

Indregning og måling af investerings ejendomme

MED FOKUS PÅ EFFEKTEN AF BRL § 5, STK. 2 OG UDBREDELSEN AF COVID-19
SOFIE GRAVGAARD & PHILIP PEDER HANSEN

STUDIE NR:
SOFIE: 101914
PHILIP: 108734

VEJLEDER: KIM PETTERSSON

NORMALSIDER: 80
ANSLAG: 160.775

Indholdsfortegnelse

1.	Forord.....	3
2.	Indledning.....	3
3.	Problemstilling og metodevalg	5
3.1	Problemstilling og probleminidentifikation.....	5
3.1.1	Afgrænsning	6
3.2	Model og metodevalg	7
4.	Regnskabsteori	10
4.1	Begrebsrammen.....	10
4.1.1	Niveau 1 – Brugernes informationsbehov	11
4.1.2	Niveau 2 – Kvalitative egenskaber	12
4.1.3	Niveau 3 – Definition af elementer	15
4.1.4	Niveau 4 – Indregning og måling	15
4.1.5	Niveau 5 – Klassifikation og præsentation	17
4.1.6	Delkonklusion	18
4.2	Indregning og måling af investeringsejendomme	20
4.2.1	Definitioner af ejendomme	20
4.2.2	Indregning og måling af investeringsejendomme	22
4.2.3	Værdiansættelse af investeringsejendomme	29
5.	BRL § 5, stk. 2	38
5.1	Generelt om BRL § 5, stk. 2	38
5.2	Ændringen af BRL § 5, stk. 2.....	39
5.3	Delkonklusion.....	41
5.4	Analyse af påvirkning på værdiansættelse	42
5.4.1	Gennemgang af DCF-beregning	42
5.4.2	Scenarie 1 – udskudt modernisering og lejeforhøjelse	45
5.4.3	Scenarie 2 – udskudt lejeforhøjelse med løbende modernisering	47
5.4.4	Scenarie 3 – investering i grønt incitament.....	49
5.4.5	Delkonklusion	50
5.4.6	Forrentningskrav	51

5.4.7	Følsomhedsanalyse	54
5.4.8	Delkonklusion	54
6.	COVID-19	55
6.1	COVID-19 i Danmark	55
6.1.1	Lock Down	55
6.1.2	Boligmarkedet	56
6.1.3	Analyse af påvirkningen på DCF-parametre	57
6.1.4	Delkonklusion	63
6.2	Påvirkningen af COVID-19 på værdiansættelsen af ejendommen på Frederiksberg	65
6.2.1	Afkastkrav	66
6.2.2	Inflation	68
6.2.3	Tomgang	70
6.3	Samlet analyse af påvirkningerne fra COVID-19 og ændringen i BRL § 5, stk. 2	72
7.	Diskussion	73
8.	Konklusion	76
9.	Perspektivering	80
10.	Litteraturliste	81
11.	Bilag	82
11.1	Bilag 1 – DCF-model oprindelig	82
11.2	Bilag 2 – Vurderingsrapport	87
11.3	Bilag 3 – Scenarie 1	90
11.4	Bilag 4 – Scenarie 2	92
11.5	Bilag 5 – Scenarie 3	94
11.6	Bilag 6 – Følsomhedsanalyse	96
11.7	Bilag 7 – Corona eksempel afkastkrav 1	98
11.8	Bilag 8 – Corona eksempel afkastkrav 2	100
11.9	Bilag 9 – Corona eksempel afkastkrav 3	102
11.10	Bilag 10 – Corona eksempel inflation	104
11.11	Bilag 11 – Corona eksempel tomgang	106
11.12	Bilag 12 – Samlet beregning BRL + Corona	108

1. Forord

Vi har udarbejdet denne opgave i forbindelse med afslutningen af vores studie HD 2. del Regnskab og Økonomistyring ved Copenhagen Business School. Vores opgave vil tage udgangspunkt i faget eksternt regnskab, da vi begge til dagligt arbejder som revisorer, hvorfor dette fag er mest relevant for os. Opgavens primære målgruppe er revisorer samt personer som udarbejder regnskaber for virksomheder med investeringsejendomme, og som udlejer disse som boliger til privatpersoner. Herudover henvender opgaven sig også til ejendomsinvestorer, der kan bruge det som vejledning i forhold til fremtidige investeringer. Til sidst har vi, som revisorer, flere kunder med investeringsejendomme indregnet i deres regnskab, hvorfor vi vil kunne bruge den viden vi opnår i rådgivningsopgaver fremover. Formålet med denne opgave er at give læseren en forståelse for, hvordan lovændringen af boligreguleringslovens § 5, stk. 2 påvirker regnskabet for virksomheder med udlejningsejendomme til private samt at belyse hvilken betydning den nuværende krise i forbindelse med udbredelsen af COVID-19 har for målingen af investeringsejendomme.

2. Indledning

Hovedreglen i årsregnskabsloven er, at investeringsejendomme indregnes og måles til kostpris. Kostpris opgøres som det beløb, der er ydet som vederlag ved anskaffelsen af ejendommen, herunder handelsomkostninger. Når en virksomhed indregner en ejendom til kostpris, afskrives denne over en given brugstid, og dermed formindskes værdien af ejendommen hvert år ifølge regnskabet. Årsregnskabsloven foreskriver, at investeringsejendommens værdi ikke må overstige nettorealisationsevnen. Hvis dette sker, skal der foretages nedskrivning.

Virksomheder har dog muligheden for at ændre regnskabspraksis og dermed indregne ejendommen til dagsværdi. Dette medfører en op- eller nedskrivning på aktivet afhængigt af forskellen mellem den angivne værdi i regnskabet og markedsværdien. Der er flere forskellige måder at indregne og måle investeringsejendomme på i det eksterne regnskab. Målingen og dermed værdiansættelsen af ejendommene er baseret på ikke-observerbart input, da beregningen tager udgangspunkt i en forventet fremtidig indtjening på ejendommen. Den fremtidige indtjening opgøres med udgangspunkt i markedet, som det er på tidspunktet for beregningen, men der kan ligge en stor risiko forbundet med værdiansættelsen, hvis markedet udvikler sig i en retning, der ikke er forventet.

Da værdiansættelsen baserer sig på den fremtidige indtjening og der i den forbindelse har været mange opkøb af ældre boligbyggerier i storbyerne, har der den seneste tid været fokus på boligreguleringslovens § 5, stk. 2. I 1996 blev der vedtaget en lovændring, som gjorde, at man som udlejer kunne opkræve husleje efter det lejedes værdi, hvis udlejer forestod gennemgribende renoveringer af lejemålene i henhold til § 5, stk. 2. Formålet med dette var, at det skulle motivere til, at der blev gennemført moderniseringer af lejeboligerne og dermed forbedre boligstandarden i Danmark. I starten af 2020 var ca. 57.000¹ lejemål udlejet efter denne paragraf, og lejemålenes pris er i gennemsnit 81%² højere end gennemsnittet for lejemål, der fastsættes ud fra omkostningsniveauet.

Det har efterfølgende vist sig, at lovændringen medførte mulighed for at opnå større afkast end forventet ved opkøb af boligejendomme og foretager moderniseringer af disse. Dette har tiltrukket investorer, som har udset sig en kortsigtet investering med mulighed for højt afkast. Investeringerne har medført stigende husleje, usikkerhed hos lejere, der presses til at flytte, samt tvister mellem lejer og udlejer. I januar 2020 indgik regeringen en aftale med Dansk Folkeparti, SF, Enhedslisten samt Alternativet, som skulle sætte en stopper for disse kortsigtede investeringer.

Aftalen består af fem initiativer, som hver især har til formål at stoppe huslejestigninger på udlejningsboliger i storbyerne, samt at disse ikke alene skal tjene som investeringsobjekter for investorer, som er interesseret i hurtige gevinster. Herudover indeholder initiativerne også incitamenter til at foretage energivenlige renoveringer af lejemålene, før der kan ske huslejeforhøjelse. Aftalen vil uden tvivl medføre, at værdiansættelsen på udlejningsejendomme til private vil falde, men hvor stor en påvirkning kan forventes?

Kort efter ovenstående aftale blev indgået, opstod den største finansielle krise siden Finanskrisen i forbindelse med udbredelsen af COVID-19. Sygdommen lammede store dele af verden, og i Danmark medførte udbredelsen, at statsministeren, på et pressemøde den 13. marts, lukkede landet ned. Dette lock down havde fra start konsekvenser for såvel erhvervslivet, som danskernes personlige liv.

¹ Aftale om initiativer mod kortsigtede investeringer i private udlejningsboliger – Transport- og Boligministeriet

² Aftale om initiativer mod kortsigtede investeringer i private udlejningsboliger – Transport- og Boligministeriet

Såfremt krisen udvikler sig yderligere og ikke kan afværges indenfor overskuelig fremtid, vil dette naturligvis påvirke danskernes økonomi og betalingsevne. Krisen vil med al sandsynlighed også påvirke boligmarkedet og økonomien generelt, som forventes at falde. Dette medfører, i lighed med ændringen i boligreguleringsloven, fald i værdiansættelsen af udlejningsejendomme til private. Men hvilke faktorer påvirkes og hvor store nedskrivninger kan forventes?

3. Problemstilling og metodevalg

3.1 Problemstilling og problemidentifikation

Som nævnt i indledningen indgik en række af Folketingets partier den 30. januar 2020 en aftale om gennemførelse af stramninger af boligreguleringslovens § 5, stk. 2. Aftalen, initiativer mod kortsigtede investeringer i private udlejningsboliger, har til formål at stoppe huslejestigninger på private boliger i storbyerne, samt at disse ikke alene skal tjene som investeringsobjekter for investorer, som er interesseret i hurtige gevinster. Vi vil derfor gerne undersøge, hvad det får af betydning for værdiansættelsen til dagsværdi, og dermed på indregningen i det pågældende årsregnskab. Ejendommene er som tidligere beskrevet værdiansat ud fra en forventet fremtidig indtjening, som jo kan blive påvirket af denne lovændring.

Vores forventning er, at dette vil have negativ effekt på værdiansættelsen af udlejningsejendomme til private. Vi ønsker derfor at undersøge, hvilken indflydelse lovændringen har på værdiansættelsen.

Ovenstående indgreb blev indført mens boligmarkedet i Danmark var i en opgangsperiode. Siden aftalen blev indgået, er verdensbilledet dog blevet en del anderledes. Udbredelsen af coronaviruset har kastet verden ind i den største finansielle krise siden Finanskrisen i 2008/09. Forventningen er, at dette ligeledes vil have negativ effekt på værdiansættelsen. Vi ønsker derfor yderligere at undersøge, hvilke faktorer udbredelsen af COVID-19 påvirker i værdiansættelsen af udlejningsejendomme til private og i hvilket omfang.

Problemstillingen vil forsøges besvaret ved hjælp af følgende undersøgelsesspørgsmål:

1. Hvordan definerer begrebsrammen det retvisende billede og hvilke egenskaber skal regnskabet have for at opnå størst nytteværdi for regnskabsbruger?
2. Hvilke metoder anvendes til indregning og måling af udlejningsejendomme i det eksterne regnskab, og hvilke fordele og ulemper er der forbundet med de forskellige metoder?
3. Hvad er formålet med ændringen af boligreguleringslovens § 5, stk. 2 og hvilke initiativer indeholder aftalen?
4. Hvorledes påvirker initiativerne i den nye BRL § 5, stk. 2 værdiansættelsen af udlejningsboliger og hvordan opnår investorerne højst muligt afkast ud fra de nye tiltag?
5. Hvordan har udbredelsen af COVID-19 påvirket boligmarkedet i Danmark?
6. Hvad betyder udbredelsen af COVID-19 for investorernes afkastkrav og for værdiansættelsen generelt?

3.1.1 Afgrænsning

Vores opgave behandler investeringsejendomme, hvorfor der ikke vil indgå beskrivelser af øvrige aktiver, forpligtelser eller andre regnskabsposter, der ikke har tilknytning hertil. Vi vil i forbindelse med klassifikation af ejendomme, redegøre for de forskellige ejendomstyper for fuldstændighedens skyld. Vi vil dog ikke foretage dybdegående gennemgang af andre ejendomstyper end investeringsejendomme.

Vores opgave vil være udarbejdet med udgangspunkt i dansk lovgivning. Opgaven vil således primært omhandle bestemmelserne fra årsregnskabsloven og i enkelte tilfælde bestemmelser fra IFRS, hvor dette er relevant. Ved anvendelse af årsregnskabsloven vil det kun være dele heraf med betydning for besvarelsen af opgaven, som vil blive gennemgået.

I afsnittet omkring indregning og måling vil vi gennemgå anerkendte værdiansættelsesmodeller. De modeller, som vil blive gennemgået, er den afkastbaserede model samt discounted cash flow (DCF) modellen.

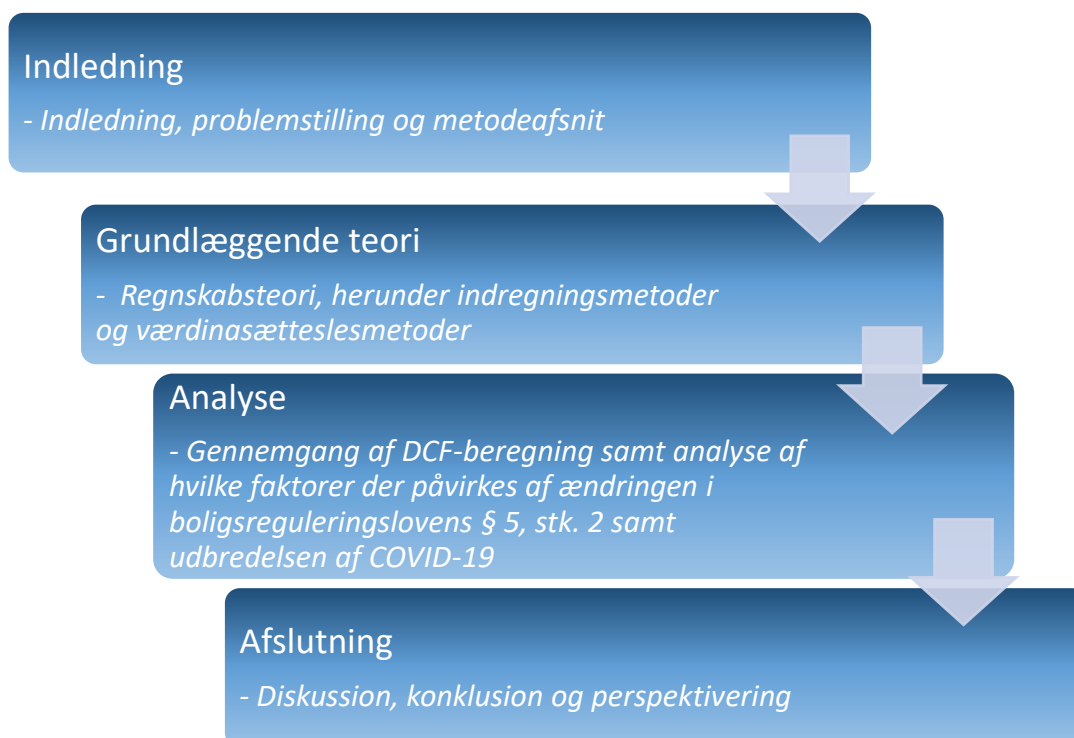
I vores opgave har vi herudover valgt at afgrænse os fra skattemæssige, momsmæssige og øvrige finansielle forhold, da disse ikke påvirker den regnskabsmæssige behandling i forhold til indregningsform og værdiansættelse.

Vores opgave vil tage udgangspunkt i en DCF-beregning for en ejendom, som blev udarbejdet i 2019. På baggrund af denne beregning, vil vi forsøge at belyse, hvilken betydning ændringen i boligreguleringslovens § 5, stk. 2 samt udbredelsen af COVID-19 har for værdiansættelsen. Vi vil udelukkende arbejde med denne konkrete beregning. Da den ejendom vi tager udgangspunkt i, er beliggende på Frederiksberg, vil vores analyser ligeledes være med afsæt i markedsforudsætninger vedrørende hovedstadsområdet (København og Frederiksberg).

3.2 Model og metodevalg

Denne opgave udarbejdes med udgangspunkt i en induktiv tilgang. Der foretages analyse af en udvalgt DCF-beregning med henblik på at kunne identificere en generel teori, samt at kunne videreudvikle denne beregning til at tage højde for andre forhold.

Indholdet af opgaven er opdelt i 4 forskellige niveauer, som er specificeret i figuren herunder:



Afhandlingen anvender hovedsageligt sekundære datakilder til besvarelse af problemstillingen og undersøgelsesspørgsmålene. Alle anvendte kilder vurderes undervejs i forhold til reliabilitet og validitet. Der anvendes blandt andet kilder som årsregnskabsloven, diverse relevante fagbøger indenfor området, regnskabsvejledninger herunder EY's Indsigt i årsregnskabsloven samt artikler og publikationer med relevans for emnet.

Årsregnskabsloven er en lovsamling omkring regler vedr. årsrapporten, herunder regler omkring indregning og måling. EY's indsigt i årsregnskabsloven er et supplement til årsregnskabsloven, da denne er lettere at forstå. Der er flere af de store revisionshuse, der har udarbejdet disse "vejledninger" eller "publikationer". Disse vurderes at være pålidelige kilder af højt fagligt niveau og kvalitet, på trods af, at der kan være en grad af subjektiv fortolkning af loven.

De anvendte fagbøger er primært bøger fra undervisningen i fagene Eksternt Regnskab, Corporate Finance samt Erhvervsøkonomisk metode på Copenhagen Business School. Disse bøger er med til at danne grundlag for den teoretiske og metodiske del af opgaven. Bøgerne fra undervisningen vurderes at være af pålidelige og objektive i forhold til det valgte emne og problemstilling.

Til brug for beskrivelsen af Boligreguleringsloven og ændringen af § 5, stk. 2, anvendes dels lovsamlingen fra Danske Love vedrørende Boligreguleringsloven, samt artikler og udtalelse fra eksperter på området fra eksempelvis anerkendte advokatkontorer og lignende. Derudover vil vi benytte analyser og statistikker med relevans for emnet fra Danmarks statistik, til beskrivelse af udviklingen af forskellige emner indenfor problemet. Danmarks statistik er en objektiv database, der analyserer og laver statistikker på mange områder, og anses som værende en objektiv og pålidelig kilde.

Afhandlingen vil primært være bygget op omkring kvantitative data, i og med vi kigger på tal og beregninger og sammenligner disse. Der vil være begrænset brug af kvalitative data, da det primære formål ligger i beregningerne og opgørelsen og indregningen af værdier.

Det primære undersøgelsesdesign tager udgangspunkt i statiske studier, da vi kigger på et øjebliksbillede af beregningen, og opgørelse af dagsværdien af ejendommen på det angivne

tidspunkt. Den udvalgte DCF-beregning, der anvendes til analyse i opgaven, er brugt i forbindelse med et reelt salg af en ejendom på Frederiksberg i 2019. Formålet er, at vi på baggrund af analyserne af DCF-modellen kan drage en generel konklusion, omkring påvirkningen af henholdsvis lovændringen samt COVID-19 for værdiansættelsen af investeringsejendomme.

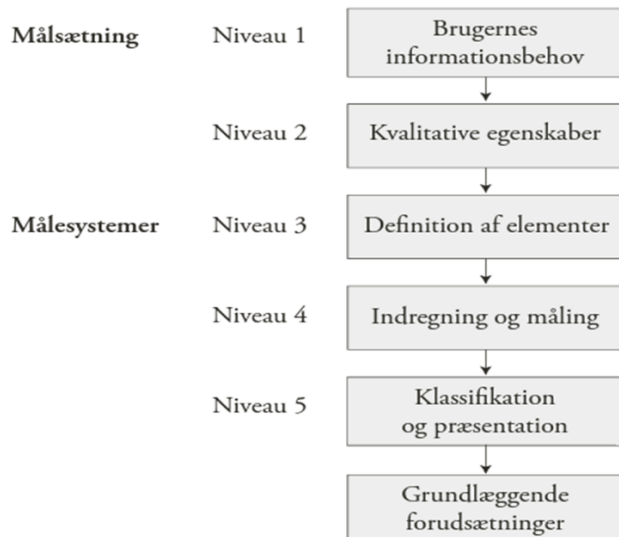
4. Regnskabsteori

4.1 Begrebsrammen

Den første årsregnskabslov (ÅRL) blev indført i 2001. FASB udviklede i 1978-85 begrebsrammens generelle struktur ved et omfattende forskningsprojekt. Dette har dannet grundlag for IASB's begrebsramme i 1989 samt ÅRL's begrebsramme i 2001. Begrebsrammen danner rammen for gældende regelsæt og betegnes dermed som "*den finansielle rapporterings grundlov*"³.

Begrebsrammen har forskellige formål i forbindelse med regnskabsudarbejdelse. Den har blandt andet til formål at forøge regnskabsbrugernes tillid til årsrapporten, samt forøge sammenlignelighed og konsistens til andre årsrapporter. Overordnet set giver begrebsrammen dermed nogle generelle retningslinjer for, hvordan den finansielle rapportering bør anvendes for at opnå størst mulig beslutningsnytte for regnskabsbrugerne.

Begrebsrammens generelle struktur består af 5 niveauer. Niveauerne fremgår af figuren nedenfor.



Figur 4.1: Begrebsrammens 5 niveauer

Kilde: Finansiell Rapportering, 4. udgave, side 1

³ Finansiell rapportering – teori og regulering, 4. udgave, kapitel 5, s. 196

De 5 niveauer vil skiftevis blive beskrevet i det følgende af afsnit.

4.1.1 Niveau 1 – Brugernes informationsbehov

Der kan være stor forskel på brugernes informationsbehov i forhold til det eksterne regnskab. Man taler her om *heterogene informationsbehov* eksempelvis mellem investorer, ansatte, lokalsamfund mv. Heterogene informationsbehov opstår, når regnskabsbrugere har forskellig erfaring og behov for uddybning af regnskabsinformation. For selskaber, der investerer i ejendomme med henblik på udlejning, vil de primære regnskabsbrugere være aktionærer, ledelse, banker og potentielle investorer. Der vurderes i dette tilfælde ikke at være tale om heterogene informationsbehov i særligt høj grad, da alle tre typer interessenter, på en eller anden måde har grundlæggelse regnskabsmæssig forståelse. Selvom de har forskellige formål med at anvende oplysningerne i regnskabet, har de samme grundforståelse for regnskabet indhold på baggrund af deres faglige ekspertise hver især.

De forskellige formål afspejler sig i de følgende tre opgavetyper:

Prognoseopgaven

Prognoseopgaven går ud på at sikre, at årsregnskabet giver et retvisende billede af, hvordan året er gået, således at tallene kan bruges til prognoseformål. Årsregnskabet har en central betydning for vurderingen af virksomhedens evne til at skabe positive pengestrømme i fremtiden. Prognoseopgaven er særligt vigtig for banker og potentielle investorer. Bankerne skal vurdere selskabets evne til at skabe positivt cashflow, således at de kan tilbagebetale gælden på ejendommene. Potentielle investorer anvender regnskabet til at vurdere, hvorvidt det er en attraktiv investering. Her anvendes regnskabet således til at vurdere afkastet af en potentiel investering ved at se på, hvor stort et afkast tidligere investeringer har generet.

Kontrolopgaven

Kontrolopgaven er, i modsætning til prognoseopgaven, bagudrettet. Her ser man tilbage på det forgangne år for at kontrollere, at ledelsen har holdt egenkapitalen intakt og forvaltet denne effektivt. Derudover ser man på om udviklingen skyldes beslutninger, som ledelsen har truffet, eller om det er forårsaget af forhold, som ledelsen ikke har haft indflydelse på. Denne opgave er altså særligt

benyttet af aktionærerne i selskabet. Her kontrollerer de, at ledelsen har forvaltet deres penge mest hensigtsmæssigt med henblik på fremtidig indtjening og afkast.

Fordelingsopgaven

Fordelingsopgaven handler om de beslutninger, som træffes internt i virksomheden af ledelsen/bestyrelsen vedrørende overskudsfordeling mellem ejere, ledelse og ansatte. Det skal endvidere sikres, at de aftaler, der er indgået om eksempelvis bonusordninger på baggrund af resultater eller lignende, bliver overholdt. Fordelingsopgaven bliver altså primært anvendt af ledelsen og aktionærerne. Det er også ofte her, der kan opstå uenigheder omkring, hvorvidt der skal udloddes udbytte eller reinvestering i eksempelvis nye ejendomme.

4.1.2 Niveau 2 – Kvalitative egenskaber

Den finansielle rapportering skal besidde en række egenskaber for at kunne skabe nytteværdi for regnskabsbrugeren. Her taler man om henholdsvis fundamentale og forstærkende egenskaber samt tærskelværdier.

4.1.2.1 Fundamentale egenskaber

Nytteværdi er nøgleordet i begrebsrammens niveau 2. Nyttteværdien for regnskabsbrugeren er en afvejning af to komponenter: relevans og validitet⁴.

Relevans

Relevant regnskabsinformation er i dette tilfælde information, der gør en forskel for regnskabsbrugers beslutninger gennem *prognoseværdi* eller *bekræftelsesværdi* eller en kombination af disse to. Ved prognoseværdi anvender man historisk information til at skabe et billede eller en forventning om fremtiden. Ved bekræftelsesværdi forstås evnen til at bekræfte forventninger til realiseret tal. Det kan eksempelvis være sammenligning af budgetter til realiserede tal. Det anvendes i høj grad i selskaber med investeringsejendomme, der indregnes til dagsværdi, da dagsværdier er baseret på forventninger om fremtiden. Man bør derfor revurdere faktorerne i modellen, hvis året ikke har levet op til de fastsatte kriterier for værdiansættelsen.

⁴ Finansiell rapportering – teori og regulering, 4. udgave, kapitel 5, s. 205

Validitet

Ved validitet menes, at regnskabsinformation skal være sand og retvisende. Validitet opnås ved at regnskabsinformationen gengives *fuldstændig, neutral og fejlfri*. Det vil sige, at informationen skal indeholde samtlige nødvendige oplysninger for interessentens stilling- og beslutningstagen. Årsrapporten skal være objektiv og ikke farvet af holdninger eller andet subjektivt. Endeligt skal årsrapporten være retvisende og fri for fejl ud fra ledelsens bedste skøn og forudsætninger på tidspunktet for regnskabsaflæggelsen. Dette kan være svært at opfylde ved indregning og måling af investeringsejendomme, da dagsværdier er baseret på ikke-observerbart input, og således ikke kan dokumenteres. Det er derfor vigtigt, at informationen i dette tilfælde er verificerbar, som der vendes tilbage til under de forstærkende egenskaber.

4.1.2.2 Forstærkende egenskaber

De fundamentale egenskaber bliver understøttet af de forstærkende egenskaber. De forstærkende egenskaber består af *sammenlignelighed, verificerbarhed, aktualitet og forståelighed*.

Sammenlignelighed og konsistens

Sammenlignelighed handler om, at årsrapporten skal give mulighed for at sammenholde virksomheder og regnskaber med hinanden. Dette øger nytteværdien for regnskabsbruger, da det ellers kan være svært at forholde sig til en information, hvis ikke man har noget at sammenligne med. For at kunne sammenligne på et ordentlig grundlag, skal der så vidt muligt anvendes samme indregningskriterier og måleattributter fra år til år. Man kan kun skifte indregningsmetode, såfremt det øger nytteværdien. For investeringsejendomme indregnet til dagsværdi, skal værdien af ejendommen kunne sammenlignes med andre, hvilket også hænger sammen med validiteten. Hvis ikke ejendommen er opgjort på et validt og objektivt grundlag, kan ejendomsværdierne ikke sammenlignes med andre år eller andre virksomheder herunder konkurrenter.

Verificerbarhed

Ved regnskabsposter belagt med høj grad af regnskabsmæssige skøn, bør man forholde sig til verificerbarheden. Det vil sige, at der på nogle poster ikke ligger en reel objektiv sandhed bag værdien, denne er indregnet til i regnskabet. Man bør derfor undersøge graden af

verificerbarhed/enighed omkring regnskabsposten i forbindelse med indregningen. Dette er et centralt forhold for investeringsejendomme, der er indregnet til dagsværdi. Værdien bør være opgjort af professionelle uafhængige fagfolk, for at øge verificerbarheden og også understøtte validiteten.

Rettidighed/aktualitet

Uaktuel information skaber ingen nytteværdi for regnskabsbrugeren. Det er derfor indlysende, at regnskabsinformationerne skal være tidsmæssigt aktuelle. Informationen skal dermed medtages i det årsregnskab, hvor den har relevans for regnskabsbrugerens beslutning. Et godt eksempel på dette er coronakrisen. Såfremt denne har betydning for selskabet og dets finansielle stilling og/eller væsentlig udvikling, bør denne være indregnet på en eller anden måde i årsrapporten. Det kan eksempelvis være gennem oplysning i ledelsesberetningen.

Forståelighed

Som det ligger i ordet omhandler denne egenskab kravet om at formidle informationen forståeligt. Det er dog kun et krav, at informationen skal være forståelig for regnskabskyndige personer, der har kendskab til virksomhedsøkonomi og finansiell rapportering generelt.

