alle sammen den acceptable afvigelsesgrænse. Den mindst pålidelige model, er kostprismodellen, som har en gennemsnitsafvigelse på knap 60 %. Kostprismodellens formål har dog heller ikke været at afspejle en mulig salgspris, derfor er den højere gennemsnitsafgivelse som ventet. En virksomheds ledelse beskyldes ofte for at have et incitament til at øge værdien af en ejendom, og derfor kunne denne forventes at angive en større afvigelse i den bogførte værdi i forhold til salgsprisen. Den ligger også lidt over den analysens afvigelsesgrænse på 25 %, nemlig med en gennemsnitlig afvigelsesprocent på 28 %. Anvendelse af en ekstern vurderingssagkyndig og DCF-modellen tyder på at være de mest pålidelige værdiansættelsesmetoder.¹²²

9.3.2. Overvurdering eller undervurdering?

Det blev i ovenstående kapitel analyseret, hvor meget de beregnede bogførte værdier i gennemsnit afviger fra de beregnede salgspriser. Resultatet afslører, at DCF-modellen synes at være den mest pålidelige metode, og kostprismodellen den mindst pålidelige metode. Tabel 3 angiver ikke, hvilke afvigelser der vedrører en overvurdering eller en undervurdering af ejendomsporteføljen. I det følgende analyseres baggrunden for de enkelte afvigelser: Tabel 4 viser opdelingen af over- og undervurderinger samt vurderinger, der svarer til salgsprisen, det vil sige, med en maksimal afvigelse

¹²¹ Bilag 3.

¹²² Jf. bilag 6.

på 25 % fra salgsprisen, fordelt på målemetode. Afvigelsen i procent er beregnet ud fra den totale afvigelse fra det samlede antal for den enkelte målemetode.

Pålidelighed efter målemetode for alle observationer

Målemetode	Under-vurdering	Over-vurdering	Lige på	Antal obs.	Afvigelse
Vurderingssagkyndig	1		4	5	20%
DCF-metoden	6		20	26	23%
Afkastmetoden	11	6	17	34	50%
Kostprismodellen	4		4	8	50%
Ledelsens vurdering	13	2	13	28	54%
Total antal observationer	35	8	58	101	
I procent	35%	8%	57%	100%	43%

Tabel 4: Under- og overvurderinger samt korrekte vurderinger målt på målemetode.¹²³

Det ses, at 8 % af de i alt 101 årsrapporter er overvurderet, mens 35 % er undervurderet.¹²⁴ 57 % af årsrapporterne er vurderet korrekt, hvilket vurderes at være forholdsvis dårligt.

I afsnit to blev det vurderet, at kostprismodellen ikke har til formål at vise den forventede salgspris for en investeringsejendom, hvorfor denne ikke bør indgå i vurderingen af over- og undervurderinger. Det er dog bemærkelsesværdigt, at selskaber, der har anvendt kostprismodellen, alligevel har ramt rigtigt 50 % af tiden. Det kan skyldes, at ejendommen skal nedskrives, såfremt der er formodning om nedskrivningsrisiko. Nedenstående tabel 5 viser afvigelserne mellem den beregnede salgspris og beregnede bogførte salgspris eksklusiv kostprismodellen.

Pålidelighed efter målemetode (uden kostprismodellen)

Målemetode	Under-vurdering	Over-vurdering	Lige på	Antal obs.	Afvigelse i procent
Vurderingssagkyndig	1		4	5	20%
DCF-metoden	6		20	26	23%
Afkastmetoden	11	6	17	34	50%
Ledelsens vurdering	13	2	13	28	54%
Total antal observationer	31	8	54	93	
Total i procent	33%	9%	58%	100%	42%

Tabel 5: Under- og overvurderinger samt korrekte vurderinger målt på målemetode uden kostprismodellen.¹²⁵

¹²³ Bilag 6.

¹²⁴ Afvigelserne af beregnet ud fra de samlede under- og overvurderinger i forhold til det samlede antal i forhold til målemetode.

¹²⁵ Bilag 6.

Ifølge tabel 5 er 58 % vurderet korrekt – mod 57 % da kostprismodellen var indeholdt. Det udgør en lille, men ikke væsentlig forbedring. Værdiansættelsens pålidelighed er vurderet som god, såfremt afvigelsen er mindre end +/- 25 %. Virksomhederne har generelt været konservative i deres værdiansættelse; 33 % har undervurderet ejendommens værdi, det vil sige den værdi, der er indregnet i årsrapporten, er lavere end den salgspris, de reelt kunne opnå. 9 % ud af 93 årsrapporter har dog overvurderet ejendommen og realiseret et tab ved salg.

Det er iøjefaldende, at ledelsen, som har det mest indgående kendskab til investeringsejendommene, er dem, der er dårligst til at estimere dagsværdien. Når ledelsen foretager værdiansættelser, er der i 46 % af tilfældene tale om undervurderinger.¹²⁶ Et incitament for ledelsen til at underestimere en investeringsejendom kan være, at såfremt ejendommen er tæt på at blive solgt, kan der opnås en højere gevinst og dermed et pænere resultat. Derudover kan det også være en opvejning af, at hvis det går for godt for ejendommen, vil ejerne/bestyrelsen sælge investeringsejendommen, og dermed vil ejendomsselskabet miste en indtægtskilde. En alternativ forklaring kan være, at ledelsen ønsker at beskytte sig mod for store tab, hvis ejendommen sælges til en pris langt under den bogførte markedsværdi.

I forlængelse af ovenstående analyse undersøges det, om der er sket en udvikling i antallet af overvurderinger før, under og efter den finansielle krise i 2008.

Pålidelighed efter ledelsens vurdering fordelt efter årstal

Årstal	Undervurdering	Lige på	Overvurdering	Antal observationer
2006	5	3		8
2007	4	3		7
2008	2	3	1	6
2009	1	1	1	3
2010		3	1	4
Gns/Total	12	13	3	28

Figur 11: Ledelsens vurderinger fordelt på årstal.¹²⁷

De bogførte værdier i årsrapporterne har generelt været undervurderet eller vurderet den inden for den acceptable grænse på 25 %. I 2008 ved den finansielle krises start, registreres den første overvurdering af dagsværdien. Det samme gentager sig de to efterfølgende år. Grundet det begrænsede antal observationer i nærværende afhandling, kan der ikke konkluderes noget præcist, selv om der sker et skift i 2008. En årsag til, at ledelserne overvurderer dagsværdierne, kan være, at de skal have forlænget eller optaget nye lån, og de ved, at långiverne er meget opmærksomme på, hvad

¹²⁶ 13 observationer ud af 28.

¹²⁷ Bilag 10.

ejendommen er indregnet til på balancedagen. Hvis ledelsen er i stand til at vise en flot dagsværdi, kan det påvirke sandsynligheden for, at långiverne ser positivt på ejendomsselskabet.

9.3.3. Sammenligning af pålideligheden af bogførte værdier efter revisionselskab

Det er undersøgt, om der er forskel på pålideligheden af værdiansættelserne, afhængigt af hvilket revisionsfirma der er anvendt. Tabel 6 viser de gennemsnitlige afvigelser i salgsprisen i forhold til den bogførte dagsværdi for investeringsejendomme fordelt på revisionsfirmaer. Der forventedes at være en sammenhæng mellem henholdsvis de største revisionsfirmaer og de gennemsnitlige afvigelser.¹²⁸ Umiddelbart er der imidlertid ingen sammenhæng i forhold til størrelsen af revisionsfirma og den gennemsnitlige afvigelse. Grant Thornton er det revisionsfirma, der har den laveste afvigelse, men da antallet af observationer blot udgør en enkelt årsrapport, er denne observation meget usikker. Deloitte er det revisionsfirma, der er anvendt oftest i denne analyse (37 %) efterfulgt af KPMG (21 %). Det er desuden de to revisionsfirmaer, som tilnærmelsesvis ligger i hver sin ende: Deloitte, som umiddelbart ser ud til at være et af de bedste revisionsfirmaer med en gennemsnitlig afvigelse med 16 %, og KPMG med 58 %.

Pålidelighed fordelt efter revisionsfirma

Revisionsfirma	Gennemsnitlig afvigelse	Antal observationer	I procent
Grant Thornton	1,02	1	1%
Census	1,03	3	3%
Nielsen & Christensen	1,08	5	5%
Deloitte	1,16	37	37%
Beierholm	1,21	7	7%
BDO	1,22	5	5%
AP Pension	1,27	1	1%
PWC	1,34	10	10%
Revision Århus	1,34	10	10%
KPMG	1,58	21	21%
Theil Andersen	1,97	1	1%
Gns. / Total	1,29	101	100%

Tabel 6: Gennemsnitlige afvigelser fordelt på revisionsfirmaer.¹²⁹

9.3.4. Sammenholdelse af afvigelser mellem Deloitte og KPMG

Ovenstående konklusion leder til en afledt undersøgelse af, hvilke metoder henholdsvis Deloitte og KPMG bruger. Nedenstående tabel viser fordelingen mellem over- og undervurderinger og målemetoder for Deloitte og KPMG.

¹²⁸ De fire største revisionsfirmaer er: Deloitte, PWC, KPMG og Ernst & Young fordelt efter omsætning, jf. [Business.dk, 23.01.2009].

¹²⁹ Bilag 5.

Pålidelighed fordelt efter målemetode for Deloitte og KPMG

Deloitte	Undervur- dering	Overvur- dering	Lige på	Total	Afvigelse
Afkastmetoden	1			1	100%
DCF-metoden	2		23	25	8%
Ledelsens vurdering	3	1	6	10	40%
Kostpris	1			1	100%
Total antal observationer	7	1	29	37	
Total i procent	19%	3%	78%	100%	22%

KPMG	Undervur- dering	Overvur- dering	Lige på	Total	Afvigelse
Afkastmetoden	5		3	8	63%
Ledelsens vurdering	1		6	7	14%
Kostpris	4		2	6	67%
Total antal observationer	10	0	11	21	
Total i procent	48%	0%	52%	100%	48%

Tabel 7: Vurderinger fordelt per målemetode for Deloitte og KPMG.¹³⁰

Det ses, at en del af forklaringen på KPMG's store afvigelse – i forhold til Deloitte – er, at der indgår seks observationer, hvori kostprismodellen er anvendt. Som allerede diskuteret i afsnittet om værdiansættelsesmetoder er det ikke meningen, at kostprismodellen skal afspejle dagsværdien af en investeringsejendom. Derfor kan KPMG ikke bedømmes på disse observationer, hvorfor de tages ud, jf. nedenstående tabel:

Pålidelighed fordelt efter målemetode for Deloitte og KPMG – uden kostprismodellen

Deloitte	Undervur- dering	Overvur- dering	Lige på	Total	Afvigelse
Den afkastbaserede model	1			1	100%
DCF-modellen	2		23	25	8%
Ledelsens vurdering	3	1	6	10	40%
Total antal observationer	6	1	29	36	
Total i procent	17%	3%	81%	100%	19%

KPMG	Undervur- dering	Overvur- dering	Lige på	Total	Afvigelse
Den afkastbaserede model	5		3	8	63%
DCF-modellen					
Ledelsens vurdering	1		6	7	14%
Total antal observationer	6	0	9	15	
Total i procent	40%	0%	60%	100%	40%

Tabel 8: Vurderinger fordelt per målemetode for Deloitte og KPMG uden kostprismetoden.¹³¹

KPMG afviger samlet set efter førnævnte korrektion med 40 %, mod Deloitte's 19 %. Deloitte ligger samlet set indenfor afvigelsesgrænsen på 25 %. Det bemærkes, at KPMG ikke har anvendt DCF-modellen i nogen af de udvalgte årsrapporter, hvorimod den udgør størstedelen af observationerne revideret af Deloitte. Det kan være årsagen til den markante forskel mellem de to selskaber; at KPMG i overvejende grad har anvendt den afkastbaserede model, som for *alle observationerne* har en gennemsnitlig afvigelse på 50 % mod DCF-modellens gennemsnitlige afvigelse på 23 % (jf. kapitel 9.3.3.). Det er bemærkelsesværdigt, at ledelsens vurdering afviger med 40 % hos Deloitte, mens det samme tal for KPMG er 14 %, hvilket der kan være flere rimelige årsager til.

¹³⁰ Bilag 4.

¹³¹ Bilag 4.

9.3.5. Sammenligning af pålideligheden af bogførte værdier efter balancesummer

Større virksomheder kunne forventes at have flere ressourcer til værdiansættelser og dermed et bedre udgangspunkt end mindre virksomheder for at foretage så præcis en vurdering som muligt. Derfor undersøges om det er en sammenhæng mellem disse.

Pålidelighed fordelt efter balancesummer

Balancesum mio.	Antal selskaber	Gennemsnit
101 til 1.000	40	1,25
50 til 100	9	1,26
Over 2.000	27	1,27
1.001 til 1.500	18	1,40
0 til 50	7	1,49
I alt	101	1,30

Tabel 9: Gennemsnitlige afvigelser fordelt på balancesum.¹³²

Det ses af tabel 9, at der ikke er en direkte sammenhæng mellem størrelsen af balancesummerne og afvigelsen mellem den bogførte værdi og salgsprisen. Dog har de helt små virksomheder, med balancesummer mellem 0 til 50 millioner kroner, den største gennemsnitlige afvigelse på 49 %. Ingen af selskaberne i den kategori kunne fremvise en balance på over 20 millioner kroner. En kan forklaring være, at de lidt større virksomheder kan have solgt mere end én ejendom, og at disse salg har udlignet forskellen mellem dagsværdierne og salgsværdierne, modsat de mindre virksomheder, som måske kun har solgt én ejendom.

9.3.6. Pålideligheden af bogførte værdier efter årstal

Det undersøges, om der er en sammenhæng mellem den gennemsnitlige afvigelse og årstallet for årsrapporten. Det ses af tabel 10, at fordelingen af årsrapporter er nogenlunde ligelig i forhold til årstallet med hensyn til antal af observationer. Der er ingen lineær sammenhæng mellem udviklingen i den gennemsnitlige afvigelse.

Udviklingen i de gennemsnitlige afvigelser fordelt efter årstal

Årstal	Gennemsnitlig afvigelse	Antal observationer
2010	1,23	23
2008	1,24	22
2006	1,45	19
2009	1,37	10
2007	1,46	27
Gennemsnit / total	1,27	101

Tabel 10: Gennemsnitlige afvigelser fordelt over perioden 2006 til 2010.¹³³

¹³² Bilag 7.

2010 er det år, der har den mindste gennemsnitlige afvigelse – 23 % – og 2007 det år, der har den største gennemsnitlige afvigelse – 46 %. Der kan umiddelbart ikke konkluderes noget på baggrund af ovenstående resultater.

9.3.7. Målemetoder fordelt over perioden

Tabel 11 afslører, at den mest benyttede model i 2006 var ledelsens vurdering efterfulgt af den afkastbaserede model. I 2007 bliver DCF-modellen anvendt i størst omfang, stadig sammen med afkastmetoden, efterfulgt af ledelsens vurdering.

Udviklingen i målemetoder fordelt efter årstal

Målemetode / år	2006	2007	2008	2009	2010	Total	Ændring i procent
Ledelsens vurdering	42%	26%	27%	30%	17%	28%	-41%
Den afkastbaserede model	42%	33%	32%	20%	35%	33%	-83%
DCF-modellen	11%	30%	27%	30%	30%	26%	37%
Kostprismodellen	5%	7%	9%	10%	9%	8%	58%
Ekstern vurderingssagkyndig	0%	4%	5%	10%	9%	5%	9%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	

Tabel 11: Anvendte målemetoder fordelt over perioden 2006 til 2010.¹³⁴

Det er disse tre metoder, der anvendes hyppigst frem til 2010, hvor man går lidt væk fra at bruge ledelsens vurdering.

9.3.8. Finansiell gearing

Da afhandlingens primære målgruppe er realkreditinstitutter og banker, er det væsentligt at undersøge, hvor mange af ejendomsselskaberne der har realkreditlån og banklån. Årsrapporterne er gennemgået for rentebærende gæld til realkreditinstitutter og banker. Rentebærende gæld anses for at være prioritetsgæld, bankgæld, driftskassekredit og gældsbreve.

Ikke alle selskaber har gæld til banker og realkreditinstitutter: 31 % af de udvalgte årsrapporter er 100 % egenkapitalfinansierede, 44 % har banklån, mens 69 % har realkreditlån.¹³⁵ De 100 % egenkapitalfinansierede ejendomsselskaber er ejet af pensionskasser, som er kapitalstærke ejere, hvorfor det ikke har været nødvendigt at optage bank- eller realkreditlån. Det drejer sig blandt andet om PFA Ejendomme, SEB Pension og PBU Bolig. Selv om selskaberne ikke selv har fremmedkapital, er

¹³³ Bilag 8.

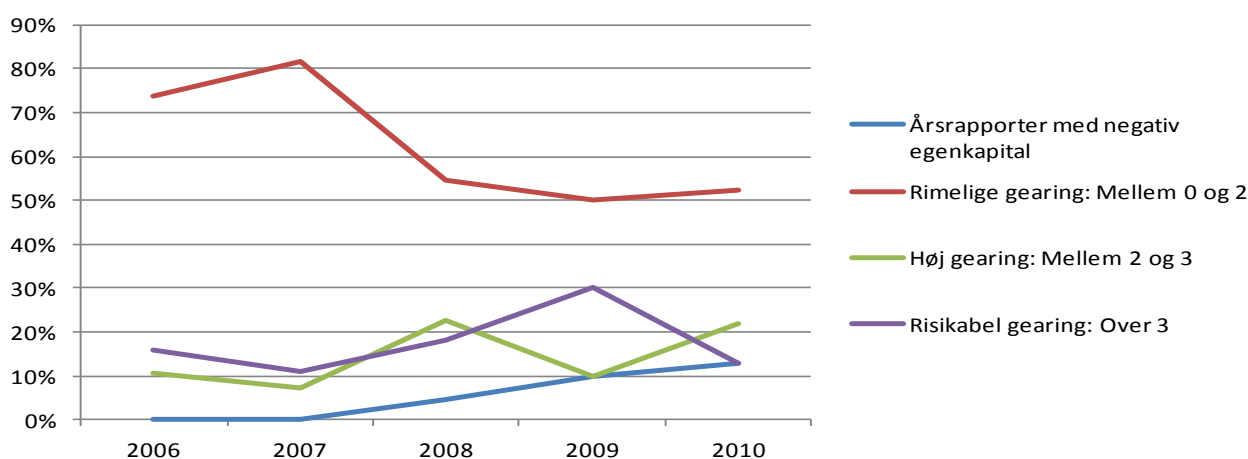
¹³⁴ Bilag 9.

¹³⁵ Bilag 16 og 18.

det for investorerne væsentligt, at de indregnede investeringsejendomsværdier er pålidelige, da institutionelle investorer indirekte er eksponeret overfor ejendomsmarkedet gennem deres investeringer i realkreditobligationer.

Graden af selskabernes finansielle gearing er beregnet som den rentebærende gæld delt med egenkapitalen; ligningen viser forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital. En finansiell gearing på eksempelvis tre betyder således, at selskabets rentebærende gæld er tre gange så stor som dennes egenkapital. Årsrapporter med negativ egenkapital er vist separat. Størrelsen af gearingen er inddelt i tre niveauer. 0-2 anses for at være en rimelig gearing, 2-3 udgør en høj gearing, og over 3 er risikabel gearing; her bør man være meget opmærksomme på selskabets gældssætning.

Udviklingen i den finansielle gearing



Figur 12: Oversigt over udviklingen af finansiell gearing i analyseperioden.¹³⁶

Det ses af figur 12 at selskaberne i perioden fra 2006 til 2007 har haft en rimelig finansiell gearing: mellem 0-2 i mere end halvdelen af tilfældene. I 2007 falder antallet af selskaber med en rimelig gearing; selskaberne øger gældssætningen. I midten af 2008 øges gældssætningen yderligere, og antallet af selskaber med risikabel gearing øges.

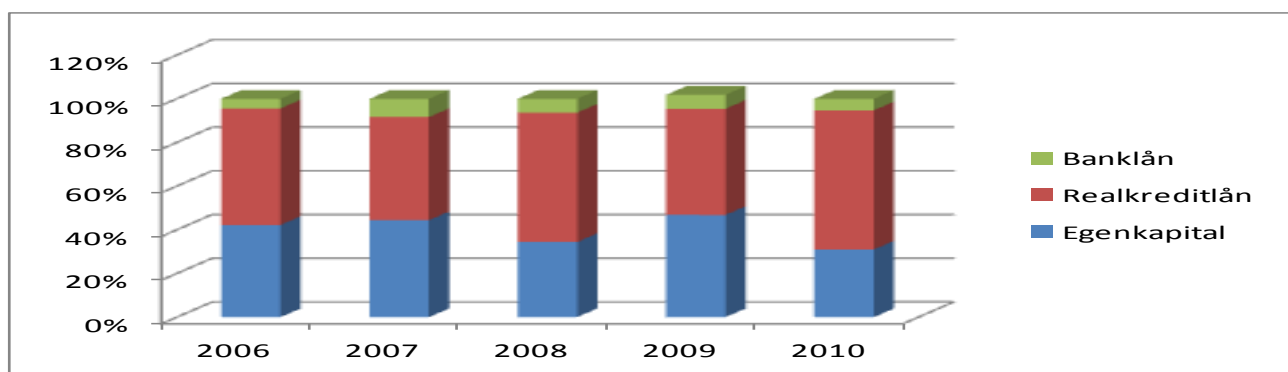
Øget gearing kan, ud over øget gældsætning, også skyldes, at selskaberne udlodder udbytter og dermed reducerer egenkapitalen. Større gældsfinansiering vil alt andet lige betyde en større sårbarhed over for kreditorerne.

¹³⁶ Bilag 12.

9.3.9. Kapitalstruktur

Figur 13 viser kapitalstrukturen i perioden 2006 til 2010. Kapitalstrukturen er opdelt i henholdsvis realkreditlån, banklån og egenkapital og beregnet som et simpelt gennemsnit for året. Årsrapporter med negativ egenkapital og årsrapporter, som er 100 % egenkapitalfinansieret - og derfor ikke umiddelbart interessant for långiverne - er udeladt, fordi det ville have givet en misvisende opdeling.¹³⁷ I 2010 udgjorde andelen af realkredit- og banklån 69 % mod 58 % i 2006, og egenkapitalandelen udgjorde 31 % i 2010 mod 42 % i 2006. Selskaberne har således øget deres gældssætning og reduceret egenkapitalandelen.

Kapitalstruktur for selskaber med rentebærende gæld



Figur 13: Kapitalstruktur i perioden 2006-2010.¹³⁸

9.3.10. Sammenhæng mellem finansiell gearing og estimerede dagsværdier

Man kunne forvente, at selskaber med en høj gearing ville forsøge at højne dagsværdien med det formål, at muliggøre yderligere lån. For at vurdere, om der er en sammenhæng mellem gældssætningens størrelse og de bogførte dagsværdier, sammenlignes disse to forhold i figur 14. Udfra observationerne ser det dog ikke ud til at der er en sammenhæng mellem den finansielle gearing og overvurderinger. Derimod viser figuren, at selskaber med en negativ egenkapital (observationer i minus) har en klar tendens til at blive overvurderet (under 1,00), og dermed solgt med tab.¹³⁹

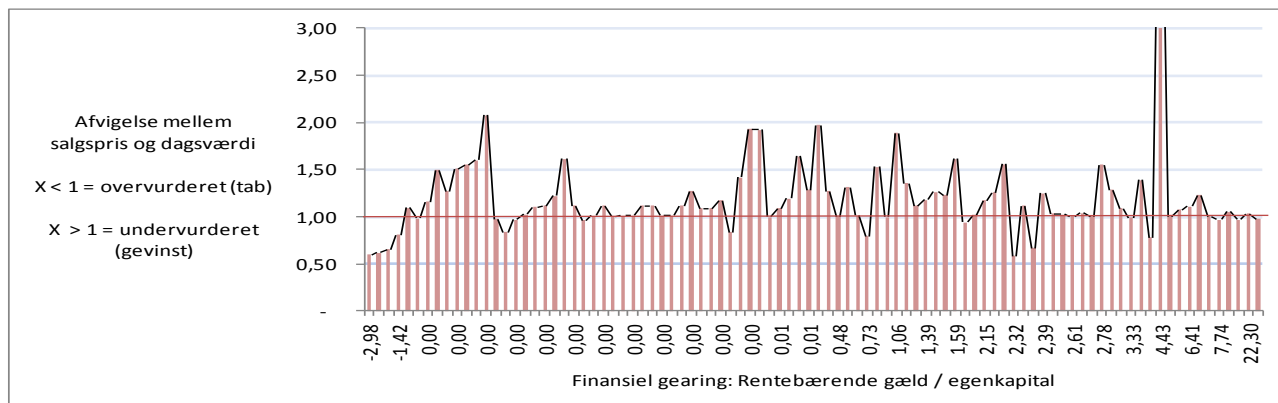
De resterende selskaber - med en positiv egenkapital - er i overvejende grad undervurderede. Overordnet tyder det på, at selskaber med en negativ egenkapital har en tendens til at blive overvurderet, eventuelt med det formål, at muliggøre yderligere lån. For långiverne betyder det, at såfremt ejendomsselskabet har en positiv egenkapital, vil de bogførte dagsværdier i overvejende grad være undervurderede, og dermed har deres pant i ejendommen en relativ høj grad af sikkerhed.

¹³⁷ Se eventuelt bilag 12 for en fordeling af samtlige årsrapporter.

¹³⁸ Bilag 13. Selskaber med negativ egenkapital og/eller som er 100 % egenkapitalfinansieret er ikke indeholdt.

