

STYRING AF KREDITRISICI I DEN FINANSIELLE SEKTOR

Med særligt henblik på investerings- og
udlejningsejendomme

Afgangsprojekt I HD 2. Del Finansiering
Copenhagen Business School
Une Bjarke Stage Pedersen

Vejleder: Oliver Sjølin

Indholdsfortegnelse

1	Indledning:	1
1.1	Problemformulering	2
1.2	Afgrænsning	3
2	Den gode kreditanalyse	4
2.1	Kvalitative kreditanalyse.....	7
2.1.1	Probability of Default	8
2.1.2	Exposure at Default	15
2.1.3	Recovery rate	16
3	Pantværdi af investerings- og udlejningsejendomme	18
3.1	Afkast metoden	18
3.2	DCF-metoden.....	21
3.3	Analyse af metoder til opgørelse af pant for investerings- og udlejningsejendomme	22
4	Imødegåelse af risici ved finansiering af udlejningsejendomme	29
5	Risici ved forskellige ejendomstyper samt imødegåelse heraf	35
5.1	Boligudlejningsejendomme.....	35
5.2	Kontor- og forretningsejendomme.....	39
5.3	Fabriks- og lagerejendomme.....	40
6	Kreditanalyse i praksis	42
6.1	Virksomhedsbeskrivelse af Jeudan A/S	42
6.2	Jeudan A/S' forretningsrisiko	42
6.2.1	Jeudan A/S' ejerskabsrisiko	42
6.2.2	Jeudan A/S' ledelsesrisiko	44
6.2.3	Jeudan A/S' industririsiko	46
6.2.4	Jeudan A/S' virksomhedsrisiko	52
6.3	Jeudan A/S' finansielle risiko	58
7	Konklusion	63

8	<i>Bilagsmateriale</i>	64
8.1	Bilag 1: DCF-beregningseksempel.....	64
8.2	Bilag 2: Overvurdering af dagsværdi ved begrænset driftsafkast	65
8.3	Bilag 3: Afkast ved fald i forrentningskrav	65
8.4	Bilag 4: Ydelse ved køb af privatbolig	66
9	<i>Litteraturliste</i>	67

1 Indledning:

*"Neither a borrower nor a lender be;
For loan oft loses both itself and friend,
And borrowing dulls the edge of husbandry"*

(Shakespeare, Hamlet første akt)

Sådan lyder et af de berømte citater fra Shakespeares tragedie om "Hamlet, Prins af Danmark", men til trods for denne teatraliske advarsel tilhører udlån og låntagning en af de ældste sysler i menneskehedens historie, dyrket næsten som det var en slags sport (Andesen, 2011).

Shakespeares poesi rummer da også den sandhed, at en låntager meget vel kan komme i en situation, hvor vedkommende enten mister evne eller villighed til at efterkomme sine gældsforpligtelser og derigennem mister samfundsmæssig anerkendelse og tillid, men samtidigt også påfører udlåns giveren et finansielt tab, der kan lede til muligt fjendskab.

Citatet negligerer imidlertid, at nettoeffekten af denne "sport" har været en hastig realøkonomisk vækst, som man aldrig kunne have opnået, hvis alle investeringer skulle finansieres gennem låntagerens egen opsparing (Andesen, 2011). Samtidigt kan en udlåns giver ikke opnå et højt afkast af sin opsparing uden at påtage sig risikoen for finansielle tab – og/eller venskab – da det på forhånd ofte ikke kan fastlægges med fuldstændig sikkerhed, om en låntager kan eller vil efterkomme samtlige af sine fremtidige betalingsforpligtelser (Andersen, 2017).

Finansielle institutters påtagelse af risiko for tab på udlån er således deres middel til at opnå ønsket om afkast. Det er dermed ikke et sigte i sig selv at eliminere risikoen — da det modvirker målsætningen om at skabe afkast — men derimod at påtage sig en kalkuleret risiko og formidle lån til låntagere, der med stor sandsynlighed kan og vil efterleve deres gældsforpligtelser rettidigt. Forudsat det gøres klogt, kan det således resultere i øget velstand for både det enkelte finansielle institut og for samfundet generelt.

Historien har imidlertid vist, at der i finansielle opgangstider kan være en tendens til udpræget optimisme med deraf følgende undervurdering af de reelle risici og manglende fokus på formidling af lån til låntagere, der med stor sandsynlighed kan og vil efterleve sine gældsforpligtelser rettidigt. Denne tendens sås tydeligt i Danmark i årene op til finanskrisen, hvor blandt andet store prisstigninger på investerings- og udlejningsejendomme var ledsaget af store udlån til finansiering af handel med og bygning af sådanne ejendomme. Dette er i sig selv ikke nødvendigvis et problem, men Rangvid-rapporten (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013), som blev udfærdiget i kølvandet på finanskrisen, viste at en stor del af den finansielle sektors tab og nedskrivninger under den finansielle krise netop kunne relateres til finansiering af investerings- og udlejningsejendomme.

Rangvid-rapporten – der er resultatet af et ekspertudvalg nedsat i 2012 af den daværende regering til at belyse finanskrisens årsager – viste, at selvom risikofyldte udlån til investerings- og udlejningsejendomme ikke var den eneste bestemmende faktor til finanskrisen, så bidrog netop pengeinstitutternes manglende fokus på risici samt overeksponering mod investerings- og udlejningsejendomme til væsentlige tab og nedskrivninger, og var endvidere en væsentlig faktor til konkurs i de nødlidende institutter. Eksempelvis steg en række mindre og mellemstore finansielle institutters udlån meget kraftigt inden krisen og var ofte koncentreret på få sektorer, primært investerings- og udlejningsejendomme. Ledelsen i flere af disse institutter var i årene inden krisen præget af utilstrækkelig viden og erfaring om finansielle forhold, som gav sig udslag i lemfældig långivning, så til trods for ganske pæne kapitalforhold ved indgangen til krisen er en stor andel af disse institutter ophørt efter krisen indtraf. (Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013)

1.1 Problemformulering

Med baggrund i Rangvid-rapportens læring om årsager og konsekvenser til finanskrisen søger denne opgave at belyse de risikofaktorer som finansielle institutter påtager sig i forbindelse med udlån til primært investerings- og udlejningsejendomme, samt hvordan disse risici afdæmpes. Baggrunden herfor er, at en manglende risikoanalyse og/eller manglende forståelse af risici ved udlån kan have store konsekvenser, ikke bare som finansielle tab i de enkelte pengeinstitutter, men for konjunkturudviklingen og for samfundet generelt.

Til grundlag for analysen bliver følgende spørgsmål gennemgået og vurderet:

- Hvad er god kreditanalyse?
- Hvilke særegne risici er der ved finansiering af investerings- og udlejningsejendomme som helhed samt for forskellige typer heraf?
- Hvordan i mødegås risiciene forbundet med finansiering af investerings- og udlejningsejendomme?
- Hvordan håndteres ovennævnte punkter i praksis?

1.2 Afgrænsning

Nærværende opgave afgrænses til primært at berøre investerings- og udlejningsejendomme samt finansielle institutters udlån hertil og vil udelukkende behandle kreditrisici ved traditionelle udlånsforretninger — det vil sige tab på udlån, garantier og lånetilsagn. Der vil således ikke blive fokuseret på kreditrisiko fra derivathandler, obligationsinvesteringer e.l. Opgaven vil af samme årsag heller ikke berøre eksempelvis styring af likviditets-, markeds- eller operationel risici, eller den gensidige påvirkning mellem de forskellige risikoklasser, som i mange sammenhænge kan have en afledt effekt på kreditrisikoen. Da opgavens primære sigte er styring af kreditrisici ved finansiering af investerings- og udlejningsejendomme, afgrænses der så vidt muligt fra behandlingen af udlån til andre typer/grupper, men vil udelukkende omfatte erhvervsudlån. Opgaven vil ligeledes se bort fra det teoretiske fænomen ”risikofri investering/rente”, der er en opgave værd i sig selv, men som ved mere normale renteforhold end det nuværende kan levere et positivt afkast på udlån uden kreditrisici.

2 Den gode kreditanalyse

Hvor en aktieanalytiker eller -investor typisk søger at afdække den iboende værdi af en konkret virksomhed til enten at afgive en anbefaling eller beslutte om, der skal købes, sælges eller fastholdes aktier – altså egenkapital – i virksomheden, så foretages en kreditanalyse derimod ud fra et fremmedkapitals perspektiv – det være sig en bank, virksomhedsobligationssejer, en leverandør eller en kreditanalytiker i et kreditbureau, der søger at rådgive kreditorer. Det vil sige, at i modsætning til egenkapitalsorienterede analyser, så søger kreditanalysen at afdække virksomhedens evne og vilje til at efterleve samtlige af sine økonomiske forpligtelser i ret tid. (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017) Selvom der er et vist overlap i metoderne til at afdække henholdsvis den iboende værdi af en virksomhed samt dens evne og villighed til at efterleve sine økonomiske forpligtelser er der den helt centrale forskel, at afkastprofilen af henholdsvis aktieinvesteringer og kreditter – i denne sammenhæng lån – er vidt forskellige. Hvor en investor i en aktie maksimalt har risiko for at tabe investeringssummen (givet at der ikke kautioneres for virksomhedens forpligtelser), så er der i princippet ingen øvre grænse for, hvor stor gevinsten kan blive. Afkastprofilen ved kreditgiver af traditionelle udlån er til gengæld kendetegnet ved en stor sandsynlighed for et lille afkast i form af, at hele udlånet inklusiv de løbende rentebetalinger tilbagebetales rettidigt, mens der er en lille risiko for, at udlånet misligholdes, så det enten tabes helt eller delvist (Andersen, 2017).

Populært sagt søger aktieanalysen at afdække ”upsiden” i en virksomhed, mens kreditanalysen derimod søger at afdække sandsynlighed, eller måske nærmere risikoen, for et ”downside”-scenarie, hvor virksomheden helt eller delvist misligholder både de løbende rente- og afdragsbetalinger, eller endnu værre indleder konkursbegæring og søger kreditorbeskyttelse, samt ultimativt hvor stort et tab der opstår i sådanne situationer (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017), Kreditrisikoen afspejler således både sandsynligheden for misligholdelse samt tab i tilfælde af misligholdelse (Andersen, 2017).

For at kunne vurdere downsiderisikoen ved udlån kan det være gavnligt at opstille en model, der på systematisk vis håndterer de forskellige risikoelementer. Hvis der tages udgangspunkt i beskrivelsen ovenfor, så betegnes ”risikoen for misligholdelse af de økonomiske forpligtelser” ofte

som "PD", der er en forkortelse af den engelske betegnelse "Probability of Default", der i procent mellem 0,00% til 100,00% udtrykker den statistiske sandsynlighed for, at låntager misligholder sine økonomiske forpligtelser inden for de næste 12 måneder. En lille PD tæt på 0,00% betyder således, at der er en lille sandsynlighed for misligholdelse inden for det næste år, mens en høj PD tæt på 100,00% indikerer en meget stor sandsynlighed for misligholdelse inden for det næste år. Tab i tilfælde af misligholdelse betegnes ofte som "LGD", der ligeledes er en engelsk forkortelse for betegnelsen "Loss Given Default", der i monetær værdi angiver hvor meget af udlånet, inklusiv omkostninger til inddrivelse, der tabes i tilfælde af misligholdelse. En forholdsvis lille LGD vil således antyde, at tabet på udlånet bliver relativt beskedent, også selvom PD på samme tid måske er meget høj og indikerer en stor sandsynlighed for misligholdelse. Dette leder til den næste vigtige relation kaldet det "Forventede Tab", eller ofte blot "EL", efter den engelske betegnelse "Expected Loss". EL er produktet af henholdsvis PD og LGD, som gengivet i Ligning 1 nedenfor, og udtrykker det forventede monetære tab på udlån. (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Ligning 1: Expected Loss

$$\text{Expected Loss (EL)} = \text{Probability of Default (PD)} * \text{Loss Given Default (LGD)}$$

Kilde: Petersen, Plenborg, & Kinserdal (2017)

Relationen mellem PD og LGD er gengivet på skematisk form i Tabel 1 nedenfor, hvor beregningen tager udgangspunkt i et udlån på DKK 100 samt at henholdsvis PD og LDG i udgangspunktet er henholdsvis DKK 0,00 og 0,00%, men begge stiger i intervaller på henholdsvis 10,00%-point og DKK 10,00, hvormed det ses, at hvad enten PD eller LGD er relativt lille, så vil EL også være relativt lille, uafhængig af den anden parameter.

Tabel 1: Expected Loss

PD (%)	0,00%	10,00%	20,00%	30,00%	40,00%	50,00%	60,00%	70,00%	80,00%	90,00%	100,00%
LDG (DKK)											
0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10,00	0,00	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00	8,00	9,00	10,00
20,00	0,00	2,00	4,00	6,00	8,00	10,00	12,00	14,00	16,00	18,00	20,00
30,00	0,00	3,00	6,00	9,00	12,00	15,00	18,00	21,00	24,00	27,00	30,00
40,00	0,00	4,00	8,00	12,00	16,00	20,00	24,00	28,00	32,00	36,00	40,00
50,00	0,00	5,00	10,00	15,00	20,00	25,00	30,00	35,00	40,00	45,00	50,00
60,00	0,00	6,00	12,00	18,00	24,00	30,00	36,00	42,00	48,00	54,00	60,00
70,00	0,00	7,00	14,00	21,00	28,00	35,00	42,00	49,00	56,00	63,00	70,00
80,00	0,00	8,00	16,00	24,00	32,00	40,00	48,00	56,00	64,00	72,00	80,00
90,00	0,00	9,00	18,00	27,00	36,00	45,00	54,00	63,00	72,00	81,00	90,00
100,00	0,00	10,00	20,00	30,00	40,00	50,00	60,00	70,00	80,00	90,00	100,00

Kilde: Eget beregningseksempel

Et udlån er dog ikke nødvendigvis en statisk størrelse, eksempelvis foretages der typisk løbende afdrag på anlægs lån, hvormed der formentligt sker nedbringelse fra udbetaling af lånet til en eventuel misligholdelse, alternativt vil kassekredit til håndtering af tidsmæssige forskydninger og/eller fluktuationer af virksomhedens ind- og udbetalinger typisk blive anvendt mere end normalt op til en misligholdelse. Af den grund afhænger LGD – og dermed EL – også af det, der på dansk betegnes ”eksponering ved misligholdelse”, eller ”EAD” efter den engelske betegnelse ”Exposure At Default”. EAD måler således den forventede monetære krediteksponering ved tidspunktet for misligholdelse. (Andersen, 2017)

Men ligesom størrelsen på et udlån ikke nødvendigvis er statisk, så kan der også forekomme væsentlige forskelle i de sikkerheder – om nogen – der ligger til grund på udlånet. Er der stillet sikkerheder for udlånet – som det er i tilfældet med realkreditlån til finansiering af investerings- og udlejningsejendomme – vil LGD være mindre, end for lån ydet på usikret basis. Denne relation har så vidt vides ikke en dansk betegnelse, men benævnes ofte ”RR” efter det engelske ”Recovery Rate”, der på dansk vel bedst kan betegnes som ”inddrivelsessatsen”. Som det fremgår er RR en sats, der i procent på mellem 0,00% til 100,00% angiver hvor meget der ultimativt inddrives af en krediteksponering ved tidspunktet for misligholdelse. (Andersen, 2017)

LGD kan dermed omskrives til relationen anført i Ligning 2 nedenfor.

Ligning 2: Loss Given Default

$$\text{Loss Given Default (LGD)} = \text{Exposure At Default (EAD)} * (1 - \text{Recovery Rate (RR)})$$

Kilde: Petersen, Plenborg, & Kinserdal (2017)

Dette medfører, at Ligning 1 for Expected Loss kan omskrives til følgende udtryk gengivet i Ligning 3 nedenfor:

Ligning 3: Udvidet Expected Loss

$$\text{Expected Loss} = \text{Probability of Default} * \text{Exposure At Default} * (1 - \text{Recovery Rate})$$

Kilde: Petersen, Plenborg, & Kinserdal (2017)

Man kan således i alt sin enkelthed sige, at kreditanalysen søger at afdække højre side af Ligning 3, så der kan gives et estimat for venstre side, altså det forventede tab, for at skelne mellem finansielt sunde og sikre virksomheder samt virksomheder, der sandsynligvis fører til store monetære tab, og yde lån herefter (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

2.1 Kvalitative kreditanalyse

Ligesom aktieanalytikernes estimat af den iboende værdi af en virksomhed er kreditanalyse ligeledes forbundet med væsentlig usikkerhed (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Så ofte foretages afklaringen ikke kun ved hjælp af eksakte statistiske/kvantitative beregninger, men suppleres ofte af kvalitative analyser, der mere overordnet søger at tildele de enkelte risikofaktorer en karakter, som eksempelvis høj, lav og mellem, eller en sammenblanding heraf.

Nedenfor anvises derfor fundamentet til hvorledes der på kvalitativ vis foretages en vurdering af hver af de 3 uafhængige variable i Ligning 3. Vurderingerne af de 3 uafhængige variable er dog sammensat af en række delanalyser, hvor der nedenfor i første omgang angives på punktform, hvordan analysen struktureres:

- Probability of Default:

- Analyse af forretningsrisikoen, der er en sammenfatning af:
 - Ejerskabs- og ledelsesrisikoen
 - Industririsikoen
 - Virksomhedsrisikoen
- Analyse af den finansielle risiko
- Exposure At Default:
 - Analyse af finansieringstyper og deres anvendelse
- Recovery rate:
 - Analyse af sikkerhedsstillelse og pant

2.1.1 Probability of Default

Et af de vigtigste punkter ved kreditanalysen er, at forstå risikoen for at en virksomhed misligholder sine gældsforpligtelser ("PD"), herunder både de løbende rente og afdragsbetalinger. Dette foretages normalt gennem en vurdering af dels forretningsrisikoen, som inkluderer en evaluering af henholdsvis, ejerskabs- og ledelsesrisikoen, industririsikoen samt virksomhedsrisikoen. En vurdering af virksomhedens finansielle tilstand er dog ligeledes et vigtigt element i forståelsen af PD, hvilket ofte baseres på historiske finansielle rapporter til vurdering af virksomhedens fremtidige evne til at opfylde sine gældsforpligtelser. (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

2.1.1.1 Forretningsrisikoen

Formålet med analysen af forretningsrisikoen er at identificere og vurdere de faktorer, der potentielt kan have en negativ effekt på virksomhedens betalingsstrømme og eventuelt forringe dens evne til at opfylde sine fremtidige gældsforpligtelser. Metoderne til bedømmelse heraf er for så vidt meget sammenlignelige med de metoder, der anvendes til en aktieanalyse, men fokuserer i langt højere grad på downside-risikoen (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Ved at identificere, analysere og konkludere på virksomhedens vigtigste risikofaktorer opnås der værdifuld viden til på realistiskvis at vurdere bæredygtigheden af en virksomheds nuværende og fremtidige finansielle forhold. Dernæst giver analysen mulighed for at undersøge om de finansielle forhold i virksomheden er funderet i reelle forhold (Sørensen, 2017). Analysen af

forretningsrisikoen er således et vigtigt input til analysen af virksomhedens finansielle tilstand samt dens evne til at opfylde sine fremtidige gældsforpligtelser.

2.1.1.1.1 Ejerskabs- og ledelsesrisiko.

Det er vigtigt, at man som kreditgiver har kendskab til den/de ultimative ejere af en virksomhed samt til ledelsen i virksomheden, idet både deres kreditværdighed og rolle kan have en indflydelse på virksomhedens kreditrisiko. Eksempelvis kan en ejers økonomiske problemer påvirke en ellers finansielt sund og sikker virksomhed, hvis vedkommende eksempelvis har stillet sine aktier i virksomheden til sikkerhed som pant for et privat lån. I sådanne tilfælde kan der være en risiko for, at ejerens bank overtager kontrollen af virksomheden, hvis vedkommende ikke er i stand til at overholde sine egne økonomiske forpligtelser. En ejers finansielle problemer kan også lægge beslag på virksomhedens finansielle ressourcer, hvis den tvinges til at udlodde ekstraordinært store dividender for at understøtte ejerens økonomi. Begge disse tilfælde vil typisk have en negativ indvirkning på virksomhedens kreditværdighed. (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017) Ligeledes kan ejerens omdømme påvirke virksomheden negativt, hvis eksempelvis der er betydelig negativ omtale af ejer fra eksisterende kunder, leverandører eller medarbejdere. Dette kan potentielt afholde andre forretningspartnere og medarbejdere fra at indgå i et samarbejde med virksomheden. Konflikter mellem flere ejere kan have den samme indvirkning, og måske endda samtidig aflede ejerens fokus fra bestyrelsens rolle med at overvåge og foretage den overordnede ledelse af virksomheden. Sidstnævnte kan ligeledes opstå for en virksomhed med spredt ejerkreds med mange aktionærer, hvor de hver især har et beskedent incitament til at investere tid og ressourcer i at udøve aktivt ejerskab, men i stedet anser det for nemmere at stemme med fødderne og afhænde aktierne fremfor at udøve direkte kontrol via generelforsamling (Allen, Brealey, & Myers, 2017). Ejerskabet kan dog ligeledes være en styrke, hvis for eksempel en finansielt stærk ejer har evnen til at støtte virksomheden med kapitalindsprøjtninger i tilfælde af problemer eller er uafhængig af at trække dividende af virksomheden – eller måske endnu bedre har vist historisk villighed til at indskyde kapital og/eller undlade at trække dividende ud.