4.1.2.3 Tærskelværdier

For at en regnskabsinformation skal med i betragtning i den finansielle rapportering, skal denne opfylde kravet om *væsentlighed* og *nytte er større end omkostningen*. Når man taler om, hvorvidt en information eller oplysning er væsentlig, ser man på, om denne alene vil påvirke regnskabsbrugerens beslutninger. En regnskabsinformation skal kun indregnes, såfremt den udgør en større nytteværdi for regnskabsbruger sammenholdt med, hvad den koster at opføre/beregne og indarbejde i årsrapporten. Hvis ikke informationen opfylder dette, bør denne udelades af rapporten. Det kan være dyrt at få uafhængige parter til at opføre dagsværdien af en investeringsejendom. Denne information er dog så vigtig, at man bør indregne denne alligevel, da det kan have væsentlig betydning for regnskabsbrugerens beslutning.

4.1.2.4 Generalklausulen

Det fremgår af ÅRL's kapital 3, § 13, at årsrapporten skal give et retvisende billede af virksomhedens aktiver og passiver samt dens finansielle stilling. Man skal dog fravige ÅRL på de områder, hvor det fremmer det retvisende billede af regnskabet jf. § 11 stk. 3. En fravigelse af ÅRL skal fremgå af noterne hvert år, og der bør fremgå en fyldestgørende og korrekt begrundelse for fravigelsen.

4.1.3 Niveau 3 – Definition af elementer

Årsregnskabet er bygget op omkring såkaldte *elementer*. Disse byggeklodser er defineret i begrebsrammens niveau 3. Det er derfor vigtigt, at man indregner informationen under det rigtige "element". Eksempelvis skal ejendomme præsenteres under "aktiver". Hovedelementerne er således:

- ◇ Aktiver
- ◇ Forpligtelser
- ◇ Egenkapital
- ◇ Indtægter
- ◇ Omkostninger
- ◇ Totalindkomst

4.1.4 Niveau 4 – Indregning og måling

4.1.4.1 Indregningskriterier

Man kan kun indregne en post i årsregnskabet, såfremt denne opfylder indregningskriterierne:

- ◇ Det er sandsynligt, at posten vil medføre, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde eller fragå virksomheden
- ◇ Posten skal kunne måles pålideligt til kostpris eller værdi.

Når man køber en ejendom med henblik på at udleje denne, er formålet at opnå et afkast af investeringen på kort eller lang sigt. Man forventer dermed, at aktiver vil tilflyde virksomheden økonomiske fordele i fremtiden, og aktivet opfylder således første forudsætning for indregning på i

balancen. Derudover måles den til kostpris eller dagsværdi og opfylder derfor ligeledes anden forudsætning.

Som udgangspunkt optager man altid aktivet eller forpligtelsen til kostpris ved første indregning. På den måde indregner man på et pålideligt og objektivt grundlag. Hvis ikke værdien opgøres pålideligt ved indregning, så kan man risikere at vildlede regnskabsbrugeren. Det kan som sagt være svært at opgøre dagsværdien af en ejendom 100 procent pålideligt, da det er belagt med regnskabsmæssigt skøn, og man bør derfor sikre verificerbarheden ved indregningen.

4.1.4.2 Måleattributter

Den nye begrebsramme har primært fokus på det formueorienterede regnskabsparadigme. I takt hermed ønskes der i højere grad indregning til dagværdi sammenlignet med tidligere. Måleattributter er forskellige måder, hvorpå man kan indregne og måle aktiver og forpligtelser på. Dagsværdi afspejler den pris et aktiv kan sælges til på balancedagen, eller den pris forpligtelsen koster at overdrage. I ÅRL anvendes 5 måleattributter som surrogat for dagsværdien:

- ◇ Salgsværdi
- ◇ Nettorealisationsværdi
- ◇ Kapitalværdi
- ◇ Genanskaffelsesværdi
- ◇ Historisk kostpris

Når man beskæftiger sig med ejendomme, herunder investeringsejendomme, anvendes primært kostpris og dagsværdi som målemetode. Ved indregning til kostpris anvendes primært historisk kostpris. Her tager man løbende regnskabsmæssigt fradrag for afskrivninger, som er fastsat ud fra en vurdering af ejendommens brugstid fratrukket scrapværdi. Ved indregning til dagværdi anvendes ofte kapitalværdi-metoden. Værdiansættelsen baseres på nutidsværdien af fremtidige pengestrømme, som aktivet forventes at indbringe. Her anvendes primært DCF-modellen og i enkelte tilfælde den afkastbaserede model. Begge modeller vender vi tilbage til senere i opgaven.

4.1.5 Niveau 5 – Klassifikation og præsentation

4.1.5.1 Klassifikationskriterier

Når man skal indregne en post i regnskabet, er det vigtigt, at posten eller regnskabsinformation er klassificeret og præsenteret korrekt. Der er derfor to gældende kriterier, der skal være opfyldt, når man skal klassificere en information:

1. Klassifikationen skal være relevant for regnskabsbrugeren til afdækning af informationsbehov
2. Klassifikationen skal inddeles i homogene grupper og underliggende grupper hertil. Eksempelvis deles aktiverne op i anlægs- og omsætningsaktiver, mens gæld opdeles i kort- og langfristet gæld.

4.1.5.2 Grundlæggende forudsætninger

ÅRL § 13 sammensætter de traditionelle rammebestemmelser i ni grundlæggende forudsætninger.

De ni forudsætning er oplistet herunder:

- ◇ Klarhed
- ◇ Substans
- ◇ Væsentlighed
- ◇ Going concern
- ◇ Neutralitet
- ◇ Periodisering
- ◇ Konsistens
- ◇ Bruttoprincippet
- ◇ Kontinuitet

Hver af de ni forudsætninger har relevans i forbindelse med regnskabsaflæggelsen for alle typer af selskaber. De mest relevante for selskaber, der beskæftiger sig med investeringsejendomme, er henholdsvis substans, neutralitet og konsistens. Substans er særligt vigtigt, da den underbygger kravet om validiteten, der som nævnt kan være svær at opfylde ved indregning og måling af ejendomme til dagsværdi. Neutralitet er vigtigt af samme årsag, da regnskabsinformation ikke må være opgjort og indregnet på baggrund af særlige interesser eller andre subjektive forhold.

Konsistens underbygger kravet om sammenlignelighed. Det skal således være muligt at sammenligne ejendomsværdier, der er opgjort på baggrund af den samme målemetode.

4.1.6 Delkonklusion

Formålet med begrebsrammen er at sørge for, at regnskabsbrugernes informationsbehov dækkes bedst muligt. Dette sker gennem begrebsrammens generelle struktur, der består af 5 niveauer. Tilsammen danner de forskellige niveauer rammerne for årsrapporten og dermed den finansielle rapportering.

Det første af de 5 niveauer handler om regnskabsbrugerens informationsbehov. Her beskæftiger man sig med 3 opgavetyper: prognoseopgaven, kontrolopgaven og fordelingsopgaven. Prognoseopgaven er særligt vigtig for banker og potentielle investorer. Bankerne anvender prognoseopgaven, når de kreditvurderer kunderne, mens potentielle investorer anvender det til vurdering af, hvorvidt fremtidige potentielle investeringer, vil give et godt afkast. For selskaber, hvor ledelsen og aktionærene ikke er de samme personer, er særligt kontrolopgaven vigtig, da aktionærene naturligvis ønsker det størst mulige afkast, og således vil sikre, at ledelsen har forvaltet overskuddet bedst muligt med henblik på fremtidig indtjening. I fordelingsopgaven kan der opstå interessekonflikter mellem aktionærer og ledelsen, hvis aktionærene ønsker at få udloddet udbytte, mens ledelsen mener, det er mest rentabelt at geninvestere gevinsten.

Niveau 2 består af de kvalitative egenskaber, herunder fundamentale og forstærkende egenskaber, samt tærskelværdi. I selskaber med investeringsejendomme skal informationerne være relevante for deres primære regnskabsbrugere. Det kan eksempelvis være oplysning om indregningsmetode på ejendommene, da dette øger nytteværdien for regnskabsbruger. Det ville ikke have nogen effekt at informere om, hvordan driftsmidler ville opgøres, hvis ikke, der er driftsmidler i selskabet. Derudover skal informationerne som nævnt være valide. Opgørelsen af værdien på ejendommen skal dermed kunne dokumenteres på et validt grundlag. Dette kan være en udfordring for investeringsejendomme, der er indregnet til dagsværdi, da værdiansættelsen er opgjort på baggrund af ikke-observerbart input og fremtidige forventninger. Der kan derfor i nogle tilfælde stilles spørgsmålstejn ved validiteten af denne opgørelse. Dette er dog praksis for mange selskaber med

investeringsejendomme, og er således en godkendt metode til måling, selvom grundlaget kan indeholde grad af subjektivitet og usikkerhed.

De forstærkende egenskaber består af sammenlignelighed, verificerbarhed, rettidighed og forståelighed. Disse dækker over, at regnskabsinformation skal være mulig at sammenligne internt med tidligere regnskabsperiode, samt mulig at sammenligne med konkurrenter mv. Hvis en information er svær at måle, skal man tage stilling til verificerbarheden. Verificerbarheden er særlig vigtig i forbindelse med opgørelse af ejendomme indregnet til dagsværdi, da værdien som nævnt er opgjort på baggrund af ikke-observerbart input og dermed kan indebære grad af subjektivitet. Derfor bør man få uafhængige fagfolk til at opgøre værdien, eller alternativt tage udgangspunkt i værdiansættelser, der på anden vis er opgjort af uafhængige parter. Dette forøger således både validiteten og verificerbarheden og ligeledes sammenligneligheden. Det vil således være nemmere at sammenligne værdien af ejendommene med tidligere år og med konkurrenter, hvis man kan have tillid til, at der er en vis lighed i opgørelsen af værdien på ejendommene.

Tærskelværdierne skal også være opfyldt for at regnskabsinformation bør medtages i regnskabet. Information skal være væsentlig og dermed have indflydelse på brugerens beslutninger. Det er væsentligt for regnskabsbrugeren at kende værdien af ejendommen i et selskab med ejendomsinvestering som hovedaktivitet, hvorfor denne regnskabsinformation bør medtages i aktiverne. Ligeledes øger det nytteværdien, at regnskabsbrugeren kender opgørelsesmetoden på værdiansættelsen, da det ellers kan være svært eksempelvis at sammenligne det med tidligere eller med andre selskaber.

Niveau 3 definerer byggeklodserne, som regnskabet består af. Regnskabet må således kun indeholde poster, der kan placeres under et af disse hovedelementer. ÅRL er med tiden blevet mere formueorienteret, og baserer sig således mere på dagsværdier med udgangspunkt i balanceposterne. Det er derfor vigtigt, at ejendommene placeres under den rigtige "byggeklods" under aktiverne, altså materielle anlægsaktiver – grunde og bygninger, hvilket også underbygger kravet om klassifikation og præsentation på niveau 5. Opgørelsen af investeringsejendommene til dagsværdi underbygger

således også den nye ÅRL, og dens ønske om det formueorienterede regnskabsparadigme mere, end hvis ejendommene indregnes til kostpris.

På niveau 4 dykkes dybere ned i indregning og måling af regnskabsinformation. Man indregner kun informationen, såfremt denne øger nytteværdien, og dermed afdækker informationsbehovet hos regnskabsbruger. Hvis informationen ikke er målbar, kan man i ÅRL oplyse denne på anden vis i regnskabet. Dette kan ske gennem noter eller beretninger. Ejendomme er som udgangspunkt ofte væsentlig regnskabsinformation, og har således en betydning for regnskabsbrugernes beslutninger. Dog er det særligt vigtigt i selskaber med investeringsejendomme som hovedaktivitet, at ejendommene er indregnet i årsrapporten og at tilsvarende gæld til realkreditinstitutter ligeledes er indregnet og målt rigtigt. Der er forskellige måder at indregne investeringsejendomme på. Det er primært dagsværdimetoden vi vil beskæftige os med i denne opgave.

4.2 Indregning og måling af investeringsejendomme

4.2.1 Definitioner af ejendomme

Da der findes forskellige typer af ejendomme, og grundet disse kan indregnes på forskellige måder, er det vigtigt først at afklare, hvilken type af ejendom, som udlejningsejendomme hører under. Der findes tre typer af ejendomme; henholdsvis investeringsejendomme, domicilejendomme og handelsejendomme. Nedenfor vil vi kort gennemgå de forskellige former for ejendomme.

4.2.1.1 Investeringsejendomme

Der findes ikke en egentlig definition på investeringsejendomme i årsregnskabsloven. For at finde en definition på investeringsejendomme, skal man kigge i IAS 40. IAS, nu kendt som IFRS, er en engelsk forkortelse for internationale regnskabsstandarder. Ifølge IAS 40 defineres investeringsejendomme som en investering i grunde, bygninger eller dele heraf, med henblik på at generere et afkast af den investerede kapital. Afkastet kan være løbende lejeindtægter eller gevinst ved salg af ejendommen/grunden. Investering i ejendomme kan altså sidestilles med investering i værdipapirer, hvor man ligeledes forsøger at opnå et afkast af sine indskudte midler. Et eksempel på en

investeringsejendom kunne være en ejendom, som købes med henblik på videresalg eller en ejendom som anskaffes af virksomheden med udlejning for øje.

4.2.1.2 Domicilejendomme

I samme IAS 40, som beskrevet ovenfor, finder man definitionen på domicilejendomme. Dette er ejendomme, som en virksomhed ejer til anvendelse i virksomhedens primære drift. Dette kunne for eksempel være til administration, produktion eller levering af varer og tjenesteydelser. Forskellen i forhold til investeringsejendomme er altså, at domicilejendomme ikke genererer direkte pengestrømme på samme måde, som investeringsejendomme gør.

4.2.1.3 Handelsejendomme

Handelsejendomme defineres som ejendomme, der ejes med henblik på videresalg som led i en virksomheds normale forretningsforløb eller ejendomme, som er under opførelse og om- og tilbygning ligeledes med henblik på fremtidigt salg. Det er altså ejendomme som udelukkende anskaffes og besiddes med fokus på videresalg indenfor en overskuelig fremtid. Handelsejendomme betegnes som almindelig varebeholdning i henhold til IAS 2. Der kan således være ejendomme som er anskaffet med henblik på fremtidigt salg, som både kan anses som handelsejendom og investeringsejendom. Det er således tidsperspektivet som er afgørende for, hvorvidt det klassificeres som en handelsejendom eller investeringsejendom, henholdsvis omsætningsaktiv eller materielt anlægsaktiv.

4.2.1.4 Delkonklusion

Baseret ud fra ovenstående, kan det altså konkluderes, at udlejningsejendomme til privatpersoner, som vores opgave vil tage udgangspunkt i, klassificeres som en investeringsejendom i en virksomheds eksterne regnskab. Dette skyldes, at man har erhvervet ejendommen med henblik på udlejning, og dermed at genere et løbende afkast i form af lejeindtægter, som i overensstemmelse med IAS 40s definition.

4.2.2 Indregning og måling af investeringsejendomme

Dette afsnit vil redegøre for de forskellige metoder, der kan anvendes til indregning og måling af investeringsejendomme jf. årsregnskabsloven. De forskellige metoder giver forskellige præsentationer i årsregnskabet.

Overordnet set kan et materielt anlægsaktiv først indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at virksomheden vil opnå fremtidige økonomiske fordele af aktivet, samt at kostprisen på aktivet kan opgøres pålideligt. Derudover skal de fordele og risici, som er forbundet med besiddelsen af aktivet, være overgået til virksomheden. I praksis overgår disse oftest på overtagelsesdagen.

Materielle anlægsaktiver måles ved første indregning altid til kostpris, hvorfor vi vil starte med at gennemgå kostprismetoden. Herefter kan virksomheder vælge at måle materielle anlægsaktiver til dagsværdi jf. enten § 38 eller § 41 i årsregnskabsloven. Efter gennemgang af kostprismetoden vil vi derfor ligeledes redegøre for disse dagsværdimetoder.

4.2.2.1 Kostprismetoden

Hovedreglen i årsregnskabsloven er, at materielle anlægsaktiver, herunder investeringsejendomme, indregnes og måles til kostpris. Kostprisen opgøres som det beløb, virksomheden har ydet som vederlag ved anskaffelsen, altså den kontante købspris. Herudover indregnes handelsomkostninger ligeledes i kostprisen i forbindelse med købet. Dette kunne eksempelvis være omkostninger til advokat eller tinglysningsomkostninger.

Ved indregningen til kostpris skal der på købstidspunktet fastlægges en forventet brugstid samt en restværdi for aktivet. Brugstiden skal afspejle den periode, som virksomheden forventer at kunne bruge aktivet. Brugstiden er sædvanligvis i overensstemmelse med aktivets økonomiske levetid. Restværdien skal afspejle den værdi, som virksomheden på fastsættelsestidspunktet forventer at kunne få for et tilsvarende aktiv ved udløb af brugstiden. Specifikt for ejendomme gælder, at grunde antages til ikke at have en begrænset levetid, hvorfor der alene skal afskrives på selve bygningen. Der skal løbende foretages revurdering af henholdsvis restværdi og brugstid, således disse altid er i overensstemmelse med udviklingen i samfundet.

Jf. årsregnskabslovens § 43 skal der for materielle anlægsaktiver altid foretages systematiske afskrivninger over brugstiden. Det er således ikke tilladt at fastsætte en restværdi, som er lig kostprisen for at undgå afskrivninger. Afskrivningsgrundlaget opgøres som kostprisen reduceret med den fastsatte restværdi, hvilket betyder, at aktivet kun skal afskrives ned til den værdi, man forventer at kunne få for det ved udløb af brugstiden. Afskrivningerne kan foretages lineært, progressivt eller degressivt samt der kan foretages afskrivning ud fra den faktiske produktion holdt op imod den samlede forventede produktion i aktivets levetid. Den metode man vælger, skal bedst muligt afspejle det reelle forbrug af aktivet, hvorfor afskrivning på baggrund af produktion, ikke vil være relevant ved investeringsejendomme. Afskrivning af aktiver ophører som udgangspunkt først, når aktivet er fuldt afskrevet, afhændet eller beskadiget.

Et andet lovkrav ved indregning af materielle anlægsaktiver til kostpris er, at der skal foretages nedskrivning af aktivet til genindvindingsværdi, såfremt den regnskabsmæssige værdi overstiger denne. Nedskrivninger indregnes i resultatopgørelsen, og skal fratrækkes aktivets afskrivningsgrundlag. Genindvindingsværdien for at materielt anlægsaktiv opgøres som den højeste værdi af kapitalværdien og nettorealisationsevnen. Nettorealisationsevnen er salgsværdi fratrækket sagsomkostninger. Kapitalværdien er nutidsværdien af fremtidige nettoindbetalinger, som aktivet forventes at indbringe.

4.2.2.2 Dagsværdi efter § 41

Som tidligere nævnt er hovedreglen i årsregnskabsloven for måling af materielle aktiver kostprismetoden, men der findes alternativer til denne. Et af alternativerne er muligheden for løbende at måle materielle anlægsaktiver til dagsværdi. Hvis en virksomhed vælger at anvende denne metode, skal der regelmæssigt ske værdireguleringer, når der konstateres forskel mellem den regnskabsmæssige værdi og dagsværdien. Regulering til dagsværdi skal ske for samtlige aktiver indenfor en given kategori. Dette betyder i praksis, at en virksomhed som ejer flere investeringsejendomme, og som vælger at indregne en ejendom til dagsværdi, ligeledes skal indregne virksomhedens resterende ejendomme til dagsværdi.

Der er flere måder hvorpå omvurderingen til dagsværdi kan foregå. Såfremt der eksisterer et velfungerende marked for aktivet, vil dagsværdien være lig markedets salgsværdi. Hvis der ikke

eksisterer et aktivt marked, og der ikke kan indhentes en tilnærmet salgsværdi, kan virksomheder vælge at anvende genanskaffelses- eller nettorealisationsværdien. Der skal løbende tages stilling til disse omvurderinger, således dagsværdien til enhver tid afspejler udviklingen i markedet. I praksis betyder det, at aktiver, med mindre eller få udsving, ikke behøver at blive revurderet årligt. Her kan revurdering ske evt. hvert 3. eller 5. år. For aktiver med større udsving, vil der være krav om årlig revurdering. Der kan endda være behov for oftere revurdering, eksempelvis hvis virksomheden offentliggør delårsrapporter, hvis der vedtages lovændringer, som er relevante for værdiansættelsen, eller der opstår kriser, som påvirker de ændringer, der ligger til grund for værdiansættelsen. Der er ikke krav om, at revurderinger skal foretages af en valuar. Revurderinger kan således underbygges af DCF- eller afkastbaserede modeller. Disse værdiansættelsesmodeller vil vi behandle senere i opgaven.

I lighed med kostprismetoden, skal der foretages afskrivninger over brugstiden. Afskrivningsgrundlaget opgøres som dagsværdien fratrukket en eventuel restværdi. Ved løbende regulering af dagsværdien og dermed den regnskabsmæssige værdi, vil afskrivningsgrundlaget således ændre sig løbende, hvilket kan afspejle sig i udsving i afskrivninger år for år.

Der er i årsregnskabsloven ikke regler for, hvorvidt en virksomhed skal beregne afskrivninger for et regnskabsår før eller efter, der er sket værdiregulering til dagsværdi. Erhvervsstyrelsen er dog af den opfattelse, at afskrivninger bør beregnes og foretages på baggrund af den dagsværdi, som et aktiv er optaget til primo regnskabsåret, og at der dermed først foretages regulering til dagsværdi efter afskrivninger er indregnet i regnskabet.

De afskrivninger, som regulering til dagsværdi måtte medføre, skal indregnes direkte på egenkapitalen. Der skal oprettes en særlig reserve, kaldet "Reserve for afskrivninger". Denne reserve kan ikke benyttes til at udlodde udbytte eller til at dække eventuelle underskud i virksomheden.

Hvis der ved regulering til dagsværdi skal foretages nedskrivninger på et aktiv, som der ikke tidligere er foretaget afskrivning på, skal nedskrivningen føres over resultatopgørelsen. Dette gælder ligeledes tilbageførsler af tidligere foretagne nedskrivninger.

Såfremt en virksomhed vælger at skifte regnskabspraksis fra indregning til kostpris til dagsværdi, er det som udgangspunkt ikke muligt at skifte tilbage. En sådan ændring kan kun ske, hvis ændringen er krævet af lovgivning, hvis dagsværdien ikke længere kan måles pålideligt, eller af hensyn til det retvisende billede i regnskabet. I praksis vurderes det dog usandsynligt at finde argumenter for, at kostprismetoden er mere retvisende end dagsværdi metoden.

Disse to metoder til indregning og måling af materielle anlægsaktiver kan overordnet set opsummeres i følgende figur 4.2. Der fremgår elementer i figuren, som ikke er beskrevet i opgaven. Dette skyldes at disse specifikke elementer ikke er relevante for investeringsejendomme, som vores opgave tager udgangspunkt i.

Regnskabsklasse	B mikro	B	C mellem	C stor	D
Hovedregel	Kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger				
Alternativ metode	Dagsværdi, jf. § 41				
Krav om indregning af IPO på egenfremstillede materielle aktiver	Valgmulighed				
Krav om indregning af finansieringsomkostninger	Valgmulighed				
Krav om dekomponering	Ja				
Krav om afskrivning	Ja				
Krav om nedskrivning ved værdiforringelse	Ja				

Figur 4.2 – fra EYs indsigt i årsregnskabsloven

4.2.2.3 Dagsværdi efter § 38

Virksomheder med investeringsejendomme har yderligere et alternativ for indregning og måling af deres ejendomme. § 38 i årsregnskabsloven, giver virksomheder som besidder investeringsejendomme mulighed for at måle disse til dagsværdi med værdiregulering over resultatopgørelsen. Der er ikke krav om, at virksomheden skal have ejendomsinvestering som hovedaktivitet, men ejendommen skal opfylde den definition på en investeringsejendom, som vi har beskrevet tidligere i opgaven.

I lighed med øvrige materielle anlægsaktiver indregnes investeringsejendomme på det tidspunkt, hvor virksomheden overtager fordele og risici. Målingen ved første indregning sker til kostpris, som omfatter omkostninger direkte knyttet til anskaffelsen samt øvrige omkostninger, der kan henføres til erhvervelsen. Herudover kan man indregne efterfølgende forbedringer af

investeringsejendommen i kostprisen. Herefter måles ejendommen til dagsværdi efter § 38. Hvis man ved første indregning har medtaget transaktionsomkostninger, som ikke kan indeholdes i dagsværdi, skal disse reguleres over resultatopgørelsen.

I modsætning til de andre metoder skal der ikke foretages løbende afskrivninger af investeringsejendomme indregnet efter § 38. Investeringsejendomme har dog, ligesom alle andre aktiver, en begrænset levetid. Værdiforringelsen afspejles dog her i de værdireguleringer, som den løbende måling til dagsværdi medfører. En anden modsætning i forhold til regulering efter § 41 er, at op- og nedskrivninger føres direkte over resultatopgørelsen, og disse skal ikke bindes som en reserve på egenkapitalen.

Når virksomheden skal måle deres investeringsejendom til dagsværdi, skal denne værdi repræsentere de faktiske forhold på balancedagen. Dagsværdien skal således afspejle den pris, der ville kunne opnås ved salg af aktivet i en normal transaktion mellem markedsdeltagerne. Årsregnskabsloven fastsætter ikke specifikke metoder, der skal anvendes til at opgøre dagsværdien. Kigger man på IFRS 13, som er den internationale regnskabsstandard omhandlende dagsværdimåling, fastsætter denne heller ikke specifikke metoder. Grunden til, at der ikke fastsættes specifikke metoder er, at dagsværdien skal afspejle det bedste estimat af værdien på balancedagen, og der skal derfor for hver dagsværdimåling overvejes hvilken metode, der muliggør netop dette. IFRS 13 opstiller dog tre overordnede metoder, som kan danne grundlag for opgørelse af dagsværdi:

- Markedsmetoden
- Indkomstmetoden
- Omkostningsmetoden

Vi vil komme uddybende ind på disse tre metoder senere i opgaven.

I årsregnskabsloven, såvel som i IAS 40, er det antaget, at investeringsejendomme som er under opførelse samt andre ejendomstyper, som er under ombygning, men som efterfølgende skal anvendes som investeringsejendom, kan og skal måles til dagsværdi. Dette gælder ligeledes investeringsejendomme, som tages under ombygning, men som efterfølgende igen skal tjene som investeringsejendom. Hvis virksomheden ikke kan opgøre dagsværdien af investeringsejendomme

pålideligt, skal disse måles til kostpris efter de almindelige bestemmelser for måling af materielle anlægsaktiver.

Et hurtigt overblik over mulighederne med indregning og måling efter årsregnskabslovens § 38, kan ses opsummeret i nedenstående figur 4.3.

Regnskabsklasse	B mikro	B	C mellem	C stor	D
Krav om hovedaktivitet	Ikke relevant	Nej			
Dagsværdi med værdiregulering i resultatopgørelsen		Mulighed			
Krav om afskrivning		Nej, ikke ved måling til dagsværdi			
Bindingskrav for opreguleringer til dagsværdi		Nej			
Måling af finansielle forpligtelser tilknyttet investeringsejendomme		Amortiseret kostpris Dog mulighed for måling til dagsværdi ved tilvalg af § 37, stk. 5 (fuld IFRS for finansielle instrumenter)			

Figur 4.3 – fra EYs indsigt i årsregnskabsloven

4.2.2.4 Præsentation og oplysningskrav

Ifølge årsregnskabsloven skal der i afsnittet om anvendt regnskabspraksis redegøres for relevante indregningskriterier og målegrundlag. I EYs indsigt i årsregnskabsloven 2019/20 har de givet følgende eksempel på, hvordan anvendt regnskabspraksis for investeringsejendomme kan formuleres:

”Investeringsejendomme

Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, og ved efterfølgende måling til dagsværdi.

Investeringsejendomme måles ejendom for ejendom til en skønnet dagsværdi. Målingen sker ved anvendelse af en afkastbaseret cash flow-model, hvor de fremtidige pengestrømme ved ejerskab af investeringsejendommene tilbagediskonteres. Afkastkravet (tilbagediskonteringsfaktoren) fastsættes ejendom for ejendom.

Omkostninger, der tilfører en investeringsejendom nye eller forbedrede egenskaber i forhold til anskaffelsestidspunktet, og som derved forbedrer ejendommens fremtidige afkast, tillægges

kostprisen som en forbedring. Omkostninger, der ikke tilfører en investeringsejendom nye eller forbedrede egenskaber, indregnes i resultatopgørelsen under ejendomsomkostninger.

Investeringsejendomme har som øvrige materielle aktiver, bortset fra grunde, en begrænset levetid. Den værdiforringelse, der finder sted, efterhånden som en investeringsejendom forældes, afspejles i investeringsejendommens løbende måling til dagsværdi. Der foretages ikke systematiske afskrivninger over investeringsejendommens brugstid.

*Værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen under posten "Værdiregulering af investeringsejendomme".*⁵

Ud fra eksemplet kan vi således se, at denne formulering vedrører indregning i overensstemmelse med § 38, da værdireguleringer føres direkte i resultatopgørelsen, samt at der ikke foretages afskrivninger. Hvis man vælger at måle sine investeringsejendomme til dagsværdi jf. § 38, er der således et oplysningskrav i § 58a, som skal overholdes. Oplysningskravet går ud på, at hvis investeringsejendomme ikke måles på grundlag af observerbare input på et aktivt marked, skal virksomheden oplyse om de forudsætninger, der er anvendt ved dagsværdiberegningen.