¹³⁹ Undervurderet = de har opnået en gevinst.

Finansiell gearing overfor bogførte dagsværdier (uden kostprismodellen)



Figur 14: Finansiell gearing over for estimerede dagsværdier.¹⁴⁰

9.3.11. Vurdering af pålideligheden af selskaber med rentebærende gæld

Der undersøges, hvor pålidelige de bogførte dagsværdier er, for selskaber med rentebærende gæld.¹⁴¹ Kostprismodellen er udeladt. Det ses af figur 15, at 76 % af selskaberne, svarende til 52 observationer, var undervurderede, og 6 % korrekt vurderede, hvilket svarer til, at den bogførte dagsværdi er lig den reelle salgsværdi.

Pålideligheden af de bogførte dagsværdier for selskaber med rentebærende gæld

	Overvurderet	Undervurderet	Korrekt vurderet	Total
Selskaber med rentebærende gæld	12	52	4	68
Total	18%	76%	6%	100%

Figur 15: Vurderinger fordelt på selskaber med rentebærende gæld – uden kostprismodellen.¹⁴²

Det gælder således for 82 % af observationerne, at ejendommen kunne sælges til minimum den bogførte dagsværdi for selskaber med rentebærende gæld. Det betyder at bankernes og realkreditinstitutternes sikkerhed kun kan diskuteres for resterende 18 % som er overvurderet.

9.3.12. Vurdering af de fundne resultater

Resultaterne i analysen skal behandles med vise forbehold, da der altid er en vis usikkerhed forbundet med en sådan undersøgelse. Som det fremgik af kapitel 9.2., var der en konsekvent afvigelse mellem den estimerede dagsværdi og den beregnede aktuelle salgspris. Den estimerede salgsværdi er reduceret, fordi salgskostningerne enten har mindsket gevinsten eller øget tabet. Afvigelserne er

¹⁴⁰ Bilag 14.

¹⁴¹ Rentebærende gæld = Prioritetsgæld, bankgæld, driftskassekredit og gældsbreve.

¹⁴² Bilag 19.

derfor yderligere lidt undervurderede eller overvurderede. Afvigelsen i eksemplet er beregnet til knap 1 %, hvilket vurderes at være uvæsentligt med hensyn til vurderingen af holdbarheden af data. I Danmark er der mange relativt små ejendomsselskaber, hvorfor de fleste blot besidder få investeringsejendomme; det gør sig formentlig også gældende i nærværende undersøgelse. Alligevel er der mulighed for, at ejendomsselskaberne har afhændet mere end én ejendom ad gangen, og hvis samme år har indeholdt både tab og gevinst, kan det resultere i en udligning af nettoresultatet.

Der er en naturlig tidsforskydning mellem den bogførte værdi og salgsprisen, som kan lede til afvigelser. Denne indvirkning har formentlig påvirket en del af de beregnede ratios, hvorfor der forventes en vis afvigelse, uden at det kan tillægges andre faktorer såsom målemetoden eller virksomhedens størrelse. Analysen har udelukket koncentreret sig om investeringsselskaber, og derfor kan resultatet heraf muligvis ikke henføres til andre virksomheder, der beskæftiger sig med værdiansættelse af andre aktiver. Virksomhederne kan være tvunget til at sælge til en pris, der ligger under markedspris – eksempelvis på grund af truende likviditetsbehov – og dermed være nødt til at realisere et tab, som ikke havde været nødvendigt under andre omstændigheder. Omvendt kan virksomhederne have fået tilbudt en ejendom til en pris langt over markedsprisen, som dermed giver en "unaturlig" gevinst. Dette vil også påvirke de beregnede ratios, om end dette formodes at give flere tab grundet virksomhedernes generelt dårligere likviditetsstatus.

Ovenstående kan have resulteret i bias i analysen og skal derfor tages med i overvejelserne vedrørende brugen heraf. På basis af de begrænsninger, der er i undersøgelsen, vurderes dennes data og tolkning rimelig holdbare, om end antallet af observationer i de respektive undersøgelser skal tages i betragtning.

9.4. Konklusion

Formålet med analysen har været at undersøge, om de bogførte værdier af investeringsejendomme i praksis er pålidelige. Til vurdering af denne pålidelighed blev de realiserede salgspriser sammenholdt med de for investeringsejendomme bogførte værdier. Grundlaget for analysens resultater består af 101 danske årsrapporter fra 39 forskellige ejendomsselskaber målt i perioden 2006 til 2010.

Resultaterne af analysen viser, at salgsprisen afviger fra den bogførte dagsværdi med gennemsnitligt 26 %. Statistisk, inden for et 95 % konfidensinterval, ligger afvigelserne mellem 18 og 35 %. 33 % af observationerne afslørede undervurderinger, 9 % overvurderinger, og 58 % korrekte vurderinger – under forudsætning af, at en afvigelse på 25 % mellem bogført dagsværdi og realiseret salgspris er acceptabel. Kostprismodellen er udeladt i ovenstående observationer, da den ikke har til formål at afspejle dagsværdien.

Årsagen til ejendomsselskabernes overvejende konservative tilgang til værdiansættelse kan være det faktum, at jo større forskellen mellem den bogførte ejendomsværdi og et forventet salg er, jo større er gevinsten. Derudover kan den reelle salgspris afvige markant fra de bogførte dagsværdier, selv om ledelsen har været mere eller mindre grundig med sine metoder for værdifastsættelse, men ligegyldig hvor grundig ledelsen er, kan den pris, der opnås i salgssituationen, af mange grunde afvige fra regnestykkerne. Køber skal måske bruge ejendommen til noget specifikt og ser derfor et potentiale, som sælger ikke ser. Med hensyn til bias i forbindelse med undervurderingerne kan gode ejendomsselskaber se en fordel i ikke hele tiden at skulle forklare sine investorer og långivere, hvorfor deres ejendomme konsekvent handles til en pris, der ligger under den bogførte værdi. En anden årsag til undervurderingen kan være, at det generelt er lidt sværere at "få lov" til at opskrive end nedskrive, da opskrivninger kan anses for at være mere eller mindre dubiøse, især i finanskrisetider.

Den værdiansættelsesmodel, der bedst afspejler dagsværdien, er brug af en ekstern vurderingssagkyndig – her er der en gennemsnitlig afvigelse på 8 % – efterfulgt af DCF-modellen med en gennemsnitlig afvigelse på 15 %. Ledelsens vurdering og den afkastbaserede model overskred begge den i analysens afvigelsesgrænse på 25 % med henholdsvis 27 og 37 %. Kostprismodellen var, som forventet, den dårligste metode med en gennemsnitlig afvigelse på knap 60 %.

I afhandlingens analyse blev det undersøgt, om revisionsfirmaernes størrelse havde betydning for pålideligheden af den bogførte værdi. Deloitte og KPMG er de to revisionsfirmaer, som enkeltvis har revideret fleste årsrapporter og dermed de mest anvendte. Deloitte afveg i 19 % af tilfældene med mere end 25 % mod KPMG's 40 %. Kostprismodellen er tilsvarende udeladt. Årsagen den forholdsvis store afvigelse hos KPMG, kan skyldes, at de hovedsageligt havde anvendt den afkastbaserede model, som generelt afviger mere i forhold til DCF-modellen - hvilket Deloitte primært havde anvendt. Både Deloitte og KPMG havde overordnet været mere konservative; afvigelserne skyldes undervurderinger.

Større ejendomsselskaber forventedes at have flere ressourcer til værdiansættelse, hvorfor det blev undersøgt, om der var en sammenhæng mellem størrelsen af selskabernes balancesummer og den gennemsnitlige afvigelse. Der var ingen lineær sammenhæng, dog afveg de bogførte dagsværdier for de helt små selskaber med balancesummer mellem 0 og 20 millioner kroner med knap 50 % i forhold til de reelle salgspriser.

Det blev undersøgt, om der har været en udvikling i de målemetoder, der har været anvendt i perioden 2006 til 2010. Resultatet viste, at ledelsens vurdering og den afkastbaserede model var de mest anvendte i 2006, mens DCF-modellen og den afkastbaserede model var de hyppigst benyttede i 2010. Ved den finansielle krises start i 2008 begyndte ejendomsselskaberne i højere grad at anvende en

ekstern vurderingssagkyndig til estimering af dagsværdien. Det kan både skyldes krav fra banker og realkreditinstitutter, men også den generelt øgede usikkerhed med hensyn til estimering af ejendomsværdierne.

Da afhandlingens målgruppe primært inkluderer banker og realkreditinstitutter, blev det undersøgt, hvor stor en del af de undersøgte ejendomsselskaber, der havde bank- og realkreditlån. Resultatet var, at 31 % af ejendomsselskaberne var 100 % egenkapitalfinansierede, 44 % havde banklån, mens 69 % havde realkreditlån. For at undersøge udviklingen i selskabernes gældssætning blev kapitalstrukturen fastlagt: I 2010 udgjorde andelen af realkreditlån og banklån 69 % mod 58 % i 2006, og egenkapitalandelen udgjorde 31 % i 2010 mod 42 % i 2006. Ejendomsselskaber har således generelt øget deres gældssætning i perioden.

Ejendomsselskaberne kunne antages at have et incitament til at overvurdere dagsværdierne, særligt hvis de står over for en refinansieringsopgave, og des større gæld, des større incitament til at overvurdere ejendommen. Undersøgelsen viste, at selskaber med en negativ egenkapital, i overvejende grad havde overvurderet de bogførte dagsværdier, mens selskaber med en positiv egenkapital i overvejende grad var undervurderede.

For selskaber med rentebærende gæld, vil ejendommene i 82 % af alle tilfældene, som minimum kunne sælges til den bogførte dagsværdi. Bankernes og realkreditinstitutternes sikkerhed kan derfor kun diskuteres for de resterende 18 %. For selskaber med en negativ egenkapital var alle dagsværdierne undervurderede, og dermed solgt med tab. For bankerne og realkreditinstitutterne betyder det, at såfremt ejendomsselskabet har en positiv egenkapital, har de en relativ høj grad af sikkerhed for deres ejendoms pant.

De væsentligste resultater af analysen viser, at de bogførte dagsværdier af investeringsejendomme i gennemsnit afviger med 26 % og dermed overskrider den til analysen fastsatte afvigelsesgrænse på 25 %. Det betyder, at de i årsrapporten bogførte værdier af investeringsejendomme ikke vurderes at være pålidelige. Afvigelserne skyldes primært, at de bogførte dagsværdier i overvejende grad er undervurderede.

Afsnit VII

Konklusion og perspektivering

10. Afhandlingens hovedkonklusion

10.1. Konklusion

I afhandlingen forsøger jeg at afdække, om de i årsrapporterne bogførte værdier af investeringsejendomme er pålidelige, og om banker og realkreditinstitutter med rimelighed kan anvende disse værdier som sikkerhed for deres engagement i et selskab.

Afhandlingens analyse giver anledning til at konkludere, at de reelle salgspriser i forhold til den bogførte dagsværdi afviger med gennemsnitlig 26 %. Statistisk inden for et 95 % konfidensinterval ligger afvigelserne i intervallet 18-35 %. 33 % af observationerne var undervurderede, 9 % overvurderede, og 58 % korrekt vurderede – under forudsætning af, at en afvigelse på 25 % mellem den bogførte dagsværdi og realiserede salgspris accepteres. Kostprismodellen er udeladt i ovenstående observationer, da den ikke har til formål at afspejle dagsværdien.

Årsagen til ejendomsselskabernes overvejende konservative tilgang til værdiansættelsen kan være, at des lavere den indregnede dagsværdi er op til et forventet salg, des større bliver gevinsten. En anden årsag til en undervurdering kan være, at det generelt er lidt sværere at "få lov" til at opskrive end at nedskrive, da opskrivninger kan anses for at være dubiøse, især i finanskrisetider. Derudover kan den reelle salgspris afvige markant fra de bogførte dagsværdier, selv om ledelsen har været mere eller mindre grundig med sine metoder til fastsættelse af værdien, men ligegyldig hvor grundig ledelsen er, kan prisen opnået i salgssituationen af mange gode grunde afvige fra regnestykkerne. Køber skal måske bruge ejendommen til noget specielt og ser et potentiale, som sælger ikke ser. I forbindelse med bias mod undervurderingerne kan det være en fordel for gode ejendomsselskaber ikke hele tiden at skulle forklare investorer og långivere, hvorfor deres ejendomme konsekvent handles til priser, der ligger under den bogførte værdi – det er bedre at overraske positivt.

Den værdiansættelsesmodel, der bedst estimerede dagsværdien i forhold til realiserede salgspriser, var en ekstern vurderingssagkyndig, der resulterede i en gennemsnitlig afvigelse på 8 %, efterfulgt af DCF-modellen med en gennemsnitlig afvigelse på 15 %. Kostprismodellen var, som forventet, den dårligste metode med en gennemsnitlig afvigelse på knap 60 %. Ledelsens vurdering og den afkastbaserede model havde gennemsnitlige afvigelser på henholdsvis 27 og 37 %.

Da afhandlingens målgruppe primært inkluderer banker og realkreditinstitutter, blev det undersøgt, hvor stor en del af de undersøgte ejendomsselskaber, der havde bank- og realkreditlån. Resultatet var, at 31 % af ejendomsselskaberne var 100 % egenkapitalfinansierede, 44 % havde banklån, mens 69 % havde realkreditlån. For at undersøge udviklingen i selskabernes gældssætning blev kapitalstrukturen fastlagt: I 2010 udgjorde andelen af realkredit- og banklån 69 % mod 58 % i 2006, og egenkapitalandelen udgjorde 31 % i 2010 mod 42 % i 2006. Ejendomsselskaber har således generelt øget deres gældssætning i perioden.

Ejendomsselskaberne kunne forventes at have et incitament til at overvurdere ejendomsværdierne, særligt hvis de står over for en refinansieringsopgave, og des større gæld, des større incitament til at overvurdere ejendommen. Undersøgelsen viste, at såfremt selskabet havde en negativ egenkapital, var der en tendens til at overvurdere værdien, og dermed komme ud med et tab, mens der for de øvrige selskaber, med en positiv egenkapital, ikke var nogen sammenhæng mellem gældssætningen og de bogførte dagsværdier.

For selskaber med rentebærende gæld, vil ejendommene i 82 % af alle tilfældene, som minimum kunne sælges til den bogførte dagsværdi. Bankernes og realkreditinstitutternes sikkerhed kan derfor kun diskuteres for de resterende 18 %. Eftersom der var en klar tendens mod, at de observationer, som resulterede i en overvurdering, gjaldt de selskaber med en negativ egenkapital, mens de øvrige selskaber med en positiv egenkapital i overvejende grad var undervurderede, kan det tyde på, at såfremt selskabet har en positiv egenkapital, har bankerne og realkreditinstitutterne en relativ høj grad af sikkerhed for deres ejendoms pant.

Afhandlingens samlede hovedkonklusion er, at jeg på baggrund af afhandlingens analyser og fortolkninger ikke vurderer, at de i årsrapporten bogførte værdier af investeringsejendomme er pålidelige, da de ikke i overvejende grad rammer de reelle salgspriser.

10.2. Perspektivering

Afhandlingen henvender sig til de interessenter, der ønsker dokumentation for, om de indregnede værdier af investeringsejendomme i årsrapporten er pålidelige, og dermed om de afspejler aktuelle salgspriser. Afhandlingens undersøgelser gav anledning til at konkludere, at der var en generel tendens til at undervurdere de bogførte dagsværdier i årsrapporterne. Ejendomsselskaber med en rentebærende gæld vil i 82 % af tilfældene som minimum kunne sælge deres ejendomme til den bogførte dagsværdi.

Det tyder på, at de banker og realkreditinstitutter, som har pant i en investeringsejendom - i et selskab med en positiv egenkapital - har relativ god sikkerhed for deres ejendomspant, da salgspriserne i overvejende grad var højere end de bogførte dagsværdier. Selskaber med en negativ egenkapital blev dog i overvejende grad solgt til under den bogførte dagsværdi.

Som praksis er i dag, indhenter banker og realkreditinstitutter generelt yderligere information foruden ejendomsselskabernes årsrapporter, eksempelvis budgetmateriale, revisionsprotokollater, vedtægter og referater fra bestyrelsesmøder og generalforsamlinger, som grundlag for deres kreditvurdering. Disse dokumenter reducerer den informationsasymmetri, som eksisterer mellem unoterede selskaber og långiverne samt andre interessenter. Banker og realkreditinstitutter bruger en del ressourcer på at vurdere ejendomsselskabernes budgetter og anden relevant dokumentation, hvilket kan indikere, at der ikke er den store tiltro til de i årsrapporterne indregnede værdier af investeringsejendomme, selv om de er revideret af statsautoriserede revisorer.

I nærværende afhandling har jeg forsøgt at undersøge sammenhængen mellem de bogførte værdier i årsrapporten og de reelle salgspriser af investeringsejendomme. Resultatet var, mod forventning, en overvejende konservativ holdning; de fleste værdier var undervurderede eller korrekt vurderet i 82 % af observationerne for ejendomsselskaber med rentebærende gæld.

Det kan tyde på, at såfremt ejendomsselskabet har en positiv egenkapital, har realkreditinstitutter og banker en relativ sikker ejendomspant og dermed ikke nødvendigvis bør bruge så mange ressourcer, som de gør i dag, på at gennemgå ejendomsselskabernes budgetter og anden dokumentation,

11. Litteraturliste

Bøger

Bent Willum Hansen, *Grundlæggende teoretisk statistik og praktiske anvendelser*, 1. udgave, 1. oplag, 2005, Faustus.

Henrik Steffensen, Lykke Skødt, Jan-Christian Nilsen og Jan Fedderes, 6. Udgave 2011, *Kommentarer til årsregnskabsloven*, 6. udgave, 1. oplag 2011, Karnov Group.

Ib Andersen, *Den skinbarlige virkelighed*, 3. Udgave 2005, 2. Oplag 2006, forlaget Samfundslitteratur.

Jens O. Elling, *Finansiel rapportering – teori og regulering*, 1. udgave, 1. oplagt 2008, Gjellerup

Jens O. Elling, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*, 2. udgave, 2. oplag 2005, Gjellerup/Gads Forlag.

KPMG: Indsigt i årsregnskabsloven, *KPMG'S praktiske guide til forståelse af loven*, 6. Udgave 2011/12.

Olaf Hasselager, Aksel Runge Johansen og Jens Otto Damgaard, *Årsrapporten - Kommentarer til årsregnskabsloven*, 3. oplag, 2001.

Phil Barden, Norma Hall, Veronica Poole og Ken Rigelsford, Deloitte, iGAAP, 2009, *A guide to IFRS reporting*, LexisNexis, 2. Udgave.

Tidsskrifter, artikler og journaler

Christian Petersen og Thomas Plenborg, *Værdiansættelse af unoterede virksomheder med DCF-modellen: En undersøgelse af praksis*, (onlineversion,) Revision & Regnskabsvæsen.1.2005.26.

Christian V. Petersen og Thomas Plenborg, Revision & Regnskabsvæsen, 9.2003.24, *Et overblik over modeller til værdiansættelse*, Handelshøjskolen i København

Claes Hallqvist og Morten Jørgensen, Revision & Regnskabsvæsen. *Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked*, 2009.09.0068 (onlineversion).

Dusan Mramor, *How Uncertain is Firm Valuation?*, 2003, Bucknell University.

Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen*, Ejendomsforeningen Danmark, Oktober 2006.

J. Richard Dietrich, Mary S. Harris og Karl A. Muller III, *the reliability of investment property fair value estimates*, *Journal of Accounting & Economics* 30 (2001) 125-158.

Rune Møller, *Problemer ved bestemmelse af terminalværdi – og anden kritik af DCF-modellen*, R&R ONLINE, RR.2006.02.0050.

Thomas Plenborg, *Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model*, (onlineversion), *Ledelse & Erhvervsøkonomi* vol. 64, nr. 4.2000.

Thomas Plenborg, *Valg af (ideel) værdiansættelsesmodel*, *Ledelse & Erhvervsøkonomi* 6/2000.

Årsrapporter

1. **Aktieselskabet Reinholdt W. Jorck**, 2009.
2. **Anpartsselskabet af 22. marts af 1973**, 2007.
3. **AP Ejendoms Aktieselskab**, 2006.
4. **ASX 4078 ApS**, 2006 og 2007.
5. **Atlas Ejendomme**, 2005.
6. **ATP Ejendomme**, 2006.
7. **Bioanalytikernes Ejendomsaktieselskab**, 2007, 2008 og 2010.
8. **Britannia Invest**, 2006 til 2008 og 2010.
9. **Byggeselskabet Arnen**, 2006 til 2010.
10. **Byggeselskabet LGC**, 2006/2007 til 2010/2011.
11. **C.W. Obel Ejendomme A/S**, 2007 og 2008.
12. **Cocktail Ejendomme A/S**, 2008.
13. **Corem Property CPH A/S**, 2008.
14. **Dades A/S**, 2006/07 til 2010/11.
15. **Danske Ejendomsfond I**, 2006.
16. **Deloitte Fonden**, 2007/07 til 2010/11.
17. **Delta Ejendom**, Aalborg 2006 til 2010.
18. **Ejendomspartnerselskabet 1/7**, 2006 til 2008 og 2010.
19. **Ejendomsselskabet af 20.9.1997**, 2009/2010.
20. **Ejendomsselskabet Jagtvej 42**, Odense, 2007/08.
21. **Ejendomsselskabet Lindø A/S**, 2006 til 2010.

22. **Ejendomsselskabet Stentof A/S**, 2010.
23. **Ejendomsudvikling Flintholm Have**, 2008 og 2009.
24. **Ergoterapeuternes og Fysioterapeuterne**, 2007, 2008 og 2010.
25. **IPJ Invest A/S**, 2007/08 og 2009/10.
26. **JHB Ejendomme**, 2007, 2008 og 2010.
27. **Kontorpersonalets Ejendomsaktieselskab**, 2007
28. **Kost- og Ernæringsfaglige Ejendomsaktieselskab**, 2007, 2008 og 2010.
29. **KP International A/S**, 2006 og 2007.
30. **Lund Dal Invest A/S**, 2006 og 2007.
31. **Lægeseekretærernes Ejendomsaktieselskab**, 2007 og 2010.
32. **Nordjyske Ejendomme A/S**, 2007.
33. **PBU Bolig A/S**, 2006 til 2008 og 2010.
34. **PFA Ejendomme A/S**, 2006, 2007 og 2008.
35. **S.T.O. af 88 1988**, 2006.
36. **SEB Ejendomme**, 2006 til 2010.
37. **Socialrådgivernes- og Socialpædagogernes Ejendomsaktieselskab**, 2006 og 2007.
38. **Sygeplejerskernes Ejendomsaktieselskab**, 2006 til 2010.
39. **Top Danmark**, 2006 til 2010.

Love og standarder

Årsregnskabsloven.

Internetsider

[Borsen.dk, 14.11.2011]

Borsen.dk, *FIH's nedtur kan koste banker livet*, lokaliseret på:

http://borsen.dk/nyheder/topnyhed/artikel/1/219419/fihs_nedtur_kan_koste_banker_livet.html,
den 1. mai 2012.

[Business.dk, 16.02.2010]

Business.dk, David Bentow, *Staten låner penge i ti år til 3,52 pct. i rente*, lokaliseret på:

<http://www.business.dk/oekonomi/staten-laaner-penge-i-ti-aar-til-352-pct-i-rente>, den 19. april 2012.

[Business.dk, 23.01.2009]

Business.dk, Anders Rostgaard og Jens Ruskov Christensen, *Her er de største revisorer*, lokaliseret på: <http://www.business.dk/ledelse/her-er-de-stoerste-revisorer>, 14. december 2011.

[Business.dk, 25.07.2008]

Business.dk, Laurits Harmer Lassen og Claus Iversen, Roskilde Bank udstiller behov for nye bankregler, lokaliseret på: <http://www.business.dk/finans/roskilde-bank-udstiller-behov-nye-bankregler>, den 6. maj 2010.

[Cifs.dk, instituttet for fremtidsforskning, september 2010]

Cifs.dk, Scenarier for ejendomsmarkedets og byggeriets udvikling frem mod 2015, lokaliseret på: <http://www.cifs.dk/doc/byg2015-20101011.pdf>, den 16. maj 2011.

[Colliers.dk, 4. kvartal 2011]

Colliers.dk, Investering, Ret få investeringshandler, lokaliseret på: http://www.colliers.dk/files/pdf/status_invest_dk_4_2011.pdf, side 1., den 4. Februar 2012.

[Danmarks Nationalbank, 26.03.2010]

Danmarks Nationalbank, Udlændinge køber igen danske statsobligationer, lokaliseret på: <http://www.nationalbanken.dk/DNDK/statistik.nsf/side/PFI20100326NYT>, 3. april 2012.

[danmarksstatistik.dk]

Danmarks statistik, penge og kapitalmarked; *penge og realkreditinstitutter*, data lokaliseret fra: <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1024>, den 4. maj 2012.

[Danmarks Nationalbank]

Danmarks statistik, penge og kapitalmarked; *Pengeinstitutters indenlandske ud- og indlån (beholdning) efter balancepost og branche*, lokaliseret fra: <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1280>, den 2. juni 2012.

[Det danske realkreditmarked, 4. kvartal 2008]

Det danske realkreditmarked – *et Likviditetsdilemma*, kvartalsoversigt 4. kvartal 2008, lokaliseret på: [http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Det_danske_realkreditmarked_et_likviditetsdilemma/\\$file/kvo4_08_dk-realkredit.pdf](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Det_danske_realkreditmarked_et_likviditetsdilemma/$file/kvo4_08_dk-realkredit.pdf), den 2. juni 2012.