Foruden ejerskabsrisikoen er ledelsesrisikoen selvsagt en vigtig faktor i bedømmelse af en virksomheds iboende risiko. Det er lige før man kan sige, at risikoen fra en dårligt ledet

virksomhed ikke kan opvejes af andre formildende faktorer, der ellers vurderes at give virksomheden en fordelagtig position. Dette skyldes, at ledelsen er det øverste udøvende organ i en virksomhed, hvorfor dårlige ledelsesbeslutninger ofte ultimativt giver sig udslag i dårlig finansiell performance. Af den grund bør ledelsen evne og track record undersøges – herunder om de har den rette uddannelse og erfaring, der er relevant for virksomheden. En meget ung ledelse kan være en indikation på, at dette ikke er tilfældet, mens en meget gammel ledelse kan kræve et snarligt generationsskifte med de usikkerheder, som er forbundet dermed. Derudover er det relevant at vurdere, om ledelsens interesser i virksomheden er sammenfaldende med aktionærernes og eksempelvis ikke har incitament til at drage kortsigtede beslutninger på bekostning af gode langsigtede finansielle resultater, eller på anden måde ikke har interesse i at skabe de bedst mulige finansielle resultater for virksomheden.

2.1.1.1.2 Industririsiko

Analyse af industririsikoen fokuserer på de eksterne faktorer i virksomhedens omverden, der kan have en væsentlig indflydelse på industrien og dermed potentielt på virksomhedens evne til at opfylde sine gældsforpligtelser. Nogle industrier er mere volatile (det vil sige risikoen er højere) end andre, og alle industrier ændrer sig over tid (det vil sige industriens livscyklus). Både volatiliteten samt de langsigtede ændringer indenfor en industri er drevet af flere forskellige parametre, der tilsammen bestemmer og forklarer risikoen i industrien. Forskellige industrier kan have forskellige finansieringsbehov, herunder investeringstype, investeringsfrekvens og så videre. Nogle brancher, for eksempel investerings- og udlejningsejendomsindustrien, er kapitaltunge og gør udpræget brug af ekstern anlægsfinansiering med lange løbetider, mens andre industrier kræver meget færre anlægsaktiver – også kaldet asset light – og dels har en bedre mulighed for at omstille sig til ændrede industrivilkår og dels har nogle andre finansieringsbehov. Analysen af industririsikoen søger således at identificere, analysere og konkludere på de vigtigste finansielle drivere og succeskriterier i industrien samt de dertilhørende risici og eventuelle midler til afbødning heraf.

Industrianalysen af virksomhedens eksterne omverdensfaktorer bør tilrettelægges, så den starter med en analyse af det makromiljø, der danner rammerne for virksomhedens erhvervsudfoldelse.

Til brug herfor anvendes omverdensmodellen, "PESTEL", der søger at identificere de nøglefaktorer i virksomhedens omverden, der har den største indvirkning på de finansielle risici. Dette kan suppleres med branchemodellen, "Porters Five Forces", der analyser de industristrukturer og konkurrencemæssige trusler som virksomheden står overfor. Og eventuelt med "Livcyklusmodellen", for de industrier, der er meget dynamiske over tid. (Sørensen, 2017)

2.1.1.1.3 Virksomhedsrisikoen

Hvor industrianalysen fokuserer på de eksterne forhold, så fokuserer analysen af virksomhedsrisikoen i stedet på de interne faktorer, der kan have en væsentlig indflydelse på virksomhedens gældsserviceringssevne. Analysen sigter dels at give svar på virksomhedens markedsposition, samt på hvordan virksomheden håndterer de mest relevante risikofaktorer, der blev identificeret i analysen af industririsikoen. Dette skulle gerne på kvalitativ basis give svar på virksomhedens evne til på rentabel vis at levere det produkt eller den service den udbyder til sine kunder. Hermed opnås der indsigt i virksomhedens vigtigste finansielle driver og succeskriterier samt de mest vitale risici, den er eksponeret overfor, samt hvad den foretager sig for at afbøde disse.

Analysen af de interne faktorer i en virksomhed, der kan have en fundamental indvirkning på dets gældsserviceringssevne, foretages med udgangspunkt i det såkaldte "ressourceperspektiv", som har til formål at identificere, hvorvidt virksomheden råder over strategiske ressourcer, der kan bidrage til det langsigtede finansielle eksistensgrundlag. Som et supplement til analysen af virksomhedens strategiske ressourcer kan der foretages der ligeledes en værdikædeanalyse, for at forstå de aktiviteter i virksomheden, der er de mest betydningsfulde for den finansielle performance. (Sørensen, 2017)

2.1.1.1.4 Sammenfatning af forretningsrisikoen

Med udgangspunkt i konklusionerne fra analyserne om henholdsvis ejerskabs- og ledelsesrisikoen, industririsikoen samt virksomhedsrisikoen kan det klarlægges i hvilket omgang virksomheden løbende formår at tilpasse sig til ændrede forhold, der kan indvirke på gældsserviceringssevnen og sikre det langsigtede finansielle eksistensgrundlag.

2.1.1.2 *Finansielle risici*

Professionelle udlånere som finansielle institutter har normalt flere forskellige metoder til at afgøre den finansielle tilstand for en virksomhed og dens evne til at efterleve sine gældsforpligtelser – herunder beregning af finansielle nøgletal samt brug af statistiske modeller og eksterne kreditrating (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Nærværende opgave afgrænser imidlertid for behandlingen af de to sidstnævnte, da de dels kræver meget store mængder af svært tilgængelige data samt avanceret statistisk behandling for at kunne verificere forudsigelsen. Det kan ligeledes nævnes i den sammenhæng, at Petersen, Plenborg, & Kinserdal (2017) anfører at brugen af statistiske modeller ikke kan erstatte analytisk arbejde. Desudover vil brugen af kreditrating spille kreditvurdering over i hænderne på eksterne kreditbureauer, hvilket går imod sigtet med denne opgave.

Men hvad end der gøres brug af finansielle nøgletal eller statistiske modeller for derigennem at afdække gældsserviceringssevnen vil udgangspunktet for disse metoder næsten altid baseres på virksomhedens historiske finansielle opgørelser, som har det generelle problem at de er bagudskuende og ikke siger noget om den fremtidige indtjenings- og gældsserviceringssevne (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Det er derfor relevant at anvende de historiske finansielle rapporter sammen med konklusionerne fra analysen af forretningsrisikoen til at fastlægge prognoser for den fremtidige gældsserviceringssevne. En forudsætning herfor er, at virksomhedens historiske finansielle opgørelser er relevante og pålidelig. Hvis der er bemærkninger, tvivlsomme uhensigtsmæssigheder, eller andre såkaldte "red flags" kan det påvirke konklusionen om den fremtidige gældsserviceringssevne. Det er således nødvendigt at vurdere kvaliteten af de historiske finansielle opgørelser og eventuelt korrigere, så eventuelle uhensigtsmæssigheder ikke overføres til forudsigelser om fremtiden. (Sørensen, 2017).

Ud fra dette fundament kan de eventuelt korrigerede resultatopgørelser og balancer fra de historiske finansielle rapporter anvendes til beregning af prognoser for de fremtidige

betalingsstrømme, som er tilgængelig for servicering og afdrag af gældsforpligtelserne (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Beregningen af prognoserne for de fremtidige betalingsstrømme foretages ud fra den stiliserede model vis i Tabel 2 nedenfor

Tabel 2: Pengestrømsopgørelse

Nr.	Resultatopgørelse	
1	Nettoomsætning	
2	- Samtlige driftsomkostninger ekskl. Afskrivninger	
3	= Driftsresultat (EBITDA)	= 1 - 2
4	- Afskrivninger	
5	= Resultat før finansielle poster (EBIT)	= 3 - 4
6	- Netto finansielle omkostninger	
7	= Resultat før skat	= 5 - 6
8	- Skat af årets resultat	
9	+/- Ekstraordinære poster efter skat	
10	= Årets resultat	= 7 - 8 +/- 9
	BALANCE	
	Aktiver	
11	Anlægsaktiver i alt	
12	Varebeholdning	
13	Tilgodehavender i alt	
14	Likvide beholdninger og værdipapirer	
15	Aktiver i alt	= 11 + 12 + 13 + 14
	Passiver	
16	Egenkapital i alt	
17	Langfristede gældsforpligtelser	
18	Udskudt skat	
19	Andre langfristede forpligtelser	
20	Kort andel af lange gældsforpligtelser	
21	Driftskreditter	
22	Forudbetalinger og leverandørgæld	
23	Andre kortfristede forpligtelser	
24	Passiver i alt	= 16 + 17 + 18 + 19 + 20 + 21 + 22 + 23
	Pengestrømsopgørelse	
25	Resultat før finansielle poster (EBIT)	= 5
26	+ Afskrivninger	= 4
27	- Skat af årets resultat	= 8
28	- Δ Netto arbejdskapital	
	+ Δ Varebeholdning	= Årlig ændring i 12
	+ Δ Tilgodehavender i alt	= Årlig ændring i 13
	- Δ Forudbetalinger og leverandørgæld	= Årlig ændring i 22
	- Δ Andre forpligtelser	= Årlig ændring i 19 & 23
29	- Netto investeringer	= Årlig ændring i 11 + 4
30	= Likviditet til renter og afdrag på gældsforpligtelser	= 25 + 26 - 27 - 28 - 29
31	- Netto finansielle omkostninger	= 6
32	= Likviditet til afdrag på gældsforpligtelser	= 30 - 31
33	- Netto afdrag på gældsforpligtelser	= Årlig ændring i 17, 20 & 21
34	= Likviditet efter renter og afdrag på gældsforpligtelser	= 31 - 33

Kilde: Petersen, Plenborg, & Kinserdal (2017)

Baseret på de sandsynlige downside scenarier, der blev identificeret i forretningsrisikoen, er det således muligt at modellere fremtidige resultatopgørelser og balancer for derigennem af beregne syntetiske pengestrømsopgørelser og få indsigt i virksomhedens gældsserviceringssevne i et stresset scenarie. De enkelte poster for de fremtidige resultatopgørelser og balancer kan fastlægges på flere forskellige måder – eksempelvis linje-for-linje, eller at de som udgangspunkt afhænger af omsætningsniveauet. (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017) For at afgøre hvad der er det mest hensigtsmæssige i den enkelte situation, kan man dels tage udgangspunkt i udviklingen af de historiske finansielle rapporter samt konklusionerne fra forretningsrisikoen og derigennem afgøre om den ene eller anden metode er mest passende.

Foruden opgørelser af prognoser for de fremtidige pengestrømme kan det ligeledes være gavnligt at udbygge den finansielle analyse med finansielle nøgletal, der siger noget om den langsigtede likviditetsrisiko. Et par af de mest gængse nøgletal herfor gennemgås herunder.

2.1.1.2.1 Rentedækningsgrad

Rentedækningsgraden søger at give et mål for en virksomheds evne til at opfylde sine finansielle omkostninger. Dette gøres typisk ved at sætte resultat før skat (EBIT) i forhold til de netto finansielle omkostninger, se Ligning 4 nedenfor. Nøgletallet viser hvor meget resultatet før skat kan falde førend de netto finansielle omkostninger overstiger indtjeningen. En høj rentedækningsgrad er således et udtryk for en lav risiko. (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

Ligning 4: Rentedækningsgrad

$$\text{Rentedækningsgrad} = \frac{\text{Resultat før skat (EBIT)}}{\text{Netto finansielle omkostninger}}$$

Kilde: Petersen, Plenborg, & Kinserdal (2017)

Resultatet før skat (EBIT) bruges som et estimat for den driftsmæssige pengestrøm efter nødvendige investeringer, der som minimum alt andet lige bør svare til de årlige afskrivninger for at bevare aktivmassen på et niveau, hvor det kan opretholde det eksisterende aktivitetsgrundlag (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

2.1.1.2.2 Gearing

Gearing skal i denne sammenhæng ikke forveksles med forholdet mellem fremmedkapital og egenkapital, men er derimod den rentebærende gæld i forhold til driftsresultatet (EBITDA), se Ligning 5 nedenfor. Nøgletallet giver et groft estimat for mange år en virksomhed skal bruge på at betale de samlede gældsforpligtelser tilbage og illustrer dermed evnen til at dække de langsigtede forpligtelser. En høj gearing er således udtryk for en høj risiko, da risikoen alt andet lige må stige des længere ude i fremtiden en betaling forekommer.

Ligning 5: Gearing

$$\text{Gearing} = \frac{\text{Rentebærende gæld}}{\text{Driftsresultatet (EBITDA)}}$$

Kilde: (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

2.1.2 Exposure at Default

Indtil videre har behandlingen ovenfor alene omfattet metoder til opgørelse af sandsynligheden for misligholdelse, som bestemt er en yderst vigtig parameter – om ikke den vigtigste – i afgørelsen om långiver skal formidle lån til låntagere. Som det fremgår ovenfor, er det imidlertid ikke alene sandsynligheden for misligholdelse, der er afgørende for, om långiver får et finansielt tab. Belåningens størrelse ved mislighold, Exposure at Default, er som beskrevet også et vigtigt element. Dette forveksles undertiden som værende lig belåningens størrelse ved tidspunktet for opgørelse af Exposure at Default. Normalvis har mange gældsforpligtelser imidlertid en forud defineret tilbagebetalingsplan, hvormed den aktuelle belåning løbende afdrages. Dette vil alt andet lige bevirke, at Exposure at Default som udgangspunkt reduceres over tid. På den anden side kan der imidlertid også være belåningstyper, som kan forøges fra tidspunktet for opgørelse af Exposure at Default. Eksempelvis driftskreditter, som låntager selv kan disponere over så længe vedkommende holder sig indenfor et forud defineret maksimum. Sådanne belåningsfaciliteter kan i princippet være uudnyttet den ene dag for den næste dag at være fuldt udnyttet – eksempelvis sidst på måneden, hvor der skal betales løn til medarbejderne og afregnes varekreditorer. Udnyttelsen vil således variere over tid i takt med behovet for likviditet, hvilket gør det vanskeligt

at vurdere den faktiske Exposure at Default. Mange låntagere vil dog netop udnytte sådanne belåningsfaciliteter mere end normalt, når de kommer i finansielle problemer. Ud fra ovenstående beskrivelse ses dermed, at det kan være vanskeligt at estimere Exposure at Default. En stærkt forsimplet antagelse er derfor, at Exposure at Default, er lig den nuværende belåning med fradrag for afdrag frem til tidspunktet for misligholdelse samt tillæg for eventuelle uudnyttede belåningsfaciliteter. Tidspunktet for misligholdelse er i sig selv vanskeligt at give et eksakt estimat for, men for industrier med meget lav sæsonvariation henover året – så som investerings- og udlejningsejendomme – er det nærliggende at anvende 6 måneder frem i tiden, da sandsynligheden for misligholdelse, PD, som bekendt har en horisont på 12 måneder – så altså midtpunktet i tidsintervallet for PD. For industrier, der er meget sæsonbetonede – så som høst af kornafgrøder eller salg af julepynt, er det nærliggende at anvende det tidspunkt hvor udnyttelserne af belåningsfaciliteterne normalvist er størst – som i disse eksempler formodes, at være kort før høsten/julesalget starter. (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

2.1.3 Recovery rate

Finansielle institutioner kræver som regel sikkerhed for deres udlån, medmindre udlånene er kortsigtede og låntager har en minimal sandsynlighed for misligholdelse. Dette sikres ofte ved at kræve pant i det aktiv, som udlånet er baseret på. Pantsættelsen sikrer i tilfælde af låntagerens misligholdelse, at långiveren kan realisere (sælge) aktivet for at opfylde sit krav mod låntageren. Udfordringen er fra långivers perspektiv at sikre, at sikkerhedsstillelsen har en sådan værdi, at det sikrer fuld inddækning af udlånet i tilfælde af misligholdelse. Der er store forskelle i omsætteligheden (likviditeten) af forskellige typer pant. De nemmest omsættelige/mest likvide panttyper er kontanter og noterede værdipapirer, der ofte med blot et øjeblikks varsel kan afhændes til den givne kursværdi. Immaterielle aktiver – blandt andet goodwill -er derimod vanskelige at afhænde i en nedbrudssituation, da de i så fald ikke har nogen værdi. Af den grund er der store forskelle i hvor meget forskellige typer pant kan indbringe til långiver i en nedbrudssituation samt hvilke typer pant, der ligger til grund for forskellige typer udlån. Samtidigt vil lån med lange løbetider – så som realkreditlån – ofte være sikret ved pant i aktiver med lange levetider – så som til investerings- og udlejningsejendomme – mens lån med korte løbetider – så

som driftskrediter og lignende – ofte sikres via pant i varebeholdningen, -kreditorer og lignende.
(Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

I det følgende afsnit behandles, i relation til opgavens tema, de problemstillinger der er relevante ved opgørelse af pantværdien for investerings- og udlejningsejendomme.

3 Pantværdi af investerings- og udlejningsejendomme

I bekendtgørelsen om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl. (2014) fremgår det af Bilag 9, at investerings- og domicilejendomme skal måles til dagsværdi. Med visse undtagelser, som eksempelvis mindre ejendomme, der regelmæssigt omsættes til offentliggjorte priser, skal investerings- og udlejningsejendommens dagsværdi fastsættes på grundlag af enten:

- Afkastmetoden, eller
- DCF-metoden ("discounted cash flow")

3.1 Afkast metoden

Opgørelsen af dagsværdien under afkastmetoden foretages med baggrund i ejendommens driftsafkast samt et tilknyttet forrentningskrav (afkastprocent).

Ejendommens driftsafkast estimeres med afsæt i ejendommens underliggende indtægter og omkostninger ud fra opgørelsen vist i Tabel 3 nedenfor:

Tabel 3: Driftsafkast

+ Lejeindtægt
- vedligeholdelsesomkostninger
- administrationsomkostninger
- driftsomkostninger
= Driftsafkast

Kilde: Erhvervsministeriet (2014)

Hvor alle de nævnte størrelser opgøres på årsbasis.

Lejeindtægten samt administrations- og driftsomkostningerne skal som hovedregel opgøres ud fra ejendommens faktiske indtægter/omkostninger for de kommende 12 måneder, hvor der tages udgangspunkt i eksisterende lejekontrakter og honorar til ejendomsadministrator, der begge

forudsættes at være indgået på armslængdevilkår – dvs., hvad der kunne være opnået mellem uafhængige parter. Såfremt der ikke foreligger uafhængige oplysninger herom, eller disse afviger væsentligt (+/- 10 pct.) fra det gældende markedsniveau – det kunne eksempelvis være for en domicilejendom, som ejeren selv driver, eller ved tomgang – da skal de i stedet estimeres ud fra markedsbaserede vilkår, som hvad der kunne være opnået mellem uafhængige parter indenfor en rimelig tidshorisont. (Erhvervsministeriet, 2014).

Vedligeholdelsesomkostninger estimeres som de gennemsnitlige årlige omkostninger, der skal bruges for at holde ejendommen i normal vedligeholdelsesstand (Erhvervsministeriet, 2014).

Foruden opgørelse af ejendommens driftsafkast skal der som nævnt ligeledes fastlægges et tilknyttet forrentningskrav (afkastprocent), der skønsmæssigt ansættes efter bedste evne og under hensyntagen til særlige forhold som afspejler de seneste handler, der har fundet sted op til vurderingstidspunktet. Med særlige forhold menes forhold, som påvirker sikkerheden for, at driftsafkastet kan opretholdes – det være sig type og anvendelsesmuligheder (beboelse, kontor, butik, industri, lager osv.), beliggenhed, indretning og vedligeholdelsesstand samt lejekontrakters løbetid, lejereguleringsklausuler og lejeres bonitet. (Erhvervsministeriet, 2014).