Dette oplysningskrav gælder primært for investeringsejendomme, der anvender niveau 3 i dagsværdihierarkiet til måling. Dagsværdihierarkiet kommer vi ind på i afsnit 4.2.3. Grunden til, at det primært gælder for investeringsejendomme målt på niveau 3 er, at der her er tilknyttet en høj grad af usikkerhed ved dagsværdimålingen. Der er dog også tilfælde, hvor oplysningskravet gælder ved måling på basis af niveau 2-forudsætninger. Hvis en virksomhed har flere investeringsejendomme, som falder under samme kategori, og dermed er indregnet med ens forudsætninger, kan oplysningerne herfor angives samlet.

Som minimum bør der, jf. oplysningskravet oplyses om, hvilken værdiansættelsesmetode, der er brugt (eksempelvis valuar-vurdering, DCF-model, afkastbaseret model), hvilket afkastkrav, der er anvendt, anvendt inflationsrate, samt hvilke principper, der bruges til opgørelse af afkastgrundlag.

⁵ EY – Indsigt i årsregnskabsloven 6. udgave 2019/20 – side 303-304

Specifikt hvis der anvendes DCF-modellen, bør der også oplyses om budgetperiode samt terminalværdi.

Udover ovenstående krav, jf. årsregnskabslovens § 58a, opstiller IFRS 13 også en række forhold, som kunne være relevante at oplyse. Eksempler på yderligere forhold er beliggenhed, antal kvadratmeter, karakteristika, udlejningsgrad og følsomhedsoplysninger i relation til udsving ved anvendelse af alternative afkastkrav.

4.2.2.5 Delkonklusion

Virksomheder med investeringsejendomme kan indregne og måle disse efter tre metoder. Fælles for alle metoder er, at indregning sker ved overtagelse af fordele og risici. Dette vil i praksis være overtagelsesdatoen. Herudover er det fælles for alle metoder, at første måling sker til kostpris. Kostprisen kan dog variere alt efter, hvilken metode man vælger, da man ved indregning efter § 38 kan inddrage efterfølgende forbedringer af investeringsejendommen i kostprisen. Herefter adskiller de tre metoder sig yderligere fra hinanden. Kostprismetoden fastholder kostprisen, dog med systematiske afskrivninger, som nedbringer værdien af ejendommen. § 41 regulerer værdien til dagsværdi, men fastholder, at der skal foretages systematiske afskrivninger. Her kan afskrivningsgrundlaget dog ændre sig fra år til år. § 38 regulerer ligeledes værdien til dagsværdi, men her foretages ikke løbende afskrivninger, da de løbende reguleringer afspejler, at ejendommen hele tiden er indregnet til den værdi, aktivet har på balancetidspunktet. Ved indregning til dagsværdi mindskes risikoen for, at ejendommen er indregnet til en værdi, som er højere end den værdi, aktivet reelt har. Ved kostpris er der risiko for, at de løbende afskrivninger ikke er nok til at afdække denne risiko, hvorfor der her er krav om, at der løbende skal tages stilling til udviklingen i markedet, og at der skal nedskrives til genindvindingsværdi, hvis den regnskabsmæssige værdi er højere end denne. Oplysninger om, hvilken metode der anvendes, skal fremgå af regnskabet, og ved opgørelse til dagsværdi, skal der også oplyses om de centrale forudsætninger herfor.

4.2.3 Værdiansættelse af investeringsejendomme

Som beskrevet i tidligere afsnit giver årsregnskabsloven mulighed for at indregne og måle investeringsejendomme til dagsværdi i stedet for til kostpris, som er lovens hovedregel. I dette afsnit vil vi kigge nærmere på de metoder, der kan anvendes til værdiansættelse af ejendomme.

Formålet med at måle investeringsejendomme til dagsværdi, er at sikre et så retvisende billede, som muligt i årsregnskabet. Dagsværdien skal altså afspejle den pris, som en virksomhed ville kunne få for deres ejendom i en regulær handel på balancedagen ud fra markedsvilkår. Ved måling til dagsværdi skal virksomheden vurdere flere parametre, som skal danne grundlag for værdiansættelse. Det skal bl.a. vurderes, hvilket marked som er det mest fordelagtige for aktivet, hvilken værdiansættelsesmetode som er mest hensigtsmæssig bedømt ud fra de data, som der er tilgængelige, og som repræsenterer markedets forudsætninger, samt hvilket niveau disse data kan kategoriseres i, i dagsværdihierarkiet.

Dagsværdihierarkiet fremgår af årsregnskabslovens § 37. Dette har til formål at sikre, at den værdiansættelsesmetode der benyttes, anvender de bedste og mest pålidelige forudsætninger. Hierarkiet er indarbejdet i loven, da man har erkendt, at ikke alle aktiver kan indregnes på baggrund af et reguleret marked eller kurser på baggrund af observerbare input. Dagsværdihierarkiet ser ud som følger:

- 1) Salgsværdi på et velfungerende marked
- 2) Salgsværdi for enkelte bestanddele
- 3) Kapitalværdi beregnet ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmetoder- og teknikker
- 4) Kostpris er undtagelsen fra lovens regel om dagsværdi, og skal alene anvendes, hvis en pålidelig salgsværdi ikke kan beregnes

Ved opgørelse til dagsværdi skal man som virksomhed forsøge at benytte det højst mulige niveau i dagsværdihierarkiet. Ligesom i årsregnskabsloven er der i IFRS 13 opstillet et dagsværdihierarki. Her indeholder hierarkiet dog kun tre niveauer, hvilket formentlig skyldes at IFRS 13 er specifikt udarbejdet til dagsværdiansættelse. Dagsværdihierarkiet ifølge IFRS 13 ser ud som følger:

Niveau 1

På dette niveau findes et aktivt marked for tilsvarende aktiver, som man kan tage udgangspunkt i ved sin værdiansættelse. Dette ses eksempelvis med børsnoterede aktier, som står til en kurs pr. en given dato.

Niveau 2

Såfremt der ikke findes et aktivt marked, som beskrevet ovenfor, kan man i stedet for tage udgangspunkt i markedspriser for lignende aktiver eller seneste markedshandler.

Niveau 3

Hvis det ikke er muligt at finde markedspriser for tilsvarende eller lignende aktiver, må man benytte alternative værdiansættelsesmodeller. I praksis ses det ofte, at virksomheder benytter sig af DCF-modellen. En anden model man kan benytte, er den afkastbaserede model. Herudover kan der også indhentes en valuarvurdering til opgørelse af dagsværdien, men dette er ikke et krav.

Som tidligere nævnt i opgaven fastsætter henholdsvis årsregnskabsloven og IFRS 13 ikke specifikke metoder til opgørelse af dagsværdi. IFRS 13 har dog opstillet 3 overordnede metoder. De tre metoder er markedsmetoden, indkomstmotoden og omkostningsmetoden. Nedenfor vil vi redegøre for disse tre metoder. Gennemgangen følger i den rækkefølge, som ud fra IFRS 13, giver det bedste grundlag for opgørelse af dagsværdien.

4.2.3.1 Markedsmetoden

Markedsmetoden svarer til de første to niveauer af det netop gennemgåede dagsværdihierarki. Ved benyttelse af markedsmetoden kræver det, at en virksomhed har nogle identiske eller sammenlignelige aktiver at læne sig op ad. Metoden anvender nemlig kurser og andre relevante oplysninger, som er genereret af markedstransaktioner, der involverer disse identiske eller sammenlignelige aktiver⁶. Med andre ord tager markedsmetoden udgangspunkt i et aktivt marked, som man fx ser med værdipapirshandel. For at bruge denne metode på investeringsejendomme, vil det kræve, at der findes en lignende ejendom med samme beliggenhed, areal, stand mv. I praksis vil

⁶ EY – Indsigt i årsregnskabsloven 2019/20

dette stort set være umuligt, hvorfor det kan være svært at bruge denne metode. Det kan dog lade sig gøre, hvis der findes to stort set identiske investeringsejendomme. Ved brug af markedsmetoden, er der begrænset brug af skøn ved værdiansættelse, da denne sker på baggrund af bekræftede input i form af tidligere handler. En anden tilgang man kan vælge ved brug af markedsmetoden, er anvendelse af en valuarvurdering, som foretages af en uafhængig ekstern professionel person. En valuar tager højde for alle forhold omkring ejendommen, og kan derfor også indregne fremtidige forventninger til markedet. Dette er ikke tilladt at indregne, hvis virksomheden selv foretager opgørelsen til dagsværdi. En valuar er en ejendomsmægler, som har uddannet sig særligt til at bedømme værdien af fast ejendom. Som tidligere nævnt er der ikke krav om at benytte valuarvurdering, hvorfor en virksomhed kan vælge en anden metode, hvis der ikke findes et aktivt marked med lignende ejendomme, som virksomhedens ejendom kan værdiansættes på baggrund af.

4.2.3.2 Indkomstmetoden

Hvis man bevæger sig længere ned i dagsværdihierarkiet, kommer man ved niveau 3 til indkomstmetoden. Denne metode tager fremtidige pengestrømme i form af indtægter og omkostninger, og tilbagediskonterer disse til en samlet nutidsværdi. Der er to modeller som typisk bliver benyttet i forbindelse med værdiansættelse efter indkomstmetoden. DCF-modellen og den afkastbaserede model. Formålet med modellerne er ens, nemlig at beregne dagsværdien for en ejendom på balancedagen, men metoderne er forskellige. DCF-modellen er mere kompleks, hvor den afkastbaserede model er en mere simpel model.

Til brug for begge modeller skal der fastsættes et forrentningskrav, også kaldet afkastkrav. Forrentningskravet er altså det afkast, som skal kompensere en investors risici ved at investere i aktivet. Derfor bør forrentningskravet stige, hvis risikoen ligeledes stiger. Forrentningskravet på en investering kan altid holdes op mod afkastet af en alternativ risikofri investering med tillæg for risikofaktorer for at vurdere investeringen. En risikofri investering defineres oftest som den effektive rente på statsobligationer. Forrentningskravet er med til at afgøre aktivets værdi. Derfor kan mindre udsving i forudsætningerne for forrentningskravet have stor effekt på værdiansættelsen. Der er mange forhold, som skal tages i betragtning ved fastsættelse af forrentningskravet. Det fastsættes bl.a. ud fra renteniveauet, inflationen, om der er høj- eller lavkonjunktur samt kvaliteten af aktivet. Ved værdiansættelse af en investeringsejendom har udbud og efterspørgsel, alternative

anvendelsesmuligheder, beliggenhed, type og kontraktvilkår indflydelse på, hvilken kvalitet ejendommen har. Alle forhold vægter forskelligt, og virksomheden skal foretage en subjektiv vurdering heraf, hvilket stiller store krav til ledelsens kendskab til markedet, for at forretningskravet skal blive så retvisende som muligt. Vi vil senere i opgaven uddybe definitionen på forrentningskravet, samt hvilke forhold, der spiller ind i forbindelse med fastsættelse af dette yderligere.

Udover forretningskravet, skal der for de to modeller også vurderes fremtidige pengestrømme, som investeringsejendommen forventes at generere. En virksomhed vil ofte have udarbejdet et budget for ejendommen, som denne vurdering kan tage udgangspunkt i. Der skal dog tages hensyn til, at eventuelle huslejestigninger samt -nedsættelser skal indregnes. Vi vil i det efterfølgende gennemgå de to modeller særskilt, herunder med konkrete eksempler.

4.2.3.3 Den afkastbaserede model

Som tidligere nævnt er denne model den mest simple at anvende til opgørelse af dagsværdien for en ejendom. Opgørelsen tager udgangspunkt i det forventede driftsafkast, som ejendommen vil generere i et typisk driftsår samt et forretningskrav, der er fastsat på baggrund af risikoen for netop denne ejendom. Der skal yderligere reguleres for særlige forhold til den opgjorte værdi. Disse forhold er i modellen delt op i tre faser, som beskrevet nedenfor.

Fase 1

I fase 1 beregnes det forventede nettodriftsresultat på baggrund af de indtægter og omkostninger, der forventes at være på ejendommen.

Fase 2

I fase 2 beregnes værdien af ejendommen før reguleringer på baggrund af det beregnede nettodriftsresultat fra fase 1. samt det fastsatte forrentningskrav. For at beregne værdien skal man dividere det beregnede driftsresultat med forretningskravet.

Fase 3

I denne fase skal der reguleres for særlige forhold. Dette kunne eksempelvis være fradrag for tomgang, regulering for vedligeholdelsesomkostninger, forretning af det opkrævede deposita og fradrag for eventuelt lavere leje. Vi har nedenfor udarbejdet et eksempel på værdiansættelse efter den afkastbaserede model.

Fase 1

Lejeindtægter	300.000
Øvrige lejeindtægter	25.000
Driftsomkostninger	-75.000
Nettodriftsresultat	<u>250.000</u>

Fase 2

Forretningskrav	4%
Værdi af ejendom før reguleringer	<u>6.250.000</u>

Fase 3

Reguleringer:	
Fradrag for tomgang	-300.000
Vedligehold	-250.000
Forrentning af deposita	100.000
Fradrag for lavere leje	-150.000
	<u> </u>
Værdi af ejendommen	<u>5.650.000</u>

4.2.3.4 DCF-modellen

DCF står for discounted cash flow, hvilket oversat til dansk betyder diskonteret pengestrøm. Hvor den afkastbaserede model er en mere statisk model, benyttes der med DCF-modellen en længere

budgetperiode, hvorved der kan indregnes forventede udviklinger i ejendommens drift over årene. Modellen baserer sig således, som navnet lægger op til, på ejendommens cash flow.

DCF-modellen, er ligesom den afkastbaserede model, delt op i flere faser. Helt konkret består denne model af 5 trin. De 5 trin er opdelt som følger:

1. Bestemmelse af cash flow i budgetperioden
2. Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag
3. Bestemmelse af terminalværdi
4. Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag
5. Bestemmelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier

Trin 1 – bestemmelse af cash flowet i budgetperioden

Markedsværdien opgøres ud fra det fremtidige cash flow, som ejendommens drift forventes at generere. Det er derfor vigtigt, at der er foretaget en detaljeret budgettering af driften for hvert af de regnskabsår, som indgår i budgetperioden. Budgetperiodens længde afhænger af de specifikke forhold vedrørende ejendommen, som er relevante at få indregnet. Det kunne eksempelvis være større renoveringsprojekter, som potentielt kan øge indtægterne i fremtiden, men som på nuværende tidspunkt måske mindsker driften. Typisk ser man, at de fleste anvender en budgetperiode på 10 år i praksis. I cash flow budgettet skal indgå alle indtægter og omkostninger vedrørende ejendommen. Indtægter, som skal indregnes, kunne være lejeindtægter for lejligheder, lejeindtægter for parkeringspladser, eventuelle huslejereguleringer enten i form af kontraktmæssige stigninger, eller hvis lejen forventes at kunne hæves. Omkostninger kunne eksempelvis være administration, investeringer som skal sikre at lejen kan hæves, omkostninger til normalt vedligehold af ejendommen samt omkostninger ved eventuel tomgang på lejemålene i ejendommen. En eventuel forretning af deposita, vil ligeledes skulle indregnes allerede i trin 1, hvor vi i den afkastbaseret model så, at det først blev indregnet i sidste fase. Udover de mere automatiske fremskrivninger i form af udvikling i indtægter og omkostninger i henhold til inflationen, tager DCF-modellen således også eventuelle igangværende moderniseringsprojekter med i cash flow opgørelsen.

Trin 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag

For at beregne dagsværdien på balancetidspunktet, skal de netop fastsatte cash flow for de enkelte år, tilbagediskonteres til år 0. Dette beregnes ved hjælp af en diskonteringsrente, som virksomheden fastsætter ud fra både ejendomsrelaterede faktorer samt makroøkonomiske forhold. Der er ikke en til-en sammenhæng mellem diskonteringsrenten og det fastsatte forrentningskrav i den afkastbaserede model. Dette skyldes, at diskonteringsrenten indeholder flere forhold, bl.a. inflation. Beregningen foregår således at man tager cash flowet og dividerer med $1 + \text{diskonteringsrenten}$ opløftet i antal år. For det sidste år i en 10-årig budgetperiode vil regnestykket således blive $CF / (1 + \text{diskonteringsrenten})^{10}$.

Trin 3 - Bestemmelse af terminalværdi

Efter budgetperioden antages det, at det frie cash flow vil være konstant. Værdien for denne periode kaldes terminalværdien, og skal være et udtryk for gennemsnittet af de fremtidige år. Hvis der eksempelvis er beregnet med en budgetperiode på 10 år, så tages gennemsnittet af indtægter og omkostninger af de følgende år herefter, hvorved der opnås et gennemsnits nettodriftsresultat. Terminalværdien beregnes herefter på samme måde, som ved den afkastbaserede model, altså ved at dividere nettoresultatet med forrentningskravet. Dette skal altså ikke forveksles med tilbagediskonteringsrenten, som er fastsat i trin 2. Forrentningskravet skal nemlig være uden inflation.

Trin 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag

I lighed med cash flowet skal terminalværdien ligeledes tilbagediskonteres til nutidsværdien. Der skal tilbagediskonteres med samme diskonteringsrente, og over samme periode som ved cash flowet.

Trin 5 - Bestemmelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier

I det sidste trin skal den beregnede dagsværdi fastsættes. Dette sker på baggrund af de tilbagediskonterede værdier af henholdsvis cash flowet og terminalværdien. Helt konkret lægges disse to værdier blot sammen, og man får dermed den beregnede ejendoms værdi. Nedenfor har vi indsat en illustration af DCF-modellen.

Eksempel: Den samlede DCF-model												
(Alle tal i 1.000 kr.)	Nu	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejeindtægter		7.036	7.177	7.320	7.467	7.616	7.768	7.924	8.082	8.244	8.409	8.577
Andre indtægter		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-429
Bruttoleje		7.036	7.177	7.320	7.467	7.616	7.768	7.924	8.082	8.244	8.409	8.148
Driftsudgifter		-500	-510	-520	-531	-541	-552	-563	-574	-586	-598	-609
Ejendomsskatter og afgifter		-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201
Ejendommens andel af varme/fællesudgifter		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-68
Administration		-141	-144	-146	-149	-152	-155	-158	-162	-165	-168	-172
Udvendig vedligeholdelse		-270	-275	-281	-287	-292	-298	-304	-310	-316	-323	-329
Indretningsudgifter/investeringer		0	0	0	-1.000	0	0	0	0	0	0	-100
Udgifter i alt		-1.112	-1.130	-1.149	-2.167	-1.187	-1.207	-1.227	-1.247	-1.268	-1.289	-1.479
Cash flow		5.924	6.047	6.172	5.299	6.429	6.562	6.697	6.835	6.976	7.119	6.669
Nominel diskonteringsfaktor	7,75%									Real diskonteringsfaktor		5,75%
Tilbagediskonterede værdier fra år												
År 1	5.924											
År 2	5.612											
År 3	5.316											
År 4	4.236											
År 5	4.770											
År 6	4.518											
År 7	4.279											
År 8	4.053											
År 9	3.839											
År 10	3.636											
Summen af tilbagediskonterede værdier fra budgetperioden	46.184											
Tilbagediskonteret terminalværdi	54.985											
Ejendommens værdi	101.169											
												Terminalværdi
												115.989

Figur 4.4 – fra Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen. Udgivet af Ejendomsforeningen Danmark – erhvervsorganisation for ejere, udlejere og administratorer af fast ejendom.

4.2.3.5 Omkostningsmetoden

Dagsværdiopgørelse efter denne metode bruges sjældent i praksis. Metoden handler om at opgøre det beløb, som et fuldstændigt tilsvarende aktiv, ville koste at købe. Man skal således opgøre den aktuelle genanskaffelsesværdi, hvilket vil være svært, hvis man i forvejen har set bort fra de to netop gennemgåede modeller. I og med denne metode bruges så sjældent i praksis, har vi valgt ikke at beskrive denne model yderligere.

4.2.3.6 Delkonklusion

Der findes flere metoder, hvorpå virksomheder med investeringsejendomme kan værdiansætte deres ejendomme til dagsværdi. Årsregnskabsloven og IFRS 13 opstiller ikke specifikke krav for, hvordan dagsværdien skal opgøres, men opstiller dog forskellige metoder, man kan benytte samt opstiller dagsværdihierarkier, som skal sikre, at virksomheder benytter den metode, som giver det

mest retvisende billede. Øverst i hierarkiet findes markedsmetoden, som benytter transaktioner i et aktivt marked til at fastsætte værdien for andre tilsvarende eller lignende aktiver. For investeringsejendomme, vil denne metode dog sjældent kunne benyttes, da der formentlig ikke vil kunne findes transaktioner med tilsvarende eller lignende ejendomme, som man kan basere sig på. Denne model ses oftere anvendt ved eksempelvis børsnoterede værdipapirer. Næste trin i hierarkiet er indkomstmetoden, hvor værdiansættelsen baserer sig på cash flowet, som ejendommene forventes at generere. Her er de to mest anvendte modeller DCF-modellen og den afkastbaserede model. Det kan være forskelligt, hvilken model, der er den bedste at anvende, men DCF-modellen giver mulighed for at budgettere forskelligt for flere år, hvor den afkastbaserede model blot ser på et enkelt år. For en ejendom, hvor man forventer moderniseringer og eventuelle lejeændringer, som følge heraf, vil det derfor være mest oplagt at benytte DCF-modellen, da man så har mulighed for at indregne disse investeringer og forhøjede indtægter. Nederst i dagsværdihierarkiet findes kostpris, som man kan benytte, hvis der ikke foreligger data til brug for de andre metoder. I praksis vil man dog ofte se, at de indkomstbaserede værdiansættelsesmetoder benyttes til opgørelse af investeringsejendommens dagsværdi.

5. BRL § 5, stk. 2

5.1 Generelt om BRL § 5, stk. 2

Boligreguleringsloven (BRL) er en lov, der er med til at sikre høj grad af lighed mellem parterne. Dette sker gennem begrænsning af arbejdsfrie indkomster, tiltag, der sørger for, at udlejer får, hvad de skal have og ikke mere, samt at lejerne kan være sikre på, at deres husleje ikke løber løbsk.⁷ Udlejer har kun ret til at hæve huslejen, når driftsudgifter stiger. De skal i dette tilfælde udarbejde udgiftsbudget for ejendommen, således at de kan påvise dette, hvis lejer gør indsigelse mod huslejestigningen. I 1996 vedtog regeringen en lovændring "BRL § 5, stk. 2". Lovændringen åbner muligheden for, at udlejer kan hæve huslejen efter fraflytning ved en gennemgribende forbedring af et lejemål.

⁷ <https://www.dklf.dk/artikler/saadan-virker-boligreguleringsloven/>

BRL § 5 lyder: *"Ved lejeaftalens indgåelse må lejen ikke fastsættes til et beløb, som overstiger det beløb, der kan dække ejendommens nødvendige driftsudgifter, jf. § 8, og afkastningen af ejendommens værdi, jf. § 9. For lejemål, som er forbedret, kan der til lejen efter 1. pkt. lægges en beregnet forbedringsforhøjelse, jf. dog stk. 2."*

Det vil sige, at udlejer altså ikke har ret til at tage en højere leje end til afdækning af driftsudgifter tillagt afkastning af ejendommens værdi. Lejen kan således kun opreguleres til en beregnet forbedringsforhøjelse, såfremt der er foretaget gennemgribende forbedringer i lejemålet jf. stk. 2. Gennemgribende forbedringer er defineret ved, at udgiften til forbedringerne enten overstiger 1.600 kr. pr. m² eller svarer til et samlet beløb på minimum 183.000 kr. Forbedringerne skal være gennemført indenfor en tidsmæssig periode på 2 år⁸. De beløbsmæssige grænser justeres hvert år efter udviklingen i nettopris-indekset i en 12 måneders periode ud fra oplysninger fra Danmarks Statistik.

Formålet med dette tiltag tilbage i 1996, var at opnå større grad af modernisering af ældre ejendomme og således forbedre boligstandarden. Tiltaget har siden medført modernisering af omkring 57.000 lejemål, som i dag er udlejet efter § 5, stk. 2. Huslejen i disse lejemål, har vist sig i gennemsnit at være 81 % højere end gennemsnittet af huslejeniveauet på lejemål med omkostningsbestemt leje. Regeringen mener, at der på nuværende tidspunkt er ca. 74.600 udlejningsboliger, der har potentiale til at forbedres og dermed udlejes efter § 5, stk. 2.

5.2 Ændringen af BRL § 5, stk. 2

Regeringen mener, at der skal indføres nogle tiltag for at stoppe udviklingen af de væsentlige huslejestigninger i storbyerne. Dette gælder særligt København, Frederiksberg, Odense, Aarhus og Aalborg. De har derfor indgået aftale med henholdsvis Dansk Folkeparti, SF, Enhedslisten og Alternativet omkring en ændring af BRL § 5, stk. 2. Boligaftalen blev offentliggjort d. 30. januar på Transport- og Boligministeriets hjemmeside. Boligaftalen indeholder overordnet 5 initiativer med henblik på at begrænse muligheden for og attraktiviteten ved at foretage kortsigtede investeringer i

⁸ <https://danskelove.dk/boligreguleringsloven/5>

private udlejningsboliger. Hovedformålet med de nye tiltag er primært at begrænse anvendelsen af stk. 2-reglen vedrørende gennemgribende forbedringer med henblik på forhøjelse af husleje. Loven forventes at træde i kraft d. 1. juli 2020⁹. De 5 tiltag beskrives nedenfor:

Karensperiode på fem år

Det første af 5 initiativer i den nye lovændring går på, at der skal være karensperiode på fem år, før en udlejer kan opkræve husleje efter BRL § 5, stk. 2. Det betyder, at selvom en udlejer vælger at foretage gennemgribende forbedring af et lejemål, må de først hæve huslejen, når de har ejet ejendommen i mindst 5 år. Mange store investorer, både danske og udenlandske, opkøber gamle ejendomme i København med henblik på at istandsætte disse og hæve huslejen jf. BRL § 5, stk. 2, og i nogle tilfælde videresælge disse inden for en relativt kort årrække. Dette er ikke længere muligt med dette nye initiativ. Initiativet medfører, at afkastet på investeringen forskydes i fem år i forhold til, hvordan reglerne er i dag. Dette gør det mindre attraktivt at investere i disse typer ejendomme. Aftalen er bygget op således, at det ikke er muligt at omgå reglerne ved placering af ejendommen i et selskab. Et selskab med investering som hovedaktivitet, er dermed også omfattet af den nye lovændring.

Det fremgår ikke på nuværende tidspunkt af aftalen, hvorvidt denne omfatter de ejendomme, som allerede er købt indenfor de seneste fem år fra lovens ikrafttræden, eller om den kun omfatter de investeringer, der foretages efter lovens ikrafttrædelse. Plesner advokater har dog udtalt, at den forventeligt omfatter både de investeringer, som foretages efter lovens ikrafttræden, men også de ejendomme, som er købt inden for de seneste 5 år. Dette er dermed udgangspunktet i udarbejdelsen af vores analyse senere i opgaven.

Grønt incitament

Lovforslaget indeholder i øvrigt et grønt incitament. Det grønne incitament går ud på, at man kan undgå reglen om en karensperiode på 5 år, såfremt man energioptimere et lejemål med mindst tre energiniveauer eller energiforbedrer lejemålet for minimum 3.000 kr. pr. m². Formålet med dette

⁹ <https://www.trm.dk/politiske-aftaler/2020/aftale-om-initiativer-mod-kortsigtede-investeringer-i-private-udlejningsboliger/>

tiltag er at sikre, at de lejemål der bliver istandsat med henblik på forhøjelse af husleje, ligeledes bliver grønnere og i højere grad, er med til at spare på forureningen. På denne måde tvinger man investorerne til at gøre lejemålene grønnere, hvis de ønsker at opnå et hurtigere afkast på deres investering, i modsætning til at skulle vente til efter 5 år fra købet.

Grønt energikrav

Initiativet om det grønne energikrav går på, at de ejendomme, der bliver opkøbt som investering, minimum skal bringes op på energiklasse C eller hæve energiklassen med mindst to niveauer, førend man må foretage forbedringer i henhold til § 5, stk. 2.

Begrænsning af huslejeniveau

Som loven er i dag, gælder det, at "lejen ikke må væsentligt overstige det lejedes værdi", hvilket svarer til 10 % af det lejedes værdi i fagsprog. Denne regel bliver ændret til, at det ikke længere må overstige det lejedes værdi. De 10 % over er derfor ikke længere gældende ved det nye initiativ.

Beskyttelse af lejere

Lejerne skal fremover være bedre stillet mod deres udlejer i mulige konflikter og uoverensstemmelser. Der ønskes strammere regler for, at lejere ikke skal presses ud af deres lejeboliger.

Hvad ovenstående ændringer har af betydning for indregningen og målingen af ejendommene i årsregnskaberne vil vi se nærmere på i vores analysedel.

5.3 Delkonklusion

Det er som udgangspunkt ikke muligt at fastsætte en husleje, der er højere end dækning af løbende driftsudgifter tillagt afkast af ejendommens værdi jf. BRL § 5. Regeringen indførte derfor et nyt tiltag i Boligreguleringsloven i 1996. Den nye § 5, stk. 2 skulle være et incitament til at investere i ejendomme med, henblik på at modernisere og udleje disse til en højere leje. På denne måde sikrede man bedre vedligeholdelse og modernisering af de gamle boligbyggerier, og ligeledes et solidt afkast til investorerne på den lange bane. Siden hen er mange ejendomme, særligt i storbyerne, blevet renoveret og udlejet efter § 5, stk. 2. Dette har medført en væsentlig stigning i det gennemsnitlige huslejeniveau. Der er stadig mange ejendomme med potentiale til at udnytte § 5, stk.2-reglen i

storbyerne. Regeringen mener derfor, der bør indføres initiativer mod disse typer investeringer, således der stadig er boliger tilbage, hvor middel- og underklassen har råd til at bo.