[dn-erhverv.dk, 2005]

Lars Riise, statsautoriseret revisor, Revision af ejendomsselskaber, lokaliseret på: <http://dn-erhverv.dk/analyser/revision-af-ejendomsselskaber/>, den 20. december 2011.

[DIRF Seminar, november 2008]

DIRF Seminar, Michael Clemmes, Senior Portfolio Manager, BankInvest, Valuation i praksis, lokaliseret på:

http://www.dirf.dk/Files/Filer/Afholdte%20medlemsmder/2008/5%20november/Valuation_i_praksis.pdf, den 2. maj 2012, side 13.

[epn.dk, 28.09.11]

Epn.dk, Birgitte Dyrekilde, FIH presser ejendoms-selskaber, lokaliseret på:

<http://epn.dk/brancher/finans/bank/article2561304.ece>, den 9. maj 2012.

[erhverv.nnmarkedssdata.dk]

Erhverv..nnmarkedssdata.dk, Firmasøgning, lokaliseret på:

<http://erhverv.nnmarkedssdata.dk/Content/Search/CommonSearch.aspx>.

[Euroinvestor, 22.02.12]

Euroinvestor, Jeudan køber Københavner-ejendomme for en halv milliard, lokaliseret på:

<http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2012/02/22/jeudan-koeber-koebenhavner-ejendomme-for-en-halv-milliard/11911601>, den 8. maj 2012.

[Investering i fast ejendom, Oktober 2010]

Områdedirektør Jakob Wind-Hansen, *Investering i fast ejendom*, lokaliseret på: <http://www.bl-law.dk/sites/default/files/Dokumenter/Investering%20i%20fast%20ejendom%20Jakob%20Wind-Hansen.pdf>, side 6-7, den 19. januar 2012.

[kpmg.dk, 2011/12]

KPMG, Indsigt i årsregnskabsloven, KPMG's praktiske guide til forståelse af loven, 5. udgave 2011/12, lokaliseret på: <https://www.kpmg.com/DK/da/nyheder-og-indsigt/nyhedsbreve-og-publikationer/publikationer/audit/regnskab/Sider/indsigt-aarsregnskabsloven-6udg.aspx>, 15. januar 2012.

[Nybolig erhverv, markedsrapport, efterår 2011]

Nybolig erhverv, *Markedsrapport, Erhvervsejendomme i Danmark*, lokaliseret på:

<http://viewer.zmags.com/publication/30e93b23#/30e93b23/1>, den 18. Februar 2012.

[P1 Business, 17.11.2011]

P1 Business, *Risiko for ny krise i ejendomssektoren*, lokaliseret på:

<http://www.dr.dk/P1/P1Business/Udsendelser/2011/11/17134940.htm>, den 16. April 2012.

[RB-Børsen, 01.03.11]

RB-Børsen, *Max Bank: Eksponering mod ejendomme skal ned*, lokaliseret på:

<http://epn.dk/brancher/finans/bank/article2355395.ece>, den 3. maj 2010.

[Skat.dk, Version: 1.1 - 21.08.09]

Skat.dk, *Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse*, lokaliseret på:

<http://www.skat.dk/skat.aspx?old=1813207&vld=202463#1813214>, den 2. maj 2012.

[stat.ejendomsforeningen.dk]

Ejendomsstatistikken, lokaliseret på:

<http://stat.ejendomsforeningen.dk/pxwebejendomsf/Dialog/Saveshow.asp>, den 3. maj 2012,

Til indtastning af tabeller:

<http://stat.ejendomsforeningen.dk/pxwebejendomsf/Dialog/varval.asp?ma=AFK01&ti=Afkast+efter+afkasttype%2C+erhvervstype+og+tid%2E+&path=../Database/Ejendomsforeningen/05/&lang=4&xu=Gratisbruger&yp=&inl=Y>

[Tax.dk., vurderingsvejledningen 2012-1]

Tax.dk, *Vurderingsvejledningen 2012-1, B.3.1.3.2 Kontorejendomme, forretningsejendomme, hoteller, biografer og campingpladser m.v.*, lokaliseret på: http://www.tax.dk/lv/vur/B_3_1_3_2.htm, den 11. marts 2012.

[Trends på arbejdsmarkedet, 24.02.2011]

IPD/ Indekskonference, *Trends på ejendomsmarkedet*, lokaliseret på:

<http://www.ipd.com/LinkClick.aspx?fileticket=j5JDatyu0B0%3D&tabid=88&mid=4594>, side 34-35, 23. januar 2012.

[Wissmann-as.dk, kontorejendomme]

Wissmann-as.dk, Wissmann Property Consult A/S, *Kontorejendomme*, lokaliseret på:
<http://www.wissmann-as.dk/Modelsager/Kontorejendomme/tabid/3321/language/da-DK/Default.aspx>, den 15. maj 2012.

[Wissmann-as.dk, butiksejendomme]

Wissmann-as.dk, Wissmann Property Consult A/S, *Kontorejendomme*, lokaliseret på:
<http://www.wissmann-as.dk/Modelsager/Butiksejendomme/tabid/3322/language/da-DK/Default.aspx>, den 15. maj 2012.

[Økonomistudiet 2008-II]

Økonomistudiet 2008-II, Lokaliseret på:
<http://web.econ.ku.dk/polit/studerende/eksamen/opgrv/filer/rv%20Mikro%201%20So8.pdf>, den 29. april 2012, side 2.

12. Bilagsoversigt

Bilag 1: Oversigt datagrundlag, afvigelser for samtlige data.

Bilag 2: Statistik, 95 %-konfidensinterval.

Bilag 3: Gennemsnitlige afvigelser efter målemetode.

Bilag 4: KPMG versus Deloitte. Over-undervurdering og korrekte vurderinger.

Bilag 5: Gennemsnitlige afvigelser efter revisionshus.

Bilag 6: Over-, undervurderinger og korrekte vurderinger efter målemetode.

Bilag 7: Gennemsnitlige afvigelser efter balancesum.

Bilag 8: Gennemsnitlige afvigelser efter perioden: 2006 til 2010.

Bilag 9: Gennemsnitlige afvigelser målt efter årstal og målemetode.

Bilag 10: Ledelsens vurdering målt over perioden 2006 til 2010.

Bilag 11: Ejendomsselskabernes finansielle gearing.

Bilag 12: Finansiell gearing (graf).

Bilag 13: Kapitalstruktur.

Bilag 14: Sammenhæng mellem gearing og kapitalstruktur.

Bilag 15: Antal ejendomme solgt med tab, gevinst eller uden tab/gevinst (uden kostprismodellen).

Bilag 16: Andel af ejendomsselskaber med banklån.

Bilag 17: Andel af ejendomsselskaber med realkreditlån.

Bilag 18: Andel af ejendomsselskaber der er 100 % egenkapitalfinansieret.

Bilag 19: Ejendomsselskaber med rentebærende gæld: over-, under-, og korrekte vurderinger.

Bilag 20: Beregning af følsomhedsanalyser.

Bilag 21: Finanstilsynets retningslinjer

Bilag 22: Beregning af dagsværdi ved DCF modellen.

Bilag 1

Oversigt afvigelser for samtlige data

Nr.	Revisionselskab	Målemetode	Selskab	År	Afgang kostpris	+ Tilbageførte opskrivninger ved afgang (værdireguleringer: afgang i årets løb)	- Tilbageførte nedskrivninger ved afgang	Beregnet bogført dagsværdi	Beregnet salgspris	Realiseret tab/gevinst jf. PL	Afvigelse: beregnet salgspris vs beregnet dagsværdi	Afvigelse: absolutte tal: beregnet salgspris vs - beregnet dagsværdi
1	Theill Andersen	DCF-model (6-årig likvidit	Aktieselskabet Reinholdt W. Jorck	2009	10.145.000			10.145.000	19.999.529	9.854.529	1,97	1,97
2	BDO ScanRevision	Afkastbaserede målemet	Anpartsselskabet af 22. marts 1973	2007	20.098.636	287.628	-	20.386.264	25.574.798	5.188.534	1,25	1,25
3	AP Pension JWN	Markedsværdi, finansilsy	AP Ejendoms Aktieselskab	2006	99.321.000	42.581.000	-6.398.000	135.504.000	172.043.000	36.539.000	1,27	1,27
4	BDO ScanRevision	Afkastbaseret	ASX 4078 APS	2007	106.000.000			106.000.000	99.316.000	-6.684.000	0,94	1,06
5	BDO ScanRevision	Afkastbaseret	ASX 4078 APS	2006	255.426.157	11.391.775	-188.279	266.629.653	311.683.469	45.053.816	1,17	1,17
6	Deloitte	Maredsværdi, bases of the	Atlas Ejendomme	2005	297.556.000	82.353.000		379.909.000	376.542.000	-3.367.000	0,99	1,01
7	PWC	Afkastbaseret model, dag	ATP Ejendomme	2006	10.000.000	12.000.000		22.000.000	24.000.000	2.000.000	1,09	1,09
8	Deloitte	DCF-metoden	Bioanalytikernes Ejendomsaktieselskab	2007	237.000		1.010.000	1.247.000	1.387.000	140.000	1,11	1,11
9	Deloitte	DCF-metoden	Bioanalytikernes Ejendomsaktieselskab	2008	7.358.000	544.000		7.902.000	7.922.000	20.000	1,00	1,00
10	Deloitte	DCF-metoden	Bioanalytikernes Ejendomsaktieselskab	2010	9.384.000		-327.000	9.057.000	9.111.000	54.000	1,01	1,01
11	Deloitte	Ledelsen: systematisk vun	Britannia Invest	2006	271.090.000	-26.566.000		244.524.000	393.650.000	149.126.000	1,61	1,61
12	Deloitte	Ledelsen: systematisk vun	Britannia Invest	2008	58.525.000	2.379.000		60.904.000	40.613.000	-20.291.000	0,67	1,33
13	Deloitte	Ledelsen: systematisk vun	Britannia Invest	2010	30.182.866			30.182.866	30.682.310	499.445	1,02	1,02
14	Deloitte	Ledelsen: systematisk vun	Britannia Invest	2007	603.471.000	143.161.000		746.632.000	831.443.000	84.811.000	1,11	1,11
15	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	Byggeselskabet Arnen	2010	46.044.968		-17.117.730	28.927.238	23.365.084	-5.562.154	0,81	1,19
16	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	Byggeselskabet Arnen	2006	35.245.124	26.746.727	-233.427	61.758.424	95.702.836	33.944.412	1,55	1,55
17	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	Byggeselskabet Arnen	2009	3.616.173			3.616.173	2.343.687	-1.272.486	0,65	1,35
18	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	Byggeselskabet Arnen	2008	30.564.287			30.564.287	18.923.862	-11.640.425	0,62	1,38
19	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	Byggeselskabet Arnen	2007	2.287.928	797.327		3.085.255	3.354.452	269.197	1,09	1,09
20	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	Byggeselskabet LGC	2009/2010	44.272.159			44.272.159	26.393.215	-17.878.944	0,60	1,40
21	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	Byggeselskabet LGC	2010/1011	43.224.920			43.224.920	26.835.029	-16.389.891	0,62	1,38
22	Revision Aarhus	Ledelsen foretage en indiv	Byggeselskabet LGC	2007/2008	9.721.672	14.452.991	-97.363	24.077.300	37.527.091	13.449.791	1,56	1,56
23	Revision Aarhus	Ledelsen foretage en indiv	Byggeselskabet LGC	2006/2007	145.775.470	25.278.173	-180.310	170.873.333	215.007.575	44.134.242	1,26	1,26
24	KPMG	Dagsværdi, efter normale	C.W. Obel Ejendomme A/S	2007	23.692.000	7.649.000		31.341.000	47.831.000	16.490.000	1,53	1,53
25	Deloitte	Ledelse, afkastbaseret be	Cocktail Ejendomme as	2008	37.856.115	23.316.111		61.172.226	85.066.111	23.893.885	1,39	1,39
26	Grant Thornton	Kostpris med fradrag af a	Corem Property CPH AS	2008	71.529.696	5.903.724		77.433.420	79.085.494	1.652.074	1,02	1,02
27	Deloitte	DCF-	Dades AS	2008/09	681.000	6.169.000	-	6.850.000	7.612.000	762.000	1,11	1,11
28	Deloitte	DCF-	Dades AS	2010/11	2.000.000	6.000.000	-	8.000.000	10.000.000	2.000.000	1,25	1,25
29	Deloitte	DCF-	Dades AS	2009/10	59.000.000	7.000.000	-	66.000.000	68.000.000	2.000.000	1,03	1,03
30	Deloitte	DCF-	Dades AS	2006/07	101.040.000	19.204.000	-7.194.000	113.050.000	153.059.000	40.009.000	1,35	1,35
31	Deloitte	DCF-	Dades AS	2007/08	144.562.000	20.162.000	-21.392.000	143.332.000	175.585.000	32.253.000	1,23	1,23
32	KPMG	Afkastmetoden, jf. finan	st Dansk Ejendomsfond I	2006	500.000	-	-	500.000	2.200.000	1.700.000	4,40	4,40
33	Beierholm	Mægleruvrdering + Afkas	Deloitte Fonden	2010/11	189.502.000	75.898.000		265.400.000	274.374.000	8.974.000	1,03	1,03
34	Beierholm	Mægleruvrdering + Afkas	Deloitte Fonden	2008/09	9.507.000	-162.000		9.345.000	10.006.000	661.000	1,07	1,07
35	Beierholm	Mægleruvrdering + Afkas	Deloitte Fonden	2009/10	42.000.000			42.000.000	42.004.000	4.000	1,00	1,00
36	Beierholm	Mægleruvrdering + Afkas	Deloitte Fonden	2006/07	14.187.000	7.697.000		21.884.000	21.931.000	47.000	1,00	1,00
37	Beierholm	Mægleruvrdering + Afkas	Deloitte Fonden	2007/08	3.200.000	79.000		3.279.000	4.215.000	936.000	1,29	1,29
38	Nielsen & Christense	afkastbaseret model	Delta Ejendom, Aalborg	2007	1.258.823	-738.823		520.000	637.036	117.036	1,23	1,23
39	Nielsen & Christense	afkastbaseret model	Delta Ejendom, Aalborg	2008	1.763.511	536.489		2.300.000	2.417.036	117.036	1,05	1,05
40	Nielsen & Christense	afkastbaseret model	Delta Ejendom, Aalborg	2009	4.108.550	-1.608.550		2.500.000	2.513.015	13.015	1,01	1,01
41	Nielsen & Christense	afkastbaseret model	Delta Ejendom, Aalborg	2010	1.260.400	-	-	1.260.400	1.222.700	-37.700	0,97	1,03
42	Nielsen & Christense	afkastbaseret model	Delta Ejendom, Aalborg	2006	8.861.089	1.104.898		9.965.987	11.063.318	1.097.331	1,11	1,11
43	KPMG	Afkastmetoden	Ejendomspartnerselskabet 1/7 2003	2010	5.300.000			5.300.000	4.400.000	-900.000	0,83	1,17
44	KPMG	Afkastmetoden	Ejendomspartnerselskabet 1/7 2003	2006	56.300.000	-3.700.000		52.600.000	101.000.000	48.400.000	1,92	1,92
45	KPMG	Afkastmetoden	Ejendomspartnerselskabet 1/7 2003	2008	52.600.000		32.400.000	85.000.000	120.600.000	35.600.000	1,42	1,42
46	KPMG	Afkastmetoden	Ejendomspartnerselskabet 1/7 2003	2007	53.500.000		16.400.000	69.900.000	134.600.000	64.700.000	1,93	1,93
47	BDO ScanRevision	Afkastbaseret model	Ejendomselskabet af 20.09.1997	2006/2007	1.161.255			1.161.255	921.474	-239.781	0,79	1,21
48	BDO ScanRevision	Afkastbaseret model	Ejendomselskabet af 20.09.1997	2009/2010	6.175.660	1.544.340		7.720.000	4.501.250	-3.218.750	0,58	1,42
49	Deloitte	DCF	Ejendomselskabet Jagtvej 42, Odense	2007/08	221.839.000	28.161.000		250.000.000	250.681.063	681.063	1,00	1,00

Bilag 1 – fortsat

50	KPMG	Kostpris med fradrag af nEjendomselskabet Lindø AS	2006	1.745.000	517.000		2.262.000	2.256.000	-6.000	1,00	1,00
51	KPMG	Kostpris med fradrag af nEjendomselskabet Lindø AS	2009	50.142.000	6.287.000		56.429.000	98.264.000	41.835.000	1,74	1,74
52	KPMG	Kostpris med fradrag af nEjendomselskabet Lindø AS	2007	52.716.000	20.354.000		73.070.000	133.868.000	60.798.000	1,83	1,83
53	KPMG	Kostpris med fradrag af nEjendomselskabet Lindø AS	2010	87.575.000	19.392.000		106.967.000	221.631.000	114.664.000	2,07	2,07
54	KPMG	Kostpris med fradrag af nEjendomselskabet Lindø AS	2008	189.063.000	2.901.000		191.964.000	505.086.000	313.122.000	2,63	2,63
55	KPMG	Kostpris med fradrag af a Ejendomselskabet Stentoft AS	2010	9.766.642	515.388		10.282.030	8.547.302	-1.734.728	0,83	1,17
56	KPMG	Sammenlignelige priser: D Ejendomsudvikling Flintholm Have	2008	6.839.485	-		6.839.485	6.980.000	140.515	1,02	1,02
57	KPMG	Sammenlignelige priser: D Ejendomsudvikling Flintholm Have	2009	119.670.163	-		119.670.163	93.185.142	-26.485.021	0,78	1,22
58	Deloitte	DCF-metoden: DV foreta Ergoterapeuternes og Fysioterapeuterne	2007	259.000		1.103.000	1.362.000	1.515.000	153.000	1,11	1,11
59	Deloitte	DCF-metoden: DV foreta Ergoterapeuternes og Fysioterapeuterne	2010	9.384.000		327.000	9.711.000	9.765.000	54.000	1,01	1,01
60	Deloitte	DCF-metoden: DV foreta Ergoterapeuternes og Fysioterapeuterne	2008	10.700.000		3.149.000	13.849.000	13.994.000	145.000	1,01	1,01
61	Beierholm	Afkastbaseret værdiansæt IPJ Invest A/S	2007/08	6.750.235		-1.250.235	5.500.000	6.485.946	985.946	1,18	1,18
62	Beierholm	Afkastbaseret værdiansæt IPJ Invest A/S	2009/10	2.009.000	-1.009.000		1.000.000	1.884.904	884.904	1,88	1,88
63	Census statsautoriseren	Afkastbaseret målemetod JHB Ejendomme ApS	2007	3.897.761	10.953.000	-	14.850.761	15.331.481	480.720	1,03	1,03
64	Census statsautoriseren	Afkastbaseret målemetod JHB Ejendomme ApS	2010	17.922.063	-622.063	-	17.300.000	16.841.350	-458.650	0,97	1,03
65	Census statsautoriseren	Afkastbaseret målemetod JHB Ejendomme ApS	2008	20.958.186	-	-	20.958.186	20.300.948	-657.238	0,97	1,03
66	Deloitte	DCF, ledelsen Kontorpersonalets Ejendomsaktieselskab	2007	238.000		1.012.000	1.250.000	1.391.000	141.000	1,11	1,11
67	Deloitte	DCF, Måling foretages af Kost- og Ernæringsfaglige Ejendomsaktieselskab	2007	97.000		412.000	509.000	566.000	57.000	1,11	1,11
68	Deloitte	DCF, Måling foretages af Kost- og Ernæringsfaglige Ejendomsaktieselskab	2010	8.886.000	-612.000		8.274.000	7.933.000	-341.000	0,96	1,04
69	Deloitte	DCF, Måling foretages af Kost- og Ernæringsfaglige Ejendomsaktieselskab	2008	5.117.000		3.430.000	8.547.000	8.635.000	88.000	1,01	1,01
70	PWC	Afkastmetoden til Finanstil KP International as	2007	256.040.000	-12.503.000	-1.585.000	241.952.000	242.433.000	481.000	1,00	1,00
71	PWC	Afkastmetoden til Finanstil KP International as	2006	420.985.000	49.846.000	-34.089.000	436.742.000	573.404.000	136.662.000	1,31	1,31
72	PWC	Individuel vurdering: Lede Lund Dal Invest A/S	2006	6.525.717	7.558.972		14.084.689	13.964.909	-119.780	0,99	1,01
73	PWC	Individuel vurdering: Lede Lund Dal Invest A/S	2007	11.184.873	14.565.127		25.750.000	25.912.443	162.443	1,01	1,01
74	Deloitte	DCF-metoden Lægeselektræernes Ejendomsaktieselskab	2007	246.000		1.050.000	1.296.000	1.442.000	146.000	1,11	1,11
75	Deloitte	DCF-metoden Lægeselektræernes Ejendomsaktieselskab	2010	6.006.000	-	209.000	6.215.000	6.250.000	35.000	1,01	1,01
76	Deloitte+BDO	Kostpris Nordjyske ejendomme as	2007	1.000.000		-202.268	797.732	1.030.691	232.959	1,29	1,29
77	KPMG	Dagsværdi, Finanstilsynet: PBU Bolig as	2010	49.238.000	34.640.000		83.878.000	81.605.000	-2.273.000	0,97	1,03
78	KPMG	Dagsværdi, Finanstilsynet: PBU Bolig as	2008	55.406.000	10.940.000		66.346.000	72.146.000	5.800.000	1,09	1,09
79	KPMG	Dagsværdi, Finanstilsynet: PBU Bolig as	2007	15.640.000	8.486.000		24.126.000	26.203.000	2.077.000	1,09	1,09
80	KPMG	Dagsværdi, Finanstilsynet: PBU Bolig as	2006	3.991.000	698.000		4.689.000	5.479.000	790.000	1,17	1,17
81	KPMG	Afkastkrav PFA Ejendomme A/S	2008	27.172.000	8.508.000	-	35.680.000	35.117.000	-563.000	0,98	1,02
82	KPMG	Afkastkrav PFA Ejendomme A/S	2006	2.237.538.000	700.911.000	-43.816.000	2.894.633.000	4.316.769.000	1.422.136.000	1,49	1,49
83	KPMG	Afkastkrav PFA Ejendomme A/S	2007	61.903.000	21.685.000	-10.291.000	73.297.000	84.986.000	11.689.000	1,16	1,16
84	Revision Aarhus	Ledelses skønner handels S.T.O. af 88 1988	2006	20.802.414	7.597.586		28.400.000	36.040.341	7.640.341	1,27	1,27
85	PWC	Dagsværdi jf. ÅRL § 38, i SEB Ejendomme	2007	5.882.000	6.067.000		11.949.000	19.079.000	7.130.000	1,60	1,60
86	PWC	Dagsværdi jf. ÅRL § 38, i SEB Ejendomme	2010	2.743.000	8.375.000	-140.000	10.978.000	22.756.000	11.778.000	2,07	2,07
87	PWC	Dagsværdi jf. ÅRL § 38, i SEB Ejendomme	2009	12.749.000	9.685.000	-	22.434.000	34.795.000	12.361.000	1,55	1,55
88	PWC	Dagsværdi jf. ÅRL § 38, i SEB Ejendomme	2006	47.286.000	8.068.000	-15.112.000	40.242.000	60.520.000	20.278.000	1,50	1,50
89	PWC	Dagsværdi jf. ÅRL § 38, i SEB Ejendomme	2008	21.052.000	81.771.000		102.823.000	130.386.000	27.563.000	1,27	1,27
90	Deloitte	DCF Socialrådgivernes- og Socialpædagogernes Ejendomsaktieselskab	2007	174.000	740.000		914.000	1.017.000	103.000	1,11	1,11
91	Deloitte	DCF Socialrådgivernes- og Socialpædagogernes Ejendomsaktieselskab	2006	5.040.000	1.362.000		6.402.000	6.537.000	135.000	1,02	1,02
92	Deloitte	DCF Sygeplejerskernes Ejendomsaktieselskab	2009	2.668.000	-227.000		2.441.000	3.931.000	1.490.000	1,61	1,61
93	Deloitte	DCF Sygeplejerskernes Ejendomsaktieselskab	2006	2.856.000	2.325.000		5.181.000	5.002.000	-179.000	0,97	1,03
94	Deloitte	DCF Sygeplejerskernes Ejendomsaktieselskab	2007	4.131.000	5.534.000		9.665.000	11.763.000	2.098.000	1,22	1,22
95	Deloitte	DCF Sygeplejerskernes Ejendomsaktieselskab	2010	19.545.000	-1.380.000		18.165.000	15.205.000	-2.960.000	0,84	1,16
96	Deloitte	DCF Sygeplejerskernes Ejendomsaktieselskab	2008	26.236.000	8.293.000		34.529.000	38.002.000	3.473.000	1,10	1,10
97	Deloitte	Vurderes årligt af intern Top Danmark	2009	23.929.000	-	-	23.929.000	25.978.000	2.049.000	1,09	1,09
98	Deloitte	Vurderes årligt af intern Top Danmark	2010	37.808.000	-	-	37.808.000	37.496.000	-312.000	0,99	1,01
99	Deloitte	Vurderes årligt af intern Top Danmark	2007	31.130.000	-	-	31.130.000	39.822.000	8.692.000	1,28	1,28
100	Deloitte	Vurderes årligt af intern Top Danmark	2006	30.931.000	-	-	30.931.000	50.809.000	19.878.000	1,64	1,64
101	Deloitte	Vurderes årligt af intern Top Danmark	2008	620.471.000	-	-	620.471.000	737.749.000	117.278.000	1,19	1,19

Bilag 2

Oversigt over gennemsnitsværdi og 95 %-konfidensintervallet med og uden kostprismodellen.