Når ejendommens driftsafkast og tilhørende forrentningskrav (afkastprocent) er fastsat kan dagsværdien beregnes ud fra Ligning 6.

Ligning 6: Dagsværdi efter afkastmetoden

$$Dagsværdi = \frac{Driftsafkast}{Afkastkrav \text{ i procent}}$$

Kilde: Erhvervsministeriet (2014)

Der vil dog ofte være situationer, hvor det er nødvendigt at korrigere den beregnede dagsværdi, der fremkommer på baggrund af ovennævnte driftsafkast og forrentningskrav (afkastprocent). Det kunne eksempelvis være fradrag for større vedligeholdelsesarbejder, som ikke dækkes af de gennemsnitlige vedligeholdelsesomkostninger, eller fradrag for tomgang i perioden frem til det

tidspunkt, hvor det berørte areal forventes udlejet på baggrund af den skønnede markedsleje.
(Erhvervsministeriet, 2014)

I Tabel 4 nedenfor vises et eksempel på dagsværdien af en ejendom. Tallene er fiktivt antaget ud fra en lejeindtægt på mio. DKK 1, mens forholdene mellem de enkelte poster samt forrentningskravet (afkastprocenten) er estimeret ud fra Jeudan A/S's seneste årsregnskab for 2018 (2019). Jeudan A/S er valgt som inspiration, da det så vidt vides er det største ejendomsselskab noteret på Københavns Fondsbørs.

Tabel 4: Dagsværdi eksempel

Driftspost	Beløb i DKK
+ Lejeindtægt	1.000.000,00
- vedligeholdelsesomkostninger	- 30.726,05
- administrationsomkostninger	- 93.600,90
- driftsomkostninger	- 207.031,03
= Driftsafkast	= 668.642,02
forrentningskrav (afkastprocent)	4,50%
Dagsværdi	14.858.711,51

Kilde: Eget beregningseksempel med inspiration fra Jeudan A/S's årsrapport 2018 (2019)

For eksemplets skyld antages det yderligere, at der i lejeindtægten ovenfor på mio. DKK 1 indgår DKK 42.000 for arealer som pt. er uudlejede, hvilket svarer til en tomgangsprocent på 4,20% – eller Jeudan A/S's tomgang pr. 31.12.2018 (Jeudan A/S, 2019). Dette beløb bevirker, at dagsværdien bliver større end den underliggende betalingsstrøm reelt set tilsiger. Derfor foretages der yderligere et korrektionsfradrag i dagsværdien på DKK 21.000, svarende til tabt lejeindtægt gennem en rimelig tidshorisont på 6 måneder (der ses i denne sammenhæng bort fra renteværdien frem til genudlejningen, da den antages at være af marginal betydning). Dermed kan den korrigerede dagsværdi opgøres til 14.837.711,51. Dette forekommer dog som en meget pudsig handelspris for en ejendom, hvorfor den yderligere rundes ned til nærmeste DKK 10.000, hvormed der fås en korrigeret og afrundet dagsværdi på DKK 14.830.000.

3.2 DCF-metoden

DCF-metoden tilsiger, at dagsværdien skal fastsættes ud fra de fremtidige betalingsstrømme som ejendommens besiddelse medfører. Til opgørelsen af ejendommens fremtidige betalingsstrømme skal disse opdeles i en planlægningsperiode på minimum 5 år (normalt 5-10 år) samt i en terminalperiode, der repræsenterer perioden efter udløbet af planlægningsperioden (Erhvervsministeriet, 2014). Denne metode er analog i forhold til den metode, der blandt andet bruges til værdiansættelse af aktier (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

I planlægningsperioden opgøres betalingsstrømmene for hvert enkelt år og skal estimeres med udgangspunkt i ejendommens underliggende indtægter og omkostninger, som beskrevet under beskrivelsen af afkastmetoden. Planlægningsperiodens underliggende ejendomsindtægter og -omkostninger skal fastsættes ud fra realistiske forventninger til, hvorledes de vil være fordelt under hensyn til eksisterende lejekontrakter, fraflytninger, tomgang, vedligeholdelsesomkostninger, administration, inflation osv. (Erhvervsministeriet, 2014).

Terminalperioden er det første år efter planlægningsperioden, hvor der beregnes en terminalværdi under antagelse om konstant og evigtvarende betalinger efter samme metode som afkastmetoden beskrevet ovenfor. (Erhvervsministeriet, 2014).

Efter opstillingen af de enkelte års betalingsstrømme i planlægningsperioden og terminalværdien tilbagediskonteres de hver især med ejendommens forrentningskrav (afkastprocent), der skønnes på samme vis som anført ovenfor under beskrivelsen af afkastmetoden, men med tillæg for den inflationsforventning, der ligeledes anvendes i planlægnings- og terminalperioden til at beregne udviklingen i de løbende indtægter og omkostninger. (Erhvervsministeriet, 2014).

I Bilag 1 er der opstillet et eksempel på beregning af dagsværdien efter DCF-metoden, hvor der tages udgangspunkt i samme tal som anvendt i eksemplet under afkastmetoden, men med den modifikation, at omkostningerne årligt stiger med 2%, svarende til den Europæiske Centralbanks ("ECB") inflationsmålsætning (European Central Bank, u.d.) De DKK 21.000 i manglende

lejeindtægt på grund af eksisterende tomgang er fratrasket i det første års lejeindtægter, der for eksemplets skyld ligeledes antages initialt at stige med 1% om året, men med accelererende vækst til 2% frem mod terminalperioden, hvor alle indtægter og udgifter er stabile i henhold til ECB's inflationsmålsætning. Derudover er der for at illustrere fleksibiliteten i DCF-metoden indlagt ekstraordinært store vedligeholdelseskostninger på 3x det normale midt i planlægningsperioden, som er fastsat til 5 år.

Ud fra disse antagelser beregnes der under DCF-metoden en dagsværdi på DKK 14.483.118,66, som nedrundet til nærmeste DKK 10.000 giver en dagsværdi på DKK 14.480.000, eller en difference på 2,4% i forhold den korrigerede og nedrundede dagsværdi som beregnet under eksemplet i beskrivelsen under afkastmetoden. Dermed ses det, at selv små forskelle i stigningstaksterne for henholdsvis indtægter og omkostningerne på under 1%-point det første år, som mindskes år for år frem mod terminalperioden, kan give anledning til ikke uvæsentlige afvigelser mellem de to metoder. Det bemærkes i den sammenhæng at nutidsværdien af de ekstraordinært store vedligeholdelseskostninger, der er indlagt i år 3 i eksemplet under DCF-metoden alene er på ca. DKK 53.000 og dermed forklarer langt den mindste del af forskellen. Såfremt der ses bort fra den marginale renteeffekt af de DKK 21.000 i manglende lejeindtægt i år 1, ville de beregnede dagsværdien ud fra begge metoder være ens, hvis indtægter og omkostninger udviklede sig i samme stigningstakt.

3.3 Analyse af metoder til opgørelse af pant for investerings- og udlejningsejendomme

DCF-metoden svarer i bund og grund til afkastmetoden foldet ud over flere år, men er også af den grund en langt mere omfattende metode at anvende. Beregningseksemplerne som vist under de to metoder viser dog med al tydelighed, at selv små forskelle i forudsætninger kan bevirke, at der opstår ikke uvæsentlige forskelle i de beregnede dagsværdier. At DCF-metoden er en langt mere omfattende metode at anvende, er dermed også dens hæmsko, da den af denne grund i praksis ikke anvendes til dagsværdiansættelser af ejendomspant i den finansielle sektor (Biel, 2019).

Dagsværdien beregnet efter Ligning 6 samt terminalværdien beregnet under DCF-metoden, svarer i bund og grund til værdien af en uendelig annuitet som givet efter Gordons dividende model

(Allen, Brealey, & Myers, 2017). Dermed ligger der implicit i begge metoder en antagelse om, at ejendommens underliggende indtægter og udgifter tilvejebringer et evigtvarende driftsafkast. Dette må betegnes som en kraftig og måske endda urealistisk antagelse, selvom der i udregningen af driftsafkastet skal indregnes vedligeholdelsesomkostninger i et sådant omfang at ejendommen holdes i normal vedligeholdelsesstand. Dels kan den tekniske udvikling afstedkomme, at en ejendom over tid bliver så uinteressant for potentielle lejere, at lejeindtægten ophører – også selvom ejendommen er holdt i samme vedligeholdelsesstand som ved opførelsestidspunktet – mens omkostningerne i værste fald fortsætter uændret (i sådanne tilfælde vil ejendommen gå fra at være et aktiv til et passiv). Dette må siges at være særligt relevant for fabriks- og produktionsejendomme med særlig indretning. En lignende udvikling er begyndt at ses inden for forretningsejendomme og såkaldte boksbutikker¹, hvor den digitale udvikling samt mere forgrenede logistikløsninger har sat den fysiske detailhandels indtjening under pres på grund af stigende internethandel og har medført butiksdød – selv i de større byer (Institut for Center-Planlægning, 2017). Disse ejendomme kan desuden være besværlige og dyre at ombygge/renovere, så de igen bliver tidssvarende, hvorfor det kan være nemmere og billigere at bygge nyt (Dam, 2017).

Det kan derfor være relevant at korrigere de to modeller til måling af dagsværdi, så der tages højde for, at ejendommens driftsafkast kan være tidsmæssig begrænset. Dette kan eventuelt foretages ved at driftsafkastet i afkastmodellen og i terminalperioden for DCF-modellen indregnes som værende konstant gennem en årrække for derefter helt at ophøre. En sådan betalingsstrøm med lige store årlige betalinger, der genereres med samme tidsmæssige frekvens kan beregnes efter annuitetsformlen, der for afkastmodellen er gengivet i Ligning 7 nedenfor.

Ligning 7: Dagsværdi efter annuitetsformlen

$$Dagsværdi_n = \frac{Driftsafkast(1 - (1 + forrentningskravet)^{-n})}{forrentningskravet}$$

Kilde: Jensen (2017)

¹ Betegnelse om særligt pladskrævende butikker, der typisk er placeret uden for bymidten

Bemærk, at for DCF-metoden er det ikke dagsværdien der skal korrigeres, men derimod terminalværdien, hvilket dog foretages helt analogt som for Ligning 7.

Hvis det med udgangspunkt i Ligning 7 i stedet antages, at ejendommen eksempelvis har en levetid på 30 år eller 50 år, så reduceres dagsværdien efter afkastmetoden til henholdsvis DKK 10.891.435,34 og DKK 12.304.072,58 – hvor de nævnte dagsværdier er uden korrektion for initial tomgang (se Bilag 2 for en oversigt med dagsværdierne beregnet efter Ligning 7 mellem 5-100 år). Dette svarer til at dagsværdien som beregnet efter afkastmodellen som vist i Tabel 4 overvurderes med ikke mindre end henholdsvis 36,4% og 12,5%. Denne forskel indsnævres dog jo længere tid driftsafkastet kan opretholdes og som det fremgår af Bilag 2 vil forskellen være reduceret til 1% – og dermed marginal betydning – efter hundrede år, hvilket ikke er en urealistisk levetid for beboelsesejendomme med god beliggenhed i områder med nettotilflytning.

Foruden problemstillingen for visse ejendomstyper med antagelsen om, at driftsafkastet er evigtvarende, er der ligeledes problemstillinger med antagelsen for de ejendomstyper, hvor det bedre kan forsvares, idet selv små overvurderinger af lejeindtægten og/eller små undervurderinger af omkostningerne – og dermed overvurdering af driftsafkastet – fører til store forskelle i opgørelsen af dagsværdien, da disse småfejl forstærkes ved indregning som en evigvarende betalingsstrøm. I Tabel 5 nedenfor vises der med udgangspunkt i afkastmetoden, hvordan dagsværdien påvirkes ved en mindre overvurdering af lejeindtægten (+10%) samt en mindre undervurdering (-10%) af omkostningerne.

Tabel 5: Indvirkningen på dagsværdien ved fejlvurdering af driftsposter

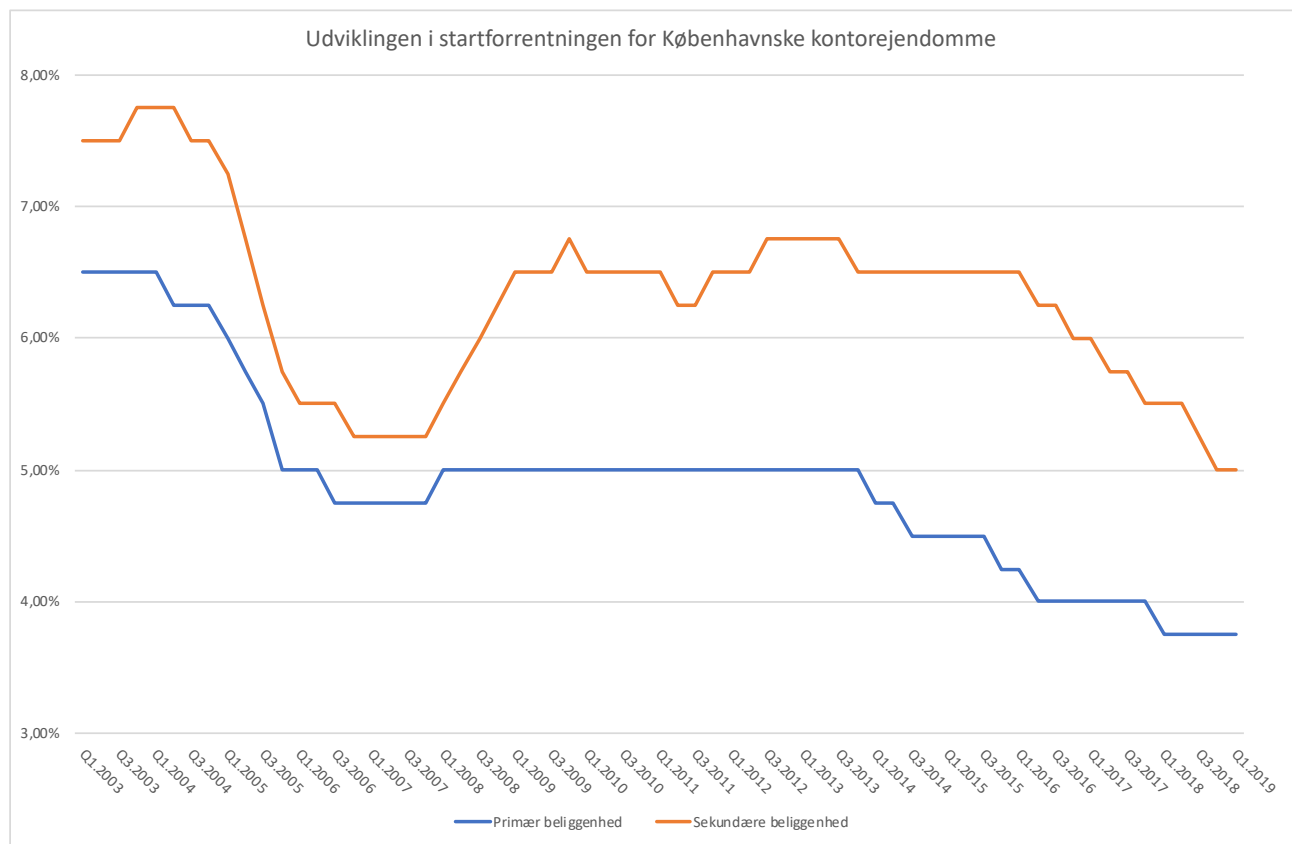
Driftspost	Beløb i DKK	
+ Lejeindtægt	1.000.000,00	1.100.000,00
- vedligeholdelsesomkostninger	-30.726,05	-27.653,45
- administrationsomkostninger	-93.600,90	-84.240,81
- driftsomkostninger	-207.031,03	-186.327,93
= Driftsafkast	668.642,02	801.777,82
forrentningskrav (afkastprocent)	4,50%	4,50%
Dagsværdi	14.858.711,56	17.817.284,84

Kilde: Eget beregningseksempel

Som det fremgår, medfører en forskel i driftsafkastet på ca. DKK 133.000 en difference i dagsværdien på ca. mio. DKK 3, og denne forskel bliver tilmed forstærket des mere forrentningskravet falder. Dette illustreres med et eksempel nedenfor, hvor der igen tages udgangspunkt i Jeudan A/S's ejendomsportefølje, som primært består af kontorejendomme beliggende i København (Jeudan A/S, 2019).

I henhold til Ejendomsstatistikken (2019) har københavnske kontorejendomme oplevet en faldende tendens i startforrentningen – der i denne sammenhæng antages som en stedfortræder for forrentningskravet – gennem en periode på 16 år fra 1. kvartal 2003 og frem til 1. kvartal 2019. Figur 1 nedenfor viser periodens udvikling i startforrentningen for københavnske kontorejendomme med henholdsvis primær og sekundær beliggenhed.

Figur 1: Udvikling i startforrentning for Københavnske kontorejendomme



Kilde: EjendomDanmark (2019)

Da Jeudan A/S's gennemsnitlige forrentningskrav på 4,50% (Jeudan A/S, 2019) allerede ligger i den nedre del af spændet for startforrentningen, vendes eksemplet på hovedet, således at det i stedet illustreres at, dagsværdierne tilnærmer sig hinanden ved stigende forrentningskrav – hvormed det også er muligt at udlede det modsatte.

Med udgangspunkt i samme driftsafkast som i Tabel 5 ovenfor, så viser Tabel 6 nedenfor forskellen i dagsværdierne, hvis forrentningskravet i stedet er 7,75%, som i henhold til Figur 1 ovenfor er det højeste startafkast for kontorejendomme i København siden 2003 (EjendomDanmark, 2019)

Tabel 6: Indvirkning af forrentningskravet på dagsværdien

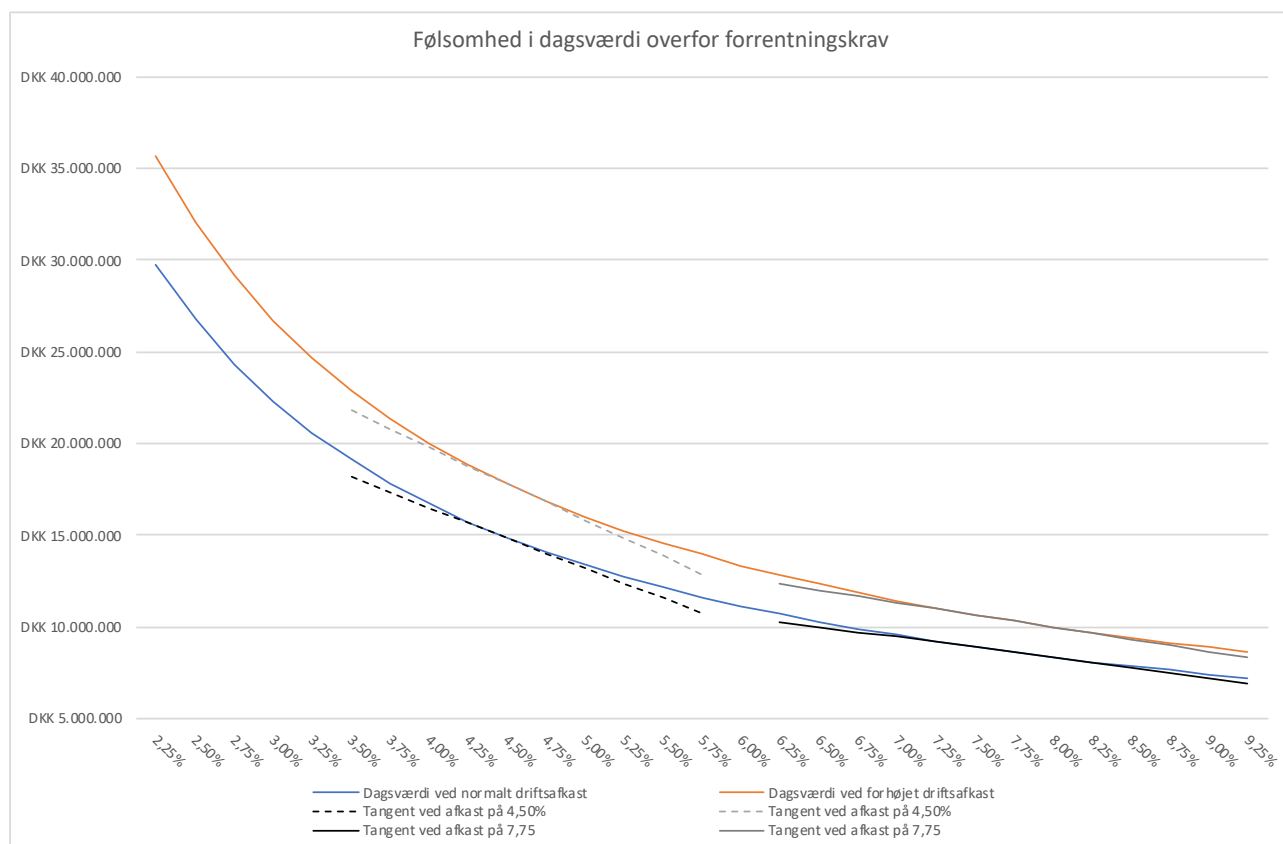
Driftspost	Beløb i DKK	
+ Lejeindtægt	1.000.000,00	1.100.000,00
- vedligeholdelsesomkostninger	-30.726,05	-27.653,45
- administrationsomkostninger	-93.600,90	-84.240,81
- driftsomkostninger	-207.031,03	-186.327,93
= Driftsafkast	668.642,02	801.777,82
forrentningskrav (afkastprocent)	7,75%	7,75%
Dagsværdi	8.627.638,97	10.345.520,23

Kilde: Eget beregningseksempel

Som eksemplet viser, så medfører en stigning i forrentningskravet med 3,25%-point til 7,75%, at forskellen i dagsværdierne indsnævres til ca. mio. DKK 1,7 mod ca. mio. DKK 3, som beregnet i Tabel 5. Det kan i tillæg konkluderes, at en kontorejendom i København med et driftsafkast på ca. DKK 669.000 kan have forøget sin dagsværdi med ca. mio. DKK 6,2 gennem de seneste 16 år, uden at der nødvendigvis er sket forbedringer i ejendommens underliggende indtægter og omkostninger, eller der er opnået større sikkerhed for et konstant og evigtvarende driftsafkast (der ses i denne sammenhæng bort fra den tiltagende urbanisering med nettotilflytning til København og deraf følgende stigning i efterspørgsel efter Københavnske kontorlokaler), men alene ud fra en ændret perception af risiko og deraf følgende lavere forrentningskrav. Ved en 100% egenfinansiering af ejendommen og med et forrentningskrav på 7,75% kunne investor i perioden dermed have opnået et afkast af investeringen på ikke mindre end 16,3% (se Bilag 3 for beregningen heraf).