I januar 2020 indgik regeringen derfor en aftale med øvrige partier mod disse kortsigtede investeringer. Aftalen indeholder fem initiativer. Der skal fremover indføres en karenperiode på fem år. Investor må således ikke hæve huslejen i henhold til § 5, stk. 2, før fem år efter opkøbet. Denne regel kan dog omgås, såfremt man energiforbedrer ejendommen med mindst tre energiniveauer, eller hvad der svarer til mindst 3.000 kr. pr. m². Derudover skal ejendommen minimum hæves til energiklasse C eller hæves minimum to niveauer, førend der må foretages forbedring og huslejestigning jf. § 5, stk. 2.

Som reglerne er nu, må huslejen ikke væsentligt overstige det lejedes værdi. Fremover må lejen ikke længere overstige det lejedes værdi overhovedet. Endeligt ønskes der øget beskyttelse af lejeren i konflikter og uoverensstemmelser med udlejer.

5.4 Analyse af påvirkning på værdiansættelse

5.4.1 Gennemgang af DCF-beregning

Til udarbejdelse af vores opgave har vi fået adgang til en DCF-beregning, som blev udarbejdet i forbindelse med et ejendoms køb på Frederiksberg i 2019. Denne beregning vil vi bruge som grundlag for vores analyse, som skal belyse, hvilke påvirkninger den aftalte ændring af BRL § 5, stk. 2 har for værdiansættelse af investeringsejendomme.

Vi vil indledningsvist beskrive de forhold og parametre, som ligger til grund for den udarbejdede DCF-beregning. Som det ses af bilag 1 (side 82), er denne udregning foretaget med en budgetperiode på 11 år, hvor år 12 er terminalåret.

- Lejeindtægter

Af indtægter fremgår både erhvervsleje samt boligleje. Dette skyldes, at der af ejendommens areal på 6.324 m² er udlejet 313 m² til erhvervslejemål. Indtægterne for disse to lejetyper, er opgjort som

den faktiske leje på tidspunktet for udregningen, og er fremskrevet i budgetperioden med den fastsatte inflationsprocent på 1,5%.

Udover de to basislejeindtægter er der også indregnet en lejeindtægt kaldet modernisering. Dette er udtryk for den leje, som der forventes at kunne opkræves yderligere ved renovering af lejligheder efter § 5, stk. 2 i BRL. Lejeindtægten er beregnet ud fra en forudsætning om, at lejemålene fraflyttes med 10% lineært pr. år. Det vil altså sige, at efter 10 år er alle de nuværende lejere fraflyttet, og der vil være foretaget renoveringer og huslejestigninger, som følge heraf, for alle lejligheder. Den fulde effekt af dette kan først måles i år 11, da der er indregnet et huslejetab svarende til 3 måneder ved renovering af lejlighederne.

Som følge af de stigende lejeindtægter kan vi af opgørelsen se, at de samlede lejeindtægter udvikler sig fra 4.023.494 kr. i år 1 til 11.761.472 kr. i år 11, hvor den fulde effekt af huslejereguleringer altså er indregnet.

- Driftsomkostninger

Som det også fremgår af opgørelsen, er der indregnet driftsomkostninger. Driftsomkostningerne er medtaget på baggrund af et udarbejdet driftsbudget. Dette driftsbudget fremgår ligeledes af vores bilag 1 (side 86), og indeholder de omkostninger, der hører til, når man ejer en bygning. Eksempelvis administrationsomkostninger, grundskyld og renovation mv. samt vicevært og renholdelse. Herudover er der indregnet omkostninger til udvendig vedligeholdelse jf. § 18, § 18b samt § 22 i boligreguleringsloven. Disse regler er til for at sikre, at der afsættes penge til vedligeholdelse af ejendomme, som er taget i brug før 1. januar 1970, som incitament for, at der foretages løbende renovering af ældre ejendomme. Ovenover driftsomkostninger ses dog også en indtægt kaldet sparet henlæggelse til § 18b. Dette sker, da det forventes at etablering af en tagetage vil medføre en negativ § 18b konto, hvorfor denne betaling udgår. Beløbet er beregnet på baggrund af skønnede omkostninger i år 1, og bliver pristalsreguleret med den valgte inflation på 1,5%.

Ved at fratrække de beregnede driftsomkostninger fra lejeindtægterne, er der således beregnet en nettodriftsindtægt før investeringsomkostninger, som udvikler sig fra 1.564.758 kr. i år 1 til 9.474.615 kr. i år 11.

- Løbende investering i modernisering

Som tidligere nævnt forventes det, at lejemålene fraflyttes med 10% lineært pr. år. Denne udvikling er ligeledes brugt til at beregne de årlige moderniseringsomkostninger. Omkostninger er kun beregnet på baggrund af boligleje arealet, som udgør 6.011 m² af de samlede 6.324 m² i ejendommen. Der er fastsat en forventet omkostning til § 5, stk. 2 moderniseringer på 5.000 kr. pr. m². Beløbet er således beregnet ved at gange 5.000 med 601,1 (svarende til 10% af det samlede boliglejeareal). I årene herefter, er dette beløb pristalsreguleret med inflationen.

- Markedsværdi

Ud fra ovenstående driftsbudget kan der beregnes et årligt cash flow for alle årene i budgetperioden. Dette cash flow udvikler sig fra -1.440.742 kr. i år 1 til 9.474.615 kr. i år 11. Som tidligere beskrevet i afsnit 4.2.3 skal disse cash flow tilbagediskonteres til år 1. Dette gøres med den diskonteringsrente, som i dette tilfælde er fastsat til 5,25%. Diskonteringsrenten udgøres af et forrentningskrav på 3,75 % og inflationen på 1,5%. Den samlede nutidsværdi af cash flows i budgetperioden udgør 19.691.790 kr.

Dernæst er terminalværdiens nutidsværdi opgjort. Terminalværdien er opgjort i år 12, og er blot en fremskrivning af år 11 med inflationsprocenten. Dette giver et positivt cash flow på 9.616.734 kr. Terminalværdien beregnes ved at dividere dette beløb med forrentningskravet på 3,75 %, hvilket giver en værdi på 256.446.237 kr. Tilbagediskonteret til år 1 giver dette en nutidsværdi på 146.067.361 kr.

Lægges disse to nutidsværdier sammen, får man en samlet værdi på 165.759.151 kr. Dette er oprundet til 165.800.000 kr. i DCF-beregningen. Til denne værdi er tillagt en byggeretsværdi ud fra en skønnet byggeret på 882 m², og med en værdi på 12.000 kr. pr. m². Denne byggeretsværdi er optaget til kurs 50 og udgør således 5.300.000 kr. Alt i alt giver det altså en samlet værdi for ejendommen på 171.100.000 kr., svarende til 27.056 kr. pr. m².

5.4.2 Scenarie 1 – udskudt modernisering og lejeforhøjelse

I de følgende afsnit vil vi forsøge at demonstrere forskellige scenarier med henblik på at belyse, hvilke påvirkninger ændringen af BRL § 5, stk. 2 har for værdiansættelsen af den ejendom, vi netop har gennemgået DCF-beregningen for.

I det første scenarie vi har opstillet, har vi taget udgangspunkt i det første initiativ i den indgåede aftale, nemlig karenperioden. Denne karenperiode betyder, at de indregnede ekstra lejeindtægter ved modernisering skal skubbes i fem år, inden de kan indregnes. I dette scenarie har vi derfor også valgt at moderniseringsomkostninger skubbes med fem år.

En forudsætning for, at man overhovedet kan hæve lejen, som følge af § 5, stk. 2 forbedringer er dog jf. det grønne energikrav, at ejendommen minimum skal bringes op på energiklasse C, eller at energiklassen skal hæves med mindst to niveauer. På salgstidspunktet blev ejendommen vurderet til at være energiklasse D. Vi har modtaget vurderingsrapporten. Udklip af denne fremgår af bilag 2 (side 87). I rapporten er indarbejdet forslag som kan bringe ejendommen op på energiklasse C. Disse forslag har vi derfor indregnet i vores scenarie. Vi er opmærksomme på, at vurderingsrapporten er udarbejdet i 2011, og der fremgår, at denne er gyldig i 7 år herfra. Reglerne er dog lavet om pr. 1. september 2017 med tilbagevirkende kraft, hvilket betyder, at vurderingsrapporter er gyldige i 10 år¹⁰. Dette kræver dog, at der ikke er sket renoveringer, som påvirker ejendommens energiforbrug i mellemtiden. Da dette ikke er sket, har vi antaget, at vi kan basere os på denne rapport i opgaven.

Initiativet vedrørende grønt incitament tilsiger, at man kan undgå reglen om karenperioden ved at forbedre en ejendoms energiklasse med minimum tre niveauer eller ved at energioptimere for minimum 3.000 kr. pr. m². Da ejendommen er opført i 1935 og opnår energimærke D, har vi antaget, at det formentlig er urealistisk at energioptimere denne til energimærke A, hvilket vil være den påkrævede stigning på tre niveauer. En energioptimering på 3.000 kr. pr. m² vil kræve en investering i ejendommen på samlet set 18.033.000 kr., da der er boligareal på 6.011 m². Vi vil i et senere scenarie indregne en sådan investering, og se hvad det har af betydning for værdiansættelsen. På

¹⁰ <https://www.bolius.dk/energimaerkning-af-boliger-17155>

baggrund af dette, vil det første scenarie således tage udgangspunkt i, at det ikke er muligt at undgå reglen om karenstiden.

De øvrige forudsætninger for beregningen har vi ikke ændret på. Inflationsprocenten påvirkes umiddelbart ikke af lovændringerne. Forretningskravet vil formentlig blive påvirket, da investorernes risici vil forøges. Denne påvirkning vil vi komme ind på senere i opgaven, hvor vi ud fra vores scenarier vil foretage følsomhedsanalyser, som vil belyse indvirkningen af ændrede forretningskrav. Herudover har vi også fastholdt forudsætningen om, at lejlighederne fraflyttes med 10% om året, således der kan foretages moderniseringer og derved huslejeforøgelser.

Vi har med udgangspunkt i den oprindelige DCF-beregning, indregnet disse forhold i en ny DCF-beregning. Denne beregning fremgår af bilag 3 (side 90).

- Lejeindtægter

Som det kan ses af beregningen, er budgetperioden udvidet fra 11 år til 16 år, hvor år 17 derfor er terminalåret i den nye beregning. Lejeindtægterne for henholdsvis bolig og erhverv udvikler sig i overensstemmelse med den oprindelige opgørelse, altså med en inflationsprocent på 1,5% årligt. De forhøjede lejeindtægter, som følge af BRL § 5, stk. 2 moderniseringer er udskudt til først at blive indregnet i år 6, som følge af karenstiden. De tal som ligger til grund for denne indtægt, er selvfølgelig ligeledes fremskrevet til år 6 med inflationsprocenten, inden der er foretaget beregning.

Som følge af de stigende lejeindtægter, kan vi af opgørelsen se, at de samlede lejeindtægter udvikler sig fra 3.528.009 kr. i år 1 til 12.670.446 kr. i år 16, hvor den fulde effekt af huslejereguleringer altså er indregnet.

- Driftsomkostninger

Der er ikke foretaget yderligere ændringer af driftsomkostninger som følge af tiltagene i aftalen om BRL § 5, stk. 2. Disse er blot fremskrevet i overensstemmelse med inflationsprocenten. Ved at fratrække de beregnede driftsomkostninger fra lejeindtægterne, er der således beregnet en nettodriftsindtægt før investeringsomkostninger, som udvikler sig fra 1.069.273 kr. i år 1 til 10.206.851 kr. i år 16.

- Løbende investering i modernisering

I lighed med den forøgede lejeindtægt, har vi også udskudt omkostninger vedrørende § 5, stk. 2 moderniseringer til år 6, således der er sammenhæng mellem indtægten og omkostninger hertil. I år 6 er omkostningen beregnet ved, at vi har taget det oprindeligt fastsatte beløb, og fremskrevet med inflationen, hvorefter beregningen er foretaget på samme måde som den oprindelige beregning.

En post vi har tilføjet under dette punkt, er dog omkostningen til efterlevelse af det grønne energikrav. I vurderingsrapporten fremgår, at det vil koste 1.396.400 kr. at foretage energiforbedring til energiklasse C. Da rapporten er fra 2011, har vi fremskrevet dette beløb til 2020-tal. Til brug for dette har vi anvendt inflationsprocenten på de 1,5%, hvilket giver en omkostning på 1.596.630 kr. Vi har valgt at medtage hele beløbet i år 1, da vi vurderer, det er realistisk, at alle disse forbedringer kan udføres indenfor et år.

- Markedsværdi

Driftsbudgettet viser nu, at cash flowet udvikler sig fra -527.357 kr. i år 1 til 10.206.851 i år 16. Herudover er terminalværdien i år 17 beregnet til 276.265.433 kr. Tilbagediskonteres disse til en nutidsværdi, giver det en markedsværdi for ejendommen på 143.600.000 kr. Tillægges byggeretsværdien giver det en samlet markedsværdi på 148.900.000 kr., svarende til 23.545 kr. pr. m². Sammenholdt med den oprindelige beregning, giver dette altså en værdiforringelse på 22.200.000 kr., hvilket regnskabsmæssigt ville kræve en nedskrivning af ejendommen.

5.4.3 Scenarie 2 – udskudt lejeforhøjelse med løbende modernisering

I det andet scenarie vi har opstillet, har vi taget udgangspunkt i de samme forudsætninger, som vi fastsatte for scenarie 1. Her har vi dog valgt at indregne moderniseringerne allerede fra år 1, på trods af, at huslejen først kan hæves efter karensperiodens udløb, for at se, hvad dette vil have af betydning for værdiansættelsen. Som følge heraf er budgetperioden derfor i scenarie 2 kun 15 år med år 16 som terminalår. Dette skyldes, at der ved disse forudsætninger kræves et år mindre, for at kunne indregne den fulde effekt af § 5, stk. 2 huslejestigningerne. DCF-beregningen for scenarie 2 kan ses i bilag 4 (side 92).

- Lejeindtægter

Som det fremgår af beregningen, er der foretaget ændringer i boliglejen i forhold til den oprindelige beregning. Dette skyldes, at vi har fastholdt den forudsætning om, at der sker fraflytning med 10% årligt, og at en renovering varer 3 måneder, hvor der altså ikke kan kræves husleje. Da dette i de første fem år ikke kan modregnes i den forhøjede husleje, har vi i disse år modregnet den i boliglejen. Fra år 6 bliver denne tomgangsperiode i forbindelse med renovering igen modregnet i den forhøjede husleje.

Fra år 6 til år 10 er der en-til-en sammenhæng mellem scenarie 1 og 2 på indtægtssiden. Herefter ses det, at de forhøjede indtægter udvikler sig mere eksponentielt i scenarie 2. Dette skyldes, at der fra år 11 allerede vil være udført moderniseringer af alle lejligheder, og derfor skal der ikke længere modregnes for de tre måneder, det tager at renovere.

I dette scenarie kan vi af opgørelsen se, at de samlede lejeindtægter udvikler sig fra 3.279.633 kr. i år 1 til 12.605.261 kr. i år 15.

- Driftsomkostninger

Der er ingen ændringer til forudsætningerne for driftsomkostninger mellem de to scenarier. Den eneste forskel er, at budgetperioden er forskellig. Nettodriftsindtægten udvikler sig i scenarie 2 fra 820.897 kr. i år 1 til 10.178.074 kr. i år 15.

- Løbende investering i modernisering

Som tidligere nævnt har vi i scenarie 2 indregnet, at moderniseringen allerede starter fra år 1. Den løbende investering i § 5, stk. 2 moderniseringer ligner således den oprindelige beregning. I dette scenarie er ligeledes indregnet omkostninger til at få forhøjet ejendommen til energiklasse C, som jo er en af forudsætningerne for, at huslejen kan hæves i fremtiden.

- Markedsværdi

Driftsbudgettet i scenarie 2 viser, at cash flowet nu udvikler sig fra -3.781.233 kr. i år 1 til 10.178.074 kr. i år 15. Herudover er terminalværdien i år 16 beregnet til 275.486.537 kr. Ved at tilbagediskontere disse beløb giver det en nutidsværdi på 140.700.000 kr. Tillagt byggeretsværdien opnår ejendommen

en samlet markedsværdi på 146.000.000 kr., svarende til 23.087 kr. pr. m2. Dette er 2.900.000 kr. lavere end den værdi vi beregnede i scenarie 1.

5.4.4 Scenarie 3 – investering i grønt incitament

I det tredje scenarie vi har opstillet, har vi indregne en investering vedrørende det initiativ i aftalen, som er kaldet grønt incitament. Dette initiativ bygger altså på, at man kan undgå den femårige karensperiode ved at foretage grønne, energivenlige investeringer, hvor man enten forbedrer ejendommen med tre energiniveauer eller udfører grønne investeringer på 3.000 kr. pr. m2. Som tidligere nævnt, har vi antaget, at det er usandsynligt, at en så gammel ejendom kan energioptimeres til at være klasse A, da dette oftest kun ses ved nybyggeri. Derfor er det den grønne investering på 3.000 kr. pr. m2, vi har indregnet i scenariet. Vi har indregnet investeringen over en treårig periode, og dermed forudsat, at lejeforhøjelsen kan ske allerede fra år 4. Dette medfører også, at budgetperioden forkortes med et enkelt år, således denne nu er 14 år og år 15 er terminalåret. DCF-beregningen for scenarie 3 kan ses i bilag 5 (side 94).

- Lejeindtægter

Som det kan ses af modellen, er boliglejen og erhvervslejen endnu engang i overensstemmelse med den oprindelige beregning. Den forhøjede husleje, som følge af moderniseringer, bliver nu allerede indregnet fra år 4. Dette har vi gjort ved at fremdiskontere de tal, som ligger til grund for moderniseringer, i lighed med scenarie 1.

Dette medvirker, at lejeindtægterne udvikler sig fra 3.528.009 kr. i år 1 til 8.017.293 i år 14.

- Driftsomkostninger

I dette scenarie er den eneste forskel i driftsomkostningerne, at budgetperioden er anderledes. I praksis ville man formentlig se, at de grønne investeringer ville nedbringe nogle driftsomkostninger, såsom eksempelvis varme. Men da vi ikke har data til at underbygge og beregne dette, har vi antaget at driftsomkostninger er uændrede.

Disse uændrede driftsomkostninger gør, at nettodriftsindtægten i dette scenarie udvikler sig fra 1.069.273 i år 1 til 9.907.400 i år 14.

- Løbende investering i modernisering

Under løbende investeringer har vi valgt at indskyde de omkostninger, som initiativet om det grønne incitament medfører. Som tidligere nævnt er det samlede beløb, der skal investeres, på 18.033.000 kr. Det er en forholdsvis stor renovering, som sandsynligvis vil strække sig over længere tid. Derfor har vi antaget, at denne omkostning indregnes lineært over en treårig periode med 6.011.000 kr. pr. år.

Som følge af, at disse investeringer foretages indenfor de første tre år, er der således mulighed for at huslejekforhøjelserne kan indregnes allerede fra år 4. Beregningen af omkostningen er foretaget ligesom i scenarie 1, og vi har altså fremskrevet det beløb, som det forventes, at renovering koster pr. m2, til år 4. Øvrige forudsætninger, som danner grundlag for beregningen, er uændret.

Som det fremgår af beregningen, er omkostningen til at forbedre energiklassen fra D til C fra scenarie 2, fjernet i scenarie 3. Energiforbedringen er en forudsætning for, at der overhovedet kan opkræves husleje på baggrund af § 5, stk. 2. Vi har dog antaget, at investeringen, i forhold til det grønne incitament, indebærer at ejendommen som minimum bliver bragt op på energiklasse C, hvorfor den særskilte forbedring er taget ud.

- Markedsværdi

Driftsbudgettet i scenarie 3 viser, at cash flowet udvikler sig fra -4.941.727 kr. i år 1 til 9.907.400 kr. i år 14. Herudover er terminalværdien i år 15 beregnet til 268.160.287 kr. Ved at tilbagediskontere disse beløb, giver det en nutidsværdi på 134.400.000 kr. Tillagt byggeretsværdien opnår ejendommen en samlet markedsværdi på 139.700.000 kr., svarende til 22.090 kr. pr. m2. Dette er 9.200.000 kr. lavere end den værdi, vi beregnede i scenarie 1, og 6.300.000 kr. lavere end den beregnede værdi i scenarie 2.

5.4.5 Delkonklusion

Som det ses ved at sammenholde den oprindelige DCF-beregning med de udarbejdede scenarier, vil implementering af aftalen om lovændringer i boligreguleringsloven, få stor betydning for værdiansættelsen af investeringsejendomme i fremtiden. Ejendommen vi har taget udgangspunkt i

blev oprindeligt vurderet til 171.100.000 kr., hvor de tre udarbejdede scenarier medførte værdier fra 139.700.000 kr. til 148.900.000 kr.

De forskellige scenarier stiller også forskellige krav til virksomhedernes kapitalberedskab. I den oprindelige beregning er der således kun negativt cash flow i de første to år, hvorimod scenarie 2 og 3 har negativt cash flow i henholdsvis 7 og 5 år. Dette skyldes altså, at der for disse to scenarier er indregnet store investeringer fra start, men hvor huslejen først kan hæves på baggrund heraf senere. Her vil der således være behov for, at virksomheder har den nødvendige likviditet til at dække dette, inden de vil begynde at tjene penge på ejendommen.

Dog kan det konkluderes ud fra de beregnede scenarier, at det ved implementering af de nye lovændringer, være mest rentabelt, at udskyde investeringerne med karenperioden. Dette vil som nævnt medføre en nedskrivning på 22.200.000 kr. i forhold til den oprindelige værdiansættelse. Dette er selvfølgelig udelukkende bedømt ud fra det målingsmæssige synspunkt af ejendommen, således man kan opretholde den højest mulige værdi på ejendommen. I praksis, kan der være andre faktorer der bevirker, at en virksomhed vil vælge at foretage investeringer fra start.

5.4.6 Forrentningskrav

Forrentningskravet er som tidligere beskrevet det afkast, som skal kompensere investorernes risici. Forrentningskravet er således investorens ønskede krav til afkast. Sædvanligvis er forrentningskravet for investeringsejendomme konstrueret som en sammenfatning af den risikofrie rente og en risikopræmie. Den risikofrie rente sidestilles oftest med afkastet på en middellang statsobligation. Hvis budgetperioden eksempelvis er en 10-årig periode, vil man se på en 10-årig statsobligation til sammenligning. Risikopræmien er sammensat af markedsrisici og specifikke risici. Markedsrisici vil påvirke forrentningskravet i større eller mindre grad. Af specifikke markedsrisici for investeringsejendomme kan nævnes:

- Salgsproces ved afståelse

En af de faktorer, som påvirker en investors afkastkrav, er muligheden for at sælge, når ejendommen ikke længere skal bruges. I modsætning til aktier og obligationer som handles dagligt, er der oftest en længere salgsproces vedrørende ejendomme. Der er nødvendigvis ikke den rette køber i markedet,

eller også skal køberen kreditgodkendes inden handlen kan effektueres, hvilket altså vil forhale salgsprocessen. Dette vil øge risikofaktoren ved at investere i ejendomme, og dermed også forøge en investors afkastkrav.

- Risiko ved estimering af markedslejeforventninger

En anden faktor, der skal tages højde for, er usikkerheden ved de estimerede lejeindtægter. Den leje som en virksomhed vil kunne opkræve, er styret af udbud og efterspørgsel, og denne vil ændre sig over tid. I et driftsbudget vil man altså ikke nødvendigvis kunne opkræve den samme husleje for den samme ejendom i år 10 som i år 1. Et ustabilt marked, hvor lejen varierer meget, vil forøge risikofaktoren og et roligt marked vil modsat mindske denne.

- Risiko ved estimering af forrentningskrav

I forrentningskrav skal der også indregnes en risiko ved fastsættelse af netop dette. Markedet udvikler sig hele tiden, og man vil således være afhængig af aktørernes evne til at forstå markedet. Forståelsen af markedet indebærer eksempelvis at forudsige fremtidige ændringer. Disse forudsigelser er afhængige af, at der er adgang til markedsanalyse, samt at disse er pålidelige. Ligesom med lejen vil et usikkert og ustabilt marked forøge risikofaktoren, hvorimod et roligt og pålideligt marked vil mindske denne.

- Risiko ved beliggenhed og udvikling i trends

Beliggenhed er vigtigt hos de fleste mennesker, når de skal vælge en ny bolig. Derfor har en investeringsejendoms beliggenhed også betydning for værdiansættelsen. Befolkningens opfattelse af beliggenheder ændres dog, hvilket er en risikofaktor, som skal indregnes i afkastkravet. Herudover kan der også være forskellige trends, som kan have påvirkning på dette. Det kunne eksempelvis være, hvis der blev en stigende tendens om, at folk i højere grad ønsker et stort alrum i stedet for opdelte stue og køkkener. Ville bygningen så være fleksibel til at kunne imødegå folks ændrede forventninger til en bolig ved en eventuel renovering?

- Risiko i forbindelse med lovændringer

Politik og eventuelle lovændringer vil også påvirke afkastkravet hos investorer. Udsigten til stramme reguleringer på boligudlejningsmarkedet vil påvirke attraktiviteten ved til at investere i ejendomme. Jo strammere lovgivning – eller udsigt hertil, desto højere forrentningskrav.

Disse markedsrisici, også kaldet systematiske risikofaktorer, er altså gældende for samtlige investeringsejendomme på markedet. Der findes dog også risici, som er forbundet til den enkelte ejendom. Dette er altså de specifikke risici eller usystematiske risikofaktorer, som også skal indregnes i forrentningskravet. I forhold til investeringsejendomme kan nævnes:

- Manglende lejebetaling
- Tomgang
- Administration og vedligeholdelse

Disse påvirker i større eller mindre grad, men oftest vil disse risici allerede være indregnet i de budgetterede pengestrømme, og det vil derfor påvirke forrentningskravet i mindre grad end de markedsræssige risici.

I relation til ændringen i boligreguleringsloven specifikt, kan dette altså sammenlignes med markedsrisiciene. Helt konkret har denne effekt på risikoen ved estimering af lejeindtægterne samt risikoen i forbindelse med lovændringer. Aftalen om en ændring af BRL § 5, stk. 2 har jo som tidligere påvist, en effekt i de budgetterede lejeindtægter. Denne lovimplementering har vi dog allerede indregnet effekten af i tidligere afsnit, og det vil således kun være risikoen for yderligere stramninger, som vil skulle indregnes i forrentningskravet. Dette kunne eksempelvis være, hvis investorerne var nervøse for, at politikkerne ville foretage yderligere stramninger, såfremt de ikke mente, at den første lovændring havde effekt nok. En sådan frygt ville altså påvirke forrentningskravet.

I og med at effekterne af lovændringen allerede er indregnet i værdiansættelsen tidligere, er det svært at sige, hvad den yderligere ændring i investorers afkastkrav ville blive. I næste afsnit vil vi dog alligevel forsøge at belyse effekten af ændrede forrentningskrav ved hjælp af en følsomhedsanalyse.

5.4.7 Følsomhedsanalyse

I den oprindelige beregning lå forrentningskravet på 3,75%, hvilket ligger tæt op ad det forrentningskrav, som Colliers har opgjort i deres markedsrapport for 4. kvartal 2019¹¹. Her kan det ses, at de for København, som omfatter både Københavns og Frederiksberg kommune, angiver forrentningskrav på 3,5% for primær og 3,75% for sekundære. Hvis man ser på udviklingen af dette, fremgår det af i markedsrapporten for 1. kvartal 2020, at disse hver især er faldet med 0,25%-point til henholdsvis 3,25% og 3,5%¹². Markedsrapporten er udgivet 23. marts 2020, hvilket altså er efter, at aftalen om ændringen af boligreguleringsloven blev indgået. Dette kunne således tyde på, at afkastkravet på markedet ikke er ændret som følge heraf. I og med aftalen ikke er endeligt på plads, vil vi dog formentlig først kunne se den endelige påvirkning i markedsrapporten for 2. eller 3. kvartal 2020.

I vores følsomhedsanalyse, har vi taget udgangspunkt i den DCF-beregning vi udarbejdede i scenarie 1. Det er således den DCF-model, som giver den højeste værdiansættelse ud fra de indregnede kriterier, som ændringen i boligreguleringsloven medfører. Som det kan ses af beregning, som fremgår af bilag 6 (side 96), har vi ændret forrentningskravet marginalt fra 3,75% til 4%. Beregningen viser, at en ændring på 0,25%-point på forrentningskravet medfører, at værdien af ejendommen falder fra 148.900.000 kr. til 136.400.000. Dette skyldes altså, at forrentningskravet indgår i diskonteringsrenten, som bruges til at tilbagediskontere de løbende cash flows til nutidsværdi. Des højere forrentningskrav, des lavere værdi.