Beregning alle målemetoder			
obs.	Afv. Abs. Værdier	(i-0,5)/n	Ui
1	1,97	0,00	0,05
2	1,25	0,01	0,23
3	1,27	0,02	0,32
4	1,06	0,03	0,38
5	1,17	0,04	0,43
6	1,01	0,05	0,47
7	1,09	0,06	0,51
8	1,11	0,07	0,54
9	1,00	0,08	0,57
10	1,01	0,09	0,60
11	1,61	0,10	0,62
12	1,33	0,11	0,65
13	1,02	0,12	0,67
14	1,11	0,13	0,69
15	1,19	0,14	0,71
16	1,55	0,15	0,73
17	1,35	0,16	0,74
18	1,38	0,17	0,76
19	1,09	0,18	0,78
20	1,40	0,19	0,79
21	1,38	0,20	0,81
22	1,56	0,21	0,82
23	1,26	0,22	0,84
24	1,53	0,23	0,85
25	1,39	0,24	0,87
26	1,02	0,25	0,88
27	1,11	0,26	0,89
28	1,25	0,27	0,91
29	1,03	0,28	0,92
30	1,35	0,29	0,93
31	1,23	0,30	0,94
32	4,40	0,31	0,96
33	1,03	0,32	0,97
34	1,07	0,33	0,98
35	1,00	0,34	0,99
36	1,00	0,35	1,00
37	1,29	0,36	1,01
38	1,23	0,37	1,03
39	1,05	0,38	1,04
40	1,01	0,39	1,05
41	1,03	0,40	1,06
42	1,11	0,41	1,07
43	1,17	0,42	1,08
44	1,92	0,43	1,09
45	1,42	0,44	1,10
46	1,93	0,45	1,11
47	1,21	0,46	1,13
48	1,42	0,47	1,14
49	1,00	0,48	1,15
50	1,00	0,49	1,16
51	1,74	0,50	1,17
52	1,83	0,51	1,18
53	2,07	0,52	1,19
54	2,63	0,53	1,20
55	1,17	0,54	1,21
56	1,02	0,55	1,22
57	1,22	0,56	1,23
58	1,11	0,57	1,24
59	1,01	0,58	1,26
60	1,01	0,59	1,27
61	1,18	0,60	1,28
62	1,88	0,61	1,29
63	1,03	0,62	1,30
64	1,03	0,63	1,31
65	1,03	0,64	1,32
66	1,11	0,65	1,33
67	1,11	0,66	1,35
68	1,04	0,67	1,36
69	1,01	0,68	1,37
70	1,00	0,69	1,38
71	1,31	0,70	1,39
72	1,01	0,71	1,41
73	1,01	0,72	1,42
74	1,11	0,73	1,43
75	1,01	0,74	1,44
76	1,29	0,75	1,46
77	1,03	0,76	1,47
78	1,09	0,77	1,48
79	1,09	0,78	1,50
80	1,17	0,79	1,51
81	1,02	0,80	1,53
82	1,49	0,81	1,54
83	1,16	0,82	1,56
84	1,27	0,83	1,58
85	1,60	0,84	1,59
86	2,07	0,85	1,61
87	1,55	0,86	1,63
88	1,50	0,87	1,65
89	1,27	0,88	1,67
90	1,11	0,89	1,69
91	1,02	0,90	1,71
92	1,61	0,91	1,74
93	1,03	0,92	1,77
94	1,22	0,93	1,79
95	1,16	0,94	1,83
96	1,10	0,95	1,86
97	1,09	0,96	1,91
98	1,01	0,97	1,96
99	1,28	0,98	2,02
100	1,64	0,99	2,11
101	1,19	1,00	2,29

Statistik alle målemetoder (Inklusiv kostprismodellen)	
Gennemsnit	1,29
Midelværdi	1,17
Standardafv	0,43
Konfidensinterval	0,08
95% konfidensinterval, nedre interval	1,20
95% konfidensinterval, øvre interval	1,37
min.	20%
mak.	37%

Statistik målemetoder eksklusiv kostprismodellen	
Gennemsnit	1,26
Midelværdi	1,16
Standardafv	0,41
Konfidensinterval	0,08
95% konfidensinterval, nedre interval	1,18
95% konfidensinterval, øvre interval	1,35
min.	18%
mak.	35%

Beregning eksklusiv Kostprismodellen			
obs.	Afv. Abs. Værdier	(i-0,5)/n	Ui
1	1,25	0,00	0,05
2	1,06	0,01	0,23
3	1,17	0,02	0,32
4	1,39	0,03	0,38
5	1,19	0,04	0,43
6	1,38	0,05	0,47
7	1,35	0,06	0,51
8	1,09	0,07	0,54
9	1,55	0,08	0,57
10	1,40	0,09	0,60
11	1,38	0,10	0,62
12	1,23	0,11	0,65
13	1,01	0,12	0,67
14	1,03	0,13	0,69
15	1,11	0,14	0,71
16	1,05	0,15	0,73
17	1,42	0,16	0,74
18	1,21	0,17	0,76
19	1,09	0,18	0,78
20	1,03	0,19	0,79
21	1,03	0,20	0,81
22	1,03	0,21	0,82
23	1,88	0,22	0,84
24	1,18	0,23	0,85
25	1,02	0,24	0,87
26	1,16	0,25	0,88
27	1,49	0,26	0,89
28	1,17	0,27	0,91
29	1,92	0,28	0,92
30	1,42	0,29	0,93
31	1,93	0,30	0,94
32	1,00	0,31	0,96
33	1,31	0,32	0,97
34	4,40	0,33	0,98
35	1,00	0,34	0,99
36	1,02	0,35	1,00
37	1,03	0,36	1,01
38	1,10	0,37	1,03
39	1,11	0,38	1,04
40	1,16	0,39	1,05
41	1,22	0,40	1,06
42	1,61	0,41	1,07
43	1,03	0,42	1,08
44	1,11	0,43	1,09
45	1,23	0,44	1,10
46	1,25	0,45	1,11
47	1,35	0,46	1,13
48	1,11	0,47	1,14
49	1,01	0,48	1,15
50	1,04	0,49	1,16
51	1,11	0,50	1,17
52	1,00	0,51	1,18
53	1,01	0,52	1,19
54	1,01	0,53	1,20
55	1,11	0,54	1,21
56	1,11	0,55	1,22
57	1,01	0,56	1,23
58	1,01	0,57	1,24
59	1,11	0,58	1,26
60	1,97	0,59	1,27
61	1,01	0,60	1,28
62	1,09	0,61	1,29
63	1,19	0,62	1,30
64	1,28	0,63	1,31
65	1,64	0,64	1,32
66	1,50	0,65	1,33
67	1,55	0,66	1,35
68	1,60	0,67	1,36
69	1,27	0,68	1,37
70	2,07	0,69	1,38
71	1,53	0,70	1,39
72	1,09	0,71	1,41
73	1,17	0,72	1,42
74	1,03	0,73	1,43
75	1,09	0,74	1,44
76	1,01	0,75	1,46
77	1,01	0,76	1,47
78	1,01	0,77	1,48
79	1,27	0,78	1,50
80	1,22	0,79	1,51
81	1,02	0,80	1,53
82	1,26	0,81	1,54
83	1,56	0,82	1,56
84	1,33	0,83	1,58
85	1,02	0,84	1,59
86	1,11	0,85	1,61
87	1,61	0,86	1,63
88	1,27	0,87	1,65
89	1,00	0,88	1,67
90	1,07	0,89	1,69
91	1,29	0,90	1,71
92	1,03	0,91	1,74
93	1,00	0,92	1,77

Bilag 3

Oversigt over den gennemsnitlige afvigelse efter målemetode.

Nr.	Målemetode	afvigelser fra 1	
		(Salgspris/	
1	Alkastbaserede målemetode, jf. ledelsesberetning	1,25	
2	Alkastbaserede model	1,06	
3	Alkastbaserede model	1,17	
4	Alkastbaseret beregning, Ledelse,	1,39	
5	Alkastbaserede model	1,19	
6	Alkastbaserede model	1,55	
7	Alkastbaserede model	1,35	
8	Alkastbaserede model	1,38	
9	Alkastbaserede model	1,09	
10	Alkastbaserede model	1,38	
11	Alkastbaserede model	1,56	
12	Alkastbaserede model	1,23	
13	Alkastbaserede model	1,05	
14	Alkastbaserede model	1,01	
15	Alkastbaserede model	1,03	
16	Alkastbaserede model	1,11	
17	Alkastbaserede model	1,21	
18	Alkastbaserede model	1,42	
19	Alkastbaseret model, dagsværdi + ekstern vurdering for markedisleje + alkastkrav	1,09	
20	Alkastbaseret målemetode	1,03	
21	Alkastbaseret målemetode	1,03	
22	Alkastbaseret målemetode	1,03	
23	Alkastbaseret værdiansættelsesmodel	1,18	
24	Alkastbaseret værdiansættelsesmodel	1,88	
25	Alkastkrav	1,02	
26	Alkastkrav	1,49	
27	Alkastkrav	1,16	
28	Alkastmetoden	1,17	
29	Alkastmetoden	1,92	
30	Alkastmetoden	1,42	
31	Alkastmetoden	1,93	
32	Alkastmetoden til Finanstilsynets bekendtgørelse	1,00	
33	Alkastmetoden til Finanstilsynets bekendtgørelse	1,31	
34	Alkastmetoden, jf. finanstilsynets retningslinjer	4,40	
35	DCF-modellen	1,00	
36	DCF-modellen	1,11	
37	DCF-modellen	1,02	
38	DCF-modellen	1,61	
39	DCF-modellen	1,03	
40	DCF-modellen	1,22	
41	DCF-modellen	1,16	
42	DCF-modellen	1,10	
43	DCF-modellen	1,11	
44	DCF-modellen	1,25	
45	DCF-modellen	1,03	
46	DCF-modellen	1,35	
47	DCF-modellen	1,23	
48	DCF, ledelsen	1,11	
49	DCF, Måling foretages af ledelsen	1,11	
50	DCF, Måling foretages af ledelsen	1,04	
51	DCF, Måling foretages af ledelsen	1,01	
52	DCF-modellen	1,11	
53	DCF-modellen	1,00	
54	DCF-modellen	1,01	
55	DCF-modellen	1,11	
56	DCF-modellen	1,01	
57	DCF-metoden: DV foretages af ledelsen tages hensyn til beliggenhed, alder, vedligeholdesstand	1,11	
58	DCF-metoden: DV foretages af ledelsen tages hensyn til beliggenhed, alder, vedligeholdesstand	1,01	
59	DCF-metoden: DV foretages af ledelsen tages hensyn til beliggenhed, alder, vedligeholdesstand	1,01	
60	DCF-model (6-årig likviditetsbudgetter)	1,97	
61	Kostpris	1,29	
62	Kostpris med fradrag af akk. afskrivninger	1,17	
63	Kostpris med fradrag af akkumulerede afskrivninger	1,02	
64	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger	1,00	
65	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger	1,74	
66	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger	1,83	
67	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger	2,07	
68	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger	2,63	
69	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	1,09	
70	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	1,01	
71	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	1,28	
72	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	1,64	
73	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	1,19	
74	Ledelse: Dagsværdi jf. ÅRL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt ejendom	1,60	
75	Ledelse: Dagsværdi jf. ÅRL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt ejendom	2,07	
76	Ledelse: Dagsværdi jf. ÅRL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt ejendom	1,55	
77	Ledelse: Dagsværdi jf. ÅRL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt ejendom	1,50	
78	Ledelse: Dagsværdi jf. ÅRL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt ejendom	1,27	
79	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og kutyme i ejendomsbranchen	1,53	
80	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og kutyme i ejendomsbranchen	1,03	
81	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og kutyme i ejendomsbranchen	1,09	
82	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og kutyme i ejendomsbranchen	1,09	
83	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og kutyme i ejendomsbranchen	1,17	
84	Ledelse: Individuel vurdering: Ledelse: Markedsværdi baseret på individuel vurdering af de enkelte ejendomme	1,01	
85	Ledelse: Individuel vurdering: Ledelse: Markedsværdi baseret på individuel vurdering af de enkelte ejendomme	1,01	
86	Ledelse: Markedsværdi, bases of the Danish Financial Supervisory Authority	1,01	
87	Ledelse: Markedsværdi, finanstilsynets retningslinjer	1,27	
88	Ledelse: Sammenlignelige priser: DV opgøres som udgangspunkt i sammenlignelige priser supp. Med alkastbaserede værdiansættelser	1,02	
89	Ledelse: Sammenlignelige priser: DV opgøres som udgangspunkt i sammenlignelige priser supp. Med alkastbaserede værdiansættelser	1,22	
90	Ledelsen foretage en individuel måling ud fra en skønnet handelsværdi, anvendes ikke ekstern vurderingsmand	1,40	
91	Ledelsen foretage en individuel måling ud fra en skønnet handelsværdi, anvendes ikke ekstern vurderingsmand	1,26	
92	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ejendom baseret på dennes forventede alkast.	1,61	
93	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ejendom baseret på dennes forventede alkast.	1,33	
94	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ejendom baseret på dennes forventede alkast.	1,02	
95	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ejendom baseret på dennes forventede alkast.	1,11	
96	Ledelses skanner handelsværdi, anvender ej ikke ekstern vurderingmand	1,27	
97	Mægleruvdring + Alkastbaserede model, ledelsens beretning	1,03	
98	Mægleruvdring + Alkastbaserede model, ledelsens beretning	1,07	
99	Mægleruvdring + Alkastbaserede model, ledelsens beretning	1,00	
100	Mægleruvdring + Alkastbaserede model, ledelsens beretning	1,00	
101	Mægleruvdring + Alkastbaserede model, ledelsens beretning	1,29	

Total

Målemetode	Gns. Afv.	Antal obs.	Antal i %
Ekstern vurderingssagkyndig	1,08	5	5%
DCF-modellen	1,15	26	26%
Ledelsens vurdering	1,27	28	28%
Den alkastbaserede model	1,37	34	34%
Kostprismodellen	1,59	8	8%
Gennemsnit / total	1,29	101	100%

Bilag 4

Øversigt over undervurderinger, overvurderinger og korrekte vurderinger efter årsrapporter revideret af Deloitte og KPMG.

Nr.	Revisionsselskab	Målemetode	Ratio DV (SDIV)	Over/undervurderinger inkl. kostpris
1	Deloitte	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ej	0,67	overvurderet
2	Deloitte	DCF	0,84	
3	Deloitte	DCF, Måling foretages af ledelsen	0,96	
4	Deloitte	DCF	0,97	
5	Deloitte	DCF-metoden	1,00	
6	Deloitte	DCF	1,00	
7	Deloitte	DCF-metoden: DV foretages af ledelsen tages her	1,01	
8	Deloitte	DCF-metoden	1,01	
9	Deloitte	DCF-metoden	1,01	
10	Deloitte	DCF, Måling foretages af ledelsen	1,01	
11	Deloitte	DCF-metoden: DV foretages af ledelsen tages her	1,01	
12	Deloitte	DCF	1,02	
13	Deloitte	DCF-	1,03	
14	Deloitte	DCF	1,10	
15	Deloitte	DCF-	1,11	
16	Deloitte	DCF, Måling foretages af ledelsen	1,11	Korrekt vurderet
17	Deloitte	DCF-metoden	1,11	
18	Deloitte	DCF-metoden: DV foretages af ledelsen tages her	1,11	Over/undervurderinger eksklusiv kostprismodellen
16	Deloitte	DCF-metoden	1,11	
17	Deloitte	DCF	1,11	
18	Deloitte	DCF, ledelsen	1,11	
20	Deloitte	DCF	1,22	
23	Deloitte	DCF-	1,23	
21	Deloitte	DCF-	1,25	
1	Deloitte	Ledelse: Markedsværdi, bases of the Danish Finai	0,99	Overvurderet
2	Deloitte	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	0,99	
3	Deloitte	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ej	1,02	
4	Deloitte	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	1,09	
5	Deloitte	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ej	1,11	
6	Deloitte	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	1,19	
7	Deloitte	Alkastbaseret beregning, Ledelse,	1,39	Undervurderet
18	Deloitte	DCF	1,61	
19	Deloitte	DCF-	1,35	
20	Deloitte+BD	Kostpris	1,29	
21	Deloitte	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	1,28	
22	Deloitte	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	1,64	
23	Deloitte	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ej	1,61	
2	KPMG	Alkastmetoden	0,83	
3	KPMG	Alkastkrav	0,98	
4	KPMG	Alkastkrav	1,16	
5	KPMG	Kostpris med trådrag af akk. Afskrivninger	0,83	
6	KPMG	Kostpris med trådrag af regnskabsmæssige afskriv	1,00	
7	KPMG	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og k	0,97	
8	KPMG	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og k	1,09	
1	KPMG	Ledelse: Sammenlignelige priser: DV opgøres son	0,78	
9	KPMG	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og k	1,09	
10	KPMG	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og k	1,17	
11	KPMG	Ledelse: Sammenlignelige priser: DV opgøres son	1,02	
12	KPMG	Alkastmetoden	1,42	Undervurderet
13	KPMG	Alkastkrav	1,49	
14	KPMG	Alkastmetoden	1,92	
15	KPMG	Alkastmetoden	1,93	
16	KPMG	Alkastmetoden, if. finansstilsynets retningslinjer	4,40	
17	KPMG	Kostpris med trådrag af regnskabsmæssige afskriv	1,74	
18	KPMG	Kostpris med trådrag af regnskabsmæssige afskriv	1,83	
19	KPMG	Kostpris med trådrag af regnskabsmæssige afskriv	2,07	
20	KPMG	Kostpris med trådrag af regnskabsmæssige afskriv	2,63	
21	KPMG	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og k	1,53	

Deloitte	Undervurdering	Overvurdering	Lige på	Total	Afvigelse
Den alkastbaserede modt	1			1	100%
DCF-modellen	2		23	25	8%
Ledelsens vurdering	3	1	6	10	40%
Kostprismodellen	1			1	100%
Total antal observationer	7	1	29	37	
Total i procent	19%	3%	78%	100%	22%

KPMG	Undervurdering	Overvurdering	Lige på	Total	Afvigelse
Den alkastbaserede modt	5		3	8	63%
Ledelsens vurdering	1		6	7	14%
Kostprismodellen	4		2	6	67%
Total antal observationer	10	0	11	21	
Total i procent	48%	0%	52%	100%	48%

Deloitte	Undervurdering	Overvurdering	Lige på	Total	Afvigelse
Den alkastbaserede modt	1			1	100%
DCF-modellen	2		23	25	8%
Ledelsens vurdering	3	1	6	10	40%
Total antal observationer	6	1	29	36	
Total i procent	17%	3%	81%	100%	19%

KPMG	Undervurdering	Overvurdering	Lige på	Total	Afvigelse
Den alkastbaserede modt	5		3	8	63%
DCF-modellen					
Ledelsens vurdering	1		6	7	14%
Total antal observationer	6	0	9	15	
Total i procent	40%	0%	60%	100%	40%

Bilag 5

Oversigt over gennemsnitlige afvigelser fordelt efter revisionshus

Nr.	Revisionselskab	afvigelser fra 1 Afv. DV (Salgspris/DV)
1	AP Pension JWN	1,27
2	BDO ScanRevision	1,25
3	BDO ScanRevision	1,06
4	BDO ScanRevision	1,17
5	BDO ScanRevision	1,21
6	BDO ScanRevision	1,42
7	Beierholm	1,18
8	Beierholm	1,88
9	Beierholm	1,03
10	Beierholm	1,07
11	Beierholm	1,00
12	Beierholm	1,00
13	Beierholm	1,29
14	Census statsautoriseret ak	1,03
15	Census statsautoriseret ak	1,03
16	Census statsautoriseret ak	1,03
17	Deloitte	1,39
18	Deloitte	1,00
19	Deloitte	1,11
20	Deloitte	1,02
21	Deloitte	1,61
22	Deloitte	1,03
23	Deloitte	1,22
24	Deloitte	1,16
25	Deloitte	1,10
26	Deloitte	1,11
27	Deloitte	1,25
28	Deloitte	1,03
29	Deloitte	1,35
30	Deloitte	1,23
31	Deloitte	1,11
32	Deloitte	1,11
33	Deloitte	1,04
34	Deloitte	1,01
35	Deloitte	1,11
36	Deloitte	1,00
37	Deloitte	1,01
38	Deloitte	1,11
39	Deloitte	1,01
40	Deloitte	1,11
41	Deloitte	1,01
42	Deloitte	1,01
43	Deloitte	1,09
44	Deloitte	1,01
45	Deloitte	1,28
46	Deloitte	1,64
47	Deloitte	1,19
48	Deloitte	1,01
49	Deloitte	1,61
50	Deloitte	1,33
51	Deloitte	1,02
52	Deloitte	1,11
53	Deloitte+BDO	1,29
54	Grant Thornton	1,02
55	KPMG	1,02
56	KPMG	1,49
57	KPMG	1,16
58	KPMG	1,17
59	KPMG	1,92
60	KPMG	1,42
61	KPMG	1,93
62	KPMG	4,40
63	KPMG	1,17
64	KPMG	1,00
65	KPMG	1,74
66	KPMG	1,83
67	KPMG	2,07
68	KPMG	2,63
69	KPMG	1,53
70	KPMG	1,03
71	KPMG	1,09
72	KPMG	1,09
73	KPMG	1,17
74	KPMG	1,02
75	KPMG	1,22
76	Nielsen & Christensen	1,23
77	Nielsen & Christensen	1,05
78	Nielsen & Christensen	1,01
79	Nielsen & Christensen	1,03
80	Nielsen & Christensen	1,11
81	PWC	1,09
82	PWC	1,00
83	PWC	1,31
84	PWC	1,60
85	PWC	2,07
86	PWC	1,55
87	PWC	1,50
88	PWC	1,27
89	PWC	1,01
90	PWC	1,01
91	Revision Aarhus	1,19
92	Revision Aarhus	1,55
93	Revision Aarhus	1,35
94	Revision Aarhus	1,38
95	Revision Aarhus	1,09
96	Revision Aarhus	1,40
97	Revision Aarhus	1,38
98	Revision Aarhus	1,56
99	Revision Aarhus	1,26
100	Revision Aarhus	1,27
101	Theil Andersen	1,97

Revisionshus	Gns. Afv.	Antal obs.
Grant Thornton	1,02	1
Census	1,03	3
Nielsen & Christensen	1,08	5
Deloitte	1,16	37
Beierholm	1,21	7
BDO	1,22	5
AP Pension	1,27	1
PWC	1,34	10
Revision Aarhus	1,34	10
KPMG	1,58	21
Theil Andersen	1,97	1
Gns. / Total	1,29	101

Bilag 6

Oversigt over undervurderinger, overvurderinger samt acceptable vurderinger målt efter målemetode.