Følsomheden i dagsværdien overfor ændringer i forrentningskravet er ligeledes vist i Figur 2 nedenfor, hvor dagsværdien for de to forskellige driftsafkast – henholdsvis det "normale" på ca. DKK 669.000 og det "forhøjede" på ca. DKK 802.000 – vises kontinuerligt som en funktion af forrentningskravet fra 2,25% til 9,25%.

Figur 2: Følsomhed i dagsværdi overfor forrentningskravet



Kilde: Eget beregningseksempel

Som det fremgår af Figur 2 så tilnærmer de to grafer sig hinanden – dvs. spændet mellem de to grafer bliver mindre – des højere forrentningskravet bliver.

I tillæg til dagsværdierne som en funktion af forrentningskravet, så indeholder Figur 2 ligeledes tangentlinjer for dagsværdierne ved forrentningskravene på henholdsvis 4,50% og 7,75%, svarende til de forrentningskrav der er anvendt til eksemplerne i Tabel 5 og Tabel 6.

Tangentlinjerne kan betragtes som følsomheden i dagsværdien overfor en marginal ændring i forrentningskravet i det punkt de repræsenterer på graferne, og des stejlere tangentlinjerne er – dvs. des større absolut hældning tangentlinjerne har – desto mere følsom er dagsværdien overfor en ændring i forrentningskravet.

Som det ses af tangentlinjerne i Figur 2 tiltager følsomheden ved både stigende driftsaflast og faldende forrentningskrav.

4 Imødegåelse af risici ved finansiering af udlejningsejendomme

Som vist i afsnit 3.3 i analysen af pantværdi af investerings- og udlejningsejendomme, så er dagsværdien for investerings- og domicilejendomme ganske følsom overfor fejlskøn i driftsafkastet og forrentningskravet. Følsomheden er tilmed stigende ved både stigende driftsafkast og faldende forrentningskrav, hvilket der i kreditmæssig henseende bør tages højde for. Det kan dog være vanskeligt at afgøre, hvornår et driftsafkast er højt og/eller forrentningskravet er lavt. Af den grund kan det være hensigtsmæssigt at foretage en nærmere analyse af ejendommens indtægter og omkostninger samt dagsværdier, så disse omregnes til forholdstal, der gør dem sammenlignelige på tværs af forskellige ejendomme. Dette kunne eksempelvis foretages gennem en omregning af ejendommens indtægt og omkostninger samt dagsværdi, så disse opgøres i DKK pr. kvadratmeter. Dette vises der med et eksempel på i Tabel 7, hvor der igen tages udgangspunkt i eksemplerne angivet ovenfor samt med den antagelse, at ejendommene har et samlet legebærende areal på 762 kvadratmeter, så der i eksemplet opnås en lejeindtægt på 1.312 DKK pr. kvadratmeter, svarende til Jeudan A/S' gennemsnitlige lejeindtægt pr. kvadratmeter i 2018 (Jeudan A/S, 2019)

Tabel 7: Indtægter og omkostninger samt dagsværdi i DKK pr. kvadratmeter

Driftspost	Normalt driftsafkast og højt forrentningskrav		Højt driftsafkast og lavt forrentningskrav	
	DKK	DKK pr. m2	DKK	DKK pr. m2
+ Lejeindtægt	1.000.000,00	1.312,34	1.100.000,00	1.443,57
- vedligeholdelsesomkostninger	-30.726,05	-40,32	-27.653,45	-36,29
- administrationsomkostninger	-93.600,90	-122,84	-84.240,81	-110,55
- driftsomkostninger	-207.031,03	-271,69	-186.327,93	-244,52
= Driftsafkast	668.642,02	877,48	801.777,81	1.052,20
forrentningskrav (afkastprocent)	7,75%		4,50%	
Dagsværdi	8.627.638,97	11.322,36	17.817.284,67	23.382,26

Kilde: Eget beregningseksempel med inspiration fra Jeudan A/S's årsrapport 2018 (2019)

Selvom forskellene i indtægter og omkostninger i Tabel 7, så kan det allerede med beskeden erfaring og begrænset markedskendskab hurtigt undersøges, hvordan disse ligger i forhold til markedet generelt – om disse evt. skulle ligge over, under eller på niveau med markedsgennemsnittet. Eventuelle afvigelser i forhold til markedsgennemsnittet bliver dog ekstra tydelige, når dagsværdierne pr. kvadratmeter sammenlignes. Dette skyldes som bekendt, at selv

små fejlskøn i henholdsvis driftsafkastet og/eller forrentningskravet kraftigt forstærkes i dagsværdien, når denne beregnes som en evigtvarende betalingsstrøm.

Uden i øvrigt at forholde sig til, om de beregnede dagsværdierne pr. kvadratmeter i Tabel 7 ligger over, under eller på niveau med det nuværende markedsgennemsnit for Københavnske kontorejendomme, så ses det tydeligt af Tabel 7, at scenariet, der benævnes; ”højt driftsafkast og lavt forrentningskrav”, er det mest følsomme i påvirkningen af dagsværdien på grund af dets højere dagsværdi pr. kvadratmeter. Af den grund bør det i kreditmæssige sammenhænge også kunne imødegå større påvirkninger, end det andet scenarie. På den baggrund er det relevant, at der foretages differentierede stresstest af dagsværdien inden der udmåles lån, alt afhængig af, om ejendommens dagsværdi er forholdsvis meget eller lidt påvirkelig overfor ændringer i ejendommens underliggende indtægt, omkostninger og/eller forrentningskrav. I Tabel 8 nedenfor er dette foretaget ved, at de oprindelige driftsafkast som beregnet i Tabel 7 reduceres med påvirkningsfaktorer, der kunne tænkes at ramme ejendommens underliggende indtægter og udgifter. Uden i øvrigt at forholde sig til, om påvirkningsfaktorerne er på det helt rigtige niveau, anvendes der faktorer på 5% og 10% for scenarierne med henholdsvis ”normalt driftsafkast og lavt forrentningskrav” og ”højt driftsafkast og lavt forrentningskrav” til at illustrere en differentieret følsomhedsanalyse af dagsværdien. I eksemplet antages det, at lejeindtægten falder med de konkrete påvirkningsfaktorer, dels som følge af et fald i det generelle markedsniveau for kontorleje og dels på grund af stigende tomgang for den konkrete ejendom. Derudover antages ejendommens samlede omkostninger (dvs. vedligeholdelse-, administrations- og driftsomkostninger) at stige med de konkrete påvirkningsfaktorer.

Tabel 8: Differentieret følsomhedsanalyse af dagsværdien

Følsomhedsanalyse Påvirkninger (DKK)	Normalt driftsafkast og højt forrentningskrav	Højt driftsafkast og lavt forrentningskrav
<i>Driftsafkast før påvirkninger</i>	668.642,02	801.777,81
- fald i det generelle lejeniveau (hhv. 5% & 10%)	-33.432,10	-80.177,78
- stigende omkostninger (hhv. 5% & 10%)	-16.567,90	-29.822,22
- fald i lejeindtægter pga. stigende tomgang (hhv. 5% & 10%)	-33.432,10	-80.177,78
= Driftsafkast efter påvirkninger	585.209,92	611.600,03
forrentningskrav (afkastprocent)	7,75%	4,50%
Dagsværdi efter påvirkninger	7.551.095,73	13.591.111,76
Nødvendigt haircut i dagsværdien	12,48%	23,72%

Kilde: Eget beregningseksempel

Dagsværdierne efter påvirkninger, som beregnet i Tabel 8 , kan betragtes som den værdi ejendommene ville få i et stresset scenarie og kan således anskues, som den maksimale belåning ejendommene kan honorere, hvis belåningen skal være pantmæssigt dækket ind i selv et stresset scenarie. Under de givne forudsætninger er der dermed ganske betragtelig forskel på, hvor store haircuts (reduktion) det er nødvendigt initialt at foretage af dagsværdien, når der udmåles lån ved ejendomsfinansiering.

En ting er pantets værdi ved låneudmåling, en anden ting som er mindst ligeså vigtigt – om ikke vigtigere – er, at ejendommen rent faktisk afstedkommer et driftsafkast, der er tilstrækkeligt til at servicere de løbende rente- og afdragsbetalinger. Det er således relevant at udbygge følsomhedsanalysen af dagsværdien med en pengestrømsanalyse, som ligeledes tager højde for, at ejendommen generer tilstrækkeligt likviditet til at servicere de løbende rente- og afdragsbetalinger under et stresset scenarie. Dette er foretaget i Tabel 9, hvor der efter påvirkningen af driftsafkastene også er indlagt rente- og afdragsbetaling samt en renterisiko. Til beregning af disse tal antages det, at der kan opnås 60% i realkreditgæld af dagsværdien før påvirkninger, svarende til den lovfastsatte realkreditmæssige belåningsgrænse for kontorejendomme (Erhvervsministeriet, 2018), hvorpå rentebetalingen antages at udgøre 1% p.a., hvilket skønnes at udgøre den aktuelle rente (inkl. bidragsbetalig) på en 20-årig fastforrentet realkreditobligation. Derudover antages det yderligere, at der optages et 20-årigt variabelt forrentet banklån på 15% af dagsværdien før påvirkninger. Dermed opnås der en samlet belåning på 75% af dagsværdien før påvirkninger, som således ligger indenfor de nødvendige haircuts, der blev beregnet i Tabel 8. Renten på det variabelt forrentede lån antages at udgøre 4% p.a., men da det er variabelt forrentet indregnes der en renterisiko på 2,5% på denne del af gælden, som bør kunne dækkes i tilfælde af rentestigninger. Afdragsbetalingen er qua løbetiderne realkredit- og banklånene indregnet som 1. års afdrag på 20-årige annuitetslån.

Tabel 9: Stresstest af betalingsstrøm

Driftspost	Normalt driftsafkast og højt forrentningskrav	Højt driftsafkast og lavt forrentningskrav
	DKK	DKK
<i>Driftsafkast før påvirkninger</i>	668.642,02	801.777,81
- fald i det generelle lejeniveau (hhv. 5% & 10%)	-33.432,10	-80.177,78
- stigende omkostninger (hhv. 5% & 10%)	-16.567,90	-29.822,22
- fald i lejeindtægter pga. stigende tomgang (hhv. 5% & 10%)	-33.432,10	-80.177,78
= Driftsafkast efter påvirkninger	585.209,92	611.600,03
Renteomkostninger (1% på realkredit og 4% på bank)	-103.531,67	-213.807,42
- Renterisiko (2,5% af usikret gæld)	-32.353,65	-66.814,82
Afdrag (svarende til 1. års afdrag for 20-årige annuitetslån)	-278.555,85	-575.256,90
Årlig likviditet (+ overskud / - underskud)	170.768,76	-244.279,10
forrentningskrav (afkastprocent)	7,75%	4,50%
<i>Dagsværdi før påvirkninger</i>	8.627.638,97	17.817.284,67
Realkreditgæld (hhv. 60% og 60% af dagsværdi før påvirkninger)	5.176.583,38	10.690.370,80
Bankgæld (hhv. 15% og 15% af dagsværdi før påvirkninger)	1.294.145,85	2.672.592,70
Samlet gæld (i alt hhv. 75% og 75% af dagsværdi før påvirkninger)	6.470.729,23	13.362.963,50

Kilde: Eget beregningseksempel

Som det fremgår af Tabel 9, så genererer ejendommen med det høje driftsafkast og lave forrentningskrav langt fra tilstrækkeligt med likviditet i et stresset scenarie til at honorere de løbende rente- og afdragsbetalinger og bekræfter dermed den større følsomhed. På den baggrund bør der for denne ejendom foretages en yderligere reduktion i låneudmålingen, så der som minimum ikke er likviditetsunderskud i et stresset scenarie. Dette er foretaget i Tabel 10, hvor bankgælden er reduceret indtil ejendommens årlige likviditet i et stresset scenarie er nul, som herefter vil udgøre ca. 1% af dagsværdien før påvirkninger.

Tabel 10: Korrektion for likviditetsunderskud

Driftspost	Normalt driftsafkast og højt forrentningskrav	Højt driftsafkast og lavt forrentningskrav
	DKK	DKK
<i>Driftsafkast før påvirkninger</i>	668.642,02	801.777,81
- fald i det generelle lejeniveau (hhv. 5% & 10%)	-33.432,10	-80.177,78
- stigende omkostninger (hhv. 5% & 10%)	-16.567,90	-29.822,22
- fald i lejeindtægter pga. stigende tomgang (hhv. 5% & 10%)	-33.432,10	-80.177,78
= Driftsafkast efter påvirkninger	585.209,92	611.600,03
Renteomkostninger (1% på realkredit og 4% på bank)	-103.531,67	-114.690,04
- Renterisiko (2,5% af usikret gæld)	-32.353,65	-4.866,46
Afdrag (svarende til 1. års afdrag for 20-årige annuitetslån)	-278.555,85	-492.043,53
Årlig likviditet (+ overskud / - underskud)	170.768,76	0,00
forrentningskrav (afkastprocent)	7,75%	4,50%
<i>Dagsværdi før påvirkninger</i>	8.627.638,97	17.817.284,67
Realkreditgæld (hhv. 60% og 60% af dagsværdi før påvirkninger)	5.176.583,38	10.690.370,80
Bankgæld (hhv. 15% og 1% af dagsværdi før påvirkninger)	1.294.145,85	194.658,39
Samlet gæld (i alt hhv. 75% og 61% af dagsværdi før påvirkninger)	6.470.729,23	10.885.029,19

Kilde: Eget beregningseksempel

Reduktionen af bankgælden er valgt, da den er den dyreste og mest usikre gæld, da den sædvanligvis ligger efter realkreditgælden i konkursorden, men såfremt det ikke var tilstrækkeligt at eliminere bankgælden for at sikre likviditetssammenhæng i et stresset scenarie, burde der også foretages en reduktion af realkreditgælden.

Med baggrund i afsnit 2.1.1.2 vil det ligeledes være relevant at udbygge analysen med finansielle nøgletal, gearing (der i denne sammenhæng beskriver ejendommens samlede gæld i forhold til driftsafkastet) og rentedækning. Dette vises i Tabel 11 nedenfor.

Tabel 11: Nøgletal ved finansiering af investerings- og udlejningsejendomme

Driftspost	Normalt driftsafkast og højt forrentningskrav	Højt driftsafkast og lavt forrentningskrav
	DKK	DKK
<i>Driftsafkast før påvirkninger</i>	668.642,02	801.777,81
- fald i det generelle lejeniveau (hhv. 5% & 10%)	-33.432,10	-80.177,78
- stigende omkostninger (hhv. 5% & 10%)	-16.567,90	-29.822,22
- fald i lejeindtægter pga. stigende tomgang (hhv. 5% & 10%)	-33.432,10	-80.177,78
= Driftsafkast efter påvirkninger	585.209,92	611.600,03
Renteomkostninger (1% på realkredit og 4% på bank)	-103.531,67	-114.690,04
- Renterisiko (2,5% af usikret gæld)	-32.353,65	-4.866,46
Afdrag (svarende til 1. års afdrag for 20-årige annuitetslån)	-278.555,85	-492.043,53
Årlig likviditet (+ overskud / - underskud)	170.768,76	0,00
forrentningskrav (afkastprocent)	7,75%	4,50%
<i>Dagsværdi før påvirkninger</i>	8.627.638,97	17.817.284,67
Realkreditgæld (hhv. 60% og 60% af dagsværdi før påvirkninger)	5.176.583,38	10.690.370,80
Bankgæld (hhv. 15% og 1% af dagsværdi før påvirkninger)	1.294.145,85	194.658,39
Samlet gæld (i alt hhv. 75% og 61% af dagsværdi før påvirkninger)	6.470.729,23	10.885.029,19
Gearing (samlede gæld ift. driftsafkast før påvirkninger)	9,7x	13,6x
Rentedækningsgrad (renteomkostninger ift. driftsafkast før påvirkninger)	6,5x	7,0x

Kilde: Eget beregningseksempel

Tabel 11 viser, at selvom rentedækningsgraderne for de to scenarier ikke afviger signifikant fra hinanden samt at scenariet med "højt driftsafkast og lavt forrentnings krav" har en væsentlig højere solvens – der alt andet lige burde udtrykke en lavere finansiell risiko, qua den stærkere kapitalstruktur – så er gearingen ikke uvæsentligt højere. Gearingen kan siges at udtrykke hvor mange år, det tager at tilbagebetale den samlede fremmedgæld, såfremt hele driftsafkastet før påvirkninger anvendes til nedbringelse heraf og illustrer dermed evnen til at dække de langsigtede forpligtelser. I scenariet med "højt driftsafkast og lavt forrentnings krav" tager det således ca. 4 år ekstra, hvilket indikerer en højere finansiell risiko til trods for den højere solvens, da fremtidige

betalinger alt andet lige må betragtes som mere usikre, des længere ude i fremtiden de forekommer.

5 Risici ved forskellige ejendomstyper samt imødegåelse heraf

I afsnit 4 ovenfor tog eksemplerne udgangspunkt i Københavnske kontorejendomme, men de beskrevne og analyserede risikoforhold er alment gældende ved vurdering, låneudmåling og finansiering af investerings- og udlejningsejendomme generelt.

Overordnet set må ejendomsmarkedet dog betegnes som fragmenteret samt kendetegnet af store regionale og lokale forskelle primært på grund af forhold som demografiske og erhvervsmæssige aktiviteter – herunder til- og fraflytning, befolkningstæthed o.l. Derudover er investorer i udlejnings- og investeringsejendomme ligeledes vidt forskelligt, lige fra store børsnoterede selskaber – så som Jeudan A/S – til små lokale ejendomsamatører.

Af samme årsag er der ligeledes en række specifikke forhold, som gør sig gældende for enkelte ejendomstyper – herunder deres anvendelsesmuligheder og beliggenhed – hvilket giver sig udslag i en række særegne risici. Nedenfor gives en beskrivelse af disse særegne risikoforhold, som er kendetegnede for de enkelte ejendomstyper.