5.4.8 Delkonklusion

Forrentningskravet er sammensat af en række systematiske samt usystematiske risikofaktorer. De systematiske risikofaktorer rammer hele markedet, hvor de usystematiske risikofaktorer kun vil påvirke forrentningskravet på den enkelte ejendom. Der skal således tages stilling til salgsproces ved afståelse, fremtidige lejeindtægter, risiko ved beliggenhed samt lejernes ønsker, risiko ved lovændringer på lejemarkedet og meget mere, når investors afkastkrav skal fastlægges. Alle disse faktorer påvirker ejendommens værdiansættelse, og som det er belyst i vores følsomhedsanalyse, skal

¹¹ Colliers PULS – 4. Kvartal 2019

¹² Colliers PULS – 1. Kvartal 2020

der således ikke ændres meget på forretningskravet, før det får stor indvirkning på markedsværdien og således også på den værdi, som ejendommen er indregnet til i en virksomheds årsregnskab.

6. COVID-19

6.1 COVID-19 i Danmark

I analysen i del 5 har vi beskæftiget os med og analyseret, hvad påvirkningen af ændringen af BRL § 5, stk. 2 har af betydning for værdiansættelsen af ejendommen på Frederiksberg. Lovændringen er i høj grad vedtaget for at begrænse mængden af opkøb af gamle boligudlejningsejendomme. Denne type investeringer foretages ofte i opadgående tider, hvor markedet er stabilt, og hvor der er stigende efterspørgsel efter nyrenoverede lejligheder til en høj pris, hvilket har været meget relevant de seneste år. Efter coronaepidemien ramte landet i marts 2020, er markedet på kort tid vendt. Landet er i en usikker tilstand, og man ved endnu ikke, hvilke følger spredningen af virusset får for nationaløkonomien og verdensøkonomien i øvrigt. Derfor er den nye boligreguleringslov ikke nødvendigvis den største bekymring for investering i og værdiansættelse af ejendomme. Det er i højere grad udviklingen i økonomien, og dennes påvirkning på boligmarkedet og investering i udlejningsboliger, herunder værdiansættelsen af disse. Dette vil vi derfor analysere i det kommende afsnit.

6.1.1 Lock Down

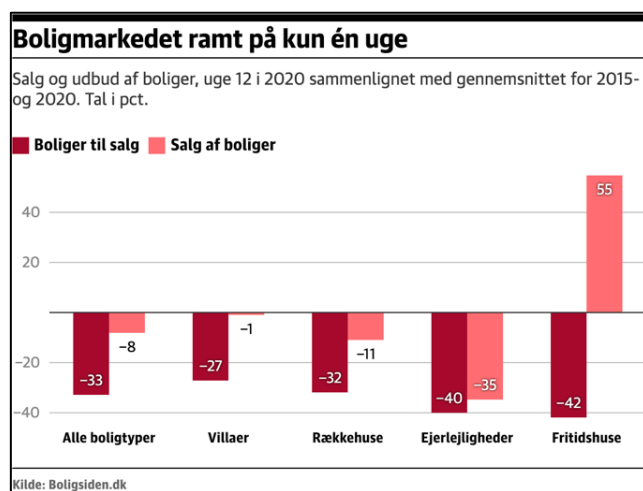
COVID-19 – også kaldet coronavirus – har spredt sig som ringe i vandet verden over siden start af 2020. Efter de første konstateret smittetilfælde i Danmark, og med den høje hastighed af smittespredning, så regeringen sig nødsaget til at lukke store dele af landet ned. Befolkningen skal opholde sig hjemme i det omfang, det er muligt. Cafeer, restauranter, biografer og fornøjelsesaktiviteter generelt er tvunget lukket. Der er allerede over 45.000¹³ mennesker, der har meldt sig ledige som følge af krisen, og ledigheden vil forventeligt stige yderligere. Efterspørgslen vil falde i takt med stigende ledighed, samt at befolkningen vil være mere påpasselige med at bruge deres penge.

¹³ Artikel fra Finans: Antallet af arbejdsløse under coronakrisen rundt 45.000

6.1.2 Boligmarkedet

Som følge af coronakrisen er aktiviteten på boligmarkedet stilnet af. Økonomer mener, at effekten heraf vil komme til at afspejle sig i priserne. Analyser har vist, at der er sket et væsentligt fald i udbuddet af boliger, samt et mindre fald i salg. Krisen skaber usikkerhed på boligmarkedet, og det afspejler sig i udviklingen af salg og udbud. Udbuddet er på landsplan faldet med ca. 33 % og salget med 8 % sammenlignet med samme periode for de seneste 5 år.

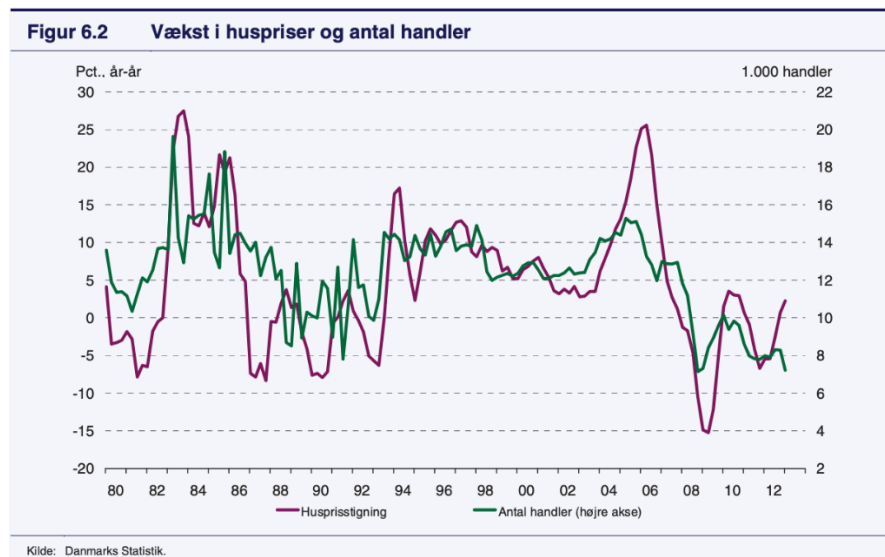
Dette er et sammendrag af alle boligtyper. Det ses af figur 6.1, at udbuddet af alle typer af boliger er faldet markant. Salgene er ligeledes faldet på alle boligtyper bortset fra fritidshuse. Udsigterne til at rejse i sommerferien 2020 er meget usikre som følge af coronaviruset. Mange landegrænser er lukkede, og regeringen har indtil nu opfordret til at aflyse al unødigt rejseaktivitet. Derfor giver det ganske god mening, at befolkningen ikke er interesseret i at sælge deres fritidshuse.



Figur 6.1 – Artikel fra Finans;
Coronakrisen rammer allerede boligmarkedet:
Markant færre salg

Det er formentlig også årsagen til, at salget af fritidshuse er steget så markant sammenlignet med tidligere år. Derudover er dem, som allerede i forvejen har et fritidshus, ikke interesseret i at sælge, da de forventer at skulle bruge det i sommeren 2020. Når man ser på, hvordan boligmarkedet blev påvirket tilbage under Finanskrisen, er der visse ligheder med udviklingen som vist på figuren ovenfor. Dette kan give grund til bekymring. Udviklingen i huspriser og antallet af handler før og under Finanskrisen, er illustreret ved nedenstående figur 6.2. Det fremgår heraf, at antallet af handler faldt væsentligt mellem 2007 og 2008, hvilket fremgår af den grønne graf. Dette medførte voldsomme fald i huspriserne i samme periode. Når man sammenligner dette forløb med den status, der er på boligmarkedet på nuværende tidspunkt grundet coronakrisen, er der altså grund til at frygte, at et lignende kollaps på boligmarkedet, kan ske igen. Boligpriserne målt pr. kvadratmeter er rekordhøje nu, og mange steder i landet, også højere end før Finanskrisen. Det er dog på nuværende tidspunkt

meget tidligt i kriseforløbet at konkludere, hvad effekten egentlig vil være af virusspredningen, men som investor er det vigtigt at tage stilling til disse faktorer ved investering i en ejendom, og i øvrigt investeringer i det hele taget.



Figur 6.2 – Rapport fra Erhvervs- og vækstministeriet: Den Finansielle Krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring

Udviklingen har ligeledes vist sig på aktiemarkedet, hvor det er tydeligt, at usikkerheden om fremtiden har påvirket handlerne. Der er ingen, der ved, hvor længe krisen vil stå på, og hvilke konsekvenser den vil medføre. Forbruget er på mange måder gået i stå, og dette vil medføre – og har allerede medført – stigende arbejdsløshed og virksomheder, der går konkurs. Når markedet generelt er usikkert, afspejler det sig netop i aktier, da dette er investering i virksomheder. Når udsigterne til virksomhedernes fremtidige indtjening bliver usikker, påvirker dette naturligvis investeringerne.

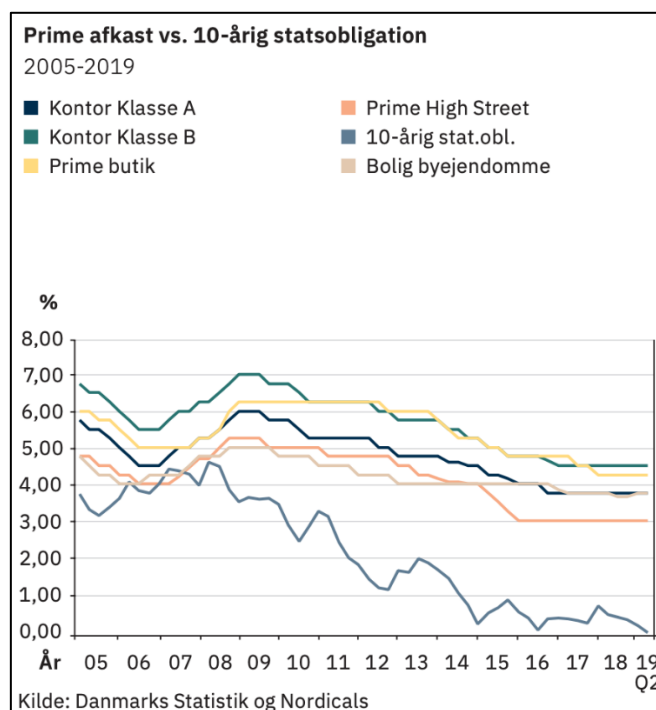
6.1.3 Analyse af påvirkningen på DCF-parametre

Når markedet generelt er usikkert, vil man som investor have et højere afkastkrav end ved en investering uden usikkerhed og dermed uden risiko. En *risikofri investering* giver en *risikofri rente*. Det vi sige, at jo mere usikkerhed, der er forbundet med investeringen, desto større afkast vil kræves. Det er derfor afgørende for værdiansættelsen af ejendomme og investeringer generelt, hvordan markedet er på tidspunktet for opgørelsen af værdiansættelsen. Afkastkravet vil derfor naturligt blive højere i krisetider end i opadgående tider uden udsving. Derfor kan Coronakrisen have væsentlig

effekt på værdiansættelserne af ejendommene sammenlignet med, hvad de tidligere har været indregnet til.

Det fremgår af figur 6.3, at afkastkravet på boligejendomme steg med ca. 1 %-point fra 4 % til 5 % i perioden 2006 til 2008, da Finanskrisen for alvor satte sit præg i den danske økonomi. Man kan samtidig se, at det falder igen fra omkring 2009, og er ligeledes faldet siden. Det fremgår af Colliers markedspulsrapport fra først kvartal 2020, at afkastkravet på boligejendomme i København ligger i niveauet 3,25 % – 3,50 %¹⁴. Faldet er altså fortsat ind i det første kvartal af 2020. Coronaviruset fik først rigtig sin påvirkning på den danske økonomi, da landet lukkede ned i midten af marts måned. Derfor er effekten af viruset på afkastkravet ikke som udgangspunkt at se i den seneste rapport. Ud fra udviklingen under finanskrisen, er der dog stor sandsynlighed for, at afkastkravet vil blive påvirket af krisen. Dette hænger også sammen med den udvikling, der er sket på aktiemarkedet som før nævnt, samt den generelle usikkerhed, der som bekendt også er på det danske marked og på verdensøkonomien i det hele taget.

Hvis man kigger nærmere på den graf, der afspejler renten på en 10-årig statsobligation, faldt denne efter finanskrisen. Nationalbanken har siden finanskrisen løbende sænket den ledende rente for at sætte gang i befolkningens forbrug. I finanspolitikens logik bør inflationen stige, når renten falder, men det er ikke tilfældet – dette vender vi tilbage til. Den 10-årige statsobligationsrente er også betegnet som den risikofrie rente. Det vil sige, at denne også påvirker afkastkravet. Afkastkravet er som nævnt bestående af den risikofrie rente og risikopræmien.



Figur 6.3 – Fra Nordicals Erhvervsmæglere:
Markedsrapport, efterår 2019

¹⁴ Colliers PULS – 1. Kvartal 2020

Dette hænger sammen med udviklingen i afkastkravet i figuren. Afkastkravet er ligeledes faldet i takt med den risikofrie rente. Den er dog ikke faldet ligeså meget, hvilket skyldes, at der stadig er en risikopræmie forbundet med investeringerne.

Den risikofrie rente er i øjeblikket negativ, hvilket vil sige, at hvis man sætter sine penge i den investering, som efter sigende skulle være den mindst risikofylde, så får man negativt afkast – man betaler altså penge for at investere dem. Det gælder dels investering i statsobligationer samt placering af pengene i banken. I begge tilfælde betaler man negativ rente af sit indestående / sin investering. Dette motiverer virksomheder til at investere deres penge i investeringer med højere risiko, for at sikre, at man som minimum får et nul-afkast.

Som vist på figur 6.4 er den risikofrie rente steget markant på kort tid fra -0,8 % til -0,2 % i 2020. Det skyldes, at usikkerheden på markedet er steget som følge af coronakrisen. Risikoen er dermed forøget ved investering i statsobligationer. Dog er der stadig investorer, som er villige til at sætte deres penge så sikkert som muligt, mod at betale en smule i rente. Den risikofrie rente er som nævnt med i beregningen af afkastkravet og dermed i diskonteringsrenten, hvorfor denne kan spille en væsentlig rolle i værdiansættelsen.



Figur 6.4 – Artikel fra Finans;

Presset på realkredit og statsobligationer stiger: Danmarks rolle som sikker havn er udfordret

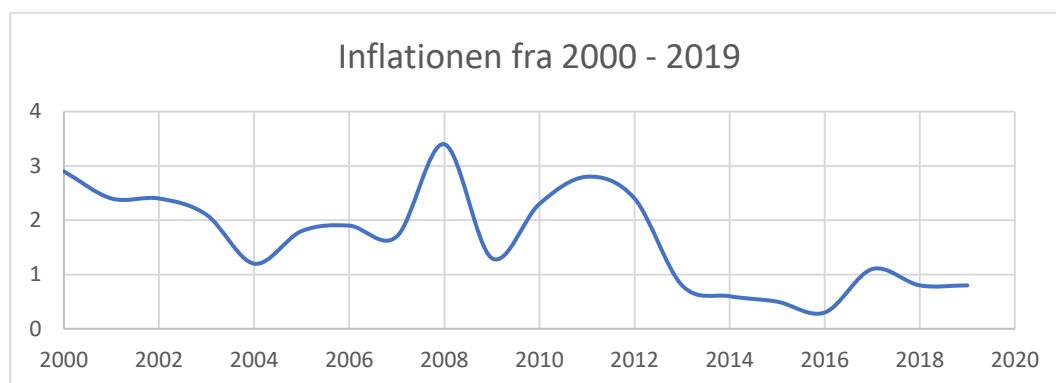
Markedsrenten bliver – som ordet antyder – bestemt af markedet. Renten er således bestemt af udbud og efterspørgsel på obligationer. Det vil sige, at hvis en investering i obligationer pludselig giver et væsentligt højere afkast grundet usikkerhed på markedet, vil denne investering dermed være mere attraktiv og således påvirke afkastkravet ved en alternativ investering som for eksempel køb af investeringsejendomme. Når man som virksomhed skal værdiansætte en ejendom og i den forbindelse skal opgøre afkastkravet, tages der udgangspunkt i den risikofrie rente tillagt det forventede afkast fra investors side. Derfor er afkastet på den alternative investering vigtig for fastsættelsen af afkastkravet. Det er derfor vigtigt at se på, hvordan renteniveauet udvikler sig på markedet, således man kan fastsætte afkastkravet derefter.

Når man skal opgøre dagværdien på en ejendom i den DCF-model, tilbagediskonteres fremtidige pengestrømme til tidspunkt 0. Det vil sige man ”renser” fremtidige pengestrømme for inflation, for at få nutidsværdien af dem. På denne måde kan man se, hvad de forventede nettopengestrømme er værd på tidspunkt 0. Derfor er inflationen en vigtig faktor i værdiberegningen, og denne bør tilpasses til de markeds-mæssige forhold på det pågældende tidspunkt. Når markedet er usikkert, og det medfører konkursramte virksomheder, stigende arbejdsløshed og faldende forbrug, vil det automatisk have en effekt på inflationen, da efterspørgslen falder. Det er derfor vigtigt at tage forbehold for denne ændring i beregningen af værdiansættelsen.

Når man ser på udviklingen i inflationen over de senere år jf. figur 6.5, har inflationen generelt været på et historisk lavt niveau i perioden efter 2013. Den har ligget mellem 0,3 og 1,1 %, med et gennemsnit på 0,7 % over de 7 år. Dette er meget usædvanligt, da Nationalbanken blandt andet har sænket den ledende rente løbende, for at sætte gang i det offentlige forbrug med henblik på at hæve inflationen. Det har som vist ikke haft den ønskede effekt. I perioden 2008 til 2012 lå inflationen i gennemsnit på 2,5 %, hvorfor et gennemsnit på 0,7 % er meget lavt. Dette er både set i forhold til perioden op til, men også historisk. Det fremgår ligeledes tydeligt, at inflationen faldt væsentligt efter Finanskrisen for alvor ramte landet i 2008. Til gengæld steg den igen, da markedet begyndte at vende, blandt andet i forbindelse med hjælpepakke mv. – dog ganske kortvarigt. I 2013 var inflationen rekordlav, hvilket fortsat menes at være konsekvenser af den finansielle krise. Der var på daværende

tidspunkt stadig stor ledighed, og det var svært at lave gode lønforhandlinger, hvilket skærpede efterspørgslen og dermed prisstigningerne¹⁵.

I krisetider tilbyder regeringen hjælpepakker for at forsøge at begrænse ledigheden og mængden af konkurser. Dette gjorde de således også i forbindelse med finanskrisen. Sådanne tiltag medfører stigende efterspørgsel og dermed stigende priser. Dette afspejlede sig i udviklingen af inflationen i årene efter Finanskrisen. Krisen har dog senere medført, at befolkningen er blevet mere påpasselige med deres penge, og sparer nu flere penge op, og er mere påpasselige med forbruget, hvis man skulle havne i en sådan krise igen. Det forklarer også den begrænsede inflation i perioden efter finanskrisen, hvor niveauet altså har været usædvanlig lavt sammenlignet med tidligere. Udviklingen er illustreret ved nedstående figur 6.5.



Figur 6.5 - Data fra Danmarks statistik: Forbrugerprisindeks

Det giver stof til eftertanke i forhold til den krise, landet befinder sig i nu. Det er svært at forudse, hvordan efterspørgslen vil påvirke inflationen, da den er så lav, som den er allerede. Umiddelbart kan man forestille sig, at med regeringens hjælpepakker til de danske virksomheder, vil det påvirke inflationen positivt i lighed med udviklingen fra 2009 til 2011. Der er dog samtidig risiko for, at befolkningen bliver mere påpasselige med forbruget og opsparingen end de allerede i forvejen er, hvilket kan medføre at inflationen ender helt i 0, eller måske endda i deflation. Dette afhænger formentlig af, hvor længe nedlukningen står på, samt hvor stor ledigheden bliver. Inflationen er under alle omstændigheder en vigtig faktor at tage hensyn til ved værdiansættelsen i nedadgående tider.

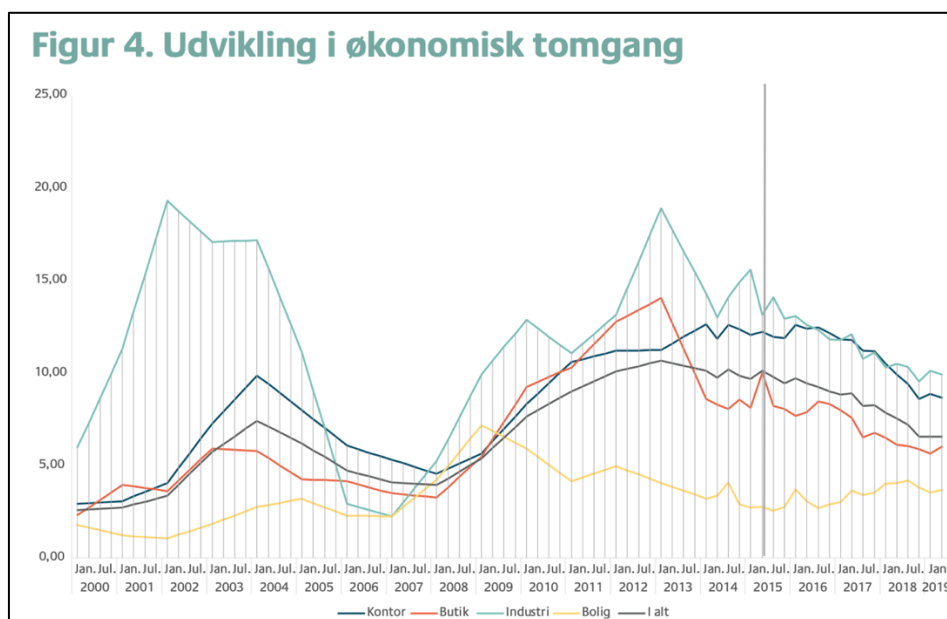
¹⁵ <https://www.dr.dk/nyheder/penge/rekordlav-inflation-i-2013>

I forbindelse med Coronaviruset har regeringen påbudt lukning af en række brancher med henblik på at begrænse smittespredningen så meget som muligt. Dette gælder særligt indenfor fornøjelser og generelt indkøb i storcentre og andre lejligheder, hvor befolkningen opholder sig tæt sammen på begrænset plads. Derfor har regeringen ligeledes lavet hjælpepakker til de danske virksomheder, særligt dem, som er tvunget lukket. Det er svært at sige, hvorvidt det vil medføre stigning i inflationen på samme måde, som det gjorde i finanskrisen. En af de væsentlige forskelle på de to kriser er blandt andet, at det under coronakrisen slet ikke er muligt at foretage sig de ting, som man normalt plejer – såsom at gå en tur i biografen, tage i svømmehallen, ud og spise osv. Selvom regeringen sætter flere penge ud i samfundet, kan befolkningen ikke på samme måde bruge dem. Det er dog naturligvis en investering på den lange bane således at forbruget bør stige, når regeringen åbner landet gradvist op igen.

Da coronakrisen fortsat er en meget usikker størrelse, er det svært at sige noget om, hvorvidt hjælpepakkerne vil påvirke inflationen i 2020. Såfremt landet først åbner rigtigt op i 2021, vil en eventuel påvirkning af inflationen først være at få øje på der. Derfor kan det være svært som investor at fastsætte inflationen i værdiansættelsesmodellen i disse tider. Det kan give et forkert billede af ejendommens værdi, hvis man eksempelvis renser de fremtidige pengestrømme med en inflationsprocent, der er lavere, end hvad den reelle inflation bliver. Alle værdiansættelsesmodeller er baseret på ikke-observerbare input, hvorfor værdiansættelserne er belagt med høj grad af regnskabsmæssigt skøn. Der bør derfor være ekstra skærpet opmærksomhed på stillingtagen til begrundelsen for valget af de forskellige parametre ved gennemgang eller udarbejdelse af en værdiansættelsesmodel. Dette gælder naturligvis generelt, men det gælder særligt i usikre tider, hvor markedet ændrer sig hele tiden.

En anden konsekvens man så i forbindelse med finanskrisen var stigende tomgang på lejemål. Som det fremgår af figur 6.6, stiger tomgangen på boligudlejning (gul graf) fra primo 2007 til primo 2009. Det fremgår af figuren, at tomgangen steg fra ca. 2 % til ca. 6 % - altså en tredobling på ca. 2 år. Der er altså tendens til stigende tomgang i krisetider. Dette er meget afgørende for værdiansættelsen af en ejendom, da det har direkte påvirkning på de fremtidige pengestrømme. Hvis lejemål står tomme, er der dermed ingen indtægt og pengestrømmene vil derfor være mindre. Det er derfor vigtigt at

tage kritisk stilling til, hvorvidt det kan blive et problem at genudleje lejemålene, når beboere fraflytter og i så fald, hvor længe de vil stå tomme.



Figur 6.6 – Fra EjendomDanmark: Markedsstatistik – tomgang, april 2019

6.1.4 Delkonklusion

Coronakrisen har medført mange økonomiske problemstillinger efter dens spredning verden over. Krisen har skabt stor usikkerhed om fremtiden, og der er ikke på nuværende tidspunkt klarhed over, hvor længe krisen vil stå på, og hvor alvorlige konsekvenser den i sidste ende vil medføre. Krisen har allerede sat sit præg på boligmarkedet. Aktiviteten på boligmarkedet er stilnet af efter virussets udbredelse i Danmark, og har således medført, at færre boliger sættes til salg, og ligeledes er antallet af handler også faldet. Denne udvikling er interessant, fordi man under Finanskrisen så samme tendens. Dette betyder, at der er risiko for, at boligpriserne vil falde i den kommende tid i lighed med udviklingen under Finanskrisen.

Når fremtiden er usikker, medfører det højere afkastkrav fra investors siden i forhold til opadgående stabile tider. Som investor investerer man i fremtidige pengestrømme, og når fremtidsudsigterne er mere risikofyldte som følge af usikkerhed, er det klart, at afkastkravet på investeringen er højere. Dette har dermed direkte indflydelse på værdiansættelsen af boligudlejningsejendomme, da investors afkastkrav naturligvis vil stige i disse tider. Under Finanskrisen steg afkastkravet på boligudlejningsejendomme fra 4 til 5 %. Det er derfor yderst relevant at tage stilling til dette, ved

værdiansættelsen af en investering. Dette er derfor en faktor, der vil medtages i forbindelse med analysen af ejendommen på Frederiksberg i det næste afsnit.

Den usikre fremtid og dennes påvirkning på fastsættelsen af DCF-parametrene, er belagt med høj grad af regnskabsmæssigt skøn. Derfor kan man stille spørgsmålstejn ved, hvordan denne type værdiansættelse, og dermed indregningen og målingen i regnskabet opretholder kravet om, at regnskabsinformation skal være valid, som det fremgår af de fundamentale kvalitative egenskaber i begrebsrammens niveau 2. Ved valid menes altså, at regnskabsinformation skal være *fuldstændig*, *neutral* og *fejlfri*. Informationen er formentlig fuldstændig ved oplysning om ejendommens værdi, men neutral og særligt fejlfri er næsten umulige at opfylde. I og med, at værdien er opgjort på baggrund af forventninger og ikke observerbare input, er denne også i høj grad subjektiv, og dermed langt fra neutral. Endvidere er det umuligt at lave en fejlfri værdiansættelse, når denne er baseret på forventninger og tal, som endnu ikke er realiseret. Ved anvendelse af eksempelvis kostprismetoden, er aktivet som bekendt indregnet til anskaffelsesprisen ved første indregning, og er dermed opgjort på baggrund af et validt tal. Aktivet bliver herefter værdiforringet over den fastsatte brugstid. Ved denne indregningsmetode er validiteten i højere grad opfyldt, da værdien af baseret på et faktisk tal, som man kan dokumentere, og ikke på forudsigelser eller forventninger.

En anden væsentlig faktor i værdiansættelsen, der påvirkes af krisen, er den risikofrie rente. Den risikofrie rente er betegnet som renten på en 10-årig statsobligation. Udviklingen af denne i 2020 har vist en væsentlig stigning fra -0,8 % til -0,2 % jf. figur 6.4, og medfører en påvirkning af afkastkravet. Det skyldes, at afkastkravet som før nævnt består af den risikofrie rente og risikopræmien. Derfor vil afkastkravet dels være påvirket af en højere risikopræmie som følge af usikre fremtidsudsigter, men derudover også af udviklingen i den risikofrie rente. Afkastkravet indgår som en del af diskonteringsfaktoren sammen med inflationen. Diskonteringsfaktoren er afgørende for værdiansættelsen, da det er denne, der skaber værdien af de fremtidige pengestrømme på tidspunkt 0.

Inflationen indgår altså som en del af diskonteringsfaktoren, og påvirker således nutidsværdien af pengestrømmene. Derfor er det aktuelt at se på udviklingen af denne, og ligeledes vigtigt at tage

stilling til, hvordan denne kan udvikle sig på baggrund af de aktuelle markedsforhold. Inflationen udviste et væsentligt fald i forbindelse med Finanskrisen. En stor del af befolkningen blev ledige, og efterspørgslen faldt. Efter regeringen støttede samfundet med diverse hjælpepakker, satte det igen gang i forbruget og inflationen steg således mellem 2009 og 2011. Herefter blev befolkningen mere sparsommelige og inflationen faldt historisk langt ned i 2013. I perioden efter 2013 og frem til i dag har inflationen ligget på et historisk lavt niveau. Det betyder, at hvis coronakrisen i lighed med Finanskrisen medfører fald i det offentlige forbrug og generelt mere opsparing, kan det måske medføre en inflation lig nul, eller endda deflation. Dette er som sagt afgørende at tage stilling til ved opgørelse af værdiansættelser, og det er ligeledes en faktor vi vil analysere påvirkningen af i forbindelse med værdiansættelsen af ejendommen på Frederiksberg.