Nr.	Revisionselskab	Målemetode	Ratio DV (S/DV)	
1	BDO ScanRevision	Afkastbaseret model	0,58	
2	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	0,60	
3	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	0,62	
4	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	0,62	
5	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	0,65	
6	BDO ScanRevision	Afkastbaseret model	0,79	
7	KPMG	Ledelse: Sammenlignelige	0,78	
8	Deloitte	Ledelse: systematisk vur	0,67	
9	BDO ScanRevision	Afkastbaseret	0,94	
10	BDO ScanRevision	Afkastbaseret	1,17	
11	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	0,81	
12	Nielsen & Christensen	Afkastbaseret model	0,97	
13	Nielsen & Christensen	Afkastbaseret model	1,01	
14	Nielsen & Christensen	Afkastbaseret model	1,05	
15	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	1,09	
16	Nielsen & Christensen	Afkastbaseret model	1,11	
17	PWC	Afkastbaseret model, dag	1,09	
18	Census statsautoriseret ak	Afkastbaseret målemetode	0,97	
19	Census statsautoriseret ak	Afkastbaseret målemetode	0,97	
20	Census statsautoriseret ak	Afkastbaseret målemetode	1,03	
21	Beierholm	Afkastbaseret værdiansæt	1,18	
22	KPMG	Afkastkrav	0,98	
23	KPMG	Afkastkrav	1,16	
24	KPMG	Afkastmetoden	0,83	
25	PWC	Afkastmetoden til Finansst	1,00	
26	Deloitte	DCF	0,84	
27	Deloitte	DCF	0,97	
28	Deloitte	DCF	1,00	
29	Deloitte	DCF	1,02	
30	Deloitte	DCF	1,10	
31	Deloitte	DCF	1,11	
32	Deloitte	DCF-	1,03	
33	Deloitte	DCF-	1,11	
34	Deloitte	DCF, ledelse	1,11	
35	Deloitte	DCF, Måling foretages af	0,96	
36	Deloitte	DCF, Måling foretages af	1,01	
37	Deloitte	DCF, Måling foretages af	1,11	
38	Deloitte	DCF-metoden	1,00	
39	Deloitte	DCF-metoden	1,01	
40	Deloitte	DCF-metoden	1,01	
41	Deloitte	DCF-metoden	1,11	
42	Deloitte	DCF-metoden	1,11	
43	Deloitte	DCF-metoden: DV foretag	1,01	
44	Deloitte	DCF-metoden: DV foretag	1,01	
45	Deloitte	DCF-metoden: DV foretag	1,11	
46	KPMG	Kostpris med fradrag af al	0,83	
47	Grant Thornton	Kostpris med fradrag af al	1,02	
48	KPMG	Kostpris med fradrag af re	1,83	
49	KPMG	Kostpris med fradrag af re	1,00	
50	Deloitte	Ledelse: Vurderes årligt i	0,99	
51	Deloitte	Ledelse: Vurderes årligt i	1,09	
52	Deloitte	Ledelse: Vurderes årligt i	1,19	
53	KPMG	Ledelse: Dagsværdi, efter	0,97	
54	KPMG	Ledelse: Dagsværdi, efter	1,09	
55	KPMG	Ledelse: Dagsværdi, efter	1,09	
56	KPMG	Ledelse: Dagsværdi, efter	1,17	
57	PWC	Ledelse: Individuel vurder	0,99	
58	PWC	Ledelse: Individuel vurder	1,01	
59	Deloitte	Ledelse: Markedsværdi, b	0,99	
60	KPMG	Ledelse: Sammenlignelige	1,02	
61	Deloitte	Ledelse: systematisk vur	1,02	
62	Deloitte	Ledelse: systematisk vur	1,11	
63	Beierholm	Mågløuvurdering + Afkast	1,00	
64	Beierholm	Mågløuvurdering + Afkast	1,00	
65	Beierholm	Mågløuvurdering + Afkast	1,03	
66	Beierholm	Mågløuvurdering + Afkast	1,07	
67	BDO ScanRevision	Afkastbaserede målemeto	1,25	
68	Deloitte	Afkastbaseret beregning, l	1,39	
69	Nielsen & Christensen	Afkastbaseret model	1,23	
70	Revision Aarhus	Afkastbaseret model	1,55	
71	Beierholm	Afkastbaseret værdiansæt	1,88	
72	KPMG	Afkastkrav	1,49	
73	KPMG	Afkastmetoden	1,42	
74	KPMG	Afkastmetoden	1,92	
75	KPMG	Afkastmetoden, jf. finansst	4,40	
76	KPMG	Afkastmetoden	1,93	
77	PWC	Afkastmetoden til Finansst	1,31	
78	Deloitte	DCF	1,22	
79	Deloitte	DCF	1,61	
80	Deloitte	DCF-	1,23	
81	Deloitte	DCF-	1,25	
82	Deloitte	DCF-	1,35	
83	Theilb Andersen	DCF-model (6-årig likvidit	1,97	
84	Deloitte+BDO	Kostpris	1,29	
85	KPMG	Kostpris med fradrag af re	1,74	
86	KPMG	Kostpris med fradrag af re	2,07	
87	KPMG	Kostpris med fradrag af re	2,63	
88	Deloitte	Ledelse: Vurderes årligt i	1,28	
89	Deloitte	Ledelse: Vurderes årligt i	1,64	
90	PWC	Ledelse: Dagsværdi jf. ÅR	1,27	
91	PWC	Ledelse: Dagsværdi jf. ÅR	1,50	
92	PWC	Ledelse: Dagsværdi jf. ÅR	1,55	
93	PWC	Ledelse: Dagsværdi jf. ÅR	1,60	
94	PWC	Ledelse: Dagsværdi jf. ÅR	2,07	
95	KPMG	Ledelse: Dagsværdi, efter	1,53	
96	AP Pension JWN	Ledelse: Markedsværdi, fi	1,27	
97	Revision Aarhus	Ledelse: foretagne en indiv	1,26	
98	Revision Aarhus	Ledelse: systematisk vur	1,56	
99	Deloitte	Ledelse: systematisk vur	1,61	
100	Revision Aarhus	Ledelse: skattemæssig handels	1,27	
101	Beierholm	Mågløuvurdering + Afkast	1,29	

Afvigelse i forhold til antal af observationer i forhold til målemetode.

Målemetode	Under-vurdering	Over-vurdering	Lige på	Antal obs.	Afvigelse
Afkastmetoden	11	6	17	34	59%
DCF-metoden	6		20	26	23%
Ledelsens vurdering	13	2	13	28	54%
Vurderingssagkyndig	1		4	5	20%
Kostprismodellen	4		4	8	50%
Total antal observationer	35	8	58	101	
Total i procent	35%	8%	57%	100%	43%

Sorteret inkl. kostpris

Målemetode	Under-vurdering	Over-vurdering	Lige på	Antal obs.	Afvigelse
Vurderingssagkyndig	1		4	5	20%
DCF-metoden	6		20	26	23%
Afkastmetoden	11	6	17	34	50%
Kostprismodellen	4		4	8	50%
Ledelsens vurdering	13	2	13	28	54%
Total antal obs.	35	8	58	101	
	35%	8%	57%	100%	43%

Sorteret eksklusiv Kostprismodellen

Målemetode	Under-vurdering	Over-vurdering	Lige på	Antal obs.	Afvigelse i %
Vurderingssagkyndig	1		4	5	20%
DCF-metoden	6		20	26	23%
Afkastmetoden	11	6	17	34	50%
Ledelsens vurdering	13	2	13	28	54%
Total antal observationer	31	8	54	93	
Total i procent	33%	9%	58%	100%	42%

Målemetode	Under-vurdering	Over-vurdering	Lige på	Antal obs.	Afvigelse i %
Vurderingssagkyndig	1		4	5	20%
DCF-metoden	6		20	26	23%
Afkastmetoden	11	6	17	34	50%
Ledelsens vurdering	13	2	13	28	54%
Total antal observationer	31	8	54	93	
Total i procent	33%	9%	58%	100%	42%

Bilag 7

Oversigt over gennemsnitlige afvigelser målt på balancesum

Nr.	Balancesum, kroner	Afv. DV (Salgspris/DV)
1	2.374.200	1,17
2	2.389.200	1,92
3	2.599.300	1,42
4	2.983.800	1,93
5	3.645.417	1,61
6	17.816.000	1,11
7	18.480.000	1,25
8	54.566.000	1,00
9	56.491.118	1,27
10	61.500.630	1,21
11	75.049.042	1,23
12	81.923.186	1,42
13	91.616.477	1,05
14	93.098.000	1,01
15	98.397.735	1,03
16	98.397.735	1,11
17	125.243.093	1,00
18	127.068.000	1,11
19	186.347.000	1,04
20	195.369.500	1,19
21	195.369.500	1,55
22	202.541.079	1,35
23	202.839.000	1,38
24	204.987.209	1,18
25	207.103.000	1,01
26	213.212.000	1,11
27	218.780.200	1,01
28	226.722.000	1,11
29	232.217.615	1,03
30	237.167.981	1,88
31	241.113.890	1,01
32	241.366.000	1,11
33	245.831.455	1,29
34	252.758.000	1,74
35	263.962.884	1,03
36	267.374.000	1,11
37	272.092.654	1,02
38	277.897.000	1,11
39	278.806.000	1,02
40	299.023.440	1,03
41	336.164.030	1,17
42	369.973.545	1,02
43	377.119.974	1,22
44	380.938.000	1,00
45	392.990.581	1,40
46	393.063.000	1,83
47	413.301.000	1,01
48	422.080.000	1,01
49	431.535.631	1,09
50	433.848.000	1,01
51	446.343.000	1,38
52	448.192.000	2,07
53	471.160.000	1,01
54	520.187.000	2,63
55	595.383.674	1,56
56	736.956.474	1,26
57	1.000.000.000	1,06
58	1.032.829.872	1,97
59	1.059.397.304	1,17
60	1.092.524.000	1,03
61	1.183.185.733	1,25
62	1.237.792.000	1,09
63	1.249.984.000	1,09
64	1.270.021.000	1,03
65	1.281.523.000	1,17
66	1.397.316.000	1,07
67	1.431.148.000	1,00
68	1.493.728.000	1,61
69	1.512.159.000	1,00
70	1.516.258.000	1,29
71	1.529.717.000	1,03
72	1.857.500.000	4,40
73	1.943.189.000	1,53
74	1.951.456.000	1,33
75	2.122.689.000	1,27
76	2.135.162.000	1,00
77	2.293.596.000	1,22
78	2.383.947.000	1,16
79	2.390.950.000	1,31
80	2.464.530.000	1,60
81	2.523.108.000	1,10
82	2.561.690.890	1,02
83	2.627.333.000	1,09
84	2.663.490.840	1,39
85	2.670.773.000	1,01
86	2.758.013.000	1,11
87	2.765.707.000	1,28
88	2.830.061.000	2,07
89	2.830.895.000	1,64
90	2.882.924.000	1,19
91	3.286.000.000	1,09
92	3.291.652.000	1,01
93	3.364.971.000	1,55
94	3.695.581.000	1,50
95	4.109.857.000	1,27
96	8.821.362.000	1,02
97	8.903.892.000	1,49
98	9.033.876.000	1,16
99	14.401.436.000	1,03
100	14.401.436.000	1,35
101	17.556.549.000	1,23

Balancesum mio. kr.	Antal selskaber	Gennemsnit	Std. Afv.
0 til 50	7	1,49	0,38
50 til 100	9	1,26	0,13
101 til 1.000	40	1,25	0,27
1.001 til 1.500	18	1,40	0,79
Over 2.000	27	1,27	0,67
I alt	101	1,30	0,43

Sorteret:

Balancesum mio. kr.	Antal selskaber	Gennemsnit	Std. Afv.
101 til 1.000	40	1,25	0,27
50 til 100	9	1,26	0,13
Over 2.000	27	1,27	0,67
1.001 til 1.500	18	1,40	0,79
0 til 50	7	1,49	0,38
I alt	101	1,30	0,43

Bilag 8

Oversigt over gennemsnitlige afvigelser målt på årstal.

Nr.	År	Afvigelser fra 1 (Salgspris/DV)
1	2005	1,01
2	2006	1,00
3	2006	1,01
4	2006	1,02
5	2006	1,03
6	2006	1,09
7	2006	1,11
8	2006	1,17
9	2006	1,17
10	2006	1,27
11	2006	1,27
12	2006	1,31
13	2006	1,49
14	2006	1,50
15	2006	1,55
16	2006	1,64
17	2006	4,40
18	2006	1,92
19	2006	1,61
20	2006/07	1,00
21	2006/07	1,35
22	2006/2007	1,21
23	2006/2007	1,26
24	2007	1,00
25	2007	1,01
26	2007	1,03
27	2007	1,06
28	2007	1,09
29	2007	1,09
30	2007	1,11
31	2007	1,11
32	2007	1,11
33	2007	1,11
34	2007	1,11
35	2007	1,11
36	2007	1,11
37	2007	1,16
38	2007	1,22
39	2007	1,23
40	2007	1,25
41	2007	1,28
42	2007	1,29
43	2007	1,53
44	2007	1,93
45	2007	1,60
46	2007	1,83
47	2007/08	1,00
48	2007/08	1,18
49	2007/08	1,23
50	2007/08	1,29
51	2007/2008	1,56
52	2008	1,00
53	2008	1,01
54	2008	1,01
55	2008	1,02
56	2008	1,02
57	2008	1,02
58	2008	1,03
59	2008	1,05
60	2008	1,09
61	2008	1,10
62	2008	1,19
63	2008	1,27
64	2008	1,39
65	2008	1,42
66	2008	2,63
67	2008	1,33
68	2008	1,38
69	2009	1,07
70	2009	1,11
71	2009	1,01
72	2009	1,09
73	2008/09	1,22
74	2008/09	1,35
75	2009	1,55
76	2009	1,61
77	2009	,2
78	2009	1,74
79	2010	1,00
80	2010	1,03
81	2010	1,88
82	2010	1,40
83	2010	1,42
84	2010	1,01
85	2010	1,01
86	2010	1,01
87	2010	1,01
88	2010	1,02
89	2010	1,03
90	2010	1,03
91	2010	1,16
92	2009/10	1,17
93	2009/10	1,17
94	2009/10	1,19
95	2009/2010	2,07
96	2009/2010	2,07
97	2010/1011	1,38
98	2010/11	1,03
99	2010/11	1,25
100	2010	1,03
101	2010	1,04

Gennemsnitlige afvigelser i perioden 2006 til 2010 (Inklusiv kostprismodellen)

Årstal	Gns. afv.	std. Afv.	Antal Obs
2010	1,23	0,34	23
2008	1,24	0,35	22
2006	1,45	0,76	19
2009	1,37	0,33	10
2007	1,46	0,23	27
Gns/Total	1,27	0,38	101

Bilag 9

Oversigt over udviklingen af gennemsnitlige afvigelser målt på årstal og målemetode.

Nr.	Målemetode	År	10 afvigelser fra 1 (Salgspris/DV)
1	Afkastbaseret	2006	1,01
2	afkastbaseret model	2006	1,02
3	Afkastbaseret model	2006	1,03
4	Afkastbaseret model, dagsværdi + ekstern vurdering for markedsleje +	2006	1,09
5	Afkastkrav	2006	1,11
6	Afkastmetoden, jf. finansstilsynets retningslinjer	2001	4,40
7	Afkastmetoden	2006	1,17
8	Afkastmetoden til Finansstilsynets bekendtgørelse	2006	1,17
9	DCF	2006	1,49
10	DCF	2006	1,50
11	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger	2006	1,61
12	Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt ejendom	2006	1,27
13	Dagsværdi, Finansstilsynets vejledning om forsikringssekskabes værdiansættelse	2006	1,27
14	Ledelse: Individuel vurdering: Ledelse: Markedsværdi baseret på indivi	2006	1,55
15	Ledelse: Målingsværdi, bases of the Danish Financial Supervisory Auth	2005	1,01
16	Ledelse: Markedsværdi, finansstilsynets retningslinjer	2006	1,31
17	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ejendom baseret på det	2006	1,64
18	Ledelsen skanner handelsværdi, anvender ej ikke ekstern vurdering	2006	1,92
19	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	2006	1,00
20	Afkastbaserede målemetode, jf. ledelsesberetning	2007	1,01
21	Afkastbaseret	2007	1,03
22	Afkastbaseret model	2006/2007	1,21
23	Afkastbaseret model	2007	1,06
24	afkastbaseret model	2007	1,09
25	Afkastbaseret målemetode	2007	1,09
26	Afkastkrav	2007	1,11
27	Afkastmetoden	2007	1,11
28	Afkastmetoden til Finansstilsynets bekendtgørelse	2007	1,11
29	DCF	2007	1,11
30	DCF	2007	1,16
31	DCF-	2006/07	1,00
32	DCF, ledelsen	2007	1,22
33	DCF, Måling foretages af ledelsen	2007	1,23
34	DCF-metoden	2007	1,25
35	DCF-metoden	2007	1,28
36	DCF-metoden: DV foretages af ledelsen tages hensyn til beliggenhed,	2007	1,29
37	Kostpris	2007	1,60
38	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger	2007	1,83
39	ledelse. Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt	2007	1,11
40	ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	2007	1,00
41	ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og kutyme i ejendomsbr	2007	1,11
42	ledelse: Dagsværdi, Finansstilsynets vejledning om forsikringssekskabes	2007	1,11
43	Ledelse: Individuel vurdering: Ledelse: Markedsværdi baseret på indivi	2007	1,53
44	Ledelsen foretage en individuel måling ud fra en skønnet handelsværdi,	2006/2007	1,26
45	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ejendom baseret på det	2007	1,93
46	Mægleruvurdering + Afkastbaserede model, ledelsesberetning	2006/07	1,35
47	Afkastbaseret beregning	2008	1,39
48	afkastbaseret model	2008	1,01
49	Afkastbaseret model	2008	1,01
48	Afkastbaseret målemetode	2008	1,02
48	Afkastbaseret værdiansættelsesmodel	2007/08	1,00
49	Afkastkrav	2008	1,02
50	Afkastmetoden	2008	1,02
51	DCF	2007/08	1,18
52	DCF	2008	1,09
53	DCF-	2007/08	1,23
54	DCF, Måling foretages af ledelsen	2008	1,10
55	DCF-metoden	2008	1,19
56	DCF-metoden: DV foretages af ledelsen tages hensyn til beliggenhed,	2008	1,27
57	Kostpris med fradrag af akkumulerede afskrivninger	2008	1,33
58	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger	2008	1,38
59	ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	2008	1,00
60	Ledelse: Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt	2008	1,03
61	Ledelse: Dagsværdi, Finansstilsynets vejledning om forsikringssekskabes	2008	1,05
62	ledelse: Sammenlignelige priser: DV opgøres som udgangspunkt i sam	2008	2,63
63	Ledelsen foretage en individuel måling ud fra en skønnet handelsværdi,	2007/2008	1,56
64	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ejendom baseret på det	2008	1,42
65	Mægleruvurdering + Afkastbaserede model, ledelsesberetning	2007/08	1,29
1	afkastbaseret model	2009	1,11
2	Afkastbaseret model	2009	1,01
3	DCF	2009	1,55
4	DCF-	2008/09	1,22
5	DCF-model (6-årig likviditetsbudgetter)	2009	1,61
5	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger	2009	1,74
6	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	2009	1,07
7	Ledelse: Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt	2009	1,09
7	Ledelse: Sammenlignelige priser: DV opgøres som udgangspunkt i sam	2009	2
8	Mægleruvurdering + Afkastbaserede model, ledelsesberetning	2008/09	1,35
1	afkastbaseret model	2010	1,03
2	Afkastbaseret model	2010	1,88
3	Afkastbaseret model	2009/2010	2,07
4	Afkastbaseret model	2009/2010	2,07
5	Afkastbaseret model	2010/2011	1,38
6	Afkastbaseret målemetode	2010	1,40
7	Afkastbaseret værdiansættelsesmodel	2009/10	1,17
8	Afkastmetoden	2010	1,42
9	DCF	2010	1,01
10	DCF-	2009/10	1,17
11	DCF-	2010/11	1,03
12	DCF, Måling foretages af ledelsen	2010	1,01
13	DCF-metoden	2010	1,02
14	DCF-metoden	2010	1,03
15	DCF-metoden: DV foretages af ledelsen tages hensyn til beliggenhed,	2010	1,03
16	Kostpris med fradrag af akk. Afskrivninger	2010	1,03
17	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger	2010	1,04
18	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	2010	1,00
17	Ledelse: Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt	2010	1,01
18	Ledelse: Dagsværdi, Finansstilsynets vejledning om forsikringssekskabes	2010	1,01
19	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ejendom baseret på det	2010	1,16
20	Mægleruvurdering + Afkastbaserede model, ledelsesberetning	2009/10	1,19
21	Mægleruvurdering + Afkastbaserede model, ledelsesberetning	2010/11	1,25

Målemetode / år	2006	2007	2008	2009	2010	Total	Ændring i procent
Ledelsens vurdering	42%	26%	27%	30%	17%	28%	-41%
Den afkastbaserede model	42%	33%	32%	20%	35%	33%	-83%
DCF-modellen	11%	30%	27%	30%	30%	26%	37%
Kostprismodellen	5%	7%	9%	10%	9%	8%	58%
Ekstern vurderingssagkyndig	0%	4%	5%	10%	9%	5%	9%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	

Bilag 10

Oversigt over udviklingen af vurdering ved ledelsens vurdering efter årstal .

Nr.	Målemetode	År	Ratio DV (S/DV)
1	Ledelse: Markedsværdi, bases of the Danish Financial Supervisory Aut	2005	0,99
2	Ledelse: Individuel vurdering: Ledelse: Markedsværdi baseret på individ	2006	0,99
3	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og kutyme i ejendomsbra	2006	1,17
4	Ledelse: skønner handelsværdi, anvender ej ikke ekstern vurderingman	2006	1,27
5	Ledelse: Markedsværdi, finanstilsynets retlingslinjeer	2006	1,27
6	Ledelse: Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt t	2006	1,50
7	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ejendom baseret på den	2006	1,61
8	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	2006	1,64
1	Ledelse: Individuel vurdering: Ledelse: Markedsværdi baseret på individ	2007	1,01
2	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og kutyme i ejendomsbra	2007	1,09
3	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ejendom baseret på den	2007	1,11
4	Ledelsen foretage en individuel måling ud fra en skønnet handelsværdi, i	2006/2007	1,26
4	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	2007	1,28
5	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og kutyme i ejendomsbra	2007	1,53
6	Ledelse: Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt t	2007	1,60
1	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ejendom baseret på den	2008	0,67
2	Ledelse: Sammenlignelige priser: DV opgøres som udgangspunkt i samu	2008	1,02
3	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og kutyme i ejendomsbra	2008	1,09
3	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	2008	1,19
4	Ledelse: Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt t	2008	1,27
6	Ledelsen foretage en individuel måling ud fra en skønnet handelsværdi, i	2007/2008	1,56
1	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	2009	1,09
2	Ledelse: Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt t	2009	1,55
3	Ledelse: Sammenlignelige priser: DV opgøres som udgangspunkt i samu	2009	0,78
1	Ledelse: Dagsværdi, efter normale principper og kutyme i ejendomsbra	2010	0,97
2	Ledelse: Vurderes årligt af interne eksperter	2010	0,99
3	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt ejendom baseret på den	2010	1,02
4	Ledelse: Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering af hver enkelt t	2010	2,07

Årstal	Undervurdering	Lige på	Overvurdering	Antal observationer
2006	5	3		8
2007	4	3		7
2008	2	3	1	6
2009	1	1	1	3
2010		3	1	4
Gennemsnit / total	12	13	3	28

Bilag 11:

Oversigt over ejendomsselskabernes gearing (gældsforhold i forhold til egenkapital)

Nr.	Prioritetsgæld	Bankgæld, inklusive kort gæld	Total rentebærende gæld	Egenkapital	Gearing
1	373.741.628	127.765.180	501.506.808	-138.578.152	-3,62
2	404.162.683	116.288.434	520.451.117	-174.874.545	-2,98
3	207.149.755	126.125.543	333.275.298	-161.760.939	-2,06
4	205.067.377	128.347.000	333.414.377	-165.835.000	-2,01
5	196.610.468	32.515.834	229.126.302	-161.726.747	-1,42
6	-	-	-	2.110.106.000	-
7	-	-	-	3.211.000.000	-
8	-	-	-	162.642.000	-
9	-	-	-	163.037.000	-
10	-	-	-	172.869.000	-
11	-	-	-	52.079.000	-
12	-	-	-	156.578.000	-
13	-	-	-	150.534.000	-
14	-	-	-	158.647.000	-
15	-	-	-	145.873.000	-
16	-	-	-	74.326.000	-
17	-	-	-	75.052.000	-
18	-	-	-	76.436.000	-
19	-	-	-	152.639.000	-
20	-	-	-	153.070.000	-
21	-	-	-	1.075.053.000	-
22	-	-	-	5.762.136.000	-
23	-	-	-	6.267.026.000	-
24	-	-	-	6.415.250.000	-
25	-	-	-	2.797.518.000	-
26	-	-	-	2.511.777.000	-
27	-	-	-	2.173.944.000	-
28	-	-	-	2.513.856.000	-
29	-	-	-	2.036.524.000	-
30	-	-	-	227.479.000	-
31	-	-	-	218.308.000	-
32	-	-	-	1.044.665.000	-
33	-	-	-	989.915.000	-
34	-	-	-	1.026.135.000	-
35	-	-	-	1.040.855.000	-
36	-	-	-	972.159.000	-
37	124.000	-	124.000	1.222.625.000	0,00
38	150.000	-	150.000	1.231.101.000	0,00
39	175.000	-	175.000	1.264.656.000	0,00
40	500.000	-	500.000	2.743.700.000	0,00
41	500.000	-	500.000	2.529.200.000	0,00
42	500.000	-	500.000	2.311.700.000	0,00
43	600.000	-	600.000	2.296.900.000	0,00
44	7.976.000	-	7.976.000	1.608.429.000	0,00
45	8.276.000	-	8.276.000	1.422.021.000	0,01
46	8.559.000	-	8.559.000	1.407.674.000	0,01
47	9.076.000	-	9.076.000	1.457.356.000	0,01
48	8.825.000	-	8.825.000	1.363.633.000	0,01
1	90.583.964	5.973.000	96.556.964	767.444.783	0,13
2	37.482.451	19.566.856	57.049.307	260.999.334	0,22
3	107.654.000	-	107.654.000	346.633.000	0,31
4	14.880.363	226.708	15.107.071	31.911.596	0,47
5	528.848.000	-	528.848.000	1.092.407.000	0,48
6	72.197.347	-	72.197.347	130.216.204	0,55
7	589.229.000	-	589.229.000	939.128.000	0,63
8	58.113.132	3.348.902	61.462.034	96.275.480	0,64
9	92.852.000	-	92.852.000	140.258.000	0,66
10	29.764.652	848.972	30.613.624	42.069.266	0,73
11	815.226.000	19.044.000	834.270.000	847.474.000	0,98
12	67.729.420	11.425.108	79.154.528	76.201.569	1,04
13	62.364.857	23.855.125	86.219.982	81.675.987	1,06
14	4.070.604.000	1.306.863.000	5.377.467.000	4.605.000.000	1,17
15	1.472.069.000	17.557.000	1.489.626.000	1.203.441.000	1,24
16	217.118.000	-	217.118.000	164.727.000	1,32
17	70.063.685	34.120.324	104.184.009	74.768.791	1,39
18	279.117.916	29.155.000	308.272.916	208.362.657	1,48
19	6.411.180.000	1.447.248.000	7.858.428.000	5.007.000.000	1,57
20	2.193.026.000	785.092	2.193.811.092	1.377.164.000	1,59
21	209.644.000	-	209.644.000	113.215.000	1,85
22	656.402.701	265.463.133	921.865.834	478.559.249	1,93
23	1.343.595.965	-	1.343.595.965	664.910.117	2,02
24	590.868.498	271.687.847	862.556.345	401.175.258	2,15
25	221.988.362	285.846.696	507.835.058	233.861.543	2,17
26	333.958.861	122.043.805	456.002.666	200.223.877	2,28
27	39.237.864	1.114.887	40.352.751	17.426.139	2,32
1	10.574.783.000	656.663.000	11.231.446.000	4.747.971.000	2,37
2	1.286.781.000	38.000	1.286.819.000	540.723.000	2,38
3	10.685.000.000	1.211.000.000	11.896.000.000	4.977.000.000	2,39
4	10.594.000.000	881.000.000	11.475.000.000	4.717.000.000	2,43
5	260.826.490	-	260.826.490	106.196.807	2,46
6	641.649.000	274.048.000	915.697.000	350.358.000	2,61
7	654.980.000	70.068.000	725.048.000	270.839.000	2,68
8	83.716.508	-	83.716.508	30.249.043	2,77
9	185.015.910	37.774.259	222.790.169	80.256.264	2,78
10	746.894.000	199.553.000	946.447.000	338.984.000	2,79
11	192.827.274	110.644.706	303.471.980	100.218.841	3,03
12	2.039.519.000	-	2.039.519.000	612.140.000	3,33
13	1.825.941.314	23.270.452	1.849.211.766	514.913.730	3,59
14	289.763.384	-	289.763.384	76.628.975	3,78
15	5.587.000.000	-	5.587.000.000	1.260.400.000	4,43
16	865.662.000	80.390.000	946.052.000	203.718.000	4,64
17	744.670.000	193.878.000	938.548.000	182.314.000	5,15
18	53.269.699	6.802.761	60.072.460	9.367.000	6,41
19	51.129.149	9.507.118	60.636.267	9.053.401	6,70
20	62.896.125	10.045.498	72.941.623	10.340.000	7,05
21	66.072.534	10.744.793	76.817.327	9.925.089	7,74
22	63.699.566	7.490.092	71.189.658	8.517.531	8,36
23	153.826.410	-	153.826.410	16.641.269	9,24
24	179.827.074	41.536.443	221.363.517	16.211.565	13,65
25	730.554.011	11.138.252	741.692.263	33.258.000	22,30
26	193.659.975	30.076.690	223.736.665	1.383.861	161,68