5.1 Boligudlejningsejendomme

Helt overordnet må efterspørgslen efter bolig- og beboelsetjenester som et varegode betragtes som et meget grundlæggende og elementært gode, der har til formål at dække helt basale menneskelige behov på linje med mad, vand og søvn. Derfor vil efterspørgslen herefter også være ganske stabil, hvad enten dette opfyldes gennem egen eller lejet bolig. Ud fra den præmis, at bolig- og beboelsetjenester alene er et varegode, der har til formål at dække basale menneskelige behov, vil efterspørgslen efter boliglejemål således især afhænge af prisen/ydelsen ved at bo i egen bolig, da et eventuelt mismatch i priserne mellem de to henholdsvis sænker og øger efterspørgslen mellem de to boligformer, indtil der igen er ligevægt. Dette er dog en meget forsimplet analyse, da en række andre forhold også har væsentlig indflydelse på efterspørgslen efter boliglejemål. Forhold som blandt andet omfatter ønsket om fleksibilitet, da boliglejemål er nemme at komme ud af på grund af korte opsigelsesfrister for boliglejemål på typisk 3 måneder (Transport- og Boligministeriet, 2019), eller stigende urbanisering, hvor flere og flere mennesker – især unge – flytter mod de store byer efter uddannelse og arbejde. Derudover vil befolkningens

alder- og familiesammensætning samt husholdets disponible indkomst også spille ind, idet særligt folk i starten og slutningen af voksenlivet samt enlige har en større tilbøjelighed til at leje frem for at eje, hvilket blandt andet kan tilskrives deres relativt lavere disponible husstandsindkomst, som kan være en væsentlig begrænsning ved finansiering af ejerbolig. Til bedømmelse af hvorvidt en konkret boligudlejningsejendom har et højt eller lavt driftsafkast og/eller forrentningskrav er det således relevant, at tage ovennævnte forhold i betragtning.

Qua den stigende urbanisering har ejendommens beliggenhed selvsagt en væsentlig betydning på sikkerheden og stabiliteten i ejendommens fremtidige driftsafkast, men da "god beliggenhed" er et relativt begreb kan det være nødvendigt med en metode til en mere absolut bedømmelse af ejendommens beliggenhed, givet som en samlet beliggenhedsscore, som indeholder flere elementer. Et eksempel på dette er vist i Tabel 12 nedenfor, som ud fra micro- og makrobeliggenhed resulterer i en samlet beliggenhedsscore, der kan anvendes til fastlæggelse af differentierede tærskelniveauer for bedømmelse af forskellige ejendommers driftsafkast og forrentningskrav, da det antages, at des bedre samlet beliggenhedsscore des højere driftsafkast og lavere forrentningskrav kan ejendommen honorere.

Tabel 12: Lokationsmatrix

Makro			
Micro	<i>Storbyer / metropoler</i>	<i>Større byer med nettotilflytning</i>	<i>Øvrige områder</i>
<i>Over middel</i>	Prima	God	Acceptabel
<i>Middel</i>	God	Acceptabel	Utilfredsstillende
<i>Under middel</i>	Acceptabel	Utilfredsstillende	Utilfredsstillende

Kilde: Eget eksempel

Eksemplet i Tabel 12 kan sagtens udbygges mere end de 3x3 muligheder vist ovenfor og er af den stund ikke udtømmende, men alene et bud på hvordan vurderingen af ejendommers beliggenhed spiller ind på bedømmelsen af forskellige ejendommers driftsafkast og forrentningskrav.

Foruden denne bedømmelse af ejendommens beliggenhed kan det ligeledes være væsentligt at vurdere størrelsen samt den tilhørende månedlige husleje for en specifik ejendoms enkelte lejemål, idet særligt mennesker i starten og slutningen af voksenlivet samt singler har en større tilbøjelighed til at leje, end andre demografiske befolkningsgrupper. Det kan således være et væsentligt element i kreditgivningen at vurdere om de enkelte lejemål er afpasset disse befolkningsgruppers krav, behov og forventninger samt om de står mål med deres disponible husstandsindkomst. En hurtig og nem måde at gøre dette på kunne være at forholde sig det gennemsnitlige kvadratmeterantal pr. lejemål samt ved at bruge den gennemsnitlige lejebetaling pr. kvadratmeter, som beregnet i afsnit 4 til at få en fornemmelse af ejendommens gennemsnitlig husleje pr. lejemål og om dette står mål med hvad husholdningen kan bære og er acceptabelt for området. Eksempelvis er det uhensigtsmæssigt, hvis en studiebolig har en gennemsnitlig månedlig husleje, som ligger i den øvre del af, hvad en studerende modtager i SU og SU-lån. Såfremt det er tilfældet, vil alt andet lige gøre det vanskeligt for potentiel lejer at honorere den månedlige husleje og formentligt føre til hyppigere fraflytninger med risiko for, at det ikke er muligt at genudleje til samme husleje.

Et eksempel på vurdering af den gennemsnitlige månedlige leje vises i Tabel 13 nedenfor. Her antages det, at det gennemsnitlige lejemål har en kvadratmeterstørrelse på 90 kvadratmeter, men for en konkret boligudlejningsejendom fås dette ved at dividere det legebærende areal med antallet af lejemål. Herpå ganges den gennemsnitlige årlige kvadratmeterleje som beregnet i Tabel 7, men i Tabel 13 nedenfor anvendes tal fra Trafik-, Bygge- og Boligstyrelsens boligstatistik (2019) med tal for private udlejningsboliger i København som i 2018 lå mellem 929-1.511 DKK pr. kvadratmeter, hvoraf der er beregnet et gennemsnit på 1.136,00 DKK pr. kvadratmeter. Dermed fås der i eksemplet en gennemsnitlig årlige husleje på ca. DKK 102.000, eller ca. DKK pr. måned 8.500.

Tabel 13: Gennemsnitlig månedlig husleje

Gennemsnitlig størrelse (kvadratmeter)	90,0
Gennemsnitlig årlige kvadratmeterleje (DKK)*	1.136,00
Gennemsnitlig årlige husleje (DKK)	102.240,00
Gennemsnitlig månedlig husleje (DKK)	8.520,00

*) Kilde: Trafik-, Bygge- og Boligstyrelsen (2019), men kan beregnes efter samme metode som i Tabel 7

Kilde: Eget beregningseksempel.

Til sammenligning havde Københavnske ejerlejligheder en gennemsnitlig salgspris i 4. kvartal 2018 på 40.060 DKK pr. kvadratmeter, hvormed en tilsvarende størrelse ejerlejlighed havde en gennemsnitlig salgspris på ca. mio. DKK 3,6. Hvis det i den sammenhæng antages, at sådan en ejendom ud fra en egenfinansiering på ca. DKK 181.000 (5% af handelsprisen) kan restfinansieres med ca. DKK 2,9 (80% af handelsprisen) som et 30-årigt realkreditlån til 1% i årlig rente (inkl. bidrag) samt ca. DKK 542.000 som et 20-årigt banklån til 4% i årlig rente fås der i henhold til beregningerne i Bilag 4 en månedlig ydelse på ca. DKK 12.000.

Tallene som beregnet i henholdsvis Tabel 13 og Bilag 4 er ikke 100% sammenlignelige, da der blandt andet i eksemplet med køb af ejerlejligheden indgår opsparing i egen ejendom gennem løbende afdrag, men tallene giver et groft indtryk af, at den beregnede husleje i lejligheden ikke er på et niveau, som synes uholdbart.

Foruden disse vurderinger af ejendommens beliggenhed samt månedlige husleje er det ligeledes vigtigt at forholde sig til antallet af lejemål i boligudlejningsejendomme. Ofte er denne ejendomstype kendetegnet ved, at ejendommens lejeindtægter er spredt på adskillige lejemål, hvormed stabiliteten i de fremtidige lejeindtægter ikke er bundet op på enkelte eller få lejere. Dette er fra et kreditmæssigt perspektiv klart at foretrække, da serviceringen af ejendomsbelåningens løbende rente- og afdragsbetalinger gøres uafhængig af lejernes betalingsevne og -vilje. En spredning i lejebasen vil dermed sikre en bedre evne til at håndtere lejernes lovfæstede rettighed til at opsiges boliglejemål med kort varsel (Transport- og

Boligministeriet, 2019). Såfremt der i stedet er tale om en lille boligudlejningsejendom med få lejemål vil der i kreditmæssig henseende være behov for at foretage en grundig risikoanalyse af den enkelte lejers betalingsevne og -vilje – mere herom nedenfor i afsnit 5.2 om kontor og forretningsejendomme.

5.2 Kontor- og forretningsejendomme

I modsætning til bolig- og beboelsetjenester, som har en meget stabil efterspørgsel, da det dækker et basalt menneskeligt behov, er efterspørgslen efter kontor- og forretningsejendomme nært forbundet med den generelle økonomiske samfundsudvikling – herunder faktorer som beskæftigelsen og privatforbruget – hvormed disse ejendomstyper er ganske konjunkturafhængige. Alene af den grund vil risiciene ved kontor- og forretningsejendomme alt andet lige være større end for boligejendomme. Den stigende urbanisering medfører dog ligeledes, at beliggenheden også er et væsentligt risikomoment for kontor- og forretningsejendomme, da særligt beskæftigelsen indenfor serviceerhvervene – i lighed med befolkningsvandringen – også bevæger mod de større byer. Qua befolkningsvandringen mod de større byer er det naturligt, at privatforbruget også i stigende grad anvendes i de større byer, da købet og forbruget af to tilsyneladende ens varer er forskellige alt afhængigt af deres beliggenhed. Eks.vis har udbuddet og salg af letmælk i henholdsvis København og Lemvig ikke den samme værdi for en potentiel køber, alt afhængig af dennes tilhørsforhold. Det er derfor relevant at foretage en differentieret bedømmelse af disse ejendomstypers driftsafkast og forrentningskrav ud fra beliggenheden efter samme metode som beskrevet i afsnit 5.1 for boligudlejningsejendomme

Forretningsejendomme er endvidere som beskrevet i afsnit 3.3 i stigende grad påvirket af den digitale udvikling samt mere forgrenede logistikløsninger, som på grund af stigende internethandel har sat den fysiske detailhandels indtjening under pres og har medført butiksdød – selv i de større byer. Derfor må forretningsejendomme alt andet lige anses for mere usikre end kontorejendomme, hvilket betinger skærpede tærskelniveauer til henholdsvis driftsafkastet og forrentningskrav og dermed lavere dagsværdiurdering end en tilsvarende kontorejendom med samme beliggenhed og driftsafkast

Derudover er det for kontor- og forretningsejendomme særlig vigtigt at forholde sig til lejersammensætningen, da de ofte har langt færre lejemål end boligudlejningsejendomme med tilsvarende beliggenhed og dagsværdi – og i visse tilfælde vil de være udlejet til bare en enkelt lejer – hvorfor det som beskrevet i afsnit 5.1 om boligudlejningsejendomme er vigtigt at foretage en grundig risikoanalyse af den enkelte lejers betalingsevne og -vilje. Det er i den forbindelse vigtigt at vurdere om lejeren har evnen og villigheden til at servicere sine lejeforpligtelser i hele lejekontraktens bindingsperiode, der i modsætning til boligudlejemål, ofte er omfattet af lange uopsigelighedsperioder fra både udlejer og lejer. Afdragsprofilen på ejendommens belåning bør desuden tilrettelægges således, at den løbende nedbringes i takt med restløbetiden på lejekontrakten, så belåningen ved udløb af lejekontrakten enten er indfriet eller nedbragt til et så lavt niveau, at uudlejet gensalgsværdi af ejendommen utvivlsomt kan inddække restgælden, selv i tilfælde med en vis tilbagegang på ejendomsmarkedet.

Selvom der er en tilstrækkelig spredning i antallet af lejere, kan der endvidere for navnlig forretningsejendomme være situationer med såkaldte ankerlejere, der har en bred appel og tiltrækker mange daglige kunder til gavn for andre af ejendommens lejere. Tabet af en ankerlejer kan føre til yderligere tab af mange andre af ejendommens lejere og dermed sætte ejendommens driftsafkast og dagsværdi voldsomt under pres. I disse situationer er igen vigtigt, at ankerlejeren kan servicere lejekontraktens forpligtelser i hele dens løbetid samt at den har en tilstrækkelig lang uopsigelighedsperiode.

5.3 Fabriks- og lagerejendomme

Grundet fabriks- og lagerejedommes erhvervsmæssige benyttelse er efterspørgslen efter sådanne lejemål kraftigt forbundet med den generelle økonomiske samfundsudvikling og væksten i BNP, hvormed de i lighed med kontor- og forretningsejendomme er ganske konjunkturafhængige. I modsætning til både bolig- samt kontor- og forretningsejendomme spiller den bynære beliggenhed dog en langt mindre rolle. Her er det til gengæld langt vigtigere med gode til- og frakørselsforhold for tung trafik samt tæt adgang til motorvejsnettet. Beliggenheden for fabriks- og lagerejendomme skal således bedømmes efter andre kriterier end beskrevet

ovenfor i afsnit 5.1 og afsnit 5.2 og er til en vis grad mindre væsentlig end for henholdsvis bolig- samt kontor- og forretningsejendomme.

Fabriks- og lagerejendomme – og især fabriksejendomme – vil typisk være udlejet til bare en enkelt lejer eller et meget begrænset antal lejere. Desuden vil råhuset for fabriks- og lagerejendomme ofte være forholdsvis billigt at opføre, mens indretningen ofte er forholdsvis dyr samt specialfremstillet efter de enkelte lejerers pågældende behov. Dette gør udskiftning af lejere til en bekostelig affære med gennemgribende behov for renoveringer eller forandringer af ejendomme, hvis der skal tiltrækkes nye lejere – en omkostning der måske ikke står mål med opførelsen af en ny ejendom specifikt indrettet til den nye lejer. Af den grund anses risikoen forbundet med fabriks- og lagerejendomme at være væsentlig større end henholdsvis bolig- samt kontor- og forretningsejendomme, hvormed der som udgangspunkt kræves væsentligt skærpede finansieringskriterier – herunder højere forrentningskrav og egenfinansieringsandel fra udlejer. Derudover bør kreditanalysen og konklusionen heraf i langt højere grad bygge på lejerens evne- og villighed til at honorere lejekontraktens løbende forpligtelser i hele dens løbetid, samt at belåningen tilrettelægges herefter, som beskrevet i afsnit 5.2 for kontor- og forretningsejendomme.

6 Kreditanalyse i praksis

Med baggrund i den teori og de metoder beskrevet ovenfor søger eksemplet nedenfor at foretage en konkret og praktisk kreditanalyse af Jeudan A/S. Analysen struktureres, så der indledningsvist foretages en virksomhedsbeskrivelse, så læseren introduceres til virksomheden. Herefter påbegyndes den egentlige kreditanalyse efter samme struktur som for afsnit 2.1.1.

6.1 Virksomhedsbeskrivelse af Jeudan A/S

Jeudan A/S' historie kan dateres ca. 120 år tilbage, men dets nuværende form er resultatet af en fusion i 1999 mellem Ejendomsselskabet EEC A/S og den daværende Jeudan-koncern (Dagbladet Børsen A/S, 2018). I dag er Jeudan A/S Danmarks største børsnoterede ejendomsvirksomhed og råder over ca. 200 ejendomme med ca. en million kvadratmeter til en samlet værdi på ca. mia. DKK 25. Ejendomsporteføljen er primært beliggende i København samt på Frederiksberg og udgøres hovedsagligt af kontorejendomme (79% af de bogførte ejendomsværdier ultimo 2018) og til en mindre grad bolig- og forretningsejendomme (henholdsvis 8% og 6% af de bogførte ejendomsværdier ultimo 2018) samt øvrige ejendomme (7% af de bogførte ejendomsværdier ultimo 2018), der blandt andet omfatter parkeringsanlæg og hoteller. Desuden tilbyder Jeudan et bredt udbud af ejendomsrelaterede rådgivnings-, service- og bygningsydelser. Jeudan A/S beskæftigede i 2018 i gennemsnit 514 fuldtidsmedarbejdere.

6.2 Jeudan A/S' forretningsrisiko

6.2.1 Jeudan A/S' ejerskabsrisiko

Jeudan A/S' aktier er noteret til handel på Nasdaq Copenhagen (i daglig tale Københavns fondsbørs) og omfattede ultimo 2018 én aktieklasse af i alt 11.086.445 skt. aktier fordelt på 2.805 aktionærer. Heraf besad William Demant Invest A/S og Chr. Augustinus Fabrikker Aktieselskab henholdsvis 42,0% og 40,5% af de samlede aktier (Jeudan A/S, 2019). Ved et hurtigt opslag i Jeudan A/S' årsrapporter tilbage til 2014 har både William Demant Invest A/S og Chr. Augustinus Fabrikker A/S haft samme ejerandel i denne periode. William Demant Invest A/S og Chr. Augustinus Fabrikker A/S vurderes således som stabile ejere med et strategisk og langsigtet ejerskab af Jeudan A/S. Deres investeringer er samtidigt så signifikante, at de har incitamentet til at udøve aktivt ejerskab over Jeudan A/S.

For at opnå en indsigt i henholdsvis William Demant Invest A/S' og Chr. Augustinus Fabrikker A/S' for 2018 vises deres finansielle stilling på summarisk vis i Tabel 14 nedenfor.

Tabel 14: Finansiell stilling pr. 2018 for William Demant Invest A/S og Chr. Augustinus Fabrikker A/S

	William Demant Invest A/S	Chr. Augustinus Fabrikker A/S
Omsætning (mio. DKK)	18.410	4.165
Resultat før skat (mio. DKK)	6.314	2.868
Driftsmargin (%)	35,6%	61,3%
Balance (mio. DKK)	36.560	24.953
Solvensgrad (%)	52,1%	96,0%
Gearing	1,9x	0,2x

Kilde: Det Centrale Virksomhedsregister (Erhvervsstyrelsen, 2019)

Uden at gå i dybden med en finansiell analyse af William Demant Invest A/S og Chr. Augustinus Fabrikker A/S – da metoder og konklusion for en finansiell analyse foretages nærmere nedenfor af Jeudan A/S – konkluderes det, at de begge er finansielt stærke med betydelig kapacitet til at bakke op om Jeudan A/S om nødvendigt.

Med undtagelse af ledelsen er de resterende 2.803 aktionærer ikke offentligt kendte, men deres indflydelse på virksomheden og incitament til at udøve aktivt ejerskab må alt andet lige anses for yderst begrænset, hvorfor deres ejerandele antages primært at bestå af frit omsættelige aktier. Dette bakkes op af, at alle andre aktionærer i 2018 ejede under 5% af Jeudan A/S samt at aktien i 2018 gennemsnitlig set havde en daglig omsætning på Nasdaq Copenhagen for mio. DKK 1,5 (Jeudan A/S, 2019). Den daglige omsætning på Nasdaq Copenhagen anses imidlertid som et gode for Jeudan A/S, da det sikrer adgang til kapitalmarkedet til en gennemskuelig og sikker værdiansættelse, hvilket kan udnyttes, såfremt der er behov for en kapitaludvidelse.

Alt i alt konkluderes Jeudan A/S' ejerskabsrisiko for lav

6.2.2 Jeudan A/S' ledelsesrisiko

Sammensætningen af Jeudan A/S' ledelse inklusiv deres meritter og egenskaber er gengivet på skematisk form nedenfor i Tabel 15.