Tomgang var ligeledes en konsekvens af Finanskrisen på boligudlejningsområdet. Fra slutningen af 2006 og frem til begyndelsen af 2009 steg tomgangen på lejelejligheder i Københavnsområdet fra ca. 2 % til ca. 6 %. Det tyder på, at det i krisetider kan være svært at få genudlejet fraflyttede lejemål. Udviklingen i tomgangen under Finanskrisen viser, at først i 2011 var den nede på 3 % og faldt således gradvist indtil 2015, hvor tomgangen var på ca. samme niveau som inden krisen. Det er dermed en periode på ca. 9 år, hvor tomgangen var højere end før krisen ramte. Dette kan gøre en stor forskel for den værdi ejendommen på Frederiksberg er opgjort til, hvis der ikke er forventet tomgang som følge af de senere års historik med begrænset tomgang. Hvorledes dette er behandlet i værdiansættelsen af ejendommen på Frederiksberg, vil analyseres i det næste afsnit.

6.2 Påvirkningen af COVID-19 på værdiansættelsen af ejendommen på Frederiksberg

Med udgangspunkt i det indledende afsnit af coronakrisens påvirkning på parametrene i DCF-modellen og på markedet generelt, vil vi nu se mere konkret på, hvordan den samlede værdiansættelse af ejendommen på Frederiksberg vil være påvirket af forholdene. Ejendommen er på nuværende tidspunkt værdiansat til 171.100.000 jf. bilag 1 (side 82). Der henvises til afsnittet omkring effekten af ændringen af BRL § 5, stk. 2 for information om de fastsatte faktorer i DCF-modellen. I det kommende afsnit belyses effekten af coronakrisen på de forskellige faktorer i værdiansættelsen samt et sammendrag af alle faktorerne, og deres samlede effekt på værdiansættelsen.

6.2.1 Afkastkrav

Som beskrevet i afsnit 6.1.3 er afkastkravet særligt påvirket, når markedet er usikkert. Afkastkravet steg på boligudlejning i hovedstadsområdet i forbindelse med Finanskrisen med 1 %-point fra 4 % til 5 %. Dette svarer til en stigning på 25 %. Hvor meget afkastkravet i sidste ende vil være påvirket af coronakrisen, vides først, når krisen er ovre. Udviklingen af coronakrisen har indtil videre fulgt udviklingen i startfasen af Finanskrisen på mange områder, hvorfor der er grund til at tro, at dette vil påvirke i samme grad som under Finanskrisen. Krisen er på nuværende tidspunkt stadig i sin begyndelse, når man taler om effekten af denne i samfundet.

Afkastkravet på boligudlejningsejendommen er fastsat til 3,75 % i værdiansættelsen af ejendommen på Frederiksberg. Ifølge markedsrapporten for Colliers vedrørende 1. kvartal 2020 lå afkastkravet på 3,50 % inden krisen for alvor ramte landet i marts måned. Med udgangspunkt i en stigning i afkastkravet på 25 %, stiger afkastkravet således til 4,38 %. Dette giver en diskonteringsrente på 5,88 %. Den forhøjede diskonteringsrente medfører en værdiforringelse af ejendommen på kr. 29.900.000, svarende til et samlet værditab på 17,5 % jf. bilag 7 (side 98). Hvorvidt ejendommen er indregnet efter ÅRL § 38 eller § 41 i regnskabet, er vi ikke klar over, men uanset hvilken paragraf, der indregnes efter, vil denne effekt have direkte eller indirekte påvirkning på egenkapitalen. For selskaber med investering som hovedaktivitet, og som primært beskæftiger sig med investeringsejendomme, herunder udlejningsejendomme til private, vil ejendommen ofte udgøre en væsentlig del af balancesummen. En sådan effekt vil ofte gælde alle ejendommene i et sådant selskab, og dermed medføre væsentlig påvirkning af egenkapitalen og balancesummen i det hele taget.

Afkastkravet er sammensat af den risikofrie rente og risikopræmien. Derfor kunne en anden mulighed for at teste effekten af krisen på afkastkravet være at tage udgangspunkt i den forventede udvikling af disse to faktorer. Det fremgår af figur 6.3, at den risikofrie rente steg i forbindelse med Finanskrisen, og man har allerede set en lignende tendens, da den risikofrie rente steg fra -0,8 % til -0,2 % på kort tid i 2020 jf. figur 6.4. I Colliers markedsrapport fra 1. kvartal 2020 var afkastkravet endnu ikke påvirket af den nuværende coronasituation. Derfor må afkastkravet på angivne 3,50 % være indeholdende en risikofri rente på -0,8 %. Dette svarer til en risikopræmie på 4,30 %. En stigning

i den risikofrie rente på 0,6 %-point medfører dermed en direkte stigning i afkastkravet på 0,6 %-point. Derudover må man antage af risikopræmien ligeledes stiger som følge af usikkerheden på markedet. Hvor meget denne stiger, er dog svært at finde direkte analyser omkring. Der tages derfor udgangspunkt i henholdsvis en stigning på 10 % og 15 % i en følsomhedsanalyse.

Med udgangspunkt i en 10%-stigning medfører det en risikopræmie på 4,73 %, hvilket giver et afkastkrav på 4,53 %. Ved indsætning af et afkastkrav på 4,53 % medfører dette en samlet værdi af ejendommen på kr. 135.200.000. Dette giver et samlet værditab på kr. 35.800.000 svarende til 21 % af den oprindelige værdi jf. bilag 8 (side 100). Ved en 15 %-stigning i risikopræmien stiger denne til 4,95 %, og dermed et afkastkrav på 4,75 %. Dette giver en samlet værdi kr. 127.300.000 og dermed et værditab på kr. 43.700.000 svarende til 26 % af ejendommens oprindelige værdi jf. bilag 9 (side 102).

Ovenstående to scenarier er baseret på delvist forudsigelser ud fra historisk erfaring og delvist reel udvikling, der allerede er set på markedet i form af rentestigningen. Stigningen i den risikofrie rente på 0,6 %-point, medfører alene et værditab på ejendommen på kr. 10.500.000 svarende til 6 %. Dette er et minimum af effekten på afkastkravet, da det er den eneste faktor, der endnu er dokumenteret. Man må dog også forvente en påvirkning af risikopræmien, hvorfor afkastkravet altså som minimum vil stige med 0,6 %-point.

6.2.1.1 Delkonklusion

Påvirkningen af afkastkravet er afgørende for værdiansættelsen af ejendommen. Dette er særligt påvirket i krisetider, da usikkerheden påvirker risikopræmien. Derudover påvirkes den risikofrie rente også, da markedet bliver mere usikkert, og investorer vil derfor kræve et højere afkast ved investering i obligationer. Afkastkravet på boligudlejningsejendomme steg 25 % i forbindelse med Finanskrisen. I værdiansættelsen af ejendommen på Frederiksberg er der anvendt et afkastkrav på 3,75 %. Dette vurderes umiddelbart for lavt set i lyset af udviklingen under Finanskrisen og de forhold, der er på markedet nu. Med en lignende stigning i afkastkravet på 25 % medfører det en værdiforringelse på kr. 29.900.000, svarende til knap 18 % af ejendommens værdi. Det er en væsentlig forskel fra den værdi, som ejendommen oprindeligt var indregnet til.

Afkastkravet er som bekendt bestående af den risikofrie rente og en risikopræmie. Hvis man ser på disse to særskilt, kan man på denne måde også komme med et bud på, hvordan afkastkravet vil blive påvirket af den nuværende coronakrise. Vi har allerede set, at den risikofrie rente er steget med 0,6 %-point på kort tid grundet coronakrisen. Derudover vil risikopræmien automatisk stige som følge af usikkerhed på markedet. Hvis investor er mere usikker på at få sin investering igen, vil han automatisk kræve et højere afkast. Derfor har vi ligeledes testet effekten af et forøget afkastkrav baseret på stigningen i henholdsvis den risikofrie rente og risikopræmien. Afhængig af stigningen i risikopræmien på henholdsvis 10 % eller 15 %, ville dette medføre en værdiforringelse på ejendommen på henholdsvis kr. 35.800.000 og kr. 43.700.000.

Dette fortæller, hvor stor en indvirkning coronakrisen kan have på afkastkravet og dermed på ejendomsværdien. Det betyder, at man som ejer af ejendommen må nedskrive ejendommen med minimum 30 mio. kr., hvilket påvirker egenkapitalen negativt. I selskaber, hvor der primært er aktivitet med investering i udlejningsejendomme, kan denne effekt være katastrofal. Mange selskaber, der investerer i ejendomme med henblik på udlejning, vil have en aktivsum, der primært er bestående af ejendomme. Hvis disse selskaber må nedskrive samtlige af deres ejendomme med ca. 20 %, kan det i nogle tilfælde medføre negativ egenkapital og udfordringer med fortsat drift.

6.2.2 Inflation

Inflationen er i den oprindelige værdiansættelse fastsat til 1,5 %. Inflationen har de senere år været historisk lav, og selvom Nationalbanken løbende har sænket den ledende rente, har det ikke haft den ønskede effekt om en højere inflation. Diskonteringsrenten er sammensat af afkastkravet og inflationen, hvorfor inflationen har direkte indflydelse på den faktor, man anvender til tilbagediskonteringen af pengestrømmene. Ved fastsættelsen af inflationsniveauet anvendes det forventede gennemsnit af udviklingen i inflationen pr. år over budgetperioden. Som beskrevet var der under Finanskrisen store udsving i udviklingen af inflationen i perioden under og efter krisen. Ser man på et samlet gennemsnit over de seneste 10 år, har inflationen ligget på 1,24 % om året, hvorfor inflationsestimatet umiddelbart er højt sammenlignet med de historiske tal.

I forbindelse med Finanskrisen steg inflationen markant fra 2007 til 2008, men faldt dog lige så fra 2008 til 2009. Hvorvidt inflationen vil udvise samme tendens i coronakrisen er ikke nemt at sige.

Inflationen er væsentligt lavere nu sammenlignet med før Finanskrisen, hvorfor de to ikke kan sammenlignes på samme niveau. Som nævnt tidligere i opgaven har inflationen ligget på et gennemsnit på 0,7 % siden 2013. Hvis krisen medfører fald i inflationen, som man kan forvente af stigende ledighed, konkurser osv., er inflationen højt sat i den oprindelige værdiansættelse. Herudover har Nationalbanken hævet den ledende rente, og den risikofrie rente er ligeledes steget i 2020, hvilket medfører faldende efterspørgsel og dermed faldende inflation. Derfor vurderes et inflationsniveau på 1,5 % at være for højt i forhold til den udvikling man har set, og den udvikling, der har været i 2020. Det er dog stadig over en lang årrække, hvorfor man må forvente, at den i gennemsnit forholder sig på et nogenlunde lignende niveau med tidligere.

Med udgangspunkt i dette indsættes en inflation på 1 % i stedet for 1,5 %. Inflationsniveauet er baseret på, at det bør ligge et sted mellem den gennemsnitlige inflation de seneste 7 år på 0,7 % samt et fald i forhold til den anvendte inflationsfaktor på 1,5 %. Ændringen medfører en værdiforøgelse på ejendommen på kr. 6.900.000 svarende til 4 %-point jf. bilag 10 (side 104). Inflationen har derfor som udgangspunkt en positiv effekt på værdiansættelsen, såfremt denne vil vise sig at være mindre end de fastsatte 1,5 %. Hvis inflationen imod forventning rammer et gennemsnitligt højere niveau end de 1,5 %, vil det i dette tilfælde medføre fald i værdiansættelsen. Dette vurderes dog værende usandsynligt.

6.2.2.1 Delkonklusion

Diskonteringsrenten er bestående af afkastkravet og inflationen, hvorfor inflationen har en væsentlig påvirkning på nutidsværdien af pengestrømmene. Derfor er det vigtigt at tage stilling til inflationens niveau og udvikling ved udarbejdelse af en DCF-model. I værdiansættelsen af ejendommen på Frederiksberg er indregnet en inflation på 1,5 %. Set i lyset af inflationens udvikling de seneste par år er dette relativt høj sat. Inflationen har i gennemsnit ligget på ca. 0,7 % i perioden efter 2013.

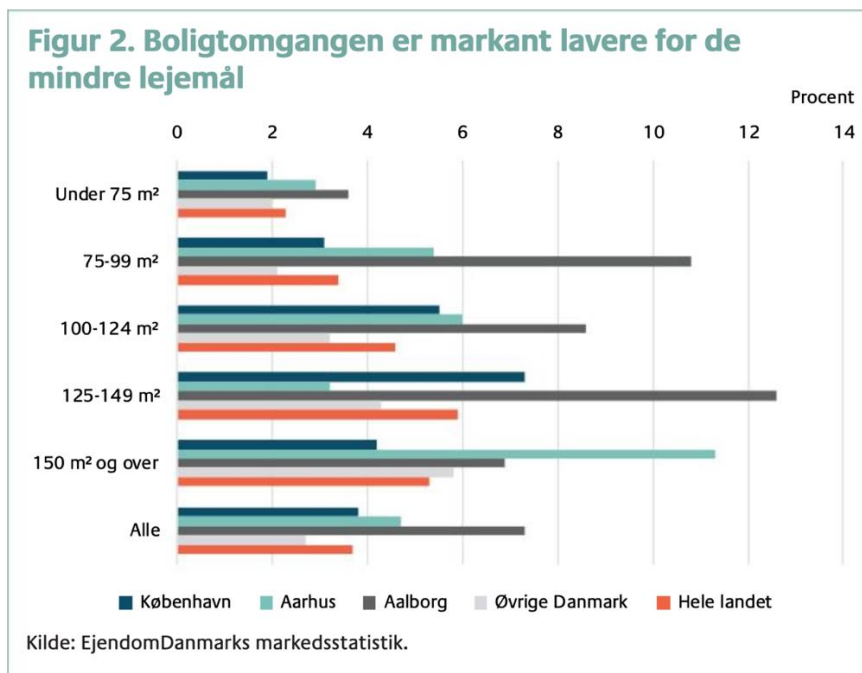
Under Finanskrisen steg inflationen meget i forbindelse med regeringens tiltag af hjælpepakker. Dette satte gang i det offentlige forbrug og øgede efterspørgslen. Dog vendte det hurtigt igen i 2009, hvor inflationen faldt endnu mere end niveauet før og under krisen. Når man skal medregne inflationen i DCF-modellen, indregnes den forventede gennemsnitlige inflation over hele budgetperioden. Derfor bør man finde et passende gennemsnitsniveau.

Inflationen har været historisk lav i perioden efter 2013 og med udgangspunkt i den nuværende coronakrise, vurderes der ikke være udsigter til en længerevarende stigende inflation. Derfor vurderes 1,5 % højt sat set i lyset af udviklingen og den nuværende krise. Vi har derfor testet, hvad et inflationsniveau på 1 % har af effekt på værdiansættelsen. Når inflationen falder, medfører det en lavere diskonteringsrente. Dette betyder, at et fald i inflationen i dette tilfælde har en positiv effekt på værdiansættelsen. I dette tilfælde medfører det en værdiforøgelse på kr. 6.900.000, svarende til 4 % af ejendommens oprindelige værdi. En faldende inflation, eller generelt en lav inflation, forøger værdiansættelsen af ejendommen. Inflationen forventes dog ikke at falde lige så meget, som afkastkravet stiger, hvorfor diskonteringsrenten samlet set stadig vil være påvirket negativt af coronakrisen.

6.2.3 Tomgang

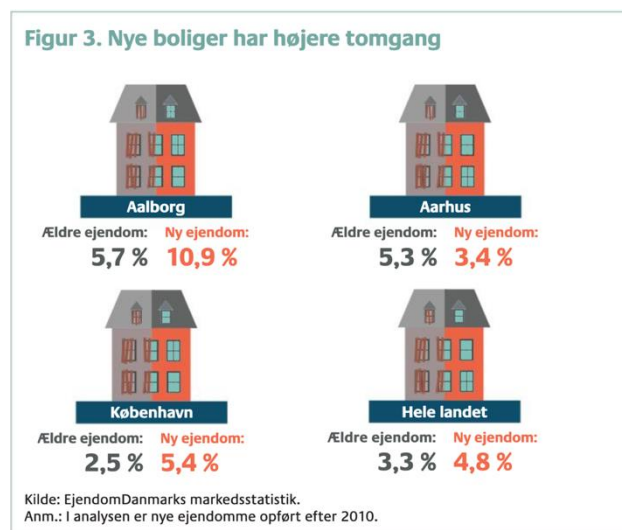
Som det fremgik af figur 6.6, var der øget tomgang under og efter Finanskrisen. I den værdiansættelse, der er udarbejdet af ejendommen på Frederiksberg, er der ikke indregnet tomgang ud over 3 måneder efter fraflytning i forbindelse med moderniseringen. De har dermed vurderet, at lejemålene vil være udlejet, så snart de er renoveret og til rådighed. Med udgangspunkt i udviklingen i forbindelse med Finanskrisen, vurderes dette ikke at være realistisk. Tomgangen steg fra ca. 2 % til 6 % mellem 2007 og 2009 i Københavnsområdet, hvorfor det må forventes, at tomgangen vil være højere efter coronakrisen, end hvad værdiansættelsen er baseret på. Derudover viser grafen, at tomgangen i gennemsnit lå på ca. 2-3 % i årene op til Finanskrisen, samt at der ligeledes var tomgang på ca. 3 % fra år 2013 til 2019. Derfor virker det umiddelbart urealistisk, at der ingen tomgang er indregnet på ejendommen.

Det fremgår af figur 6.7, at lejemål under 75 m², er lettest at leje ud, og dermed der hvor tomgangen er lavest. Dog er tomgangen på disse lejemål målt til knap 2 % i april 2019, hvor statistikken er fra. Dette underbygger endvidere, at en indregnet tomgang på 0 % virker urealistisk. Endeligt ses det på figur 6.8, at der er stor forskel på tomgangen i ny-opførte ejendomme og ældre ejendomme. Tomgangen på ejendomme opført efter 2010 er 5,4 % i København, mens tomgangen på ældre ejendomme er 2,5 %. Ejendommen på Frederiksberg er en ældre ejendom, hvorfor denne er lettere at udleje, men figuren underbygger dog stadig, at der bør indregnes en tomgangsandel udover de 3 måneder, der allerede er indregnet.



Figur 6.7 – Fra EjendomDanmark: Markedsstatistik – tomgang, april 2019

Med udgangspunkt i udviklingen i forbindelse med Finanskrisen samt analyserne fra Ejendom Danmark, indregnes hhv. 4 % tomgang i 2020, 5 % i 2021, 4 % i 2022 og endeligt 2 % i resten af budgetperioden inkl. terminalåret. Dette er vel at mærke ud over de 3 måneders tomgang, der allerede er indregnet i forbindelse med fraflytning og modernisering. Ændringerne medfører fald i løbende lejeindtjening og dermed fald i nettopengestrømme.



Figur 6.8 – Fra EjendomDanmark: Markedsstatistik – tomgang, april 2019

Det giver værdiforringelse på kr. 5.200.000 svarende til 3 % af ejendommens værdi jf. bilag 11 (side 106). De 2 % i tomgang fra 2023 vurderes at være relativt lavt sat sammenlignet med analyserne fra Ejendom Danmark. Det vurderes sandsynligt, at niveauet vil ligge mellem 2 og 3 % pr. år. Hvis man blot hæver tomgangen til 3 % pr. år efter 2023, vil det medføre en samlet værdiforringelse på kr. 7.500.000 svarende til 4,4 %.

6.2.3.1 Delkonklusion

Ud fra analyser fra Ejendom Danmark er der i gennemsnitlig 2,5 % tomgang på ældre boligudlejningsejendomme i København. Værdiansættelsen af ejendommen på Frederiksberg har taget udgangspunkt i 0 % udover de 3 måneder, hvor ejendommene moderniseres. Derudover viser udviklingen under Finanskrisen, at tomgangen stiger i krisetider, hvorfor vi i vores værdiansættelse har medtaget øget tomgang i de første 3 år. Herefter har vi sat 2 % i tomgang som minimum jf. analyserne fra Ejendom Danmark. Dette medfører en værdiforringelse på ejendommen på kr. 5.200.000 svarende til 3 %. Dette er ikke nogen væsentlig forskel fra den oprindelige værdiansættelse. Tomgangen i sig selv vurderes derfor ikke at udgøre en særlig stor trussel som følge af coronakrisen. Det er dog kombinationen af de øvrige parametre, særligt afkastkravet, som medfører at værdien af ejendommen bliver væsentligt reduceret. Når det så er sagt, virker det stadig urealistisk, at der ingen tomgang er indregnet i den oprindelige værdiansættelse – særligt på baggrund af, hvad statistikken er i København.

6.3 Samlet analyse af påvirkningerne fra COVID-19 og ændringen i BRL § 5, stk. 2

I dette afsnit vil vi forsøge at drage vores konklusioner og ændrede forudsætninger fra både ændringen i boligreguleringsloven samt udviklingen i forbindelse med udbredelsen af COVID-19 sammen i én samlet analyse. Analysen vil tage udgangspunkt i den oprindelige DCF-beregning på ejendommen på Frederiksberg, men med de tilpasninger vi har fundet mest sandsynlige tidligere i vores opgave.

Fra afsnittet omkring ændringen i boligreguleringsloven er det således scenarie 1 vi har arbejdet videre med, da dette ud fra et værdiansættelsesmæssigt synspunkt, var det økonomisk bedste scenarie. I scenarie 1 var huslejestigninger samt omkostninger til modernisering udskudt til år 6 grundet karenperioden. Herudover var der også indregnet en omkostning i år 1, som skulle hæve ejendommen til energiklasse C, som altså er en forudsætning for, at der kan opkræves husleje efter den nye § 5, stk. 2 i BRL.

Fra afsnittet omkring påvirkningen, som udbredelsen af COVID-19 har haft for værdiansættelsen, har vi både indregnet et ændret forrentningskrav, en ændret inflation samt indregnet tomgang i DCF-

modellen. Det forretningskrav vi har valgt at indregne, er forrentningskravet med en 10%-udvikling fra vores følsomhedsanalyse, altså 4,53%. Dette afkastkrav er således både påvirket af en forøget usikkerhed i markedet samt en stigning i den risikofrie rente. Herudover har vi også indregnet en ændret inflation, da vores analyse viser, at denne vil være lavere end de oprindelige 1,5% i krisetider. I vores beregning har vi valgt at sætte den ned til 1%. Den indregnede inflationsprocent er således en sammensætning af den gennemsnitlige inflation de senere år, og de oprindelige 1,5%.

Til sidst har vi på baggrund af vores analyse også indregnet tomgang. Dette har vi gjort, fordi det virker usandsynligt, at der ikke vil være tomgang i en så stor udlejningsejendom. De procenter vi indregner som tomgang, følger vores beregning fra afsnit 6.2.3 og er således 4% første år, 5% andet år, 4% tredje år og 2% i den resterende periode.

Som følge af disse ændringer i forudsætningerne ses et fald i de løbende cash flows, som kan henføres til indregningen af tomgangsperioder samt den ændrede inflationsprocent. Inflationsprocenten påvirker dog både fremskrivningen af indtægter og omkostninger, hvorfor effekten ikke vil være lige så stor. De samlede cash flows for budgetperioden udgør 19.401.143 kr. mod 19.691.790 kr. i den oprindelige beregning. Dog skal det bemærkes, at der er en forskel i budgetperioden på 5 år mellem disse to beregninger, hvorfor det samlede cash flow altså er faldet markant som følge af de ændrede forudsætninger. Udover, at de løbende pengestrømme er blevet påvirket af de ændrede forudsætninger, viser beregningen altså også en markant forskel i nutidsværdien af terminalåret. I vores samlede beregning udgør denne således kun 92.576.612 kr. Set i forhold til den oprindelige beregning, hvor denne udgjorde 146.067.363 kr., er dette således et fald på 53.490.751. Den samlede værdiansættelse i denne analyse viser således en værdi på 117.300.000 kr. mod de oprindelige 171.100.000 kr. jf. bilag 12 (side 108). Dette er således en værdiforringelse på 53.800.000 kr., svarende til 31,5%.

7. Diskussion

Der er flere forhold, der kan tages op til debat i denne opgave. Den er bygget op på nye tiltag og en ny markedssituation, hvorfor påvirkningen af disse endnu ikke kendes. Der er ikke nogen tvivl om, at coronakrisen vil påvirke landets økonomi på nogle parametre, men hvad påvirkningen nøjagtigt bliver

af værdiansættelsen og investeringsejendomme i det eksterne regnskab, vides først, når krisen er ovre. Vi har således analyseret os frem til, hvilke konsekvenser det sandsynligvis kan have. I og med forholdene stadig er uvisse, er disse således også til diskussion.

Generelt er ejendomme en god investering for mange investorer. Man investerer således i noget mere håndgribeligt og på mange måder mindre risikofyldt end mange andre investeringsalternativer. Hvis man eksempelvis valgte at sætte sin investering i aktier, kan man på kort tid miste mange penge uden at have indflydelse på udviklingen. Ved investering i en ejendom på Frederiksberg er risikoen relativt lille, men giver ofte et stort afkast. Som beskrevet er afkastkravet særligt påvirket i usikre tider grundet dels en forhøjet risikofri rente og dels en større risikopræmie som følge af et usikkert marked. På den anden side kan man forestille sig, at det er denne type investeringer, som flere investorer vil anvende i krisetider, fordi den på mange måder er mere sikker. Investering i aktier i krisetider er ofte meget risikabelt, fordi aktierne hurtigt går op og ned. Hvis man som investor i stedet investerer sine penge i en ejendom i et område med lav tomgangsprocent, er risikoen for at tabe penge stort set lig nul samtidig med, at sandsynligheden for et godt afkast er god. Så selvom, at markedsforsholdene peger i retning af et stigende afkastkrav, er det måske i virkeligheden her investorerne føler sig mest sikre i deres investering, hvilket vil få risikopræmien til at falde og dermed også give et mindre afkastkrav.

I forbindelse med coronakrisen har Danske Bank hævet kravet for udbetaling i forbindelse med lån til bolig. Det betyder, at man som køber skal have mindst 10 % med i kontanter til udbetalingen, for at optage et lån til en bolig¹⁶. Dette betyder, at der er mange mennesker med boligdrømme, som må vente længere tid på at købe deres drømmebolig, fordi de kun har sparet de 5 % op, som var kravet før det nye tiltag. Såfremt det kun er Danske Bank, der vedtager denne ændring, vil det ikke umiddelbart påvirke lejeboligerne. Man kan dog sagtens forestille sig, at hvis flere eller alle bankerne går med på dette tiltag, vil det således påvirke efterspørgslen på lejeboliger positivt. Det betyder også, at den tomgang man kan frygte som følge af coronakrisen, vil være mere begrænset end som situationen umiddelbart afspejler nu.

¹⁶ Artikel fra Finans: Danske Bank strammer kravene til boligkøbere midt i coronakrisen

Efter finanskrisen så man, hvordan boligmarkedet kollapsede og boligpriserne faldt usædvanligt meget på kort tid. Det er derfor sandsynligt, at dele af befolkningen er blevet mere påpasselige med boligkøb og salg i denne tid, hvor markedet vender. Det kan betyde, at der er færre, der køber boliger i frygt for at tabe for mange penge, hvis priserne falder. Dette kan også have en positiv indvirkning på efterspørgslen på lejeboliger, da der ikke er nogen risiko forbundet med leje. Dette er altså to faktorer, som kan medvirke til, at tomgangen ikke udvikler sig, som man så det under Finanskrisen.

Værdiansættelsen af ejendommen på Frederiksberg, som vi har anvendt i forbindelse med vores analyser, er baseret på nogle kriterier og forudsætninger, som vi stiller spørgsmålstejn ved. I beregningen er der ikke indregnet noget tomgang udover de 3 måneder, hvor lejemålene står tomme efter fraflytning i forbindelse med renovering og modernisering. Det virker umiddelbart urealistisk, at der absolut ingen tomgang er på lejemålene, selvom man på daværende tidspunkt ikke kendte til coronakrisen. Selv i opadgående tider med vækst, ser man fortsat tomgang på alle typer udlejningsejendomme. Godt nok i mindre grad i storbyerne i forhold til udenfor storbyerne, men det ses stadig på alle ejendomme.

Endvidere har den oprindelige værdiansættelse budgetteret med, at alle lejemål er fraflyttet, moderniseret og genudlejet til en forhøjet leje efter BRL § 5, stk. 2 efter 10 år. I en ejendom som denne, hvor størstedelen af lejemålene er toværelses lejligheder til en relativt billig husleje, kan man forestille sig, at en væsentlig del af disse, er ældre, der bor alene, som ikke har intentioner om at flytte de år, de har tilbage. Derfor virker det umiddelbart optimistisk, at alle lejemål er opsagt mindst én gang inden for 10 år. Der kan i nogle tilfælde være incitament til at være optimistisk omkring værdiansættelsen, hvis man eksempelvis ønsker at sælge ejendommen videre indenfor en kort periode eller lignende. Derfor bør man se en sådan opgørelse med kritiske briller, selvom det er kompetente fagfolk på området, som udarbejder dem. Hvis det eksempelvis er en ejendomsmægler, kan de i visse situationer også have incitament til at forøge værdiansættelsen, hvis de får et provenu svarende til en andel af salget.