Gearing	Antal observa- tioner	I procent
under 3	1	1%
Mellem -0,06 til -3	4	4%
Mellem -0,05 og 0,05	43	45%
Mellem 0,06 til 3	31	33%
Over 3	16	17%
Total	95	100%

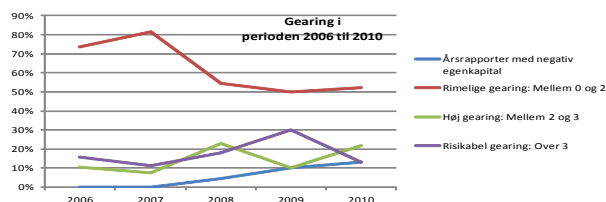
Bilag 12

Oversigt over ejendomssekskabernes gearing (gældsforhold i forhold til egenkapital) fordelt på årstal

Nr.	Total rente-bærende gæld	Egenkapital	År	Gearing	Afvigelse beregnet Salgspris vs dagsværdi
1	-	2.110.106.000	2006	-	1,27
2	-	3.211.000.000	2006	-	1,09
3	-	5.762.136.000	2006	-	1,49
4	-	2.036.524.000	2006	-	1,50
5	-	218.308.000	2006	-	1,02
6	-	989.915.000	2006	-	0,97
7	175.000	1.264.656.000	2006	0,00	1,17
8	600.000	2.296.900.000	2006	0,00	1,92
9	9.076.000	1.457.356.000	2006	0,01	1,64
10	15.107.071	31.911.596	2006	0,47	1,27
11	589.229.000	939.128.000	2006	0,63	1,31
12	79.154.528	76.201.569	2006	1,04	0,99
13	2.193.811.092	1.377.164.000	2006	1,59	1,61
14	209.644.000	113.215.000	2006	1,85	1,00
15	862.556.345	401.175.258	2006	2,15	1,17
16	222.790.169	80.256.264	2006	2,78	1,55
17	2.039.519.000	612.140.000	2005	3,33	0,99
18	5.587.000.000	1.260.400.000	2006	4,43	4,40
19	60.072.460	9.367.000	2006	6,41	1,11
20	-	172.869.000	2007	-	1,11
21	-	156.578.000	2007	-	1,11
22	-	145.873.000	2007	-	1,11
23	-	76.436.000	2007	-	1,11
24	-	152.639.000	2007	-	1,11
25	-	6.267.026.000	2007	-	1,16
26	-	2.173.944.000	2007	-	1,60
27	-	227.479.000	2007	-	1,11
28	-	1.044.665.000	2007	-	1,22
29	150.000	1.231.101.000	2007	0,00	1,09
30	500.000	2.311.700.000	2007	0,00	1,93
31	8.825.000	1.363.633.000	2007	0,01	1,28
32	528.848.000	1.092.407.000	2007	0,48	1,00
33	72.197.347	130.216.204	2007	0,55	1,29
34	61.462.034	96.275.480	2007	0,64	1,01
35	30.613.624	42.069.266	2006/2007	0,73	0,79
36	834.270.000	847.474.000	2007	0,98	1,53
37	5.377.467.000	4.605.000.000	2006/07	1,17	1,35
38	1.489.626.000	1.203.441.000	2007	1,24	1,11
39	217.118.000	164.727.000	2007	1,32	1,83
40	308.272.916	208.362.657	2006/2007	1,48	1,26
41	921.865.834	478.559.249	2007	1,93	0,94
42	507.835.058	233.861.543	2007	2,17	1,25
43	915.697.000	350.358.000	2006/07	2,61	1,00
44	303.471.980	100.218.841	2007	3,03	1,09
45	60.636.267	9.053.401	2007	6,70	1,23
46	741.692.263	33.258.000	2007	22,30	1,03
47	333.275.298	-161.760.939	2008	-2,06	0,62
48	-	162.642.000	2008	-	1,00
49	-	150.534.000	2008	-	1,01
50	-	74.326.000	2008	-	1,01
51	-	6.415.250.000	2008	-	0,98
52	-	2.511.777.000	2008	-	1,27
53	-	1.026.135.000	2008	-	1,10
54	124.000	1.222.625.000	2008	0,00	1,09
55	500.000	2.529.200.000	2008	0,00	1,42
56	8.559.000	1.407.674.000	2008	0,01	1,19
57	107.654.000	346.633.000	2008	0,31	2,63
58	104.184.009	74.768.791	2007/08	1,39	1,18
59	7.858.428.000	5.007.000.000	2007/08	1,57	1,23
60	456.002.666	200.223.877	2007/2008	2,28	1,56
61	1.286.819.000	540.723.000	2008	2,38	0,67
62	260.826.490	106.196.807	2008	2,46	1,02
63	83.716.508	30.249.043	2007/08	2,77	1,00
64	946.447.000	338.984.000	2007/08	2,79	1,29
65	1.849.211.766	514.913.730	2008	3,59	1,39
66	71.189.658	8.517.531	2008	8,36	1,05
67	153.826.410	16.641.269	2008	9,24	1,02
68	221.363.517	16.211.565	2008	13,65	0,97
69	333.414.377	-165.835.000	2009	-2,01	0,65
70	-	2.513.856.000	2009	-	1,55
71	-	972.159.000	2009	-	1,61
72	8.276.000	1.422.021.000	2009	0,01	1,09
73	96.556.964	767.444.783	2009	0,13	1,97
74	92.852.000	140.258.000	2009	0,66	1,74
75	11.231.446.000	4.747.971.000	2008/09	2,37	1,11
76	289.763.384	76.628.975	2009	3,78	0,78
77	938.548.000	182.314.000	2008/09	5,15	1,07
78	72.941.623	10.340.000	2009	7,05	1,01
79	501.506.808	-138.578.152	2010/2011	-3,62	0,62
80	520.451.117	-174.874.545	2009/2010	-2,98	0,60
81	229.126.302	-161.726.747	2010	-1,42	0,81
82	-	163.037.000	2010	-	1,01
83	-	52.079.000	2010	-	2,07
84	-	158.647.000	2010	-	1,01
85	-	75.052.000	2010	-	0,96
86	-	153.070.000	2010	-	1,01
87	-	1.075.053.000	2010	-	0,97
88	-	2.797.518.000	2010	-	2,07
89	-	1.040.855.000	2010	-	0,84
90	500.000	2.743.700.000	2010	0,00	0,83
91	7.976.000	1.608.429.000	2010	0,00	0,99
92	57.049.307	260.999.334	2010	0,22	0,83
93	86.219.982	81.675.987	2009/10	1,06	1,88
94	1.343.595.965	664.910.117	2010	2,02	1,02
95	40.352.751	17.426.139	2009/2010	2,32	0,58
96	11.896.000.000	4.977.000.000	2010/11	2,39	1,25
97	11.475.000.000	4.717.000.000	2009/10	2,43	1,03
98	725.048.000	270.839.000	2010/11	2,68	1,03
99	946.052.000	203.718.000	2009/10	4,64	1,00
100	76.817.327	9.925.089	2010	7,74	0,97
101	223.736.665	1.383.861	2010	161,68	0,97

	2006	2007	2008	2009	2010	Total
Årsrapporter med negativ egenkapital	47	45	5	1	1	
Mellem 0 og 2	14	22	12	5	12	65
Mellem 2 og 3	2	2	5	1	5	15
Over 3	3	3	4	3	3	16
Total	19	27	22	10	23	101

Gearing, antal årsrapporter	2006	2007	2008	2009	2010	Total
Årsrapporter med negativ egenkapital	0%	0%	5%	10%	13%	5%
Rimelige gearing: Mellem 0 og 2	74%	81%	55%	50%	52%	64%
Høj gearing: Mellem 2 og 3	11%	7%	23%	10%	22%	15%
Risikabel gearing: Over 3	16%	11%	18%	30%	13%	16%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

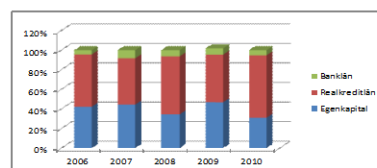


Bilag 13

Overzicht over rejsende mæsselkaberne kapitalstruktur: Selskaber som er 100 % egenkapitalfinansieret udeladt, samt s						
Prioritetsgæld, ejendomme	Bankgæld, inkl. kort gæld	Total rentebærende gæld	Egenkapital	Egenkapital %	Realkreditgæld	Bankgæld
År						
37.482.451	19.566.856	57.049.307	260.999.334	82%	12%	6%
231.121.888	7.692.216	238.814.104	1.383.861	1%	96%	3%
67.320.695	9.496.632	76.817.327	9.925.089	11%	78%	11%
865.663.000	80.390.000	946.053.000	203.718.000	18%	73%	7%
40.232.864	119.887	40.352.751	17.406.139	30%	70%	0%
11.661.000.000	235.000.000	11.896.000.000	4.977.000.000	29%	69%	1%
10.986.000.000	489.000.000	11.475.000.000	4.717.000.000	29%	68%	3%
1.343.595.965	-	1.343.595.965	664.910.117	33%	67%	0%
655.048.000	70.000.000	725.048.000	270.839.000	27%	66%	7%
62.364.857	23.855.125	86.219.982	81.675.987	49%	37%	14%
Genne snit				31 %	64 %	5 %
-	-	-	163.037.000	100%	0%	0%
-	-	-	52.079.000	100%	0%	0%
-	-	-	158.647.000	100%	0%	0%
-	-	-	75.052.000	100%	0%	0%
-	-	-	153.070.000	100%	0%	0%
-	-	-	1.075.053.000	100%	0%	0%
-	-	-	2.797.518.000	100%	0%	0%
-	-	-	1.040.855.000	100%	0%	0%
500.000	-	500.000	2.743.700.000	100%	0%	0%
7.976.000	-	7.976.000	1.608.429.000	100%	0%	0%
373.870.628	127.636.180	501.506.808	-138.578.152	-38%	103%	33%
404.335.283	116.115.834	520.451.117	-174.874.545	-51%	117%	34%
196.610.468	32.515.834	229.126.302	-161.726.747	-240%	292%	48%

63.605.195	9.336.428	72.941.623	10.340.000	12%	76%	11%
744.670.000	193.878.000	938.548.000	182.314.000	16%	66%	17%
289.763.384	-	289.763.384	76.628.975	21%	79%	0%
10.779.278.000	452.168.000	11.231.446.000	4.747.971.000	30%	67%	3%
92.832.000	-	92.832.000	140.258.000	60%	40%	0%
90.383.964	5.973.000	96.356.964	767.444.783	89%	10%	1%
8.276.000	-	8.276.000	1.422.021.000	99%	1%	0%
Genne snit				47 %	49 %	5 %
205.067.377	128.347.000	333.414.377	-165.835.000	-99%	122%	77%
-	-	-	2.513.856.000	100%	0%	0%
-	-	-	972.159.600	100%	0%	0%

179.827.074	41.536.443	221.363.517	16.211.565	7%	76%	17%
153.826.410	-	153.826.410	16.641.269	10%	90%	0%
63.699.566	7.490.092	71.189.658	8.517.531	11%	80%	9%
1.825.941.314	23.270.452	1.849.211.766	514.913.730	22%	77%	1%
746.894.000	199.553.000	946.447.000	338.984.000	26%	58%	16%
83.716.508	-	83.716.508	30.240.943	27%	73%	0%
260.826.490	-	260.826.490	106.196.807	29%	71%	0%
1.286.781.000	38.000	1.286.819.000	540.723.000	30%	70%	0%
333.938.861	122.043.805	456.002.666	200.223.877	31%	51%	19%
7.618.827.000	239.601.000	7.858.428.000	5.007.000.000	39%	59%	2%
70.063.685	34.120.324	104.184.009	74.768.791	42%	39%	19%
107.654.000	-	107.654.000	346.633.000	76%	24%	0%
8.559.000	-	8.559.000	1.407.674.000	99%	1%	0%
Genne snit				34 %	59 %	6 %
207.149.755	126.125.543	333.275.298	-161.760.939	-94%	121%	74%
500.000	-	500.000	2.529.200.000	100%	0%	0%
124.000	-	124.000	1.222.625.000	100%	0%	0%
-	-	-	162.642.000	100%	0%	0%
-	-	-	150.354.000	100%	0%	0%
-	-	-	74.326.000	100%	0%	0%
-	-	-	6.415.250.000	100%	0%	0%
-	-	-	2.511.777.000	100%	0%	0%
-	-	-	1.026.135.000	100%	0%	0%



	2006	2007	2008	2009	2010
Egenkapital	42%	44%	34%	47%	31%
Realkreditlån	53%	47%	59%	49%	64%
Banklån	4%	8%	6%	6%	5%

Prioritetsgæld	Bankgæld, inkl. kort gæld	Total	Egenkapital	Egenkapital %	Realkreditgæld	Bankgæld %
14.890.363	226.708	15.107.071	31.911.596	68%	32%	0%
889.229.000	-	889.229.000	939.128.000	61%	39%	0%
67.729.420	11.425.108	79.154.528	76.201.569	49%	44%	7%
597.071.221	265.485.124	862.556.345	401.175.238	32%	47%	21%
185.790.169	37.000.000	222.790.169	80.256.264	26%	61%	12%
2.193.026.000	785.092	2.193.811.092	1.377.164.000	39%	61%	0%
209.644.000	-	209.644.000	113.215.000	35%	63%	0%
2.039.519.000	-	2.039.519.000	612.140.000	23%	77%	0%
54.771.775	5.300.685	60.072.460	9.367.000	13%	79%	8%
5.387.000.000	-	5.387.000.000	1.260.400.000	18%	82%	0%
9.076.000	-	9.076.000	1.457.356.000	99%	1%	0%
Genne snit				42 %	53 %	4 %
600.000	-	600.000	2.296.900.000	100%	0%	0%
175.000	-	175.000	1.264.656.000	100%	0%	0%
-	-	-	2.110.106.000	100%	0%	0%
-	-	-	3.211.000.000	100%	0%	0%
-	-	-	5.762.136.000	100%	0%	0%
-	-	-	2.036.524.000	100%	0%	0%
-	-	-	218.308.000	100%	0%	0%
-	-	-	989.915.000	100%	0%	0%

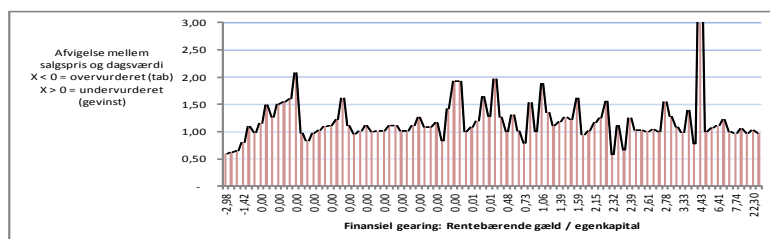
OBS: Der kan være en væsentlig forskel i forhold til opgørelse af hvilke selskaber der er 100 % egenkapitalfinansieret.

da i denne undersøgelse af taget udgangspunkt i den procent. Udgv. gælden er meget lille del af egenkapitalen, vil selskabet fremstå som 100% egenkapitalfinansieret.

Bilag 14

Oversigt over ejendomsselskabernes gearing og afvigelse af bogførte værdier (uden kostprismodellen).

Nr.	Målemetode	Gearing	Afvigelse beregnet Salgspris vs.
1	Afkastbaseret model	-3,62	0,62
2	Afkastbaseret model	-2,98	0,60
3	Afkastbaseret model	-2,06	0,62
4	Afkastbaseret model	-2,01	0,65
5	Afkastbaseret model	-1,42	0,81
6	Afkastbaseret model, dagsværd	0,00	1,09
7	Afkastkrav	0,00	0,98
8	Afkastkrav	0,00	1,16
9	Afkastkrav	0,00	1,49
10	Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra	0,00	1,27
11	Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra	0,00	1,50
12	Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra	0,00	1,55
13	Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra	0,00	1,60
14	Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra	0,00	2,07
15	Dagsværdi, Finanstilsynets vejle	0,00	0,97
16	DCF	0,00	0,84
17	DCF	0,00	0,97
18	DCF	0,00	1,02
19	DCF	0,00	1,10
20	DCF	0,00	1,11
21	DCF	0,00	1,22
22	DCF	0,00	1,61
23	DCF, ledelsen	0,00	1,11
24	DCF, Måling foretages af ledel	0,00	0,96
25	DCF, Måling foretages af ledel	0,00	1,01
26	DCF, Måling foretages af ledel	0,00	1,11
27	DCF-metoden	0,00	1,00
28	DCF-metoden	0,00	1,01
29	DCF-metoden	0,00	1,01
30	DCF-metoden	0,00	1,11
31	DCF-metoden	0,00	1,11
32	DCF-metoden: DV foretages af	0,00	1,01
33	DCF-metoden: DV foretages af	0,00	1,01
34	DCF-metoden: DV foretages af	0,00	1,11
35	Markedsværdi, finanstilsynets r	0,00	1,27
36	Dagsværdi, Finanstilsynets vejle	0,00	1,09
37	Dagsværdi, Finanstilsynets vejle	0,00	1,09
38	Dagsværdi, Finanstilsynets vejle	0,00	1,17
39	Afkastmetoden	0,00	0,83
40	Afkastmetoden	0,00	1,42
41	Afkastmetoden	0,00	1,93
42	Afkastmetoden	0,00	1,92
43	Vurderes årligt af interne eks	0,00	0,99
44	Vurderes årligt af interne eks	0,01	1,09
45	Vurderes årligt af interne eks	0,01	1,19
46	Vurderes årligt af interne eks	0,01	1,64
47	Vurderes årligt af interne eks	0,01	1,28
48	DCF-model (6-årig likviditetsbu	0,13	1,97
49	Ledelsens skønner handelsværdi	0,47	1,27
50	Afkastmetoden til Finanstilsynet	0,48	1,00
51	Afkastmetoden til Finanstilsynet	0,63	1,31
52	Individuel vurdering: Ledelse: M	0,64	1,01
53	Afkastbaseret model	0,73	0,79
54	Dagsværdi, efter normale princ	0,98	1,53
55	Individuel vurdering: Ledelse: M	1,04	0,99
56	Afkastbaseret værdiansættelse	1,06	1,88
57	DCF-	1,17	1,35
58	Ledelsen: systematisk vurdering	1,24	1,11
59	Afkastbaseret værdiansættelse	1,39	1,18
60	Ledelsen foretage en individuel	1,48	1,26
61	DCF-	1,57	1,23
62	Ledelsen: systematisk vurdering	1,59	1,61
63	Afkastbaseret	1,93	0,94
64	Ledelsen: systematisk vurdering	2,02	1,02
65	Afkastbaseret	2,15	1,17
66	Afkastbaserede måle metode, jf	2,17	1,25
67	Ledelsen foretage en individuel	2,28	1,56
68	Afkastbaseret model	2,32	0,58
69	DCF-	2,37	1,11
70	Ledelsen: systematisk vurdering	2,38	0,67
71	DCF-	2,39	1,25
72	DCF-	2,43	1,03
73	Sammenlignelige priser: DV op	2,46	1,02
74	Mægleruvurdering + Afkastbase	2,61	1,00
75	Mægleruvurdering + Afkastbase	2,68	1,03
76	DCF	2,77	1,00
77	Afkastbaseret model	2,78	1,55
78	Mægleruvurdering + Afkastbase	2,79	1,29
79	Afkastbaseret model	3,03	1,09
80	Maretsværdi, bases of the Dan	3,33	0,99
81	Ledelse, afkastbaseret beregnet	3,59	1,39
82	Sammenlignelige priser: DV op	3,78	0,78
83	Afkastmetoden, jf. finanstilsyne	4,43	4,40
84	Mægleruvurdering + Afkastbase	4,64	1,00
85	Mægleruvurdering + Afkastbase	5,15	1,07
86	afkastbaseret model	6,41	1,11
87	afkastbaseret model	6,70	1,23
88	afkastbaseret model	7,05	1,01
89	afkastbaseret model	7,74	0,97
90	afkastbaseret model	8,36	1,05
91	Afkastbaseret måle metode	13,65	0,97
92	Afkastbaseret måle metode	22,30	1,03
93	Afkastbaseret måle metode	161,68	0,97
94	Kostpris	0,55	1,29
95	Kostpris med fradrag af alkk. A	0,22	0,83
96	Kostpris med fradrag af alkkum	9,24	1,02
97	Kostpris med fradrag af regnsk	0,00	2,07
98	Kostpris med fradrag af regnsk	0,31	2,63
99	Kostpris med fradrag af regnsk	0,66	1,74
100	Kostpris med fradrag af regnsk	1,32	1,83
101	Kostpris med fradrag af regnsk	1,85	1,00



Bilag 15

Oversigt over ejendomme solgt til: tab, bogført dagsværdi eller gevinst (uden kostprismodellen).

Nr.	Målemetode	Afvigelse bereg. Salgspris vs dagsværdi
1	DCF-model (6-årig likviditetsbudgette	0,58
2	Afkastbaserede målemetode, jf. ledel	0,60
3	Markedsværdi, finanstilsynets retlings	0,62
4	Afkastbaserede model	0,62
5	Afkastbaseret	0,65
6	Maretsværdi, bases of the Danish Fir	0,67
7	Afkastbaseret model, dagsværdi + ek	0,78
8	DCF- modellen	0,79
9	DCF- modellen	0,81
10	DCF- modellen	0,83
11	Ledelsen: systematisk vurdering af hv	0,83
12	Ledelsen: systematisk vurdering af hv	0,84
13	Ledelsen: systematisk vurdering af hv	0,94
14	Ledelsen: systematisk vurdering af hv	0,96
15	Afkastbaseret model	0,97
16	Afkastbaseret model	0,97
17	Afkastbaseret model	0,97
18	Afkastbaseret model	0,97
19	Afkastbaseret model	0,97
20	Afkastbaseret model	0,98
21	Afkastbaseret model	0,99
22	Ledelsen foretage en individuel målin	0,99
23	Ledelsen foretage en individuel målin	0,99
24	Dagsværdi, efter normale principper	1,00
25	Ledelse, afkastbaseret beregning	1,00
26	DCF-modellen	1,00
27	DCF-modellen	1,00
28	DCF-modellen	1,00
29	DCF-modellen	1,01
30	DCF-modellen	1,01
31	Afkastmetoden, jf. finanstilsynets retr	1,01
32	Mægleruvrdering + Afkastbaserede n	1,01
33	Mægleruvrdering + Afkastbaserede n	1,01
34	Mægleruvrdering + Afkastbaserede n	1,01
35	Mægleruvrdering + Afkastbaserede n	1,01
36	Mægleruvrdering + Afkastbaserede n	1,02
37	afkastbaseret model	1,02
38	afkastbaseret model	1,02
39	afkastbaseret model	1,02
40	afkastbaseret model	1,03
41	afkastbaseret model	1,03
42	Afkastmetoden	1,03
43	Afkastmetoden	1,05
44	Afkastmetoden	1,07
45	Afkastmetoden	1,09
46	Afkastbaseret model	1,09
47	Afkastbaseret model	1,09
48	DCF-modellen	1,09
49	Sammenlignelige priser: DV opgøres	1,11

	Antal observationer	I procent
Solgt med tab	23	25%
Solgt til bogført dagsværdi	5	5%
Solgt med gevinst	65	70%
Total	93	100 %

Bilag 15 – fortsat

50	Sammenlignelige priser: DV opgøres	1,11
51	DCF-metoden: DV foretages af ledel	1,11
52	DCF-metoden: DV foretages af ledel	1,11
53	DCF-metoden: DV foretages af ledel	1,11
54	Afkastbaseret værdiansættelsesmode	1,16
55	Afkastbaseret værdiansættelsesmode	1,17
56	Afkastbaseret målemetode	1,17
57	Afkastbaseret målemetode	1,18
58	Afkastbaseret målemetode	1,19
59	DCF, ledelsen	1,22
60	DCF, Måling foretages af ledelsen	1,23
61	DCF, Måling foretages af ledelsen	1,23
62	DCF, Måling foretages af ledelsen	1,25
63	Afkastmetoden til Finanstilsynets beke	1,25
64	Afkastmetoden til Finanstilsynets beke	1,26
65	Individuel vurdering: Ledelse: Marke	1,27
66	Individuel vurdering: Ledelse: Marke	1,27
67	DCF-modellen	1,27
68	DCF-modellen	1,28
69	Dagsværdi, Finanstilsynets vejledning	1,29
70	Dagsværdi, Finanstilsynets vejledning	1,31
71	Dagsværdi, Finanstilsynets vejledning	1,35
72	Dagsværdi, Finanstilsynets vejledning	1,39
73	Afkastkrav	1,42
74	Afkastkrav	1,49
75	Afkastkrav	1,50
76	Ledelses skønner handelsværdi, anve	1,53
77	Dagsværdi jf. ÅRL § 38, ud fra årlig	1,55
78	Dagsværdi jf. ÅRL § 38, ud fra årlig	1,55
79	Dagsværdi jf. ÅRL § 38, ud fra årlig	1,56
80	Dagsværdi jf. ÅRL § 38, ud fra årlig	1,60
81	Dagsværdi jf. ÅRL § 38, ud fra årlig	1,61
82	DCF-modellen	1,61
83	DCF-modellen	1,64
84	DCF-modellen	1,74
85	DCF-modellen	1,83
86	DCF-modellen	1,88
87	DCF-modellen	1,92
88	DCF-modellen	1,93
89	Vurderes årligt af interne eksperter	1,97
90	Vurderes årligt af interne eksperter	2,07
91	Vurderes årligt af interne eksperter	2,07
92	Vurderes årligt af interne eksperter	2,63
93	Vurderes årligt af interne eksperter	4,40
94	Kostpris	1,29
95	Kostpris med fradrag af akk. Afskriv	1,11
96	Kostpris med fradrag af akkumulered	1,00
97	Kostpris med fradrag af regnskabsma	1,09
98	Kostpris med fradrag af regnskabsma	1,10
99	Kostpris med fradrag af regnskabsma	1,11
100	Kostpris med fradrag af regnskabsma	1,11
101	Kostpris med fradrag af regnskabsma	1,11

Bilag 16

Oversigt over ejendomsselskabernes andel af egenkapital med banklån.