Tabel 15: Jeudan A/S' ledelse

	Navn	Alder (år)	Uddannelse	Rolle	Anciennitet i virksomhedne (år)	Investeret i virksomheden ultimo 2018(DKK)
Bestyrelsen	Niels Jacobsen	62	Cand.oecon	Formand for bestyrelsen og formand for nominerings- og vederlagsudvalget.	5	4.621.210,00
	Claus Gregersen	58	HD i finansiering	Næstformand for bestyrelsen og medlem af nominerings- og vederlagsudvalget	2	468.270,00
	Tommy Pedersen	69	HD i regnskabsvæsen samt organisation og strategisk planlægning	Medlem af revisions- og risikoudvalget	22	7.568.000,00
	Søren Bergholt Andersson	42	Cand.merc. i finansiering og regnskab	Medlem af revisions- og risikoudvalget	3	0,00
	Helle Okholm	57	Cand.merc.aud.	Formand for revisions- og risikoudvalget	2	1.892.000,00
Den daglig ledelse	Per Wetke Hallgren	57	HD i finansiering & kreditvæsen	Adm. Direktør	26	2.184.314,00

Kilde: Jeudan A/S (2019)

Flere af bestyrelsens medlemmer er direkte repræsentanter for de to store aktionærer, herunder formanden og næstformanden for bestyrelsen, som hver især er administrerende direktører for henholdsvis William Demant Invest A/S og Chr. Augustinus Fabrikker A/S, men desuden har flertallet – herunder den administrerende direktør, Per Wetke Hallgren – personlige aktieposter i Jeudan A/S, hvormed der sikres sammenfaldende interesser for aktionærerne generelt. Derudover fremgår det tydeligt af Tabel 15, at alle medlemmer af Jeudan A/S' ledelse besidder en relevant uddannelse, der giver dem det teoretiske fundament for at varetage hvervet. Det fremgår desuden af Jeudan A/S' årsrapport for 2018 (2019), at de alle har relevant virksomheds- og ledelseserfaring samt at flere af dem har erfaring fra investerings- og udlejningsejendomsbranchen. Overordnet set vurderes bestyrelsen derfor at være sammensat, så

den er i stand til på tilfredsstillende vis at varetage opgaverne med strategisk- og ledelsesmæssig udvikling af Jeudan A/S samt effektivt, i en konstruktiv og kvalificeret dialog med direktionen, at varetage kontrolmæssige opgaver. Som det ses af deres individuelle ancienniteter, så foretages der løbende udskiftning, så der til stadighed sikres kvalitet i arbejdet gennem en forskelligartet tilgang til opgaverne, uden at det har karakter af ledelseskriser. En af undtagelserne til den løbende udskiftning er den administrerende direktør, Per Wetke Hallgren, der har 26 års erfaring i virksomheden, som dermed antages at have et indgående kendskab til investerings- og udlejningsejendomsbranchen. Hans lange anciennitet tages desuden som et udtryk for en tilfredsstillende historisk performance, som bevirker, at bestyrelsen – og dermed aktionærerne – har haft et ønske om at fastholde ham i virksomheden, hvilket bekræftes af følgende citat fra Jeudan A/S' årsrapport for 2018 (2019)

"bestyrelsens ønske om at sikre Koncernens fortsatte mulighed for at tiltrække og fastholde kvalificerede direktører"

Jeudan A/S' årsrapport for 2018 (2019) anfører endvidere, at vederlaget til den administrerende direktør, Per Wetke Hallgren, er sammensat af en fast andel samt en variabel del, der tildeles ud fra de opnåede resultater. Umiddelbart sikrer dette – sammen med den personlige aktiebeholdning i Jeudan A/S – at der opnås sammenfaldende interesser mellem direktionen og aktionærerne. Årsrapporten (2019) giver dog ikke svar på, hvilke kriterier der ligger til grund for opgørelsen af den variable andel af vederlaget, eller hvordan der sikres en passende og afbalanceret sammensætning mellem ledelsesaf lønning og opnåede resultater på både kort og lang sigt. Jeudan A/S anfører dog selv, at de er i overensstemmelse med anbefalingerne om god selskabsledelse.

Ledelsesrisikoen håndteres langt hen ad vejen rigtigt fint, men med baggrund i uklarhederne om variable incitament aflønning vurderes ledelsesrisikoen for lav-til-mellem.

6.2.3 Jeudan A/S' industririsiko

6.2.3.1 PESTEL-analyse

PESTEL er en forkortelse for politiske (Political), økonomiske (Economic), sociale (Social), teknologiske (Technological), miljømæssige (Environmental) og lovgivningsmæssige (Legal) forhold (Sørensen, 2017). Analysen søger overordnet at betragte hver af disse eksterne emner for at afgøre, hvad der i omverden har størst betydning for Jeudan A/S' fremtidige indtjeningssevne.

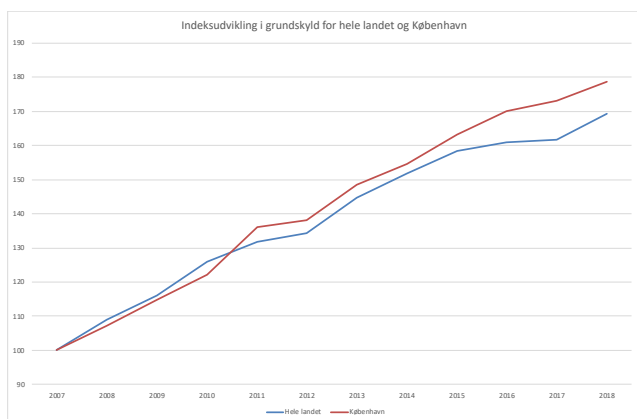
6.2.3.1.1 Politiske- og lovgivningsmæssige forhold

Jeudan A/S aktiviteter er primært centreret omkring udlejning af Københavnske erhvervsejendomme og forholdes således til de politiske og lovgivningsmæssige forhold som gør sig gældende for dette marked. Her vurderes særligt de (ejendoms)skatte- og pengepolitiske som de væsentligste politiske lovgivningsmæssige forhold, der kan påvirke Jeudan A/S' indtjeningssevne negativt, hvorfor analysen afgrænses til disse to emner.

Da Anders Fogh Rasmussen tiltrådte som Danmarks Statsminister i 2001 indførte hans regering det såkaldte "skattestop", der som udgangspunkt indebar, at ingen skatter og afgifter – herunder ejendomsskatterne – kunne hæves (Skatteministeriet, 2002). Dette har skiftende regeringer siden tiltrådt – om end i moderat ændret form – frem til 2018 (Holm & Jessen, 2019). Ikke desto mindre viser tal fra Danmarks Statistik, at ejendomsskatterne (grundskylden) for København har være støt stigende siden 2007 og frem til og med 2018, Jævnfør Figur 3 nedenfor vedrørende en indekseret udvikling over grundskylden fra 2007 til 2018 for henholdsvis hele landet og København. Figur 3 viser yderligere at grundskylden er steget relativt mere i København end i hele landet generelt. Denne udvikling i grundskylden hænger i nogen grad sammen med at ejendomsværdierne i samme periode er steget relativt mere for København end for hele landet generelt. Jævnfør Figur 4 nedenfor vedrørende en indekseret udvikling i ejendomsværdierne for hele landet og København. Det skal i denne sammenhæng bemærkes, at udviklingen i ejendomsværdierne ikke kan bruges som en 1-til-1 forklaring i udviklingen af grundskylden, da denne beregnes af ejendommens grundværdi og altså ikke af hele ejendommens værdi. Ejendomsværdierne antages imidlertid at være korreleret med ejendommens grundværdi og anvendes derfor i denne sammenhæng som proxy – en slags stedfortræder – forklaring af

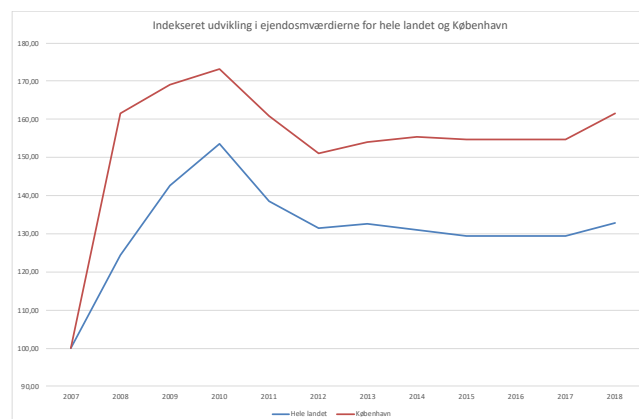
udviklingen i grundskylden. Det konkluderes derfor, at Jeudan A/S er væsentligt eksponeret over for udviklingen i ejendomsskatterne, samt at udviklingen mellem København og hele landet generelt tyder på, at eksponeringen bliver relativt større end for landet som helhed. Det bemærkes yderligere, at et nyt system til vurdering og beskatning af ejendomme er under implementering med forventet virkning fra 2023 (Skatteministeriet, 2019), hvilket indebærer et yderligere risikomoment for Jeudan A/S.

Figur 3: Indeksudvikling i grundskylden



Kilde: Danmarks Statistik (2019)

Figur 4: Indeksret udvikling i ejendomsværdierne



Kilde: Danmarks Statistik (2019)

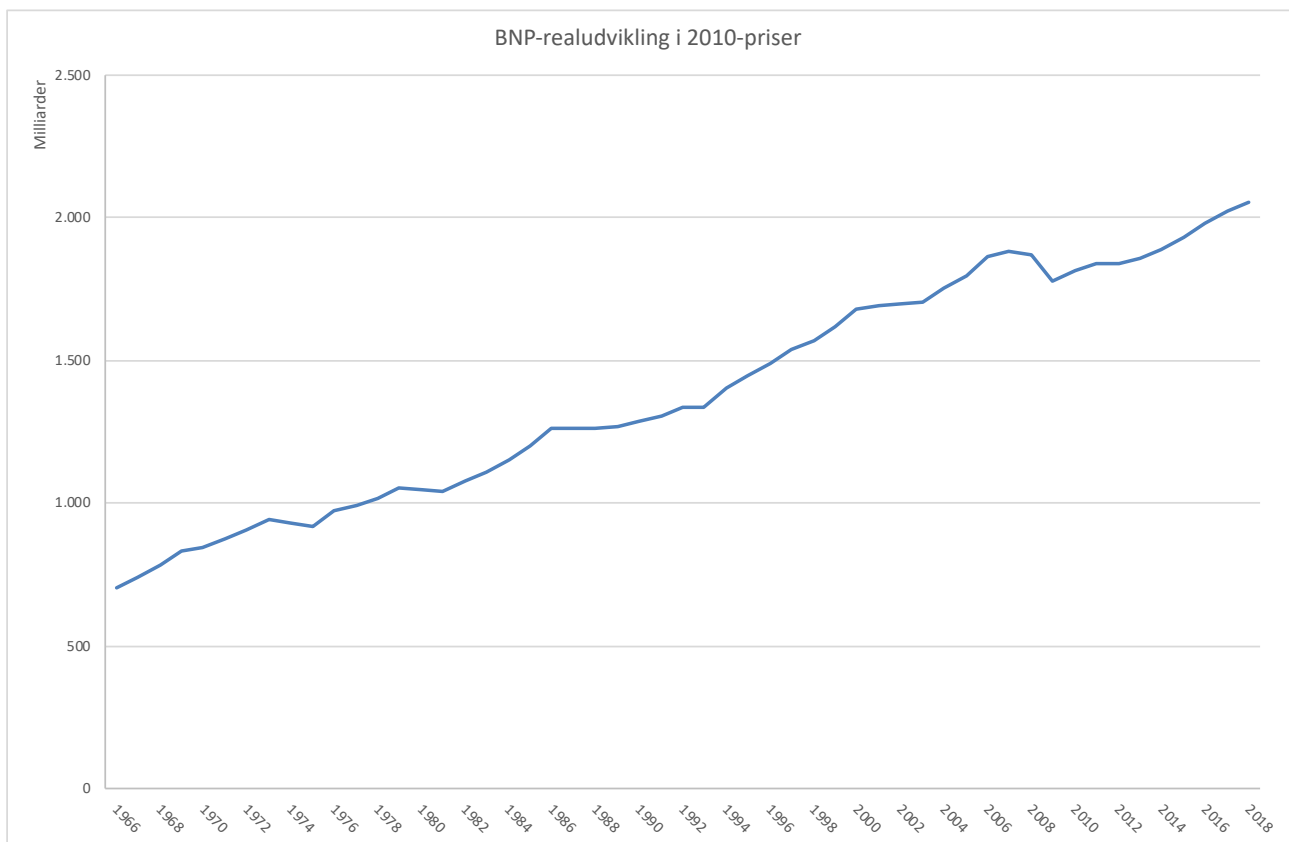
Pengepolitik omhandler helt overordnet set styring af renteniveauet, hvilket på kort sigt kan påvirke den samfundsøkonomiske aktivitet. Den kan således have både en direkte og indirekte negativ indvirkning på Jeudan A/S' indtjeningsevne i form af henholdsvis stigende renteudgifter og faldende efterspørgsel efter deres varer/serviceydelser, da rentestigninger ofte fører til en nedgang i den underliggende økonomi. Idet Jeudan A/S alene operer i Danmark er det i første omgang den danske pengepolitik, der er relevant at betragte. Den danske pengepolitik er indrettet efter at holde den danske krone stabil overfor Euroen – i daglig tale også kaldet fastkurspolitikken – hvormed den danske pengepolitik i praksis er en efterligning af Euroområdetets pengepolitik, der har et erklæret mål om at holde inflationen tæt på 2%. Dermed skabes rammerne for dels en lav dansk inflation, men samtidigt også et lavt dansk renteniveau. I henhold til erhvervsmagasinet Bloomberg (2018) er Danmark endvidere det land i verden, der har verdensrekorden i negative renter. Dette tages som et udtryk for en meget høj tillid til den danske økonomi, samt at Danmark er et sikkert og stabilt sted at investere i. Jeudan A/S' renterisiko beskrives nærmere i afsnittet

nedenfor om økonomiske og sociokulturelle forhold, men umiddelbart vurderes pengepolitikken som et forudsigeligt og stabilt miljø, og er således en underordnet risiko for Jeudan A/S.

6.2.3.1.2 Økonomiske og sociokulturelle forhold

For at Jeudan A/S kan fastholde sin fremtidige finansielle indtjeningssevne og dermed sin gældsserviceringssevne er det nødvendigt, at de underliggende økonomiske forhold udvikler sig gunstigt på de markeder hvorpå de er repræsenteret – eller at den underliggende økonomi i det mindste forbliver status quo. Helt overordnet er Jeudan A/S derfor afhængig af, hvordan den danske økonomi udvikler sig, da den alene har aktiviteter i Danmark. Jævnfør Figur 5 har den danske økonomi over en periode på 52 år fra 1966 til 2018 set en realvækst i sit BNP fra ca. mia. DKK 702. til ca. mia DKK 2.051, hvor begge tal er i 2010-priser, hvilket svarer til en årlig realvækst på ca. 2,1%. Den procentvise spredning i udviklingen fra år til år kan samtidigt opgøres til 2,1%, hvilket indikerer en meget stabil og forudsigelig udvikling – om end periodens procentvise udvikling fra år til år indeholder stigninger og fald på op til henholdsvis ca. 6% og 5%.

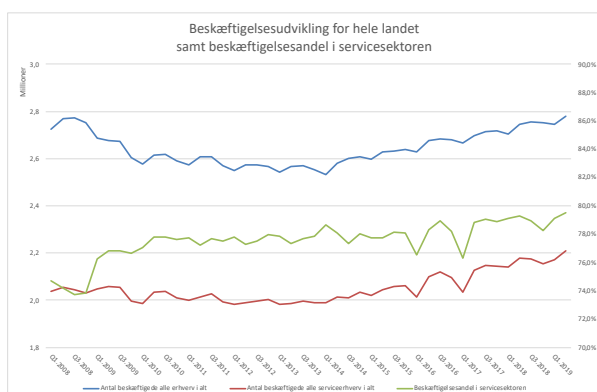
Figur 5: BNP-realudvikling i 2010-priser



Kilde: Danmarks Statistik (2019)

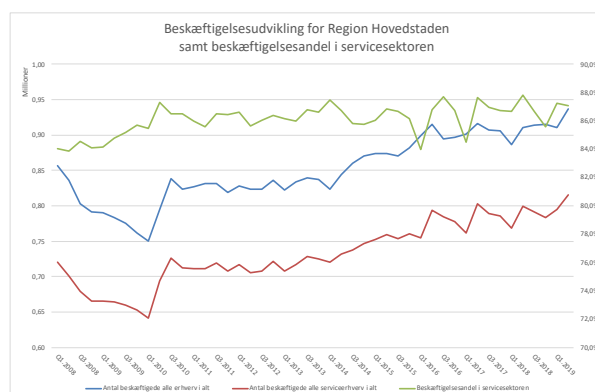
Selvom udviklingen i den danske økonomi er en vigtigt ekstern parameter for Jeudan A/S, så er det mindst ligeså vigtigt hvordan beskæftigelsessituationen for servicesektoren i København udvikler sig, da dets aktiviteter primært er rettet mod udlejning af kontorejendomme i København. I Figur 6 og Figur 7 nedenfor vises beskæftigelsesudviklingen for alle erhverv generelt samt i servicesektoren og dennes andel af den samlede beskæftigelses for henholdsvis hele landet og Region Hovedstaden.

Figur 6: Beskæftigelsesudvikling for hele landet samt beskæftigelsesandel i servicesektoren



Kilde: Danmarks Statistik (2019)

Figur 7: Beskæftigelsesudvikling for Region Hovedstaden samt beskæftigelsesandel i servicesektoren



Kilde: Danmarks Statistik (2019)

Som det tydeligt fremgår, så fylder beskæftigelsen i servicesektoren langt mere i Region Hovedstaden end for hele landet generelt og er dermed en vigtig parameter for Jeudan A/S' finansielle udvikling. Samtidigt ses der større vækst i servicesektorbeskæftigelse for Region Hovedstaden end for hele landet generelt, hvilket tyder på en stigende langsigtet efterspørgsel efter dets produkter. Beskæftigelsessituationen for servicesektoren i Region Hovedstaden er dog langt mere volatil end for den generelle økonomi, hvormed Jeudan A/S er eksponeret for større risici end økonomien generelt.

I og med, at investerings- og udlejningsejendomsindustrien er forholdsvis kapitaltung og gør udpræget brug af ekstern anlægsfinansiering med lange løbetider, vil renteutviklingen være et væsentligt risikomoment for Jeudan A/S. Stigende renter kan som nævnt have både en direkte og indirekte negativ indvirkning på Jeudan A/S' indtjeningsevne i form af henholdsvis stigende renteudgifter og faldende efterspørgsel efter dets varer/serviceydelser, men derudover kan en rentestigning også have en indvirkning på Jeudan A/S' finansielle fleksibilitet. Dette skyldes, at en rentestigning formentligt vil afstedkomme en stigning i forrentningskravet til opgørelse af dagsværdien af Jeudan A/S' investerings- og udlejningsejendomme. Som det fremgår af afsnit 3 vil et stigende forrentningskrav alt andet lige føre til en reduktion i Jeudan A/S' ejendomsværdier og potentielt lægge et nedadgående pres på Jeudan A/S' egenkapital. Udviklingen i renten er således et væsentligt eksternt risikomoment for Jeudan A/S.

Overordnet set vurderes de sociokulturelle forhold at være en underordnet risikofaktor på det Københavnske marked for kontor- og udlejningsejendomme. Som nationens hovedstad, der huser den nationalpolitiske forsamling, ministerier og styrelser, er København et naturligt samlingspunkt for interesseorganisationer og lignende. Samtidigt er byen base for en række vigtige uddannelsesinstitutioner og førende virksomheder. Alt sammen noget der er med at trække befolkningen og beskæftigelsen til området.

6.2.3.1.3 Teknologiske forhold

Ligesom de sociokulturelle forhold vurderes den teknologiske udvikling overordnet set som værende en underordnet risikofaktor på ejendomsmarkedet – og dermed for Jeudan A/S. Selvfølgelig er der behov for, at tekniske anlæg og installationer løbende opdateres og holdes ajour, så de til stadighed lever op lejernes behov for moderne kontorarbejdspladser. Dog ses der særligt i USA med virksomheden WeWork en øget interesse for fleksible kontorløsninger på korttidslejebasis efter den deleøkonomiske model, hvor en central kontorfacilitet deles med andre lejere. Ligeledes kan det tænkes at udviklingen i computer- og internetteknologi kan føre til mere fleksible arbejdspladser, hvor folk i stigende grad arbejder hjemmefra.

6.2.3.1.4 Miljømæssige forhold

Til trods for, at der af og til opstår mediehistorier om ejendomme, der er opført ved brug af farlige eller giftige materialer, så er det ofte noget der hører fortidens synder til og generelt er ejendomssektoren ikke betragtet som underlagt voldsomme miljømæssige restriktioner. Danmark har dog vedkendt sig, at reducere udledningen af drivhusgasser fra de ikke-kvoteomfattede sektorer – der i daglig omtale omfatter 'biler, bønder og boliger'. Derudover er der en stigende klimabevidsthed fra en række virksomheder, der blandt andet ønsker at CO₂-udledning fra deres kontorarealer reduceres. Dette kan føre til stigende renoveringsbehov i investerings- og udlejningsejendomsbranchen og dermed en svækkelse af Jeudan A/S' indtjenings- og gældsserviceringssevne.

Som det fremgår af delanalysen ovenfor, så er investerings- og udlejningsejendomssektoren udsat for en række eksterne risikoforhold, som kan have væsentlig indflydelse på indtjeningssejendommen. Risikoforhold, der hovedsageligt stammer fra usikkerheder vedrørende (ejendoms)skatter, beskæftigelsessituationen i servicesektoren, renteniveauet og ekstraordinære klimarenderinger. På den baggrund vurderes industririsikoen for mellem-til-høj.