I situationer, hvor der kan stilles spørgsmålstejn ved opgørelsen af værdiansættelsen og generelt fastsættelse af parametrene, strider det imod validiteten. Det er en værdi, der er opgjort på baggrund

af ikke-observerbart input, hvorfor man i mange tilfælde kan tilpasse faktorerne en sådan værdiansættelse efter egne ønsker, ved at rykke en smule på nogle af parametrene. Værdiansættelsen bliver opgjort af kompetente fagfolk indenfor området for at opfylde kriteriet om, at sådanne værdier skal være verificerbare. Man bør dog som sagt stadig se på værdiansættelsen med kritiske øjne i forhold til, om der er incitament til at få værdien til at ramme et bestemt niveau. Dette kan både gælde ved en for høj eller lav værdiansættelse.

I selskaber, hvor investering i ejendomme med henblik på udlejning er hovedaktiviteten, kan der være flere ejendomme, som er opgjort på denne måde. De vil ofte i denne type selskaber udgøre en væsentlig del af balancesummen og regnskabet generelt, hvorfor man i visse tilfælde kan diskutere, hvorvidt kravet om det retvisende billede overholdes, hvis værdierne er opgjort forkert. Indregner man i modsætning hertil til kostpris med fradrag for afskrivninger over brugstiden, er værdien opgjort på et validt grundlag. Det er således sværere med dagsværdimodeller, hvorfor man skal være ekstra opmærksom på disse ved indregningen i det eksterne regnskab.

8. Konklusion

I dette afsnit vil vi besvare vores hypoteser. Vores to overordnede hypoteser går på, hvilken indflydelse ændringen af boligreguleringslovens § 5, stk. 2 har for værdiansættelsen af udlejningsejendomme til privatpersoner, samt hvilken indflydelse udbredelsen af COVID-19 har for det samme. Værdiansættelse af ejendomme indgår oftest som en væsentlig del af den finansielle rapportering for virksomheder med investeringsejendomme. Det er derfor vigtigt at have styr på, hvilke love og krav der gælder ved indregning og måling.

Helt generelt er det begrebsrammen som danner grundlag for den finansielle rapportering. Begrebsrammen er en del af årsregnskabsloven og har til formål at sikre størst mulig nytteværdi for regnskabsbrugerne i det eksterne regnskab. Begrebsrammen består af fem niveauer, og beskriver regnskabsbrugernes informationsbehov, kvalitative egenskaber, hvilke elementer regnskabet består af samt indregning, måling, klassifikation og præsentation af disse elementer. Udover at skabe nytteværdi for regnskabsbrugerne har begrebsrammen ligeledes til formål at skabe grundlaget for,

at det eksterne årsregnskab kan leve op til lovens generalklausul. Generalklausulen i årsregnskabsloven er en overordnet målsætning for regnskabsaflæggelsen om, at denne skal give et retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling. Man kan således sige at begrebsrammen er årsregnskabslovens teoretiske fundament.

Årsregnskabsloven opstiller tre metoder til indregning og måling af investeringsejendomme i en virksomheds regnskab, som alle udspringer af teorien i begrebsrammen. Fælles for disse tre metoder er, at første måling sker til kostpris. Herefter kan man enten vælge fortsat at måle til kostpris eller at foretage måling til dagsværdi ved brug af enten § 41 eller § 38. Måling til dagsværdi kan øge nytteværdien hos regnskabsbruger, da dette kan tolkes som et mere retvisende billede af, hvad ejendommen reelt er værd. Hvis der indregnes til kostpris, er der krav om nedskrivning, såfremt det vurderes, at ejendommen er optaget til en for høj værdi. Men der er derimod ikke krav om, at der skal opskrives, hvis ejendommens reelle værdi er højere end den regnskabsmæssige værdi.

Opgørelsen af dagsværdien for en given ejendom kan ske på flere måder. Årsregnskabsloven opstiller ikke specifikke krav omkring, hvordan dette skal gøres, men der er dog opstillet et dagsværdihierarki, som skal sikre, at værdiansættelsen sker på baggrund af de bedste og mest pålidelige forudsætninger. I praksis, vil der ved måling af investeringsejendomme til dagsværdi, oftest tages udgangspunkt i hierarkiets niveau 3. Dette niveau svarer til IFRS 13's indkomstmetode. Her baserer værdiansættelsen sig på de cash flows, som ejendommen forventes at generere. Der findes flere modeller til dette, men i opgaven har vi beskæftiget os mest med DCF-modellen, som giver mulighed for at indregne flere års cash flow som grundlag for værdiansættelsen. Dette er specielt fordelagtigt i forhold til at analysere på indflydelsen af ændringen i boligreguleringsloven.

Aftalen om ændring af boligreguleringsloven har til formål at bremse udviklingen af de store huslejestigninger, som ses i storbyerne, og dermed mindske kortsigtede investeringer i ejendomme, hvor investorerne kun har en hurtig gevinst for øje. Aftalen indeholder fem initiativer, som omhandler, at der indføres en karenperiode på 5 år, før huslejen kan hæves, samt at ejendommen minimum skal være energiklasse C eller hæves med to niveauer, før huslejen kan forhøjes. Dog er der mulighed for at undgå karenperioden, såfremt der foretages energimæssige forbedringer for

minimum 3.000 kr. pr. m². Til sidst ændres loven således, at huslejen ikke må overstige det lejedes værdi. Disse tiltag skal altså begrænse mængden af kortsigtede investeringer, samtidig med at de stadig er med til at sikre højere grad af modernisering af ældre ejendomme. På denne måde opretholdes formålet med det seneste tiltag fra 1996 omkring forbedret boligstandard.

På baggrund af vores analyser, kan det konkluderes, at aftalen om en ændring af boligreguleringslovens § 5, stk. 2. vil have en negativ effekt på værdiansættelsen af udlejningsejendomme til privatpersoner. Afhængig af, hvilken fremgangsmåde, der vælges for at leve op til den nye aftale, påvirkes værdiansættelsen i større eller mindre grad. Fælles for vores udarbejdede scenarier er dog som sagt, at der vil ske en værdiforringelse af ejendommen. Dette skyldes, at der ændres i de budgetterede cash flows. Herudover er det også muligt, at lovændringen vil påvirke afkastkravet negativt, og vores følsomhedsanalyse viser, at dette ligeledes vil have negativ påvirkning på værdiansættelsen. Overordnet set kan vi altså bekræfte vores første hypoteser omkring forventningen, om en negativ påvirkning af værdiansættelsen i forbindelse med den nye aftale på BRL § 5, stk. 2.

Lovændringen foretages i høj grad for at begrænse mængden af opkøb af boligudlejningsejendomme og kortsigtede investeringer. Disse investeringer sker oftest i opadgående tider, som markedet har befundet sig i, i se senere år. Samtidig med at denne lov endeligt udfærdiges, er landet dog blevet ramt af en sygdomsepidemi med udbredelsen af coronavirusset. Dette medfører altså, at lovændringen ikke nødvendigvis er den største bekymring for investering i og værdiansættelse af ejendomme. Krisen, som følger af epidemien, påvirker i høj grad både nationaløkonomien og verdensøkonomien. Faktorer, som altså kan påvirke ejendomsværdierne yderligere.

Coronakrisen kan i mange henseender sammenlignes med den seneste finanskris. En krise af denne kaliber skaber usikkerhed i markedet, hvilket vil påvirke investorers afkastkrav. Herudover har man allerede set en stigning i den risikofrie rente som følge af coronakrisen, hvilket ligeledes påvirker afkastkravet. Hvis man ser på følgevirkningerne af finanskrisen, så skete der et væsentlig fald i inflationen, samt at der skete en stigning i tomgangen på lejelejligheder. Alle disse faktorer har indvirkning på værdiansættelsen af udlejningsejendomme til private. Vi kan dermed ligeledes bekræfte vores anden hypotese omkring, at udbredelse af COVID-19 har en negativ effekt på

værdiansættelsen. Dog har vi samtidig fundet ud af, det ikke er alle faktorer, der påvirker værdiansættelsen i negativ retning. Inflationen påvirkede som nævnt positivt på værdiansættelsen. Det er dermed ikke hele hypotesen vi kan bekræfte, men sammensætningen af alle faktorerne vedrørende coronakrisen medfører altså en værdiforringelse af ejendommen.

Som det fremgår af vores analyser, så vil et øget afkastkrav påvirke ejendomsværdierne negativt. Dette skyldes, at afkastkravet indgår i diskonteringsfaktoren, som bruges til værdiansættelse i DCF-modellen. Jo højere diskonteringsfaktor, des lavere værdi. Et fald i inflationen vil derimod påvirke værdiansættelsen i modsat retning, da dette isoleret set, vil mindske diskonteringsfaktoren. Til sidst kan det konkluderes, at en øget tomgang på lejeboligmarkedet vil medføre værdiforringelse af ejendommen, da dette vil have negativ indflydelse på de budgetterede cash flows. Overordnet set, vil udbredelsen af coronakrisen, således formentlig medfører nedskrivninger på investeringsejendomme i de kommende år.

Som sagt blev lovændringen i boligreguleringsloven indført i opgangstider, men virkeligheden på markedet pt. er nok nærmere, at vi bevæger os ind i en kriseperiode, som følge af coronaviruset. Samlet set, kan vi ud fra vores udarbejdede analyser se, at begge disse forhold vil påvirke værdiansættelsen af udlejningsejendomme til private i negativ retning.

9. Perspektivering

I denne opgave har vi primært fokuseret på virksomhedens og investors synspunkt i forbindelse med, effekten af henholdsvis den nye boligreguleringslov og udbredelsen af COVID-19. Dette viste, hvordan disse to faktorer har negativt påvirkning på værdiansættelsen og dermed indregningen i regnskabet. Regeringen og øvrige partier indgik aftalen om ændring af BRL § 5, stk. 2 med henblik på at begrænse kortsigtede investeringer. Kort tid efter startede udbredelsen af coronavirusset, og denne krise har på nogen måder haft den effekt, som regeringen ønskede med de nye tiltag. Den har medført usikkerhed i økonomien, hvilket medfører større afkastkrav og stigende tomgang, som vi tidligere har været inde på.

Ser man i stedet situationen fra lejernes perspektiv, er det helt anderledes. For lejerne betyder regeringens nye tiltag, at i hvert fald for de første fem år, vil der være færre huslejestigninger grundet det nye initiativ om karenperioden. Samfundsmæssigt er dette en god ting, da det begrænser uligheden. Der vil således stadig være lejemål til rådighed, som ligger i et lavere huslejeniveau.

Coronakrisen medfører fald i den økonomiske vækst som følge af stigende arbejdsløshed, tvunget lukkede virksomheder, faldende efterspørgsel mv. Som ordet antyder, er dette en alvorlig samfundsmæssig økonomisk krise. Dette vil medføre stigende tomgang, særligt på nybyggerier jf. figur 6.8. Såfremt tomgangen på nybyggerier stiger, kan det tvinge virksomhederne til at sænke lejeniveauet på de dyrere nybyggede ejendomme – dette er særligt gældende i storbyerne. Således vil det gennemsnitlige lejeniveau falde, hvilket er formålet med regeringens nye aftale vedrørende BRL § 5, stk. 2. For befolkningen betyder det flere kvadratmeter for pengene. Man således forestille sig, at en større del af middelklassen får råd til at bo i de boligbyggerier, som tidligere var dyrere, mens der samtidig bliver frigivet billigere lejemål til fordel for underklassen og den fattigste andel af middelklassen.

Der er altid vindere og tabere ved alle former for lovreguleringer, økonomiske kriser mv. I dette tilfælde kan vi altså konstatere, at for aktionærerne af selskaber med investeringsejendomme, kan det have stor effekt på deres afkast, mens det for lejerne og den samfundsmæssige ulighed kan være en positiv udvikling. Dog skal det understreges, at dette er set udelukkende fra boligudlejningsperspektiv. Generelt er økonomiske kriser jo som navnet antyder ikke en positiv ting for samfundet, da det skaber fald i økonomisk vækst og stigende arbejdsløshed mv.

10. Litteraturliste

Bøger:

- Ib Andersen, Den skinbarlige virkelighed, Samfundslitteratur, 5. udgave
- Jens O. Elling, Finansiell Rapportering – Teori og regulering, 4. udgave, Gjellerup/Gads Forlag
- Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, 5. udgave, Gjellerup/Gads Forlag

Publikationer:

- EY, Indsigt i årsregnskabsloven – EY's praktiske guide til forståelse af loven, 6. udgave 2019/20
- Værdiansættelse af fast ejendom - en introduktion til DCF-modellen. Ejendomsforeningen Danmark
- Værdiansættelse af investeringsejendomme - Definition af forrentningskrav. Ejendomsforeningen Danmark
- Markedsrapport, efter 2019 – Nordicals Erhvervsmæglere
- Markedsrapporter - Colliers
- Markedsstatistik – tomgang, april 2019 – EjendomDanmark
- IFRS 13, IAS 40, IAS 2, årsregnskabsloven
- Boligreguleringsloven, Karnov
- Aftale om initiativer mod kortsigtede investeringer i private udlejningsboliger – Transport- og boligministeriet
- Den Finansielle Krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring – Erhvervs- og vækstministeriet
- Forbrugerprisindekset – Danmarks Statistik

Artikler:

- Finans: Coronakrisen rammer allerede boligmarkedet: Markant færre salg
- Finans: Presset på realkredit og statsobligationer stiger: Danmarks rolle som sikker havn er udfordret
- Finans: Danske Bank strammer kravene til boligkøbere midt i coronakrisen

11. Bilag

11.1 Bilag 1 – DCF-model oprindelig

Bilag A

Ejld værdi 1/10-15	Kr.	-heraf grund	Kr.
§ 22	§ 18	§ 18b	
Ejendommens saldt	0	56 826	
Opgørelsesdato	30-09-2017	30-09-2017	

Arealer iflg BBR	m ²
Grundareal - i alt	
Bebygget areal	1.260
Bygningsareal	6.300
Opførelsesår	1935

m^2
Udnyttet tag
Kælder
Garager

Areal	m ²
Boligareal	6.011
Antal boligjelemaal	92
Boligprocent	95%

	m^2
Erhvervsareal	313
Antal erhvervslejemål	6
Erhvervsprocent	5%

Summary - DCF Værdiansættelse	
Endommems driftsværdi (Afrundet)	165.800.000
Substansværdi	26.218 DKK/m²
Forrentning ved køb	0,64%

Forrentingskrav %	3,75 Strukturel tomgang %
Inflation %	1,50 Deposita & forbeholdt leje (mdr)
Diskonteringsrente %	5,25 Forrentning af likvide indestående %
	0,00
	0,00
	0,00

Endommems driftsværdi inkl. bygget	177.100.000
Substansværdi, ekskl. areal fra bygget	27.056 DKK/m²

Foreningskrav %	3,75	Strukturel tomgang %	0,00
Inflation %	1,50	Deposita & forudealt leje (mdr)	0,00
Diskontingsrente %	5,25	Forening af kontant indestående %	0,00

Generelle forudsætninger vedr. DCF værdiansættelse

Forudsætninger:

- Bruttolejen forudsættes at udvikle sig med NPI, dvs. 1,5 % p.a., med henvisning til ECBs langsigtede inflationsmål, men med hensynsløst til det aktuelle betydeligt lavere inflationsniveau. Omkostningskategorien reguleres årligt med den forventede stigning i NPI (1,5 % p.a.).
- Det forudsættes, at ved gennemførelse af nystandsættelse af lejligheder, der ikke i dag er udelejet, jf. BRL § 5.2., og udelejes jf. BRL § 5.2., jf. bilag D. Dog kan enkelte lejernalt faktisk være udelejet så dyrt, at renovering ikke er rentabelt, og derfor ikke indregnet.
- Derefter indregnet et lejet og svarende til 3 mdr. omgang i forbindelse med nystandsættelse af en lejlighed.
- Lejligheder der har været udelejet jf. BRL § 5.2 forudsættes genudlejet til lejernesiveau jf. anført i nedenstående parameter-label.
- Lejernesiveau ved udnyttelse af lejligheder efter BRL § 5.2 aktør i niveauet jf. nedenstående parameter-label.
- Omkostninger til løbende udlejning af lejligheder er tænkt at anføres administrationsomkostninger, jf. bilag E, og dækker i øvrigt også over omkostninger til fremvisning og udsøkkninger af lejere.
- Omkostninger til modernisering/istandsættelse af forudsat jf. nedenstående parameter-label, og indkøbt med 1,5 % årligt.
- Mecanismo de ajuste de alquileres: Las rentas de alquileres se basan en el índice de precios de consumo. El alquiler de viviendas se basa en el índice de precios de consumo. El alquiler de viviendas se basa en el índice de precios de consumo. El alquiler de viviendas se basa en el índice de precios de consumo.
- Det anvendte forrentningskrav er for den fuldt udviklede ejendom uden yderligere udviklingspotentiale

DCF Parameter-tabeller

Aktig moderniseringsandel	10%	Det lejedes værdi efter § 5.2 modernisering	1.650 DKK/m ² /år
Lejelaab ved modernisering	3 Månedes	Boligareal	6.011 m ²
Omkostninger til § 5.2 modernisering	5.000 DKK/m ²	Efterforsvarsreal	313 m ²
Forsberedning af eksisterende § 5.2 lejemål	2.000 DKK/m ²		

- Boligdel - Værdiansættelse (DKK)

Bilag B

Note	Ar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		0,95	0,90	0,86	0,81	0,77	0,74	0,70	0,66	0,63	0,60	0,57	

Diskonteringsfaktor

Driftsindtægter													
Bolig Bruttoleje (Basis tidspunkt)	3.311.684	3.361.359	3.411.780	3.462.957	3.514.901	3.567.624	3.621.139	3.675.456	3.730.588	3.786.546	3.843.345	3.900.995	
Erhvervs bruttoleje (Basis tidspunkt)	216.325	219.570	222.863	226.206	229.599	233.043	236.539	240.087	243.689	247.344	251.054	254.820	
1 Modernisering - Øvrige lejemål	495.485	1.173.473	1.871.690	2.590.589	3.330.634	4.092.298	4.876.062	5.682.418	6.511.868	7.364.923	7.667.073	7.782.079	
2 Lejepotentiale i allerede istandsatte lej.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Lejeforbedring - nyt tag & vinduer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Lejeforbedring - Elevator	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Bruttoleje - nybyggede taglej.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

Samlet Lejehindbæring	4.023.494	4.754.403	5.506.333	6.279.752	7.075.135	7.892.966	8.733.740	9.597.961	10.486.144	11.398.813	11.761.472	11.937.894	
3 Forrentning af indestående kontantbehold	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Bruttoindtæning	4.023.494	4.754.403	5.506.333	6.279.752	7.075.135	7.892.966	8.733.740	9.597.961	10.486.144	11.398.813	11.761.472	11.937.894	

\$22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Udfasning af \$22	1.098	2.229	3.394	4.583	5.827	7.087	8.404	9.749	11.132	12.554	12.743	12.934	
5 Sparer henlæggelse til \$18b	0	485.519	492.802	500.194	507.697	515.312	523.042	530.888	538.851	546.934	555.138	563.465	
Driftsomk. Eksisterende drift	-2.459.834	-2.496.732	-2.534.182	-2.572.195	-2.610.778	-2.649.940	-2.689.689	-2.730.034	-2.770.985	-2.812.550	-2.854.738	-2.897.559	
NOI før investeringsomkostninger (i)	1.564.758	2.274.419	3.468.346	4.212.344	4.977.880	5.765.435	6.575.497	7.408.563	8.265.142	9.145.752	9.474.615	9.616.734	
Løbende investering i modernisering	-3.005.500	-3.050.583	-3.096.341	-3.142.786	-3.189.928	-3.237.777	-3.286.344	-3.335.639	-3.385.673	-3.436.459	0	0	
Vedligeholdelsesmæssigt efterslæb	-3.005.500	-3.050.583	-3.096.341	-3.142.786	-3.189.928	-3.237.777	-3.286.344	-3.335.639	-3.385.673	-3.436.459	0	0	
Samlede løbende investeringer (ii)	-3.005.500	-3.050.583	-3.096.341	-3.142.786	-3.189.928	-3.237.777	-3.286.344	-3.335.639	-3.385.673	-3.436.459	0	0	
Cash flow (i) + (ii)	-1.440.742	-305.163	372.005	1.069.557	1.787.952	2.527.658	3.289.153	4.072.925	4.879.469	5.709.293	9.474.615	9.616.734	

DCF-metode

NV årlig cash flow	-1.368.876	-275.479	319.068	871.597	1.384.348	1.859.455	2.298.949	2.704.765	3.078.744	3.422.641	5.396.577		
NV cash flows	19.691.790												
NV exit værdi	146.067.361												
Markedsværdi DCF-metode	165.759.151												256.446.237

Aftundet værdi	165.800.000												
Substansværdi	26.218 DKK/m²												
Forrentning ved køb	0,64%												

Tillæg af byggeretsværdi

Skønnet byggeret	882 m²												
Skønnet byggeretsværdi	12.000 DKK/m²												
Kurs	50%												
Tillæg Byggeretsværdi	5.300.000 DKK												

Samlet værdi inkl. byggeret	171.100.000 DKK												
Substansværdi, ekskl. areal fra byggeret	27.056 DKK/m²												

Noter:

- 1 Lejelaab i 3 mdr. ifm. modernisering af lejligheder til nyudlejning. Anlæggelse om modernisering af 10% lineært pr. år.
- 2 Nyudlejning af allerede istandsatte lejligheder til det lejedes værdi. Skønnet fraflytning med 10% lineært pr. år.
- 3 Forrentning af deponita og forudbetalt leje (skønnet 3 + 1 mdr.) samt \$22 indestående. Kontantindestående forrentet med skønnet 0%, svarende til bankrenten.
- 4 I salgsituationen vil byggeretten være inkluderet i den samlede udbudspris
- 5 Etablering af tagetage forventes at medføre en negativ \$18b konto, hvorfor denne betaling udgår.

- Bolig - Lejeskema

Bilag C

Indtægtsanalyse

Nr. Lejer	Lejemål	Leje- fastsættelse (Skønnet)	Udlejet areal (m²)	Faktisk leje pr. kvm (DKK/m²)	Arsleje (DKK)	Moms (ja / nej)	Depositum Antal mdr. leje (mdr.)	Forudbetalt leje Antal mdr. leje (mdr.)	Indvendig vedligehold \$22 (DKK)
1		OMK	60,0	549	32.947	Nej			
2		OMK	74,0	549	40.634	Nej			
3		OMK	60,0	549	32.947	Nej			
4		OMK	72,0	549	39.536	Nej			
5		OMK	74,0	549	40.634	Nej			
6		OMK	60,0	549	32.947	Nej			
7		OMK	72,0	549	39.536	Nej			
8		OMK	74,0	549	40.634	Nej			
9		OMK	72,0	549	39.536	Nej			
10		OMK	74,0	549	40.634	Nej			
100		Erhverv	40,0	949	37.952	Nej			
101		Erhverv	74,0	949	70.211	Nej			
Erhverv i alt,			313	691	216.325				
Bolig i alt			6.011	551	3.311.684				
Total			6.324	558	3.528.009		0	0	0

Bolig - Lejeranalyse

Bilag D

Nr.	Lejer	Lejemål	Udlejet areal (m²)	Aktuelt lejeniveau (DKK/m²/år)	Leje fastsættelse	Omkostn. til modernisering BRL §5.2				BRL § 5.2 Moderniseringspotentiale				BRL § 5.2 Lejepotentiale	
						Mulighed ifb. (Ja/Nej)	Tomgang ifb. (mdr)	Ombygningens omkostn. (DKK/m²)	Ekisterende leje (DKK/år)	Det lejedes værdi (DKK)	Lejl. opsagt (Ja / Nej)	Moderniseringspotentiale opsagt (DKK/år)	Ikke opsagtFrallyt (DKK/år) (År)	Lejestignings- potentiale (DKK/år)	Stignings- tidspunkt (År)
1			60	549	OMK	Ja	3	5.000	32.947	99.000	Nej	0	66.053	0	0
2			74	549	OMK	Ja	3	5.000	40.634	122.100	Nej	0	81.466	0	0
3			60	549	OMK	Ja	3	5.000	32.947	99.000	Nej	0	66.053	0	0
4			72	549	OMK	Ja	3	5.000	39.536	118.800	Nej	0	79.264	0	0
5			74	549	OMK	Ja	3	5.000	40.634	122.100	Nej	0	81.466	0	0
6			60	549	OMK	Ja	3	5.000	32.947	99.000	Nej	0	66.053	0	0
7			72	549	OMK	Ja	3	5.000	39.536	118.800	Nej	0	79.264	0	0
8			74	549	OMK	Ja	3	5.000	40.634	122.100	Nej	0	81.466	0	0
9			72	549	OMK	Ja	3	5.000	39.536	118.800	Nej	0	79.264	0	0
10			74	549	OMK	Ja	3	5.000	40.634	122.100	Nej	0	81.466	0	0
			6.011						3.311.684	9.918.150		0	6.606.466		0

- Driftsbudget

Bilag E

Noter driftsomkostninger		Samlede driftsomk. Ar 1		Heraf moms	Bolig ex moms	Erhverv ex moms	Nøgletal DKK/m²	Bemærkninger
Grundskyld og renovation mv		455.155	432.628		22.527	72	Jf. 2017 regnskab	
Dækningsafgift			0	0	0	0		
Rotebekæmpelse			0	0	0	0		
Renovation, affaldsgebyr		94.995	72.235	18.999	3.761	15	Jf. 2017 regnskab	
Vand-, miljøafgifter m.v.		147.260	139.972		7.288	23	Jf. 2017 regnskab	
Ejendomsforsikring			0		0	0		
Fællesudgifter E/F			0		0	0		
Abonnementer			0		0	0		
EI (bl.a. gårdbelysning)		79.237	60.252	15.847	3.137	13	Jf. 2017 regnskab	
Vicevært, inkl. renholdelse		285.711	217.256	57.142	11.313	45	Jf. 2017 regnskab	
Renholdelse			0	0	0	0		
Øvrige renholdelsesudgifter			0	0	0	0		
Øvrige udgifter			0	0	0	0		
Vand, varme, elektricitet m.v.			0	0	0	0		
Varmeregnskab		15.000	11.406	3.000	594	2	Skønnet	
Administration, boli		350.750	280.600	70.150	0	3.812,5	pr. lejemål, normta	
Adm., erhverv		20.000	16.000	4.000	0	3	Skønnet	
Moms			353.098		18.386			
fradragsprocenten		0%						
1 Udvendig vedligehold:								
Erhverv § 18		83 DKK/m²/år	23.489	4.698	18.791		Jf. GI	
Erhverv § 18B		76 DKK/m²/år	21.508	4.302	17.206		Jf. GI	
Bolig § 18		83 DKK/m²/år	498.913	99.783	399.130		Skønnet	
Bolig § 18B lav		0 DKK/m²/år	0	0	0		Skønnet	
Bolig § 18B høj		76 DKK/m²/år	456.836	91.367	365.469		Skønnet	
§ 22		45 DKK/m²/år	10.980	2.196	8.784		Skønnet	
I ALT			2.459.834	371.484	2.392.826	67.008	389 DKK/m²	

Noter:

1 Gældende momsprocent

25%

Anvendt areal (m²) 6.324

Driftsbesparelse ved sparet §18b i 10 år

Ja

Energimærkning

SIDE 1 AF 13



Energimærkning for følgende ejendom:

Adresse:

Postnr./by: 2000 Frederiksberg

BBR-nr.:

Energimærkning nr.:

Gyldigt 7 år fra: 29-04-2011

Energikonsulent:

Programversion:

Firma:

Energimærkningen oplyser om ejendommens energiforbrug, muligheden for at opnå besparelser, fordeling af ejendommens varmeudgifter samt de enkelte lejligheds gennemsnitlige forbrug.

Mærkningen er lovpligtig og skal udføres af et certificeret firma eller en beskikket energikonsulent, som har godkendelse til at energimærke flerfamiliehuse.

Oplyst varmekonsum

• **Udgift inkl. moms og afgifter:** 485.922 kr./år

• **Forbrug:** 807,08 MWh fjernvarme

• **Oplyst for perioden:**

Fjernvarme: 01-04-2010 - 31-03-2011

Ejendommens oplyste forbrug og udgifter er klimakorrigerede af energikonsulent, så det udtrykker forbrug og udgifter for et gennemsnitligt år rent temperaturmæssigt.

Energimærke

Lavt forbrug



D

Højt forbrug

Besparelsesforslag

Energikonsulent foreslår forbedringerne nedenfor. Der kan være flere forslag på side 2.

Se mere om forslagene i afsnittet "Energikonsulentens bygningsgennemgang".