Nr.	Prioritetsgæld	Bankgæld, inkl.	Total	Egenkapital	Total	Bankgæld
1	-	-	-	158.647.000	158.647.000	0%
2	-	-	-	75.052.000	75.052.000	0%
3	-	-	-	153.070.000	153.070.000	0%
4	-	-	-	2.797.518.000	2.797.518.000	0%
5	-	-	-	1.040.855.000	1.040.855.000	0%
6	500.000	-	500.000	2.743.700.000	2.744.200.000	0%
7	7.976.000	-	7.976.000	1.608.429.000	1.616.405.000	0%
8	1.343.595.965	-	1.343.595.965	664.910.117	2.008.506.082	0%
9	289.763.384	-	289.763.384	76.628.975	366.392.359	0%
10	92.852.000	-	92.852.000	140.258.000	233.110.000	0%
11	8.276.000	-	8.276.000	1.422.021.000	1.430.297.000	0%
12	-	-	-	2.513.856.000	2.513.856.000	0%
13	-	-	-	972.159.000	972.159.000	0%
14	153.826.410	-	153.826.410	16.641.269	170.467.679	0%
15	107.654.000	-	107.654.000	346.633.000	454.287.000	0%
16	8.559.000	-	8.559.000	1.407.674.000	1.416.233.000	0%
17	500.000	-	500.000	2.529.200.000	2.529.700.000	0%
18	-	-	-	150.534.000	150.534.000	0%
19	-	-	-	74.326.000	74.326.000	0%
20	-	-	-	6.415.250.000	6.415.250.000	0%
21	-	-	-	2.511.777.000	2.511.777.000	0%
22	-	-	-	1.026.135.000	1.026.135.000	0%
23	217.118.000	-	217.118.000	164.727.000	381.845.000	0%
24	72.197.347	-	72.197.347	130.216.204	202.413.551	0%
25	528.848.000	-	528.848.000	1.092.407.000	1.621.255.000	0%
26	8.825.000	-	8.825.000	1.363.633.000	1.372.458.000	0%
27	500.000	-	500.000	2.311.700.000	2.312.200.000	0%
28	-	-	-	76.436.000	76.436.000	0%
29	-	-	-	145.873.000	145.873.000	0%
30	-	-	-	152.639.000	152.639.000	0%
31	-	-	-	156.578.000	156.578.000	0%
32	-	-	-	227.479.000	227.479.000	0%
33	-	-	-	1.044.665.000	1.044.665.000	0%
34	-	-	-	2.173.944.000	2.173.944.000	0%
35	-	-	-	6.267.026.000	6.267.026.000	0%
36	589.229.000	-	589.229.000	939.128.000	1.528.357.000	0%
37	209.644.000	-	209.644.000	113.215.000	322.859.000	0%
38	9.076.000	-	9.076.000	1.457.356.000	1.466.432.000	0%
39	600.000	-	600.000	2.296.900.000	2.297.500.000	0%
40	-	-	-	2.110.106.000	2.110.106.000	0%
41	-	-	-	5.762.136.000	5.762.136.000	0%
42	-	-	-	2.036.524.000	2.036.524.000	0%
43	-	-	-	218.308.000	218.308.000	0%
44	-	-	-	989.915.000	989.915.000	0%
45	-	-	-	163.037.000	163.037.000	0%
46	-	-	-	52.079.000	52.079.000	0%
47	-	-	-	1.075.053.000	1.075.053.000	0%
48	83.716.508	-	83.716.508	30.249.043	113.965.551	0%
49	260.826.490	-	260.826.490	106.196.807	367.023.297	0%
50	124.000	-	124.000	1.222.625.000	1.222.749.000	0%
51	-	-	-	162.642.000	162.642.000	0%
52	150.000	-	150.000	1.231.101.000	1.231.251.000	0%
53	-	-	-	172.869.000	172.869.000	0%
54	2.039.519.000	-	2.039.519.000	612.140.000	2.651.659.000	0%
55	5.587.000.000	-	5.587.000.000	1.260.400.000	6.847.400.000	0%
56	175.000	-	175.000	1.264.656.000	1.264.831.000	0%
57	-	-	-	3.211.000.000	3.211.000.000	0%

	Antal
Uden bankgæld	57
Med bankgæld	44
Total	101

Bilag 16 – fortsat**Oversigt over ejendomsselskabernes andel af egenkapital med banklån.**

Nr.	Prioritetsgæld,	Bankgæld, inkl.	Total	Egenkapital	Total	Bankgæld
58	1.286.781.000	38.000	1.286.819.000	540.723.000	1.827.542.000	0%
59	40.232.864	119.887	40.352.751	17.426.139	57.778.890	0%
60	14.880.363	226.708	15.107.071	31.911.596	47.018.667	0%
61	2.193.026.000	785.092	2.193.811.092	1.377.164.000	3.570.975.092	0%
62	29.764.652	848.972	30.613.624	42.069.266	72.682.890	1%
63	58.113.132	3.348.902	61.462.034	96.275.480	157.737.514	2%
64	54.771.775	5.300.685	60.072.460	9.367.000	69.439.460	8%
65	90.583.964	5.973.000	96.556.964	767.444.783	864.001.747	1%
66	63.699.566	7.490.092	71.189.658	8.517.531	79.707.189	9%
67	231.121.888	7.692.216	238.814.104	1.383.861	240.197.965	3%
68	63.605.195	9.336.428	72.941.623	10.340.000	83.281.623	11%
69	67.320.695	9.496.632	76.817.327	9.925.089	86.742.416	11%
70	51.129.149	9.507.118	60.636.267	9.053.401	69.689.668	14%
71	730.554.011	11.138.252	741.692.263	33.258.000	774.950.263	1%
72	67.729.420	11.425.108	79.154.528	76.201.569	155.356.097	7%
73	1.472.069.000	17.557.000	1.489.626.000	1.203.441.000	2.693.067.000	1%
74	815.226.000	19.044.000	834.270.000	847.474.000	1.681.744.000	1%
75	37.482.451	19.566.856	57.049.307	260.999.334	318.048.641	6%
76	1.825.941.314	23.270.452	1.849.211.766	514.913.730	2.364.125.496	1%
77	62.364.857	23.855.125	86.219.982	81.675.987	167.895.969	14%
78	279.117.916	29.155.000	308.272.916	208.362.657	516.635.573	6%
79	196.610.468	32.515.834	229.126.302	-161.726.747	67.399.555	48%
80	70.063.685	34.120.324	104.184.009	74.768.791	178.952.800	19%
81	185.790.169	37.000.000	222.790.169	80.256.264	303.046.433	12%
82	179.827.074	41.536.443	221.363.517	16.211.565	237.575.082	17%
83	655.048.000	70.000.000	725.048.000	270.839.000	995.887.000	7%
84	865.662.000	80.390.000	946.052.000	203.718.000	1.149.770.000	7%
85	192.827.274	110.644.706	303.471.980	100.218.841	403.690.821	27%
86	404.335.283	116.115.834	520.451.117	-174.874.545	345.576.572	34%
87	333.958.861	122.043.805	456.002.666	200.223.877	656.226.543	19%
88	207.149.755	126.125.543	333.275.298	-161.760.939	171.514.359	74%
89	373.870.628	127.636.180	501.506.808	-138.578.152	362.928.656	35%
90	205.067.377	128.347.000	333.414.377	-165.835.000	167.579.377	77%
91	5.197.729.000	179.738.000	5.377.467.000	4.605.000.000	9.982.467.000	2%
92	744.670.000	193.878.000	938.548.000	182.314.000	1.120.862.000	17%
93	746.894.000	199.553.000	946.447.000	338.984.000	1.285.431.000	16%
94	11.661.000.000	235.000.000	11.896.000.000	4.977.000.000	16.873.000.000	1%
95	7.618.827.000	239.601.000	7.858.428.000	5.007.000.000	12.865.428.000	2%
96	656.402.701	265.463.133	921.865.834	478.559.249	1.400.425.083	19%
97	597.071.221	265.485.124	862.556.345	401.175.258	1.263.731.603	21%
98	641.649.000	274.048.000	915.697.000	350.358.000	1.266.055.000	22%
99	221.988.362	285.846.696	507.835.058	233.861.543	741.696.601	39%
100	10.779.278.000	452.168.000	11.231.446.000	4.747.971.000	15.979.417.000	3%
101	10.986.000.000	489.000.000	11.475.000.000	4.717.000.000	16.192.000.000	3%

Bilag 17

Oversigt over ejendomsselskabernes andel realkreditlån

Realkreditgæld						
Nr.	(prioritetsgæld)	Bankgæld, inkl.	Total	Egenkapital Total	Bankgæld	
1	-	-	-	158.647.000	158.647.000	0%
2	-	-	-	153.070.000	153.070.000	0%
3	-	-	-	2.797.518.000	2.797.518.000	0%
4	-	-	-	1.040.855.000	1.040.855.000	0%
5	-	-	-	2.513.856.000	2.513.856.000	0%
6	-	-	-	972.159.000	972.159.000	0%
7	-	-	-	150.534.000	150.534.000	0%
8	-	-	-	74.326.000	74.326.000	0%
9	-	-	-	2.511.777.000	2.511.777.000	0%
10	-	-	-	1.026.135.000	1.026.135.000	0%
11	-	-	-	145.873.000	145.873.000	0%
12	-	-	-	152.639.000	152.639.000	0%
13	-	-	-	156.578.000	156.578.000	0%
14	-	-	-	227.479.000	227.479.000	0%
15	-	-	-	1.044.665.000	1.044.665.000	0%
16	-	-	-	2.173.944.000	2.173.944.000	0%
17	-	-	-	2.110.106.000	2.110.106.000	0%
18	-	-	-	5.762.136.000	5.762.136.000	0%
19	-	-	-	2.036.524.000	2.036.524.000	0%
20	-	-	-	218.308.000	218.308.000	0%
21	-	-	-	989.915.000	989.915.000	0%
22	-	-	-	52.079.000	52.079.000	0%
23	-	-	-	1.075.053.000	1.075.053.000	0%
24	-	-	-	162.642.000	162.642.000	0%
25	-	-	-	3.211.000.000	3.211.000.000	0%
26	-	-	-	75.052.000	75.052.000	0%
27	-	-	-	6.415.250.000	6.415.250.000	0%
28	-	-	-	76.436.000	76.436.000	0%
29	-	-	-	6.267.026.000	6.267.026.000	0%
30	-	-	-	163.037.000	163.037.000	0%
31	-	-	-	172.869.000	172.869.000	0%
32	124.000	-	124.000	1.222.625.000	1.222.749.000	0%
33	150.000	-	150.000	1.231.101.000	1.231.251.000	0%
34	175.000	-	175.000	1.264.656.000	1.264.831.000	0%
35	500.000	-	500.000	2.743.700.000	2.744.200.000	0%
36	500.000	-	500.000	2.529.200.000	2.529.700.000	0%
37	500.000	-	500.000	2.311.700.000	2.312.200.000	0%
38	600.000	-	600.000	2.296.900.000	2.297.500.000	0%
39	7.976.000	-	7.976.000	1.608.429.000	1.616.405.000	0%
40	8.276.000	-	8.276.000	1.422.021.000	1.430.297.000	0%
41	8.559.000	-	8.559.000	1.407.674.000	1.416.233.000	0%
42	8.825.000	-	8.825.000	1.363.633.000	1.372.458.000	0%
43	9.076.000	-	9.076.000	1.457.356.000	1.466.432.000	0%
44	14.880.363	226.708	15.107.071	31.911.596	47.018.667	0%
45	29.764.652	848.972	30.613.624	42.069.266	72.682.890	1%
46	37.482.451	19.566.856	57.049.307	260.999.334	318.048.641	6%
47	40.232.864	119.887	40.352.751	17.426.139	57.778.890	0%
48	51.129.149	9.507.118	60.636.267	9.053.401	69.689.668	14%
49	54.771.775	5.300.685	60.072.460	9.367.000	69.439.460	8%
50	58.113.132	3.348.902	61.462.034	96.275.480	157.737.514	2%
51	62.364.857	23.855.125	86.219.982	81.675.987	167.895.969	14%
52	63.605.195	9.336.428	72.941.623	10.340.000	83.281.623	11%
53	63.699.566	7.490.092	71.189.658	8.517.531	79.707.189	9%
54	67.320.695	9.496.632	76.817.327	9.925.089	86.742.416	11%
55	67.729.420	11.425.108	79.154.528	76.201.569	155.356.097	7%
56	70.063.685	34.120.324	104.184.009	74.768.791	178.952.800	19%
57	72.197.347	-	72.197.347	130.216.204	202.413.551	0%

	Antal	Procent
Uden realkreditlån	31	31%
Med realkreditlån	70	69%
Total	101	100%

Bilag 17 – fortsat**Oversigt over ejendomsselskabernes andel realkreditlån**

Nr.	Realkreditgæld					Bankgæld
	(prioritetsgæld)	Bankgæld, inkl.	Total	Egenkapital	Total	
58	83.716.508	-	83.716.508	30.249.043	113.965.551	0%
59	90.583.964	5.973.000	96.556.964	767.444.783	864.001.747	1%
60	92.852.000	-	92.852.000	140.258.000	233.110.000	0%
61	107.654.000	-	107.654.000	346.633.000	454.287.000	0%
62	153.826.410	-	153.826.410	16.641.269	170.467.679	0%
63	179.827.074	41.536.443	221.363.517	16.211.565	237.575.082	17%
64	185.790.169	37.000.000	222.790.169	80.256.264	303.046.433	12%
65	192.827.274	110.644.706	303.471.980	100.218.841	403.690.821	27%
66	196.610.468	32.515.834	229.126.302	-161.726.747	67.399.555	48%
67	205.067.377	128.347.000	333.414.377	-165.835.000	167.579.377	77%
68	207.149.755	126.125.543	333.275.298	-161.760.939	171.514.359	74%
69	209.644.000	-	209.644.000	113.215.000	322.859.000	0%
70	217.118.000	-	217.118.000	164.727.000	381.845.000	0%
71	221.988.362	285.846.696	507.835.058	233.861.543	741.696.601	39%
72	231.121.888	7.692.216	238.814.104	1.383.861	240.197.965	3%
73	260.826.490	-	260.826.490	106.196.807	367.023.297	0%
74	279.117.916	29.155.000	308.272.916	208.362.657	516.635.573	6%
75	289.763.384	-	289.763.384	76.628.975	366.392.359	0%
76	333.958.861	122.043.805	456.002.666	200.223.877	656.226.543	19%
77	373.870.628	127.636.180	501.506.808	-138.578.152	362.928.656	35%
78	404.335.283	116.115.834	520.451.117	-174.874.545	345.576.572	34%
79	528.848.000	-	528.848.000	1.092.407.000	1.621.255.000	0%
80	589.229.000	-	589.229.000	939.128.000	1.528.357.000	0%
81	597.071.221	265.485.124	862.556.345	401.175.258	1.263.731.603	21%
82	641.649.000	274.048.000	915.697.000	350.358.000	1.266.055.000	22%
83	655.048.000	70.000.000	725.048.000	270.839.000	995.887.000	7%
84	656.402.701	265.463.133	921.865.834	478.559.249	1.400.425.083	19%
85	730.554.011	11.138.252	741.692.263	33.258.000	774.950.263	1%
86	744.670.000	193.878.000	938.548.000	182.314.000	1.120.862.000	17%
87	746.894.000	199.553.000	946.447.000	338.984.000	1.285.431.000	16%
88	815.226.000	19.044.000	834.270.000	847.474.000	1.681.744.000	1%
89	865.662.000	80.390.000	946.052.000	203.718.000	1.149.770.000	7%
90	1.286.781.000	38.000	1.286.819.000	540.723.000	1.827.542.000	0%
91	1.343.595.965	-	1.343.595.965	664.910.117	2.008.506.082	0%
92	1.472.069.000	17.557.000	1.489.626.000	1.203.441.000	2.693.067.000	1%
93	1.825.941.314	23.270.452	1.849.211.766	514.913.730	2.364.125.496	1%
94	2.039.519.000	-	2.039.519.000	612.140.000	2.651.659.000	0%
95	2.193.026.000	785.092	2.193.811.092	1.377.164.000	3.570.975.092	0%
96	5.197.729.000	179.738.000	5.377.467.000	4.605.000.000	9.982.467.000	2%
97	5.587.000.000	-	5.587.000.000	1.260.400.000	6.847.400.000	0%
98	7.618.827.000	239.601.000	7.858.428.000	5.007.000.000	12.865.428.000	2%
99	10.779.278.000	452.168.000	11.231.446.000	4.747.971.000	15.979.417.000	3%
100	10.986.000.000	489.000.000	11.475.000.000	4.717.000.000	16.192.000.000	3%
101	11.661.000.000	235.000.000	11.896.000.000	4.977.000.000	16.873.000.000	1%

Bilag 18

Oversigt over ejendomsselskaber der er 100 % egenkapitalfinansieret

Nr.	Realkreditgæld (prioritetsgæld)	Bankgæld, inkl.	Total	Egenkapital	Total	Bankgæld
1	-	-	-	158.647.000	158.647.000	0%
2	-	-	-	153.070.000	153.070.000	0%
3	-	-	-	2.797.518.000	2.797.518.000	0%
4	-	-	-	1.040.855.000	1.040.855.000	0%
5	-	-	-	2.513.856.000	2.513.856.000	0%
6	-	-	-	972.159.000	972.159.000	0%
7	-	-	-	150.534.000	150.534.000	0%
8	-	-	-	74.326.000	74.326.000	0%
9	-	-	-	2.511.777.000	2.511.777.000	0%
10	-	-	-	1.026.135.000	1.026.135.000	0%
11	-	-	-	145.873.000	145.873.000	0%
12	-	-	-	152.639.000	152.639.000	0%
13	-	-	-	156.578.000	156.578.000	0%
14	-	-	-	227.479.000	227.479.000	0%
15	-	-	-	1.044.665.000	1.044.665.000	0%
16	-	-	-	2.173.944.000	2.173.944.000	0%
17	-	-	-	2.110.106.000	2.110.106.000	0%
18	-	-	-	5.762.136.000	5.762.136.000	0%
19	-	-	-	2.036.524.000	2.036.524.000	0%
20	-	-	-	218.308.000	218.308.000	0%
21	-	-	-	989.915.000	989.915.000	0%
22	-	-	-	52.079.000	52.079.000	0%
23	-	-	-	1.075.053.000	1.075.053.000	0%
24	-	-	-	162.642.000	162.642.000	0%
25	-	-	-	3.211.000.000	3.211.000.000	0%
26	-	-	-	75.052.000	75.052.000	0%
27	-	-	-	6.415.250.000	6.415.250.000	0%
28	-	-	-	76.436.000	76.436.000	0%
29	-	-	-	6.267.026.000	6.267.026.000	0%
30	-	-	-	163.037.000	163.037.000	0%
31	-	-	-	172.869.000	172.869.000	0%
32	124.000	-	124.000	1.222.625.000	1.222.749.000	0%
33	150.000	-	150.000	1.231.101.000	1.231.251.000	0%
34	175.000	-	175.000	1.264.656.000	1.264.831.000	0%
35	500.000	-	500.000	2.743.700.000	2.744.200.000	0%
36	500.000	-	500.000	2.529.200.000	2.529.700.000	0%
37	500.000	-	500.000	2.311.700.000	2.312.200.000	0%
38	600.000	-	600.000	2.296.900.000	2.297.500.000	0%
39	7.976.000	-	7.976.000	1.608.429.000	1.616.405.000	0%
40	8.276.000	-	8.276.000	1.422.021.000	1.430.297.000	0%
41	8.559.000	-	8.559.000	1.407.674.000	1.416.233.000	0%
42	8.825.000	-	8.825.000	1.363.633.000	1.372.458.000	0%
43	9.076.000	-	9.076.000	1.457.356.000	1.466.432.000	0%
44	14.880.363	226.708	15.107.071	31.911.596	47.018.667	0%
45	29.764.652	848.972	30.613.624	42.069.266	72.682.890	1%
46	37.482.451	19.566.856	57.049.307	260.999.334	318.048.641	6%
47	40.232.864	119.887	40.352.751	17.426.139	57.778.890	0%
48	51.129.149	9.507.118	60.636.267	9.053.401	69.689.668	14%
49	54.771.775	5.300.685	60.072.460	9.367.000	69.439.460	8%
50	58.113.132	3.348.902	61.462.034	96.275.480	157.737.514	2%
51	62.364.857	23.855.125	86.219.982	81.675.987	167.895.969	14%
52	63.605.195	9.336.428	72.941.623	10.340.000	83.281.623	11%
53	63.699.566	7.490.092	71.189.658	8.517.531	79.707.189	9%
54	67.320.695	9.496.632	76.817.327	9.925.089	86.742.416	11%
55	67.729.420	11.425.108	79.154.528	76.201.569	155.356.097	7%
56	70.063.685	34.120.324	104.184.009	74.768.791	178.952.800	19%
57	72.197.347	-	72.197.347	130.216.204	202.413.551	0%

	Antal	Procent
100% egenkapitalfinansieret	31	31%
Med realkreditlån	70	69%
Total	101	100%

Bilag 18 – fortsat

Nr.	Realkreditgæld (prioritetsgæld)	Bankgæld, inkl.	Total	Egenkapital	Total	Bankgæld
58	83.716.508	-	83.716.508	30.249.043	113.965.551	0%
59	90.583.964	5.973.000	96.556.964	767.444.783	864.001.747	1%
60	92.852.000	-	92.852.000	140.258.000	233.110.000	0%
61	107.654.000	-	107.654.000	346.633.000	454.287.000	0%
62	153.826.410	-	153.826.410	16.641.269	170.467.679	0%
63	179.827.074	41.536.443	221.363.517	16.211.565	237.575.082	17%
64	185.790.169	37.000.000	222.790.169	80.256.264	303.046.433	12%
65	192.827.274	110.644.706	303.471.980	100.218.841	403.690.821	27%
66	196.610.468	32.515.834	229.126.302	-161.726.747	67.399.555	48%
67	205.067.377	128.347.000	333.414.377	-165.835.000	167.579.377	77%
68	207.149.755	126.125.543	333.275.298	-161.760.939	171.514.359	74%
69	209.644.000	-	209.644.000	113.215.000	322.859.000	0%
70	217.118.000	-	217.118.000	164.727.000	381.845.000	0%
71	221.988.362	285.846.696	507.835.058	233.861.543	741.696.601	39%
72	231.121.888	7.692.216	238.814.104	1.383.861	240.197.965	3%
73	260.826.490	-	260.826.490	106.196.807	367.023.297	0%
74	279.117.916	29.155.000	308.272.916	208.362.657	516.635.573	6%
75	289.763.384	-	289.763.384	76.628.975	366.392.359	0%
76	333.958.861	122.043.805	456.002.666	200.223.877	656.226.543	19%
77	373.870.628	127.636.180	501.506.808	-138.578.152	362.928.656	35%
78	404.335.283	116.115.834	520.451.117	-174.874.545	345.576.572	34%
79	528.848.000	-	528.848.000	1.092.407.000	1.621.255.000	0%
80	589.229.000	-	589.229.000	939.128.000	1.528.357.000	0%
81	597.071.221	265.485.124	862.556.345	401.175.258	1.263.731.603	21%
82	641.649.000	274.048.000	915.697.000	350.358.000	1.266.055.000	22%
83	655.048.000	70.000.000	725.048.000	270.839.000	995.887.000	7%
84	656.402.701	265.463.133	921.865.834	478.559.249	1.400.425.083	19%
85	730.554.011	11.138.252	741.692.263	33.258.000	774.950.263	1%
86	744.670.000	193.878.000	938.548.000	182.314.000	1.120.862.000	17%
87	746.894.000	199.553.000	946.447.000	338.984.000	1.285.431.000	16%
88	815.226.000	19.044.000	834.270.000	847.474.000	1.681.744.000	1%
89	865.662.000	80.390.000	946.052.000	203.718.000	1.149.770.000	7%
90	1.286.781.000	38.000	1.286.819.000	540.723.000	1.827.542.000	0%
91	1.343.595.965	-	1.343.595.965	664.910.117	2.008.506.082	0%
92	1.472.069.000	17.557.000	1.489.626.000	1.203.441.000	2.693.067.000	1%
93	1.825.941.314	23.270.452	1.849.211.766	514.913.730	2.364.125.496	1%
94	2.039.519.000	-	2.039.519.000	612.140.000	2.651.659.000	0%
95	2.193.026.000	785.092	2.193.811.092	1.377.164.000	3.570.975.092	0%
96	5.197.729.000	179.738.000	5.377.467.000	4.605.000.000	9.982.467.000	2%
97	5.587.000.000	-	5.587.000.000	1.260.400.000	6.847.400.000	0%
98	7.618.827.000	239.601.000	7.858.428.000	5.007.000.000	12.865.428.000	2%
99	10.779.278.000	452.168.000	11.231.446.000	4.747.971.000	15.979.417.000	3%
100	10.986.000.000	489.000.000	11.475.000.000	4.717.000.000	16.192.000.000	3%
101	11.661.000.000	235.000.000	11.896.000.000	4.977.000.000	16.873.000.000	1%

Bilag 19

Oversigt over selskaber med rentebærende gæld (uden kostprismodellen).