6.2.4 Jeudan A/S' virksomhedsrisiko

Industririsikoen ovenfor sætter fokus på, hvad det eksterne miljø medfører af udefrakommende strategiske risici. Det er imidlertid ikke alene det eksterne miljø, der er bestemmende for Jeudan A/S' fremtidige indtjenings- og gældsservicerings. Besiddelsen af strategiske kapabiliteter i form af ressourcer og kompetencer er ligeledes medbestemmende, idet de bidrager til den langsigtede finansielle tilstedeværelse (Sørensen, 2017). Nedenfor foretages derfor en analyse af Jeudan A/S' strategiske kapabiliteter – henholdsvis ressourcer og kompetencer

6.2.4.1 Ressourceanalyse

De strategiske ressourcer skal potentielt forstås som hele Jeudan A/S' samlede aktivmasse, mens kompetencerne er den måde hvorpå aktiverne anvendes (Sørensen, 2017). Jeudan A/S' ejerskabs- og ledelseskompeterne er langt hen ad vejen berørt under behandlingen af ejerskabs- ledelsesrisikoen, hvor det fremgår, at der er stærke ledelseskompeter samt at Jeudan A/S endvidere har evnen til om nødvendigt at rejse yderligere egenkapital ved salg af aktier på Nasdaq Copenhagen. Nærværende delanalyse vil derfor primært fokusere på Jeudan A/S' unikke strategiske ressourcer. Derudover foretages der ligeledes en vurdering af, hvordan Jeudan A/S håndterer de risici, der blev vurderet til at kunne have en væsentlig indflydelse for Jeudan A/S' fremtidige indtjenings- og gældsserviceringssevne i industrianalysen – hvilket vel også kan betegnes som strategiske kompetencer.

Ved et hurtigt blik på Jeudan A/S' balance pr. 31.12.2018 fremgår det, at aktivmassen altovervejende består af materielle anlægsaktiver – herunder investeringsejendomme, som udgjorde hele 97% af den samlede balancesum (Jeudan A/S, 2019)! Ud fra et væsentlighedskriterie

vurderes det at Jeudan A/S' nøgleressourcer kan begrænses til investeringsejendommene – hvilket vel ikke er videre overraskende for et ejendomsselskab.

Det er imidlertid ikke nok at besidde en nøgleressource for at sikre den fremtidige indtjeningsevne. Der er også vigtigt, at denne ressource er unik, idet de ellers let kan efterlignes af konkurrenterne og dermed påvirke den fremtidige indtjening negativt (Sørensen, 2017).

Til bedømmelse af hvorvidt Jeudan A/S' nøgleressource – investeringsejendomme – er unik anvendes den såkaldte VRIO-analyse, som har til formål at afgøre hvorvidt ressourcer er:

1. Værdifulde (Value)
2. Sjældne (Rarity)
3. Imiterbar (Imitability)
4. Effektivt understøttet (Organization)

I og med, at Jeudan A/S alene besidder én nøgleressource har den selvsagt en høj grad af værdi for den fremtidige indtjeningsevne. En særlig egenskab ved denne ressource er helt utvetydigt beliggenheden, hvoraf 91% af investeringsejendommene målt i forhold til dagsværdien pr. 31.12.2018 var beliggende i det centrale København eller Frederiksberg. Dette bevirker på en og samme tid, en vis grad af sjældenhed der er vanskelig at imitere. Markedet for udbud af erhvervslejemål i København er naturligvis forholdsvis fragmenteret, hvilket gør at potentielle lejere typisk har flere sammenlignelige lokationer at vælge imellem. Det vil dog kræve meget store initiale anlægsinvesteringer at opnå et omfang svarende til Jeudan A/S og derudover er udbuddet vanskeligt at ændre på kort sigt. Endvidere fremgik det af afsnit 6.2.3 under analysen af industririsikoen, at efterspørgslen efter kontorlokaler i Region Hovedstaden har en langsigtet stigende tendens. Alt i alt har Jeudan A/S således fundamentet til sikringen af den fremtidige indtjeningsevne. Hvorvidt der kan sikres en vedvarende fastholdelse heraf, kræver at nøgleressourcen er effektivt organisatorisk understøttet (Sørensen, 2017). Dette undersøges med baggrund i, hvordan Jeudan A/S håndterer de eksterne risici, der blev identificeret i afsnit 6.2.3 under analysen af industririsikoen.

For en opsummering blev der i afsnit 6.2.3 under analysen af industririsikoen identificeret følgende risici, der kunne have en væsentlig indvirkning på Jeudan A/S' fremtidige indtjeningsevne:

- Stigende ejendomsskatter
- Forholdsvis volatil efterspørgsel efter kontorlokaler i Region Hovedstaden
- Stigende renteniveau
- Potentielt behov for klimarenoveringer

Punkterne gennemgås i relevant kontekst nedenfor.

6.2.4.1.1 Stigende ejendomsskatter samt potentielt behov for klimarenoveringer

I 2018 udgjorde erhvervslejeindtægter 90% af Jeudan A/S' samlede lejeindtægter. Hovedparten af Jeudan A/S' erhvervslejekontrakter indeholder bestemmelser om, at lejen dels kan reguleres for ændringer i driftsomkostningerne – herunder skatter og afgifter – men også grundet forbedringer af lejemålene (Jeudan A/S, 2019). Jeudan A/S har dermed en umiddelbar mulighed for at videreføre stigende omkostninger, der relaterer sig til stigende ejendomsskatter samt potentielt behov for klimarenoveringer, til kunderne og fastholde indtjeningsevnen. Stigende lejebetalinger kan dog føre til faldende efterspørgsel og stigende tomgang, hvilket kan gøre det vanskeligt at genforhandle lejekontrakter ved udløb. Risiciene som relaterer sig hertil vurderes derfor som moderat latent.

6.2.4.1.2 Stigende renteniveau samt volatil efterspørgsel

I og med, at investerings- og udlejningsejendomsindustrien er forholdsvis kapitaltung og typisk gør udpræget brug af ekstern anlægsfinansiering med lange løbetider vil rentestigninger som udgangspunkt have en direkte negativ effekt på Jeudan A/S' indtjeningsevne, da finansieringsomkostningerne alt andet lige vil stige ved stigende rente. Derudover kan den have en indirekte effekt, som følge af lavere aktivitetsniveau i økonomien generelt, hvilket en rentestigning ofte foranlediger.

For Jeudan A/S er det muligt at afdække den direkte renterisiko ved dels at optage fastforrentede lån på deres portefølje af realkreditlån og dels ved at indgå renteaftaler på deres variabelt forrentede lån. Såfremt der indgås renteaftaler til afdækning af deres variabelt forrentede lån opstår der en kursrisiko på passivside, der dels afhænger af den beløbsmæssige størrelse og dels af løbetiden. Rente- og kursrisikoen agerer modsat hinanden, hvor afdækning af for eksempel renterisikoen får kursrisikoen til at stige og omvendt. Dette kan på sin vis være gavnligt, da stigende renter dermed vil foranledige et kursfald på selskabets passivside samtidigt med, at ejendomsporteføljens dagsværdi formentligt påvirkes negativt på grund af stigende forrentningskrav – hvilket en rentestigning sandsynligvis vil medføre, om end med en vis forsinkelse og muligvis ikke i forholdet 1-til-1. En modsatrettet effekt indtræffer ved et rentefald, og selvom effekten ikke nødvendigvis er symmetrisk med en rentestigning, så sikrer det en grad af egenkapitalbevaring og fastholdes af den finansielle fleksibilitet.

I henhold til årsrapporten for 2018, så tilstræber Jeudan A/S en renteafdækning på 70-80 % af de finansielle gældsforpligtelser eksklusiv likvide beholdninger og træk på driftskreditter. Yderligere placeres renteaftalerne i lige store puljer med et interval på 2,5 år med en løbetid fra 2,5 år og op til 20 år. Når den første pulje med en løbetid på 2,5 år udløber tegnes en ny renteaftale med en løbetid på 20 år, hvorefter renteafdækningen i udgangspositionen er reetableret. (Jeudan A/S, 2019) Dermed sikrer Jeudan A/S en spredning i deres renteeksponering, så de direkte renterisici henover rentekurven reduceres. Jeudan A/S angiver endvidere i deres årsrapport for 2018 (2019), at en rentestigning på 1%-point vil medføre en stigning i de finansielle omkostninger på mio. DKK 21, som i henhold til samlede finansielle omkostninger og et resultat før skat i 2018 på henholdsvis ca. mio. DKK 182 og ca. mio. DKK 767, er en forholdsvis beskeden stigning. Overordnet set har Jeudan A/S således godt styr på deres direkte renterisici.

Med hensyn til de indirekte renterisici, så er det umiddelbart svært at kvantificere effekterne fra en faldende efterspørgsel som følge af en rentestigning, men som det fremgik af afsnit 6.2.3 i analysen af industririsikoen, så er efterspørgslen efter kontorlokaler på Jeudan A/S' hjemmeområde forholdsvis volatil. Det er således relevant, at der er en vis spredning i lejebasen samt at lejekontrakterne har en lang løbetid, så der ikke påtages for store udlejningsrisici på enkelt

lejere, eller at eventuelle fluktuationer i den underliggende beskæftigelse for serviceerhvervene på Jeudan A/S' hjemmemarked ikke bæres af Jeudan A/S i første omgang.

For så vidt angår den gennemsnitlige løbetid på lejekontrakterne, så var denne pr. 31.12.2018 på 30 måneder – eller 2,5 år (Jeudan A/S, 2019). Dette må alt andet lige betegnes som beskedent for investerings- og udlejningsejendomme, der typisk er vanskelige at tilpasse til ændrede forhold på kort- og endda mellemlang sigt. Hvis den gennemsnitlige løbetid på lejekontrakterne holdes op imod et typisk konjunkturførløb, så skal en ganske betragtelig andel af lejekontrakterne enten genforhandles – eller endnu værre opsiges – i en nedgangsperiode. Dette vurderes alt andet lige at føre til faldende lejeindtægter og stigende tomgang.

Når det kommer til spredningen i lejebasen, så stammer 62% af lejeindtægterne fra blot 8% af kunderne (Jeudan A/S, 2019). De 1% største kunder, der står for 36% af lejeindtægterne har en gennemsnitlig løbetid på deres lejekontrakter på 52 måneder, mens lejekontrakterne for denne lejegruppe som helhed har en gennemsnitlig løbetid på 42 måneder. De største kunder har således en gennemsnitlig løbetid på deres lejekontrakter der er mellem 40% til 70% længere end porteføljen af lejekontrakter som helhed. Derudover er der en vis spredning i brancherne blandt de store kunder, hvoraf flere er offentlige institutioner, der vurderes at have en langsigtet efterspørgsel, som er uafhængig af de underliggende økonomiske konjunkturer, se Tabel 16 nedenfor for en oversigt over Jeudan A/S' største kunder. Det ændrer dog ikke på, at en reduktion blandt de 8% største lejere med 6,25%, svarende til en beskeden reduktion på 0,5% blandt den samlede lejemasse ($8\% \cdot 6,25\% = 0,5\%$), umiddelbart vil medføre et fald i de samlede lejeindtægter med ca. 4%. Så overordnet set har Jeudan A/S fortsat en signifikant risiko på enkelte lejere, som kan komme negativt til udtryk som både indirekte effekter som følge af rentestigninger og/eller en generel konjunkturedgang i servicesektoren og den hertil knyttede beskæftigelse.

Tabel 16: Største kunder i Jeudan A/S

15 største kunder i Jeudan A/S	
Branche	Andel af omsætning
Offentlig institution	6,9%
Offentlig institution	6,6%
Offentlig institution	2,8%
Servicevirksomhed	2,2%
Råstofudvinding	2,1%
Medievirksomhed	1,6%
Offentlig institution	1,6%
Finansieringsinstitut (børsnoteret)	1,4%
Skibsfart (børsnoteret)	1,2%
Erhvervsdrivende fond	1,2%
Offentlig institution	0,9%
Finansieringsinstitut (børsnoteret)	0,8%
Fremstillingsvirksomhed	0,8%
Servicevirksomhed	0,7%
Detailhandel	0,7%
I alt	31,5%

Kilde: Jeudan A/S (2019)

Eventuelle rentestigninger kan som nævnt ligeledes have en indirekte indvirkning på Jeudan A/S' finansielle fleksibilitet, da rentestigninger formentligt vil afstedkomme en stigning i forrentningskravet til opgørelse af dagsværdien af Jeudan A/S' investerings- og udlejningsejendomme. Dette kan som nævnt i nogen grad afdækkes ved hjælp af renteaftaler, som sænker den direkte renterisiko, men samtidigt medfører det også en kursrisiko på passivside. Da kursrisikoen arbejder modsat renterisikoen, vil en rentestigning foruden et fald i aktivsidens ejendomsværdier også føre til et fald i passivsidens kursværdier, hvormed der kan sikres en bevarelse af den oprindelige egenkapital og forhåbentligt også den finansielle fleksibilitet. I henhold til Jeudan A/S' årsrapport for 2018 (2019) vil en rentestigning på 1%-point medføre et fald i kursværdien på ca. mia. DKK 1,0 fra passivsidens renteaftaler. Tilsvarende vil en stigning i forrentningskravet til opgørelse af dagsværdierne på Jeudan A/S' ejendomsportefølje medføre et fald i ejendomsværdierne på ca. mia. DKK 4,5. Så under forudsætning af, at en rentestigning på 1%-point medfører en 1-til-1 stigning i forrentningskravet vil der umiddelbart opstå en nettosvækkelse af Jeudan A/S' kapitalstruktur med ca. mia. DKK 3,5. Det skal dog bemærkes, at beløbet er før skat, så med en skatteprocent på 22% vil det alt andet lige foranledige

et fald i udskudt skat på passivsiden med ca. mio. DKK 770 og dermed efter skat en svækkelse af kapitalstrukturen med ca. mia. DKK 2,7. Dette svarer til 40% af Jeudan A/S' bogførte egenkapital pr. 31.12.2018 på mia. DKK 6,7, som må betegnes som en ganske kraftig svækkelse af den bogførte kapitalstruktur! Som nævnt ovenfor, vil den direkte renteeffekt fra stigende finansieringsomkostninger imidlertid have en forholdsvis begrænset indvirkning på Jeudan A/S' indtjeningsevne. Så uagtet svækkelsen i kapitalstrukturen som følge af en rentestigning, vil Jeudan A/S formentligt fortsat kunne servicere deres løbende gældsforpligtelser. En potentiel svækkelse af kapitalstrukturen som følge af rentestigninger må derfor betegnes som sekundær, som har størst betydning når der er behov for generering af likviditet ved salg af aktiver, eller i en nedbrudssituation, hvor kreditorerne skal realisere deres pant.

Bedømmelsen af Jeudan A/S strategiske kapabiliteter er summeret på skematisk form i Tabel 3 nedenfor.

Tabel 17: VRIO-analyse

Strategiske kapabiliteter	Værdifuld	Sjælden	Imitérbar	Effektivt understøttet
Investeringsejendomme	I høj grad	I nogen grad	I mindre grad	I nogen grad

Kilde: Sørensen (2017)

Med baggrund heri vurderes virksomhedsrisikoen som mellem.

6.3 Jeudan A/S' finansielle risiko

Grundlanget for analysen af Jeudan A/S' finansielle risiko er de historiske finansielle rapporter gennem en 5-årige periode fra og med 2014 til og med 2018. Rapporterne er tilgængelige hos både det Centrale Virksomhedsregister (2019) samt på Jeudan A/S' hjemmeside med finansiell information (2019). På den baggrund er periodens resultatopgørelserne og balancerne sammensat i Tabel 18 nedenfor.

Tabel 18: Jeudan A/S' regnskaber 2014-2018 i tusind DKK

RESULTATOPGØRELSE	2014	2015	2016	2017	2018
Lejeindtægter	876.283	954.292	985.628	1.028.903	1.106.359
Anden driftsomsætning	276.388	254.042	251.378	304.544	476.951
Nettoomsætning i alt	1.152.671	1.208.334	1.237.006	1.333.447	1.583.310
Driftsomkostninger	-426.465	-399.769	-409.611	-459.068	-629.455
Bruttoresultat	726.206	808.565	827.395	874.379	953.855
Salgs- og marketingomkostninger	-9.538	-8.417	-9.307	-11.790	-13.955
Administrationsomkostninger	-76.475	-90.620	-94.159	-94.796	-105.920
Resultat før finansielle poster (EBIT)	640.193	709.528	723.929	767.793	833.980
Finansielle indtægter	1.781	1.747	26.656	20.456	2.531
Finansielle omkostninger	-188.912	-152.519	-144.840	-179.688	-181.658
Resultat før skat og særlige poster	453.062	558.756	605.745	608.561	654.853
Gevinst/tab ejendomme	308.719	417.377	325.619	329.384	315.241
Gevinst/tab finansielle gældsforpligtelser	-992.677	84.337	-549.362	12.118	-204.580
Resultat før skat	-230.896	1.060.470	382.002	950.063	765.514
Skat af årets resultat	44.740	-241.877	-85.916	-208.884	-168.574
ÅRETS RESULTAT	-186.156	818.593	296.086	741.179	596.940
Effektive skatteprocent	19,4%	22,8%	22,5%	22,0%	22,0%
BALANCE	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiver					
Immaterielle anlægsaktiver	0	0	0	0	0
Investeringsejendomme	18.708.016	19.901.372	20.294.328	23.194.851	23.628.001
Igangværende projekter investeringsejendomme	227.455	205.576	701.798	208.272	398.790
Øvrige materielle anlægsaktiver	27.951	39.165	37.656	40.399	35.865
Materielle aktiver i alt	18.963.422	20.146.113	21.033.782	23.443.522	24.062.656
Finansielle anlægsaktiver	82	0	0	0	0
Anlægsaktiver i alt	18.963.504	20.146.113	21.033.782	23.443.522	24.062.656
Varebeholdning	0	0	0	0	0
Igangværende arbejder	49.058	44.548	67.074	81.216	97.365
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	13.913	14.962	21.230	13.355	13.133
Tilgodehavender selskabsskat	0	27.615		0	23.800
Andre tilgodehavender	29.126	33.349	24.418	45.558	53.428
Periodeafgrænsningsposter	8.715	11.714	8.396	6.102	9.015
Tilgodehavender i alt	100.812	132.188	121.118	146.231	196.741
Likvide beholdninger og værdipapirer	7.022	27.211	10.147	3.212	3.655
Kortfristede aktiver i alt	107.834	159.399	131.265	149.443	200.396
AKTIVER I ALT	19.071.338	20.305.512	21.165.047	23.592.965	24.263.052
BALANCE	2014	2015	2016	2017	2018
Passiver					
Aktiekapital	1.108.645	1.108.645	1.108.645	1.108.645	1.108.645
Overført resultat	3.261.612	4.084.664	4.261.509	5.134.879	5.598.782
Egenkapital i alt	4.370.257	5.193.309	5.370.154	6.243.524	6.707.427
Realkreditlån	11.360.938	11.478.482	11.943.410	13.578.419	13.531.789
Pengeinstitutter	1.271.385	1.616.226	1.538.370	1.349.892	1.174.100
Deposita	162.551	166.970	154.191	174.306	164.546
Udskudt skat	688.255	904.197	978.604	1.147.096	1.305.193
Andre langsigtede forpligtelser	10.259	11.829	14.473	15.872	16.270
Langfristede forpligtelser i alt	13.493.388	14.177.704	14.629.048	16.265.585	16.191.898
Kort andel af lange gældsforpligtelser	58.798	48.937	82.071	95.450	81.892
Driftskreditter	871.890	579.521	758.774	611.577	903.149
Deposita	126.508	132.259	141.052	160.637	179.736
Modtagne forudbetalinger fra kunder	55.966	66.804	71.592	76.126	71.865
Leverandørgæld	31.992	39.589	34.162	48.424	59.160
Selskabsskat	0	0	2.837	2.496	0
Periodeafgrænsningsposter	35.673	31.422	26.887	35.957	20.156
Andre kortsigtede forpligtelser	26.866	35.967	48.470	53.189	47.769
Kortfristede forpligtelser i alt	1.207.693	934.499	1.165.845	1.083.856	1.363.727
Forpligtelser i alt	14.701.081	15.112.203	15.794.893	17.349.441	17.555.625
PASSIVER I ALT	19.071.338	20.305.512	21.165.047	23.592.965	24.263.052
Test	SAND	SAND	SAND	SAND	SAND

Kilde: Jeudan A/S (2019)

Umiddelbart er regnskaberne af meget høj kvalitet uden ændring i regnskabspraksis gennem perioden. Dette bevirker således, at der ikke er behov for at korrigere for uhensigtsmæssigheder, der kan påvirke konklusionen vedrørende prognoserne for den fremtidige udvikling. Regnskaberne har dog det specielle forhold, at der ikke tydeligt oplyses om afskrivningerne – hverken i selve

resultatopgørelserne eller i notematerialet, men alene i pengestrømsopgørelsen – og det oplyses slet ikke hvordan de fordeles mellem drifts-, salgs- og marketing-, eller administrationsomkostningerne. Til brug for opgørelser af de fremtidige resultatopgørelser og balancer har der således været nødvendigt at indarbejde afskrivninger, da disse dels indgår som fradrag på anlægsaktiverne samt fastlægger minimumsniveauet for geninvestering for at fastholde aktivmassen på et niveau, så det kan afstedkomme den eksisterende aktivitet. Det er i øvrigt beregnet, at afskrivningerne gennem perioden 2014-2018 var på gennemsnitligset 0,08% af de samlede anlægsaktiver, hvilket ligeledes er brugt i prognoseperioden.