Nr.	Selskab	Målemetode	Realkreditgæld (prioritetsgæld)	Bankgæld, inkl.	Total	Åvrigelse beregnet Salgspris vs
1	Ejendomselskabet af 20.09.1997	Ledelsen skønner handelsværdi, anvender ej ikke	29.764.652	848.972	30.613.624	0,58
2	Britannia Invest	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt e	40.232.864	119.887	40.352.751	0,67
3	Ejendomsudvikling Flintholm Have	Afkastbaseret model	597.071.221	265.485.124	862.556.345	0,78
4	Ejendomspartnerselskabet 1/7 2003	Afkastbaseret model	221.988.362	285.846.696	507.835.058	0,83
5	Sygeplejerskernes Ejendomsaktieselskab	Afkastbaseret model	192.827.274	110.644.706	303.471.980	0,84
6	Kost- og Ernæringsfaglige Ejendoms	Afkastbaseret	746.894.000	199.553.000	946.447.000	0,96
7	Sygeplejerskernes Ejendomsaktieselskab	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt e	14.880.363	226.708	15.107.071	0,97
8	JHB Ejendomme ApS	Afkastmetoden, jf. finansstykets retningslinjer	260.826.490	-	260.826.490	0,97
9	PBU Bolig as	Afkastmetoden	179.827.074	41.536.443	221.363.517	0,97
10	PFA Ejendomme A/S	DCF-metoden	92.852.000	-	92.852.000	0,98
11	Atlas Ejendomme	DCF-metoden	500.000	-	500.000	0,99
12	Top Danmark	Afkastbaseret model	231.121.888	7.692.216	238.814.104	0,99
13	Ejendomselskabet Lindo AS	DCF, Måling foretages af ledelsen	209.644.000	-	209.644.000	1,00
14	KP International as	Dagsværdi, Finansstykets vejledning om forsikri	150.000	-	150.000	1,00
15	Bioanalytikernes Ejendomsaktieselskab	Afkastbaseret værdiansættelsesmodel	333.958.861	122.043.805	456.002.666	1,00
16	Ejendomselskabet Jagtvej 42, Odense	Afkastbaseret model	10.779.278.000	452.168.000	11.231.446.000	1,00
17	Ergoterapeuternes og Fysioterapeuter	Afkastbaserede målemetode, jf. ledelsesberetnin	641.649.000	274.048.000	915.697.000	1,01
18	Lægesekretærenes Ejendomsaktieselskab	Afkastbaseret	5.197.729.000	179.738.000	5.377.467.000	1,01
19	Bioanalytikernes Ejendomsaktieselskab	Vurderes årligt af interne eksperter	8.276.000	-	8.276.000	1,01
20		Vurderes årligt af interne eksperter	124.000	-	124.000	1,01
21	Kost- og Ernæringsfaglige Ejendoms	Afkastkrav	5.587.000.000	-	5.587.000.000	1,01
22	Ergoterapeuternes og Fysioterapeuter	Afkastbaseret værdiansættelsesmodel	744.670.000	193.878.000	938.548.000	1,01
23	Britannia Invest	afkastbaseret model	404.335.283	116.115.834	520.451.117	1,02
24	Ejendomsudvikling Flintholm Have	Afkastbaseret model	10.986.000.000	489.000.000	11.475.000.000	1,02
25	Socialrådgivernes- og Socialpædagog	Ledelsen foretager en individuel måling ud fra en	1.825.941.314	23.270.452	1.849.211.766	1,02
26	Corem Property CPH AS	Afkastbaseret model	7.618.827.000	239.601.000	7.858.428.000	1,02
27	Top Danmark	Afkastbaseret model	656.402.701	265.403.133	921.865.834	1,09
28	PBU Bolig as	Dagsværdi, Finansstykets vejledning om forsikri	589.229.000	-	589.229.000	1,09
29	PBU Bolig as	Afkastbaseret målemetode	373.870.628	127.636.180	501.506.808	1,09
30	ATP Ejendomme	Individuel vurdering: Ledelse: Markedsværdi bas	70.063.685	34.120.324	104.184.009	1,09
31	Sygeplejerskernes Ejendomsaktieselskab	Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering a	8.559.000	-	8.559.000	1,10
32	Kost- og Ernæringsfaglige Ejendoms	DCF	500.000	-	500.000	1,11
33	Bioanalytikernes Ejendomsaktieselskab	DCF-	63.605.195	9.336.428	72.941.623	1,11
34	Ergoterapeuternes og Fysioterapeuter	DCF-	51.129.149	9.507.118	60.636.267	1,11
35	Lægesekretærenes Ejendomsaktieselskab	DCF	1.286.781.000	38.000	1.286.819.000	1,11
36	Socialrådgivernes- og Socialpædagog	DCF-	730.554.011	11.138.252	741.692.263	1,11
37	Kontorpersonalets Ejendomsaktieselskab	DCF	289.763.384	-	289.763.384	1,11
38	Britannia Invest	Magleruvurdering + Afkastbaserede model, ledet	196.610.468	32.515.834	229.126.302	1,11
39	PFA Ejendomme A/S	DCF, ledelsen	9.076.000	-	9.076.000	1,16
40	PBU Bolig as	DCF-model (6-årig likviditetsbudgetter)	54.771.775	5.300.685	60.072.460	1,17
41	Top Danmark	Afkastbaseret målemetode	37.482.451	19.566.856	57.049.307	1,19
42	Sygeplejerskernes Ejendomsaktieselskab	DCF-	815.226.000	19.044.000	834.270.000	1,22
43	SEB Ejendomme	Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering a	175.000	-	175.000	1,27
44	S.T.O. af 88 1988	Maretsværdi, bases of the Danish Financial Sup	83.716.508	-	83.716.508	1,27
45	AP Ejendoms Aktieselskab	Individuel vurdering: Ledelse: Markedsværdi bas	67.729.420	11.425.108	79.154.528	1,27
46	Top Danmark	Dagsværdi, Finansstykets vejledning om forsikri	7.976.000	-	7.976.000	1,28
47	Deloitte Fonden	Afkastmetoden	217.118.000	-	217.118.000	1,29
48	Nordiske ejendomme as	Dagsværdi, efter normale principper og kutyme	63.699.566	7.490.092	71.189.658	1,29
49	KP International as	DCF, Måling foretages af ledelsen	500.000	-	500.000	1,31
50	Cocktail Ejendomme as	Magleruvurdering + Afkastbaserede model, ledet	279.117.916	29.155.000	308.272.916	1,39
51	Ejendomspartnerselskabet 1/7 2003	Afkastbaseret målemetode	67.320.695	9.496.632	76.817.327	1,42
52	PFA Ejendomme A/S	Ledelse, afkastbaseret beregning	90.583.964	5.973.000	96.556.964	1,49
53	SEB Ejendomme	Ledelsen foretager en individuel måling ud fra en	205.067.377	128.347.000	333.414.377	1,50
54	C.W. Øbel Ejendomme A/S	Magleruvurdering + Afkastbaserede model, ledet	11.661.000.000	235.000.000	11.896.000.000	1,53
55	SEB Ejendomme	afkastbaseret model	865.662.000	80.390.000	946.052.000	1,55
56	SEB Ejendomme	DCF-	1.472.069.000	17.557.000	1.489.626.000	1,60
57	Britannia Invest	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt e	58.113.132	3.348.902	61.462.034	1,61
58	Sygeplejerskernes Ejendomsaktieselskab	Afkastbaseret model	2.193.026.000	785.092	2.193.811.092	1,61
59	Top Danmark	DCF-metoden	528.848.000	-	528.848.000	1,64
60	Ejendomselskabet Lindo AS	afkastbaseret model	655.048.000	70.000.000	725.048.000	1,74
61	Ejendomselskabet Lindo AS	Dagsværdi jf. ARL § 38, ud fra årlig vurdering a	1.343.595.965	-	1.343.595.965	1,83
62	Ejendomspartnerselskabet 1/7 2003	DCF-metoden: DV foretages af ledelsen tages h	8.825.000	-	8.825.000	1,92
63	Ejendomspartnerselskabet 1/7 2003	Dagsværdi, Finansstykets vejledning om forsikri	72.197.347	-	72.197.347	1,93
64	Aktieselskabet Reinholdt W. Jorck	Magleruvurdering + Afkastbaserede model, ledet	207.149.755	126.125.543	333.275.298	1,97
65	Ejendomselskabet Lindo AS	Vurderes årligt af interne eksperter	107.654.000	-	107.654.000	2,07
66	SEB Ejendomme	afkastbaseret model	185.790.169	37.000.000	222.790.169	2,07
67	Ejendomselskabet Lindo AS	Afkastbaseret model, dagsværdi + ekstern vurde	2.039.519.000	-	2.039.519.000	2,63
68	Dansk Ejendomsfond I	DCF-metoden	600.000	-	600.000	4,40

	Overvurderet	Undervurderet	Korrekt vurderet	Total
Selskaber med rentebærende gæld	12	52	4	68
Total	18%	76%	6%	100%

Selskaber solgt til minimum bogført værdi

Undervurderet (geviset)

Korrekt vurderet

76%

6%

82%

Bilag 19 – fortsat**Oversigt over selskaber med rentebærende gæld (uden kostprismodellen).**

Nedenstående er udeladt pga. de ikke har rentebærende gæld, eller de har anvendt kostprismodellen.

69	Afkastbaseret model	-	-	-	0,79
70	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afsk	-	-	-	1,25
71	DCF-metoden: DV foretages af ledelsen tages h	-	-	-	1,03
72	DCF, Måling foretages af ledelsen	-	-	-	1,35
73	Ledelsen: systematisk vurdering af hver enkelt e	-	-	-	1,23
74	Sammenlignelige priser: DV opgøres som udgan	-	-	-	1,01
75	Kostpris med fradrag af akkumulerede afskrivni	-	-	-	1,11
76	DCF	-	-	-	1,03
77	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afsk	-	-	-	0,97
78	Vurderes årligt af interne eksperter	-	-	-	1,26
79	Dagsværdi jf. ÅRL § 38, ud fra årlig vurdering a	-	-	-	0,83
80	DCF	-	-	-	1,00
81	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afsk	-	-	-	1,03
82	Kostpris	-	-	-	0,99
83	Afkastmetoden til Finanstilsynets bekendtgørelse	-	-	-	1,11
84	Vurderes årligt af interne eksperter	-	-	-	1,05
85	DCF-metoden: DV foretages af ledelsen tages h	-	-	-	0,97
86	DCF-metoden	-	-	-	1,01
87	DCF	-	-	-	1,55
88	DCF	-	-	-	1,23
89	Dagsværdi jf. ÅRL § 38, ud fra årlig vurdering a	-	-	-	1,88
90	Afkastmetoden til Finanstilsynets bekendtgørelse	-	-	-	1,56
91	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afsk	-	-	-	0,94
92	Afkastmetoden	-	-	-	1,18
93	DCF	-	-	-	1,17
94	DCF-metoden	-	-	-	1,00
95	Sammenlignelige priser: DV opgøres som udgan	-	-	-	1,09
96	Afkastkrav	-	-	-	0,60
97	Kostpris med fradrag af akk. Afskrivninger	62.364.857	23.855.125	86.219.982	0,62
98	Kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afsk	153.826.410	-	153.826.410	1,25
99	Afkastmetoden	-	-	-	0,81
100	Afkastkrav	-	-	-	0,62
101	Markedsværdi, finanstilsynets retlingslinjeer	-	-	-	0,65

Bilag 20

Beregning af følsomhedsanalyser

Oversigt over ændring i markedsværdi ved ændring af indregning af tomme lokaler ved den afkastbaserede metode

Beløb i tkr.

Effekt af ændring af tomme lokaler med henholdsvis 25-, 50- og 100 procent

Indregning af tomme lokaler	Afkastkrav	Ejendommens resultat	Markedsværdi	Forskelsværdi	Beregnet skat af forskel	Egenkapital oprindelig	Justeret egenkapital
100%	5,56%	545.223	9.807.705	294.198	-73.549	7.531.268	7.751.916
50%	5,56%	537.087	9.661.353	147.846	-36.961	7.531.268	7.642.152
25%	5,56%	533.019	9.588.177	74.670	-18.667	7.531.268	7.587.270
0%	5,56%	528.951	9.513.507	0	0	7.531.268	-

Oversigt over ændringer i nøgletal ved ændringer i indregnede tomme lokaler.

3 % af lejeindtægterne: 3% * 542.392 =

16.272

PFA Ejendomme, 2010

0%

25%

50%

100%

t.kr.

2010

Lejeindtægter, erhvervsjendomme	535.215	535.215	535.215	535.215
Lejeindtægter, boligejendomme	7.177	7.177	7.177	7.177
Ændring i lejeindtægt	0	4.068	8.136	16.272
Lejeindtægter	542.392	546.460	550.528	558.664
Drift af ejendomme	-80.634	-80.634	-80.634	-80.634
Driftsresultat, ejendomme	461.758	465.826	469.894	478.030
Administration	-8.935	-8.935	-8.935	-8.935
Resultat før værdireguleringer og finansielle poster	452.823	456.891	460.959	469.095
Værdiregulering af investeringsejendomme	97.388	97.388	97.388	97.388
Resultat før finansielle poster	550.211	554.279	558.347	566.483
Finansielle udgifter	96	96	96	96
Finansielle indtægter	-21.356	-21.356	-21.356	-21.356
Resultatandele ass. Virk.	2.819.000	2.819.000	2.819.000	2.819.000
Værdiregulering sikringsinstrument	277.000	277.000	277.000	277.000
Resultat før skat	528.951	533.019	537.087	545.223
Skat af årets resultat	0	0	0	0
Årets resultat	528.951	533.019	537.087	545.223

Afkastkrav	Ejendommens resultat	Markedsværdi	Forskelsværdi	Beregnet skat af forskel	Egenkapital oprindelig	Justeret egenkapital
3,56%	528.951	14.858.174	5.344.667	-1.336.167	7.531.268	11.539.768
4,56%	528.951	11.599.803	2.086.295	-521.574	7.531.268	9.095.990
5,56%	528.951	9.513.507	0	0	7.531.268	-
6,56%	528.951	8.063.277	-1.450.230	362.557	7.531.268	6.443.596
7,56%	528.951	6.996.706	-2.516.801	629.200	7.531.268	5.643.667

Bilag 21

Finanstilsynets retningslinjer

Bilag 7

Måling af ejendommens dagsværdi

I henhold til §§ 57 og 58 skal investeringsejendomme og domicilejendomme måles til dagsværdi, sidstnævnte ejendomme ved hjælp af en omvurderingsmodel. Dette bilag beskriver metoderne til bestemmelse af dagsværdien.

Hvis en ejendom tilhører en ensartet gruppe af ejendomme, der regelmæssigt handles til offentliggjorte priser, skal ejendommens dagsværdi fastsættes på grundlag heraf. Dette kan være tilfældet for mindre ejendomme, hvis dagsværdi følgelig kan fastsættes til de offentliggjorte priser, jf. pkt. 7. I de fleste tilfælde vil en ejendoms dagsværdi dog skulle beregnes ved anvendelse af anerkendte målingsmetoder, jf. nedenfor.

En ejendoms dagsværdi kan beregnes på grundlag af

- a) afkastmetoden eller
- b) DCF-metoden (»discounted cash flows«).

Afkastmetoden

En ejendoms dagsværdi fremkommer på baggrund af ejendommens driftsafkast og et til ejendommen knyttet forrentningskrav (afkastprocent).

Dagsværdien er lig driftsafkastet ganget med 100 og divideret med afkastprocenten svarende til nutidsværdien af en uendelig annuitet.

Den fremkomne dagsværdi må eventuelt korrigeres, jf. pkt. 3.

En ejendoms driftsafkast opgøres efter reglerne i pkt. 1.

En ejendoms forrentningskrav (afkastprocent) fastsættes efter reglerne i pkt. 2.

1. Opgørelse af ejendommens driftsafkast

En ejendoms driftsafkast fremkommer således

- + lejeindtægt
- vedligeholdelsesomkostninger
- administrationsomkostninger
- driftsomkostninger
- = driftsafkast

Alle de nævnte størrelser opgøres på årsbasis.

Lejeindtægten indgår som udgangspunkt med den faktiske lejeindtægt i den kommende 12 måneders periode i henhold til indgåede lejekontrakter.

Hvis det vurderes, at den kontraktfastsatte leje afviger væsentligt (+/- 10 pct.) fra markedslejen, jf. nedenfor, skal markedslejen dog anvendes i stedet for den kontraktfastsatte leje.

I særlige tilfælde kan en kontraktfastsat leje, uanset markedslejen, indgå som lejeindtægt. Sådanne tilfælde foreligger, når lejeren kan anses for at være solid, og der foreligger en uopsigelig langtidslejekontrakt, hvorunder lejer har forpligtet sig til ikke at kræve lejen nedsat i en periode på mindst 10 år regnet fra opgørelsestidspunktet.

Ved markedsleje forstås den leje, som de pågældende arealer må antages at kunne (gen)udlejes til inden for en tidshorisont på 6 måneder, fastsat under hensyntagen til kendskabet til de seneste indgåede lejekontrakter for og udbuddet af tilsvarende arealer med hensyn til beliggenhed, art, størrelse, kvalitet, udstyr og

vedligeholdelsesstand. I særlige tilfælde, eksempelvis når der er tale om større domicilejendomme med kun én lejer, kan der opereres med en længere (gen)udlejningshorisont på indtil 12 måneder.

For uudlejede arealer indgår en skønnet markedsleje i lejeindtægten. For arealer, som virksomheden selv benytter, fastsættes en skønnet markedsleje, der indgår i lejeindtægten.

Vedligeholdelsesomkostninger indgår med de gennemsnitlige årlige omkostninger, der skal anvendes for at holde ejendommen i normal vedligeholdelsesstand.

Administrations- og driftsomkostninger indgår som udgangspunkt med de budgetterede omkostninger for den kommende 12 måneders periode. I tilfælde hvor omkostningerne ikke afholdes i form af honorar til en ejendomsadministrator, der er uafhængig af virksomheden, estimeres omkostningerne ud fra, hvad der ville skulle betales til en ejendomsadministrator på markedsbaserede vilkår.

Prioritetsrenter må ikke indgå i driftsomkostningerne.

2. Fastsættelse af ejendommens forrentningskrav

En ejendoms forrentningskrav fastsættes således, at dette efter bedste skøn og under hensyn til den pågældende ejendoms særlige forhold svarer til de forrentningskrav, som afspejles i de handler, der har fundet sted på ejendomsmarkedet op til vurderingstidspunktet.

Forrentningskravet for en ejendom afhænger af generelle samfundsøkonomiske forhold samt af forhold, der er specifikke for den pågældende ejendom.

De generelle samfundsøkonomiske forhold er væsentligst obligationsrenten og konjunktursituationen.

De specifikke forhold ved den enkelte ejendom, der influerer på forrentningskravet, er forhold, der påvirker sikkerheden for, at ejendommens afkast vil kunne opretholdes.

Disse særlige forhold er især

- a) ejendomstype og anvendelsesmuligheder (beboelse, kontor, butik, industri, lager osv.),
- b) beliggenhed,
- c) indretning og vedligeholdelsesstand samt
- d) lejekontrakters løbetid, lejereguleringsklausuler og lejerens bonitet.

Andre særlige forhold ved den enkelte ejendom kan influere på størrelsen af forrentningskravet.

3. Eventuel korrektion af dagsværdien

Det vil ofte være nødvendigt at korrigere den værdi, der fremkommer på baggrund af ovennævnte driftsafkast og forrentningskrav. Det drejer sig om nedenstående tillæg og fradrag.

Tillæg for forudbetalinger og deposita

Der kan foretages tillæg svarende til kapitalværdien af afkastet af de indestående beløb.

Tillæg for merleje

Er den lejeindtægt (markedsleje), der indgår i beregningen, nedsat i forhold til den faktiske lejeindtægt på vurderingstidspunktet, jf. pkt. 1, kan nutidsværdien af »merlejen« i perioden frem til det forventede tidspunkt for lejenedsættelse tillægges.

Fradrag for uudlejede arealer

Leje for uudlejede arealer, der indgår i lejeindtægten efter pkt. 1, skal fradrages for en periode frem til det tidspunkt, hvor arealerne forventes udlejet.

Fradrag for mindreleje

Er den lejeindtægt (markedsleje), der indgår i beregningen, forhøjet i forhold til den faktiske lejeindtægt på vurderingstidspunktet, jf. pkt. 1, skal nutidsværdien af »mindrelejen« i perioden frem til det forventede tidspunkt for lejeforhøjelse fradrages.

Fradrag for udskudte vedligeholdelsesarbejder

Hvis der forestår større vedligeholdelsesarbejder, som ikke dækkes af de gennemsnitlige vedligeholdelsesomkostninger, der indgår i beregningen efter pkt. 1, skal udgifterne hertil fradrages.

Fradrag for nødvendige udgifter til indretning.

Hvis udlejning af et uudlejet areal til en lejeindtægt, der indgår i beregningen efter pkt. 1, forudsætter indretning og istandsættelse efter lejers behov, skal udgifterne hertil fradrages.

DCF-metoden

En ejendoms dagsværdi fremkommer som nutidsværdien af de fremtidige betalinger, som ejendommens besiddelse medfører, jf. pkt. 6. De fremtidige betalinger fastsættes som de estimerede betalinger i en planlægningsperiode, jf. pkt. 4, samt en terminalværdi, jf. pkt. 5.

4. Opgørelse af de estimerede betalinger i planlægningsperioden

Der fastsættes en planlægningsperiode for ejendommen, der mindst skal være på 5 år. Planlægningsperioden er normalt på 5-10 år. Indtægter og omkostninger skal estimeres for hvert enkelt år i den valgte planlægningsperiode. I betalingsstrømmen indgår de i pkt. 1 anførte indtægter og omkostninger. Det enkelte års indtægter og omkostninger fastsættes ud fra realistiske forventninger til, hvorledes de i planlægningsperioden vil være fordelt under hensyn til eksisterende lejekontrakter, fraflytninger, tomgang, vedligeholdelsesomkostninger, administration, inflation osv.

5. Opgørelse af terminalværdien

Terminalperioden er perioden efter udløbet af planlægningsperioden, og terminalåret er det første år i terminalperioden. Terminalværdien af ejendommen er den beregnede dagsværdi i terminalåret. Ud fra en antagelse om, at betalingsstrømmen vil være konstant i terminalperioden, beregnes terminalværdien efter afkastmetoden som beskrevet ovenfor. Den konstante årlige betalingsstrøm svarer til det forventede driftsafkast i terminalåret opgjort i overensstemmelse med pkt. 1. Terminalværdien reguleres eventuelt efter reglerne i pkt. 3.

6. Opgørelse af nutidsværdien af de fremtidige betalinger

De enkelte års betalingsstrømme i planlægningsperioden samt terminalværdien tilbagediskonteres med en diskonteringsrente, som består af det på ejendommen fastsatte forrentningskrav opgjort i overensstemmelse med pkt. 2 med et tillæg svarende til den inflationsforventning, som er indregnet i udviklingen i de løbende indtægter og omkostninger.

7. Anvendelse af den offentlige ejendomsvurdering

For mindre ejendomme som enfamiliehuse, ejerlejligheder og sommerhuse kan den seneste offentlige ejendomsvurdering anvendes som dagsværdien, medmindre dette i det konkrete tilfælde er åbenlyst misvisende.

8. Anvendelse af en ekstern eksperts vurdering

Fastsættelsen af ejendommenes dagsværdi, herunder fastsættelse af de elementer, der i henhold til ovenstående indgår ved beregningen af dagsværdierne, kan basere sig på en ekstern eksperts vurdering. De foretagne vurderinger samt det forhold, at beregningerne baserer sig på et relevant datagrundlag, vil dog i alle tilfælde være virksomhedens ledelses (direktions og bestyrelses) ansvar. Ansvar for vurderingen kan ikke overlades til eksterne eksperter.

Bilag 22

[illegible]