Ellers er det med baggrund i konklusionerne fra forretningsrisikoen antaget, at lejeindtægterne falder med 10% det første år (2019) for der efter at holde det samme niveau. I samme forbindelse antages det, at deposita under passiverne også falder med 10% det første år, da det anses som forudbetaling fra kunder. Foruden lejeindtægterne består omsætningen også af andre driftsindtægter, der blandt andet udgøres af viceværtsydelse. Da viceværtsydelse som snerydning, trappevask og lignende er uafhængige af efterspørgslen efter lejemål, er disse indregnet som et simpelt gennemsnit fra perioden 2014-2018.

Ud fra et konservativt synspunkt er samtlige driftsomkostninger indregnet til at stige med 2% om året gennem hele prognoseperioden, selvom Jeudan A/S har mulighed for at sende dem videre til kunderne, men dette vil alt andet lige føre til faldende efterspørgsel.

Da Jeudan A/S' direkte renterisiko var minimal, er renteomkostningerne fastholdt på samme forholdsmæssige niveau som for 2018 (1,15%) gennem hele prognoseperioden.

De løbende afdrag er fastsat ud fra Jeudan A/S' opgørelse for hvordan gælden forfalder gennem prognoseperiode.

Alle øvrige poster er fast holdt uændret og på den baggrund er der opstillet følgende prognoser for resultatopgørelser og balancer som vist i Tabel 19.

Tabel 19: Prognose for resultatopgørelser og balancer i tusind DKK

RESULTATOPGØRELSE	2019	2020	2021	2022	2023
Lejeindtægter	995.723	995.723	995.723	995.723	995.723
Anden driftsomsætning	312.661	312.661	312.661	312.661	312.661
Nettoomsætning i alt	1.308.384	1.308.384	1.308.384	1.308.384	1.308.384
Driftsomkostninger	-642.044	-654.885	-667.983	-681.342	-694.969
Bruttoresultat	666.340	653.499	640.401	627.041	613.415
Salgs- og marketingomkostninger	-14.234	-14.519	-14.809	-15.105	-15.407
Administrationsomkostninger	-108.038	-110.199	-112.403	-114.651	-116.944
Tilbageførsel af afskrivninger	19.250	19.250	19.250	19.250	19.250
Driftsresultat (EBITDA)	563.317	548.031	532.439	516.535	500.313
Afskrivninger	-19.250	-19.250	-19.250	-19.250	-19.250
Resultat før finansielle poster (EBIT)	544.067	528.781	513.189	497.285	481.063
Netto finansielle omkostninger	-179.993	-178.153	-175.474	-172.898	-170.503
Resultat før skat	364.075	350.627	337.715	324.387	310.560
Skat af årets resultat	-80.096	-77.138	-74.297	-71.365	-68.323
ÅRETS RESULTAT	283.978	273.489	263.418	253.022	242.237

Effektive skatteprocent	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
-------------------------	-------	-------	-------	-------	-------

BALANCE	2019	2020	2021	2022	2023
Aktiver					
Investeringsejendomme	23.628.001	23.628.001	23.628.001	23.628.001	23.628.001
Igangværende projekter investeringsejendomme	398.790	398.790	398.790	398.790	398.790
Øvrige materielle anlægsaktiver	35.865	35.865	35.865	35.865	35.865
Anlægsaktiver i alt	24.062.656	24.062.656	24.062.656	24.062.656	24.062.656
Varebeholdning	0	0	0	0	0
Igangværende arbejder	97.365	97.365	97.365	97.365	97.365
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	13.133	13.133	13.133	13.133	13.133
Tilgodehavender selskabsskat	23.800	23.800	23.800	23.800	23.800
Andre tilgodehavender	53.428	53.428	53.428	53.428	53.428
Periodeafgrænsningsposter	9.015	9.015	9.015	9.015	9.015
Tilgodehavender i alt	196.741	196.741	196.741	196.741	196.741
Likvide beholdninger og værdipapirer	159.548	177.100	200.690	215.843	249.806
Kortfristede aktiver i alt	356.289	373.841	397.431	412.584	446.547
AKTIVER I ALT	24.418.945	24.436.497	24.460.087	24.475.240	24.509.203

BALANCE	2019	2020	2021	2022	2023
Passiver					
Aktiekapital	1.108.645	1.108.645	1.108.645	1.108.645	1.108.645
Overført resultat	5.867.901	6.126.531	6.375.090	6.613.253	6.840.630
Egenkapital i alt	6.976.546	7.235.176	7.483.735	7.721.898	7.949.275
Realkreditlån	13.462.376	13.078.265	12.887.366	12.684.117	12.535.744
Pengeinstitutter	1.167.809	1.148.562	1.130.601	1.112.796	1.097.354
Deposita	164.546	164.546	164.546	164.546	164.546
Udskudt skat	1.305.193	1.305.193	1.305.193	1.305.193	1.305.193
Andre langsigtede forpligtelser	16.270	16.270	16.270	16.270	16.270
Langfristede forpligtelser i alt	16.116.194	15.712.836	15.503.976	15.282.922	15.119.107
Kort andel af lange gældsforpligtelser	78.798	241.078	224.969	223.013	193.414
Driftskreditter	903.149	903.149	903.149	903.149	903.149
Deposita	145.308	145.308	145.308	145.308	145.308
Modtagne forudbetalinger fra kunder	71.865	71.865	71.865	71.865	71.865
Leverandørgæld	59.160	59.160	59.160	59.160	59.160
Selskabsskat	0	0	0	0	0
Periodeafgrænsningsposter	20.156	20.156	20.156	20.156	20.156
Andre kortsigtede forpligtelser	47.769	47.769	47.769	47.769	47.769
Kortfristede forpligtelser i alt	1.326.205	1.488.485	1.472.376	1.470.420	1.440.821
Forpligtelser i alt	17.442.399	17.201.321	16.976.352	16.753.342	16.559.928
PASSIVER I ALT	24.418.945	24.436.497	24.460.087	24.475.240	24.509.203

Test

SAND

SAND

SAND

SAND

SAND

Kilde: Eget beregningseksempel

Ud fra antagelserne herom kan der med baggrund i Tabel 2 opgøres følgende pengestrømsprognose som vist Tabel 20.

Tabel 20: Pengestrømsprognose

PENGESTRØMSOPGØRELSE	2019	2020	2021	2022	2023
Resultat før finansielle poster (EBIT)	544.067	528.781	513.189	497.285	481.063
+ Afskrivninger	19.250	19.250	19.250	19.250	19.250
- Skat af årets resultat	-80.096	-77.138	-74.297	-71.365	-68.323
- Δ Netto arbejdskapital	-34.428	0	0	0	0
- Netto investeringer	-19.250	-19.250	-19.250	-19.250	-19.250
= Likviditet til servicering af gældsforpligtelser	429.543	451.643	438.891	425.920	412.740
- Netto finansielle omkostninger	-179.993	-178.153	-175.474	-172.898	-170.503
= Likviditet til afdrag på gældsforpligtelser	249.550	273.489	263.418	253.022	242.237
- Netto afdrag på gældsforpligtelser	-78.798	-241.078	-224.969	-223.010	-193.414
= Likviditet efter servicering og afdrag af gældsforpligtelser	170.752	32.411	38.449	30.012	48.823

Kilde: Eget beregningseksempel

Som det fremgår, har Jeudan A/S den fornødne modstand til at gennemleve et stresset scenarie, men det fremgår ligeledes at den store afdragsbyrde fra 2020 og frem lægger beslag på betydelige dele af likviditet. Der skal således ikke store yderligere udsving i indtægter og/eller udgifter før der opstår likviditetsunder skud. Tabel 19 viser dog, at under de givne forudsætninger, vil ved udgangen af 2019 være en kontantbeholdning på ca. mio. DKK 160, som sikrer fleksibilitet i år med eventuelt likviditetsmæssigt underskud.

I Tabel 21 nedenfor er der med baggrund i afsnit 2.1.1.2 beregnet finansielle nøgletal for Jeudan A/S fra det seneste faktiske år (2018) og frem gennem prognose periode.

Tabel 21: Finansielle nøgletal

Finansielle nøgletal	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Rentedækning	4,7	3,6	3,0	2,9	2,9	2,8
Gearing	18,3	23,2	28,0	28,4	28,9	29,4

Kilde: Eget beregningseksempel

Rentedækningsgraden viser, at der kan ske store yderligere fald i indtjening før det ikke er muligt at imødekomme rentebyrden. Gearingen er derimod på et relativt risikofyldt niveau allerede ved indgangen til prognoseperiode og viser meget stor følsomhed. En gearing på næsten 30x EBITDA må alt andet lige betegnes som uholdbart – også selvom det er i et stresset scenarie

Alt i alt vurderes Jeudan A/S' finansielle risiko for mellem-til-høj.

7 Konklusion

Opgavens mål har været at belyse de risikofaktorer som finansielle institutter påtager sig i forbindelse med udlån til primært investerings- og udlejningsejendomme, samt hvordan disse risici afdæmpes.

De vigtigste kriterier til bestemmelse af kreditrisikoen er at forholde sig til ejendommenes driftsafkast og forrentningskrav da selv små fejlskøn heri akkumuleres til store forskelle i opgørelsen af dagsværdierne. Dette skyldes blandt andet nogle af de uhensigtsmæssigheder der er ved opgørelse af dagsværdierne. Derudover blev det belyst at der er en række særegne risikomomenter ved forskellige ejendomstyper, hvorfor der skal tages individuelt hensyn til dette i forbindelse med konkret ejendomsbelåning.

Til afdæmpning af de identificerede risici blev der givet en række eksempler og værktøjer, som finansielle institutter kan anvende til styring af kreditrisiko ved udlån til investerings- og udlejningsejendomme. Dette kunne blandt andet være omregning af ejendomsnøgletal, så der opnås indsigt i hvorvidt ejendomsbelåningen er risikofyldt eller ej. Såfremt ejendomsbelåningen vurderes at være risikofyldt, bør der foretages skærpede foranstaltninger. Herudover blev det vist hvordan der kan gøres brug af følsomhedsanalyser samt hvordan en kreditvurdering kan foretages i praksis med udgangspunkt i Jeudan A/S.

Til konklusion kan det anføres at en god kreditanalyse er nødvendig til identifikation og imødegåelse af de risici, der er i forbindelse med udlån til investerings- og udlejningsejendomme, og såfremt det gøres rigtigt har man grundlaget for at yde lån uden at det leder til råddenskab samt tab af venner og lån.

8 Bilagsmateriale

8.1 Bilag 1: DCF-beregningseksempel

Forudsætninger	
Årlig stigning i lejeindtægter	1,00%
Manglende lejeindtægt fra tomgang år i 0	21.000,00
Infaltion pr. år	2,00%
Forrentningskrav (afkastprocent)	4,50%
Diskonteringsrente (inflationskorrigeret forrentningskrav)	6,50%

+ 0,25%-point pr. år frem mod terminalperiode

Planlægningsperiode					
	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
+ Lejeindtægt	979.000,00	1.012.500,00	1.027.687,50	1.045.672,03	1.066.585,47
- vedligeholdelsesomkostninger	-30.726,05	-31.340,57	-95.902,15	-32.606,73	-33.258,87
- administrationsomkostninger	-93.600,90	-95.472,92	-97.382,38	-99.330,03	-101.316,63
- driftsomkostninger	-207.031,03	-211.171,65	-215.395,08	-219.702,98	-224.097,04
= Driftsafkast	647.642,02	674.514,86	619.007,89	694.032,29	707.912,94
Diskonteringsfaktor	0,9390	0,8817	0,8278	0,7773	0,7299
Nutidsværdi af årlige driftsafkast	608.114,57	594.692,29	512.445,12	539.487,32	516.692,09

Terminalperiode	
+ Lejeindtægt	1.087.917,18
- vedligeholdelsesomkostninger	-33.924,04
- administrationsomkostninger	-103.342,96
- driftsomkostninger	-228.578,98
= Driftsafkast	722.071,19
Inflationskorrigeret forrentningskrav	6,50%
Inflationskorrigeret dagsværdi i år 5 af terminalperioden	16.046.026,54
Diskonteringsfaktor i år 5	0,7299
Nutidsværdi af terminalperioden	11.711.687,28

Dagsværdi	
Dagsværdi (summen af betalingsstrømmenes nutidsværdi)	14.483.118,66

Kilde: Eget beregningseksempel

8.2 Bilag 2: Overvurdering af dagsværdi ved begrænset driftsafkast

Driftspost	Beløb i DKK
+ Lejeindtægt	1.000.000,00
- vedligeholdelsesomkostninger	-30.726,05
- administrationsomkostninger	-93.600,90
- driftsomkostninger	-207.031,03
= Driftsafkast	668.642,02
forrentningskrav (afkastprocent)	4,50%
Dagsværdi ved konstat og evigtvarende driftsafkast	14.858.711,51

Dagsværdi ved annuitet		% -vis overvurdering ift. et evigtvarende driftsafkast
Antal år med konstant driftsafkast	Dagsværdi	
5	2.935.322,92	406,20%
10	5.290.775,87	180,84%
15	7.180.911,55	106,92%
20	8.697.652,90	70,84%
25	9.914.763,59	49,86%
30	10.891.435,34	36,43%
40	12.304.072,58	20,76%
50	13.213.708,80	12,45%
60	13.799.448,74	7,68%
70	14.176.622,91	4,81%
80	14.419.495,79	3,05%
90	14.575.888,37	1,94%
100	14.676.593,88	1,24%

Kilde: Eget beregningseksempel

8.3 Bilag 3: Afkast ved fald i forrentningskrav

Forrentningskrav 7,75%

År	Indtægter	NV af indtægter	Akkumuleret NV af indtægter	Omkostninger	NV af omkostninger	Akkumuleret NV af omkostninger	Ejendommens betalingsstrøm
0,0	0,0	0,0	0,0	8.627,6	8.627,6	8.627,6	-8.627,6
1,0	1.000,0	928,1	928,1	331,4	307,5	8.935,2	668,6
2,0	1.000,0	861,3	1.789,4	331,4	285,4	9.220,6	668,6
3,0	1.000,0	799,4	2.588,8	331,4	264,9	9.485,4	668,6
4,0	1.000,0	741,9	3.330,6	331,4	245,8	9.731,3	668,6
5,0	1.000,0	688,5	4.019,2	331,4	228,1	9.959,4	668,6
6,0	1.000,0	639,0	4.658,2	331,4	211,7	10.171,2	668,6
7,0	1.000,0	593,0	5.251,2	331,4	196,5	10.367,7	668,6
8,0	1.000,0	550,4	5.801,6	331,4	182,4	10.550,0	668,6
9,0	1.000,0	510,8	6.312,4	331,4	169,3	10.719,3	668,6
10,0	1.000,0	474,1	6.786,4	331,4	157,1	10.876,4	668,6
11,0	1.000,0	440,0	7.226,4	331,4	145,8	11.022,2	668,6
12,0	1.000,0	408,3	7.634,7	331,4	135,3	11.157,5	668,6
13,0	1.000,0	378,9	8.013,6	331,4	125,6	11.283,0	668,6
14,0	1.000,0	351,7	8.365,3	331,4	116,5	11.399,6	668,6
15,0	1.000,0	326,4	8.691,7	331,4	108,2	11.507,7	668,6
16,0	15.858,7	4.803,9	13.495,6	331,4	100,4	11.608,1	15.527,4

NPV	1.887,5	1.887,5	TRUE
IRR	9,79%		
ROI	16,26%		

Kilde: Eget beregningseksempel

8.4 Bilag 4: Ydelse ved køb af privatbolig

Forudsætninger	DKK
Boligens købspris	3.610.000,00
Egenfinansiering	180.500,00
Realkreditlån (80% købspris)	2.888.000,00
Rente realkreditlån	1,00%
Løbetid (år)	30
Banklån	541.500,00
Rente banklån	4,00%
Løbetid (år)	20
Ydelse	
Årligt	151.749,07
Månedligt	12.645,76

Kilde: Eget beregningseksempel

9 Litteraturliste

- Allen, F., Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2017). *Principles Of Corporate Finance (12. udgave)* . New York, NY: McGraw-Hill Education.
- Andersen, J. J. (2017). *Finansiel risikostyring* . København K: Jurist- og Økonomforbundtes Forlag.
- Andersen, S. E. (2011). *The Evolution of Nordic Finance* . Palgrave MacMillan .
- Biel, H. (10 2019). Nordea, Senior Credit Manager . (U. B. Pedersen, Interviewer)
- Bloomberg. (27. 11 2018). *Economics*. Hentet fra World Record Holder in Negative Rates Finally Sees Credit Growth: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-11-27/world-record-holder-in-negative-rates-finally-sees-credit-growth>
- Dagbladet Børsen A/S. (19. 09 2018). *FAKTA Jeudan og Dades*. Hentet fra Børsen: <https://borsen.dk/nyheder/ejendomme/artikel/11/207589/artikel.html>
- Dam, T. (10. 04 2017). *Flere industrivirksomheder ser mod nybyggeri*. Hentet fra Building Supply DK: <https://www.building-supply.dk/article/view/421466>
- Danmarks Statistik. (10 2019). *Statistikbanken*. Hentet fra Nationalregnskab og offentlige finanser: <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1920>
- Danmarks Statistik. (10 2019). *Statistikbanken*. Hentet fra Arbejde, indkomst og formue: <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>
- EjendomDanmark. (10 2019). *Ejendomsstatistikken*. Hentet fra EjendomDanmark: <https://ejd.dk/tal-analyse/ejendomsstatistikken>
- Erhvervs- og Vækstministeriet. (2013). *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*. København K : Erhvervs- og Vækstministeriet.
- Erhvervsministeriet. (26. 03 2014). *Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl.* Hentet fra Retsinformation : <https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=162328#Bil9>
- Erhvervsministeriet. (28. 09 2018). *Bekendtgørelse af lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v.* Hentet fra Retsinformation: <https://www.retsinformation.dk/Forms/r0710.aspx?id=202382>
- Erhvervsstyrelsen. (10 2019). *CVR*. Hentet fra Virk Data: <https://datacvr.virk.dk/data/>
- European Central Bank. (u.d.). *Monetary policy*. Hentet 10 2019 fra European Central Bank: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>

- Holm, T. A., & Jessen, C. K. (28. 10 2019). *Berlingske* . Hentet fra Foghs store slagnummer er foragtet af økonomer – men det er svært at gå imod:
<https://www.berlingske.dk/politik/foghs-store-slagnummer-er-foragtet-af-oekonomer-men-det-er-svaert-at-gaa>
- Institut for Center-Planlægning . (2017). *Detailhandelen og bymidterne - Udvikling og udfordringer*. Rødovre : Institut for Center-Planlægning.
- Jensen, B. A. (2017). *Rentesregning (6. udgave)*. København K: Jurist- og Økonomforbundets Forlag .
- Jeudan A/S. (2019). *Årsrapport 2018*. København K: Jeudan A/S.
- Jeudan A/S. (10 2019). *Finansiel information*. Hentet fra Jeudan A/S:
<https://www.jeudan.dk/investor/finansiel-information/>
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis: Valuation - Credit analysis - Performance Evaluation* . Bergen : Fagbokfolaget .
- Sørensen, O. (2017). *Rengskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang*. København K: Gjellerup.
- Skatteministeriet. (23. 08 2002). *Skattestop*. Hentet fra <https://www.skm.dk/skattetal/analyser-og-rapporter/oevrige-publikationer/2002/august/skat-august-2002/skattestop>
- Skatteministeriet. (10 2019). *Boligskat og de offentlige ejendomsvurderinger*. Hentet fra <https://www.skm.dk/aktuelt/temaer/boligskat-og-de-offentlige-ejendomsvurderinger>
- Trafik-, Bygge- og Boligstyrelsen. (10 2019). *Huslejestatistik*. Hentet fra Boligstat:
https://boligstat.dk/SASStoredProcess/guest?&_PROGRAM=/Boligstat/OutputFrontEnd&menu=4
- Transport- og Boligministeriet. (11. 09 2019). *Bekendtgørelse af lov om leje*. Hentet fra Retsinformation:
<https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=210121#ideee6a469-ae60-4977-a6f8-9c9c13ffab37>