Forslag til forbedring	Årlig besparelse i energienheder	Årlig besparelse i kr. inkl. moms	Skønnet investering inkl. moms	Tilbagebetalingstid
1 Efterisolering af loftet ved indblæsning af hulrumisolering	143 kWh el 98,59 MWh fjernvarme	47.100 kr.	379.200 kr.	8,1 år
2 Isolering af etageadskillelse mod uopvarmet kælder	68 kWh el 47,53 MWh fjernvarme	22.800 kr.	342.100 kr.	15,1 år
3 Udskiftning af glødelamper på trapper til energisparepærer	552 kWh el	1.200 kr.	2.200 kr.	2,0 år
4 Efterisolering af vinduesbrystninger	60 kWh el 41,75 MWh fjernvarme	20.000 kr.	482.400 kr.	24,2 år
5 Bestyrelseslokale: Montering af forsatsrude på vinduer med 1 lag glas	0,63 MWh fjernvarme	300 kr.	4.100 kr.	13,5 år



Energimærkning nr.:

Gyldigt 7 år fra: 29-04-2011

Energikonsulent:

Programversion:

Firma:

Forslag til forbedring		Årlig besparelse i energienheder	Årlig besparelse i kr. inkl. moms	Skønnet investering inkl. moms	Tilbagebetalingstid
6	Montering af 30 kvm solceller på taget	3.332 kWh el	6.700 kr.	120.000 kr.	18,0 år
7	Opgangsdøre: Montering af forsatsrude af 1 lags energirude på opgangsdøre	4,84 MWh fjernvarme	2.300 kr.	40.100 kr.	17,4 år
8	Bestyrelseslokale: Isolering af vægge mod uopvarmede rum	2 kWh el 1,39 MWh fjernvarme	700 kr.	26.400 kr.	39,8 år

Bemærk:

Forslagene bygger på det beregnede energiforbrug. Der er taget hensyn til den faktiske anvendelse af bygningen, herunder driftstider m.v. for installationer og for bygningen som helhed.

Det kan forekomme at et forslag sparer penge, men ikke energi – fx hvis dyr el erstattes med billigere fjernvarme eller hvis udgifter til vand reduceres.

Konsulenten har skønnet den nødvendige investering til hvert forslag. Det vil sige udgifter til materialer og håndværkere samt, hvis det er skønnet nødvendigt, arkitekt/ingeniør, byggeplads og andre følgeomkostninger

De angivne tilbagebetalingstider er beregnet som simpel tilbagebetalingstid, uden hensyn til renteudgifter og andre låneomkostninger.

Den samlede besparelse ved at gennemføre flere forslag er ikke nødvendigvis summen af besparelserne ved de enkelte forslag. Det er fx ikke tilfældet hvis man både får en mere effektiv varmekilde og bedre isolering.

Samlet besparelse – her og nu

Så meget udgør den samlede besparelse, hvis man gennemfører alle forslag nævnt ovenfor:

• Samlet besparelse på varme	90.369	kr./år
• Samlet besparelse på el til andet end opvarmning	8.314	kr./år
• Samlet besparelse på vand	0	kr./år
• Besparelser i alt	98.683	kr./år
• Investeringsbehov	1.396.400	kr. inkl. moms

Energimærkning

SIDE 3 AF 13



Energimærkning nr.:

Gyldigt 7 år fra: 29-04-2011

Energikonsulent:

Programversion:

Firma:



Alle beløb er inklusive moms.

Hvis alle forslag gennemføres vil det forbedre husets energimærkning til karakteren:

C

Til sammenligning:

For nyt byggeri er Bygningsreglementets minimumskrav i øjeblikket karakteren B.

Hvis en bygning opnår karakteren A1 eller A2 betegnes den ifølge Bygningsreglementet som et lavenergihus

Ar	1	2	3	4	5	6	7	8
Diskonteringsfaktor	0,95	0,90	0,86	0,81	0,77	0,74	0,70	0,66
Driftsindtægter								
Bolig bruttoleje (basis tidspunkt)	3.311.684	3.361.359	3.411.780	3.462.956	3.514.901	3.567.624	3.621.139	3.675.456
Efterværs bruttoleje (basis tidspunkt)	216.325	219.570	222.863	226.206	229.599	233.043	236.539	240.087
Modernisering - øvrige lejernal	-	-	-	-	-	533.778	1.264.164	2.016.342
Lejepotentiale i allerede standsatte lej.	-	-	-	-	-	-	-	-
Lejeforbedring - nyt tag & vinduer	-	-	-	-	-	-	-	-
Lejeforbedring - Elevator	-	-	-	-	-	-	-	-
Bruttototal - nybyggede tag/lej.	-	-	-	-	-	-	-	-
Samlet lejeindtægt	3.528.009	3.580.929	3.634.643	3.689.163	3.744.500	4.334.446	5.121.842	5.931.885
Forrentning af indestående kontantbeløb	-	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoindtægt	3.528.009	3.580.929	3.634.643	3.689.163	3.744.500	4.334.446	5.121.842	5.931.885
§22								
Udfasning af §22	1.098	2.229	3.394	4.593	5.827	7.097	8.404	9.749
Sparat henlæggelse til §18b	-	485.519	492.802	500.194	507.697	515.312	523.042	530.887
Driftsomkostninger eksisterende drift	2.459.834	2.496.732	2.534.182	2.572.195	2.610.778	2.649.940	2.689.689	2.730.034
Netto før investeringsomkostninger (i)	1.069.273	1.571.946	1.596.656	1.621.754	1.647.246	2.206.915	2.963.599	3.742.487
Løbende investering i modernisering	-	-	-	-	-	3.237.777	3.286.344	3.335.639
Investering grønt energikrav	-	1.596.630	-	-	-	-	-	-
Vedligeholdelsesmassigt efterslæb	-	-	-	-	-	-	-	-
Samlede løbende investeringer (ii)	-	1.596.630	-	-	-	3.237.777	3.286.344	3.335.639
Cash flow (i) + (ii)	-	527.357	1.571.946	1.596.656	1.621.754	1.647.246	1.030.862	322.745
DCF-metode								
NV årlig cash flow	-	501.052	1.419.036	1.369.447	1.321.590	1.275.404	-	270.181
NV cash flows	-	21.715.753	-	-	-	-	-	-
NV exit værdi	-	121.835.227	-	-	-	-	-	-
Markedsværdi DCF-metode	-	143.550.980	-	-	-	-	-	-
Afrundet værdi	143.600.000							
Substansværdi	22.707	DKK/m2						
Tillæg af byggeretsværdi								
Skønnet byggeret	882	m2					3,75%	
Skønnet byggeretsværdi	12.000	DKK/m2					1,50%	
Kurs	50%						5,25%	
Tillæg byggeretsværdi	5.292.000							
Tillæg byggeretsværdi afrundet	5.300.000							
Samlet værdi inkl. Byggeret	148.900.000							
Substansværdi ekskl. Areal fra byggeriet	23.545	DKK/m2						

276.265.433

11.4 Bilag 4 – Scenarie 2

Ar	1	2	3	4	5	6	7
Diskonteringsfaktor	0,95	0,90	0,86	0,81	0,77	0,74	0,70
Driftsindtægter							
Bolig bruttoleje (basis tidspunkt)	3.063.308	3.109.257	3.155.696	3.203.235	3.251.283	3.567.624	3.621.139
Erhvervs bruttoleje (basis tidspunkt)	216.325	219.570	222.863	226.206	229.599	233.043	236.539
Modernisering - øvrige lejemål	-	-	-	-	-	533.778	1.264.164
Lejerpotentiale i allerede istandsatte lejl.	-	-	-	-	-	-	-
Lejerforbedring - nyt tag & vinduer	-	-	-	-	-	-	-
Lejerforbedring - Elevator	-	-	-	-	-	-	-
Bruttototal - nybyggede taglejl.	-	-	-	-	-	-	-
Samlet lejeindtægt	3.279.633	3.328.827	3.378.760	3.429.441	3.480.883	4.334.446	5.121.842
Forrentning af indestående kontantbehold	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoindtægt	3.279.633	3.328.827	3.378.760	3.429.441	3.480.883	4.334.446	5.121.842
§22							
Udfasning af §22	1.098	2.229	3.394	4.593	5.827	7.097	8.404
Sparat henlægge til §18b	-	485.519	492.802	500.194	507.697	515.312	523.042
Driftsomkostninger eksisterende drift	2.459.834	2.496.732	2.534.182	2.572.195	2.610.778	2.649.940	2.689.689
Netto for investeringsomkostninger (I)	820.897	1.319.844	1.340.773	1.362.093	1.383.628	2.206.915	2.963.599
Løbende investering i modernisering	-	3.005.500	3.050.583	3.096.341	3.142.786	3.189.928	3.237.777
Investering grønt energikrav	-	1.596.630	-	-	-	-	-
Vedligeholdelsesmæssigt efterislaab	-	-	-	-	-	-	-
Samlede løbende investeringer (II)	-	4.602.130	3.050.583	3.096.341	3.142.786	3.189.928	3.237.777
							3.286.344
Cash flow (I) + (II)	-	3.781.233	1.730.739	1.755.568	1.780.754	1.806.300	1.030.862
							322.745
DCF-metode							
NV årlig cash flow	-	3.592.620	-	1.562.382	-	1.505.745	-
NV cash flows	-	12.820.159	-	-	-	1.451.161	-
NV exit værdi	-	127.870.043	-	-	-	1.398.554	-
Markedsværdi DCF-metode	140.690.202					758.347	-
							225.582
Afrundet værdi	140.700.000						
Substansværdi	22.249	DKK/m ²	Forudsætninger				
			Forrentningskrav				
			Inflation				
			Diskonteringsrente				
Tillæg af byggeretsværdi							
Skønnet byggeret	882	m ²					3,75%
Skønnet byggeretsværdi	12.000	DKK/m ²					1,50%
Kurs	50%						5,25%
Tillæg byggeretsværdi	5.292.000						
Tillæg byggeretsværdi afrundet	5.300.000						
Samlet værdi inkl. Byggeret	146.000.000						
Substansværdi ekskl. Areal fra byggeriet	23.087	DKK/m ²					

År	1	2	3	4	5	6	7
Diskonteringsfaktor	0,95	0,90	0,86	0,81	0,77	0,74	0,70
Driftsindtægter							
Bolig bruttoløje (basis tidspunkt)	3.311,684	3.361,359	3.411,780	3.462,956	3.514,901	3.567,624	3.621,139
Erhvervs bruttoløje (basis tidspunkt)	216,325	219,570	222,863	226,206	229,599	233,043	236,539
Modernisering - øvrige lejemaal	-	-	-	518,118	1.227,076	1.957,186	2.708,923
Lejepotentiale i allerede istandsatte lej.	-	-	-	-	-	-	-
Lejeforbedring - nyt tag & vinduer	-	-	-	-	-	-	-
Lejeforbedring - Elevator	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoløje - nybyggede taglejl.	-	-	-	-	-	-	-
Samlet lejehndfening	3.528,009	3.580,929	3.634,643	4.207,281	4.971,576	5.757,854	6.566,601
Forrentning af indestående kontantbehold	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoindfening	3.528,009	3.580,929	3.634,643	4.207,281	4.971,576	5.757,854	6.566,601
§22	-	-	-	-	-	-	-
Udfasning af §22	1,098	2,229	3,394	4,593	5,827	7,097	8,404
Sparat henlæggeelse til §18b	-	485,519	492,802	500,194	507,697	515,312	523,042
Driftsomkostninger eksisterende drift	2,459,834	2,496,732	2,534,182	2,572,195	2,610,778	2,649,940	2,689,689
NOI før investeringsomkostninger (I)	1,069,273	1,571,946	1,596,656	2,139,872	2,874,322	3,630,323	4,408,358
Løbende investering i modernisering	-	-	-	3,142,786	3,260,641	3,382,915	3,509,774
Investering grønt energikrav	-	-	-	-	-	-	-
Investering grønt incitament	6,011,000	6,011,000	6,011,000	-	-	-	-
Vedligeholdelsesmæssigt efterslæb	-	-	-	-	-	-	-
Samlede løbende investeringer (II)	6,011,000	6,011,000	6,011,000	3,142,786	3,260,641	3,382,915	3,509,774
Cash flow (I) + (II)	4,941,727	4,439,054	4,414,344	1,002,914	386,319	247,408	898,584
DCF-metode							
NV årlig cash flow	4,695,228	4,007,248	3,786,168	817,288	299,113	182,004	628,064
NV cash flows	3,442,031	-	-	-	-	-	-
NV exit værdi	131,004,133	-	-	-	-	-	-
Markedsværdi DCF-metode	134,446,164	-	-	-	-	-	-
Afrundet værdi	134,400,000	-	-	-	-	-	-
Substansværdi	21,252	DKK/m2	Forudsætninger Forrentningskrav 3,75% Inflation 1,50% Diskonteringsrente 5,25%				
Tillæg af byggeværdi	-	-	-	-	-	-	-
Skønnet byggeværet	882	m2					
Skønnet byggeværdi	12,000	DKK/m2					
Kurs	50%						
Tillæg byggeværdi	5,292,000						
Tillæg byggeværdi afrundet	5,300,000						
Samlet værdi inkl. Byggeværet	139,700,000						
Substansværdi ekskl. Areal fra byggeværet	22,090	DKK/m2					

År	1	2	3	4	5	6	7
Diskonteringsfaktor	0,95	0,90	0,85	0,81	0,77	0,73	0,69
Driftsindtægter							
Boligbruttoleje (basis tidspunkt)	3.311,684	3.361,359	3.411,780	3.462,956	3.514,901	3.567,624	3.621,139
Erhvervs bruttoleje (basis tidspunkt)	216,325	219,570	222,863	226,206	229,599	233,043	236,539
Modernisering - øvrige lejernal	-	-	-	-	-	533,778	1.264,164
Lejepotentiale i allerede istandsatte lej.	-	-	-	-	-	-	-
Lejeforbedring - nyt tag & vinduer	-	-	-	-	-	-	-
Lejeforbedring - Elevator	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoleje - nybyggede taglejl.	-	-	-	-	-	-	-
Samlet lejeindtjening	3.528,009	3.580,929	3.634,643	3.689,163	3.744,500	4.334,446	5.121,842
Forrentning af indestående kontantbeløb	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoindtjening	3.528,009	3.580,929	3.634,643	3.689,163	3.744,500	4.334,446	5.121,842
§ 22	-	-	-	-	-	-	-
Udfasning af §22	1,098	2,229	3,394	4,593	5,827	7,097	8,404
Sparet henlæggelse til §18b	-	485,519	492,802	500,194	507,697	515,312	523,042
Driftsomkostninger eksisterende drift	-	2.486,732	2.534,182	2.572,195	2.610,778	2.649,940	2.689,689
Nett for investeringsomkostninger (i)	1.069,273	1.571,946	1.596,656	1.621,754	1.647,246	2.206,915	2.963,599
Løbende investering i modernisering	-	-	-	-	-	3.237,777	3.286,344
Investering grønt energikrav	-	1.596,630	-	-	-	-	-
Vedligeholdelsesmæssigt efterslæb	-	-	-	-	-	-	-
Samlede løbende investeringer (ii)	-	1.596,630	-	-	-	3.237,777	3.286,344
Cash flow (i) + (ii)	-	527,357	1.571,946	1.596,656	1.621,754	1.647,246	322,745
DCF-metode							
NV årlig cash flow	-	499,864	1.412,318	1.359,734	1.309,107	1.260,364	747,628
NV cash flows	21,125,881						221,867
NV exit værdi	109,966,011						
Markedsværdi DCF-metode	131.091,892						
Afrundet værdi	131.100,000						
Substansværdi	20,731						
Tillæg af byggeretsværdi							
Skønnet byggeret	882 m ²						
Skønnet byggeretsværdi	12,000						
Kurs	50%						
Tillæg byggeretsværdi	5,292,000						
Tillæg byggeretsværdi afrundet	5.300,000						
Samlet værdi inkl. Byggeret	136.400,000						
Substansværdi ekskl. Areal fra byggeriet	21,569						

	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
	0,65	0,62	0,59	0,55	0,53	0,50	0,47	0,45	0,42	
3.675,456	3.730,587	3.786,546	3.843,344	3.900,995	3.959,510	4.018,902	4.079,186	4.140,374	4.202,479	
240,087	243,689	247,344	251,054	254,820	258,642	262,522	266,460	270,456	274,513	
2.016,342	2.790,801	3.588,039	4.408,567	5.252,904	6.121,578	7.015,131	7.934,114	8.259,616	8.383,510	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
5.931.885	6.765.077	7.621.929	8.502.966	9.408.718	10.339.730	11.296.555	12.279.759	12.670.446	12.860.502	
5.931.885	6.765.077	7.621.929	8.502.966	9.408.718	10.339.730	11.296.555	12.279.759	12.670.446	12.860.502	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
9.749	11.132	12.554	12.743	12.934	13.128	13.325	13.525	13.728	13.934	
530,887	538,851	546,934	555,138	563,465	571,917	580,495	589,203	598,041	607,011	
2.730,034	2.770,985	2.812,550	2.854,738	2.897,559	2.941,022	2.985,138	3.029,915	3.075,363	3.121,494	
3.742,487	4.544,075	5.368,867	6.216,109	7.087,558	7.983,753	8.905,238	9.852,572	10.206,851	10.359,954	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
3.335,639	3.385,673	3.436,459	3.488,005	3.540,326	3.593,430	3.647,332	3.702,042	-	-	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
3.335,639	3.385,673	3.436,459	3.488,005	3.540,326	3.593,430	3.647,332	3.702,042	-	-	
406,848	1.158,401	1.932,409	2.728,103	3.547,233	4.390,322	5.257,906	6.150,530	10.206,851	10.359,954	
265,102	715,462	1.131,291	1.513,853	1.865,779	2.188,842	2.484,725	2.755,026	4.333,636		
										258.998,844

År	1	2	3	4	5
Diskonteringsfaktor	0,95	0,90	0,86	0,81	0,77
Driftsindtægter					
Bolig bruttotoleje (basis tidspunkt)	3.311,684	3.361,359	3.411,780	3.462,956	3.514,901
Erhvervs bruttotoleje (basis tidspunkt)	216,325	219,570	222,863	226,206	229,599
Modernisering - øvrige lejemål	495,485	1.173,474	1.871,690	2.590,589	3.330,635
Lejepotentiale i allerede istandsatte lej.	-	-	-	-	-
Samlet lejeindtæjning	4.023,494	4.754,403	5.506,333	6.279,752	7.075,135
Forrentning af indestående kontantbeløb	-	-	-	-	-
Bruttoindtæjning	4.023,494	4.754,403	5.506,333	6.279,752	7.075,135
Udfasning af § 22	1.098	2.229	3.394	4.593	5.827
Sparat henlæggelse til § 18b	-	485,519	492,802	500,194	507,697
Driftsomkostninger eksisterende drift	2.459,834	2.496,732	2.534,182	2.572,195	2.610,778
NOI før investeringsomkostninger (i)	1.564,758	2.745,419	3.468,347	4.212,344	4.977,880
Løbende investering i modernisering	-	3.005,500	3.050,583	3.096,341	3.142,786
Samlede løbende investeringer (ii)	-	3.005,500	3.050,583	3.096,341	3.142,786
					3.189,928
Cash flow (i) + (ii)	-	1.440,742	305,163	372,005	1.069,557
					1.787,952
DCF-metode					
NV årlig cash flow	-	1.360,731	-	272,210	313,406
NV cash flows	-	18.648,543	-	-	851,037
NV exit værdi	-	117.111,685	-	-	1.343,650
Markedsværdi DCF-metode		135.760,228			
Afrundet værdi		135.800,000			
Substansværdi	21.474	DKK/m ²			
Tillæg af byggeretsværdi					
Skønnet byggeret	882	m ²			4,38%
Skønnet byggeretsværdi	12.000	DKK/m ²			1,50%
Kurs	50%				
Tillæg byggeretsværdi	5.292,000				
Tillæg byggeretsværdi afrundet	5.300,000				
Samlet værdi inkl. Byggeret	141.100,000				
Substansværdi ekskl. Areal fra byggeriet	22.312	DKK/m ²			

Bilag 7 – Corona eksempel afkastkrav 1

11.7

219.560.135

År	1	2	3	4	5
Diskonteringsfaktor	0,95	0,90	0,86	0,81	0,77
Driftsindtægter					
Bolig bruttoleje (basis tidspunkt)	3.311.684	3.361.359	3.411.780	3.462.956	3.514.901
Erhvervs bruttoleje (basis tidspunkt)	216.325	219.570	222.863	226.206	229.599
Modernisering - øvrige lejemål	495.485	1.173.474	1.871.690	2.590.589	3.330.635
Lejepotentiale i allerede istandsatte lej.	-	-	-	-	-
Samlet lejeindtæning	4.023.494	4.754.403	5.506.333	6.279.752	7.075.135
Forrentning af indestående kontantbeløb	-	-	-	-	-
Bruttoindtæning	4.023.494	4.754.403	5.506.333	6.279.752	7.075.135
Udfasning af \$22	1.098	2.229	3.394	4.593	5.827
Sparet henlæggelse til §18b	-	485.519	492.802	500.194	507.697
Driftsomkostninger eksisterende drift	2.459.834	2.496.732	2.534.182	2.572.195	2.610.778
NOI før investeringsomkostninger (i)	1.564.758	2.745.419	3.468.347	4.212.344	4.977.880
Løbende investering i modernisering	-	3.005.500	3.050.583	3.096.341	3.189.928
Samlede løbende investeringer (ii)	-	3.005.500	3.050.583	3.096.341	3.189.928
Cash flow (i) + (ii)	-	1.440.742	305.163	372.005	1.069.557
DCF-metode					
NV årlig cash flow	-	1.358.806	-	271.441	312.078
NV cash flows	-	18.409.314	-	-	846.231
NV exit værdi	-	111.484.123	-	-	1.334.173
Markedsværdi DCF-metode	129.893.437				
Afrundet værdi	129.900.000				
Substansværdi	20.541	DKK/m ²			
Tillæg af byggeretsværdi					
Skønnet byggeret	882	m ²	Forudsætninger		
Skønnet byggeretsværdi	12.000	DKK/m ²	Forrentningskrav		
Kurs	50%		Inflation		
Tillæg byggeretsværdi	5.292.000		Diskonteringsrente		
Tillæg byggeretsværdi afrundet	5.300.000				
Samlet værdi in kl. Byggeret	135.200.000				
Substansværdi ekskl. Areal fra byggeriet	21.379	DKK/m ²			

	6	7	8	9	10	11	12
	0,74	0,70	0,66	0,63	0,60	0,57	
3.567,624	3.621,139	3.675,456	3.730,587	3.786,546	3.843,344	3.900,995	
233,043	236,539	240,087	243,689	247,344	251,054	254,820	
4.092,298	4.876,062	5.682,418	6.511,868	7.364,923	7.667,074	7.782,080	
7.892,966	8.733,740	9.597,961	10.486,144	11.398,813	11.761,472	11.937,894	
7.892,966	8.733,740	9.597,961	10.486,144	11.398,813	11.761,472	11.937,894	
7.892,966	8.733,740	9.597,961	10.486,144	11.398,813	11.761,472	11.937,894	
7.097	8.404	9.749	11.132	12.554	12.743	12.934	
515,312	523,042	530,887	538,851	546,934	555,138	563,465	
2.649,940	2.689,689	2.730,034	2.770,985	2.812,550	2.854,738	2.897,559	
5.765,435	6.575,497	7.408,563	8.265,142	9.145,751	9.474,615	9.616,734	
3.237,777	3.286,344	3.335,639	3.385,673	3.436,459	-	-	
3.237,777	3.286,344	3.335,639	3.385,673	3.436,459	-	-	
2.527,658	3.289,153	4.072,925	4.879,469	5.709,292	9.474,615	9.616,734	
1.778,876	2.183,146	2.549,625	2.880,804	3.179,030	4.975,597		

År 1 2 3 4 5

Diskonteringsfaktor 0,95 0,90 0,86 0,81 0,77

Driftsindtægter

Bolig bruttoleje (basis tidspunkt) 3.311.684 3.361.359 3.411.780 3.462.956 3.514.901
 Erhvervs bruttoleje (basis tidspunkt) 216.325 219.570 222.863 226.206 229.599
 Modernisering - øvrige lejemål 495.485 1.173.474 1.871.690 2.590.589 3.330.635
 Lejepotentiale i allerede istandsatte lej. - - - - -

Samlet lejeindtæning 4.023.494 4.754.403 5.506.333 6.279.752 7.075.135

Forrentning af indestående kontantbehold

Bruttoindtæning 4.023.494 4.754.403 5.506.333 6.279.752 7.075.135

Udfasning af § 22

1.098 2.229 3.394 4.593 5.827

Sparet heri lægges til § 18b

- 485.519 492.802 500.194 507.697

Driftsomkostninger eksisterende drift - 2.496.732 - 2.534.182 - 2.572.195 - 2.610.778

NOI før investeringsomkostninger (i) 1.564.758 2.745.419 3.468.347 4.212.344 4.977.880

Løbende investering i modernisering

- 3.005.500 - 3.050.583 - 3.096.341 - 3.142.786 - 3.189.928

Samlede løbende investeringer (ii) 3.005.500 - 3.050.583 - 3.096.341 - 3.142.786 - 3.189.928

Cash flow (i) + (ii) - 1.440.742 - 305.163 372.005 1.069.557 1.787.952

DCF-metode

NV årlig cash flow - 1.355.993 - 270.318 310.143 839.244 1.320.417

NV cash flows 18.064.595

NV exit værdi 103.923.954

Markedsværdi DCF-metode 121.988.549

Afrundet værdi 122.000.000

Substansværdi 19.292 DKK/m2

Tillæg af byggeretsværdi

Skønnet byggeret 882 m2 Forudsætninger Forrentningskrav 4,75%

Skønnet byggeretsværdi 12.000 DKK/m2 Inflation 1,50%

Kurs 50% Diskonteringsrente 6,25%

Tillæg byggeretsværdi 5.292.000

Tillæg byggeretsværdi afrundet 5.300.000

Samlet værdi inkl. Byggeret

127.300.000

Substansværdi ekskl. Areal fra byggeret 20.130 DKK/m2

11.10 Bilag 10 – Corona eksempel inflation

År	1	2	3	4	5
Diskonteringsfaktor	0,95	0,90	0,86	0,81	0,77
Driftsindtægter					
Bolig bruttoleje (basis tidspunkt)	3.311.684	3.344.801	3.378.249	3.412.031	3.446.152
Erhvervs bruttoleje (basis tidspunkt)	216.325	218.488	220.673	222.880	225.109
Modernisering - øvrige lejemål	495.485	1.173.474	1.871.690	2.590.589	3.330.635
Lejepotentiale i allerede istandsatte lej.	-	-	-	-	-
Samlet lejeindtæning	4.023.494	4.736.763	5.470.612	6.225.501	7.001.895
Forrentning af indestående kontant beløb	-	-	-	-	-
Bruttoindtæning	4.023.494	4.736.763	5.470.612	6.225.501	7.001.895
Udfasning af \$22	1.098	2.229	3.394	4.593	5.827
Sparet henlæggelse til §18b	-	485.519	490.374	495.278	500.231
Driftsomkostninger eksisterende drift	-	2.484.432	2.509.277	2.534.369	2.559.713
NOI før investeringsomkostninger (i)	1.564.758	2.740.078	3.455.104	4.191.002	4.948.239
Løbende investering i modernisering	-	3.005.500	3.035.555	3.065.911	3.096.570
Samlede løbende investeringer (ii)	-	3.005.500	3.035.555	3.065.911	3.096.570
Cash flow (i) + (ii)	-	1.440.742	295.477	389.193	1.094.433
DCF-metode					
NV årlig cash flow	-	1.375.410	-	269.287	338.613
NV cash flows	-	20.783.122	-	-	909.019
NV exit værdi	-	151.809.520	-	-	1.443.674
Markedsværdi DCF-metode	-	172.592.642	-	-	1.443.674
Afrundet værdi	172.600.000	-	-	-	-
Substansværdi	27.293	DKK/m ²	-	-	-
Tillæg af byggeretsværdi					
Skønnet byggeret	882	m ²	-	-	3,75%
Skønnet byggeretsværdi	12.000	DKK/m ²	-	-	1,00%
Kurs	50%	-	-	-	4,75%
Tillæg byggeretsværdi	5.292.000	-	-	-	-
Tillæg byggeretsværdi afrundet	5.300.000	-	-	-	-
Samlet værdi inkl. Byggeret	177.900.000	-	-	-	-
Substansværdi ekskl. Areal fra byggeriet	28.131	DKK/m ²	-	-	-

252.925.930

11.11 Bilag 11 – Corona eksempel tomgang

År	1	2	3	4	5
Diskonteringsfaktor	0,95	0,90	0,86	0,81	0,77
Driftsindtægter					
Bolig bruttoleje (basis tidspunkt)	3.311.684	3.361.359	3.411.780	3.462.956	3.514.901
Erhvervs bruttoleje (basis tidspunkt)	216.325	219.570	222.863	226.206	229.599
Modernisering - øvrige lejelmål	495.485	1.173.474	1.871.690	2.590.589	3.330.635
Lejepotentiale i allerede istandsatte lej.	-	-	-	-	-
Tomgang	160.940	237.720	220.253	125.595	141.503
Samlet legehdtjening	3.862.554	4.516.683	5.286.080	6.154.157	6.933.632
Forrentning af indestående kontantbeløb	-	-	-	-	-
Bruttoindtjening	3.862.554	4.516.683	5.286.080	6.154.157	6.933.632
Udfasning af §22	1.098	2.229	3.394	4.593	5.827
Sparat henlæggelse til §18b	-	485.519	492.802	500.194	507.697
Driftsomkostninger eksisterende drift	2.459.834	2.496.732	2.534.182	2.572.195	2.610.778
NOI før investeringsomkostninger (i)	1.403.818	2.507.699	3.248.093	4.086.749	4.836.378
Løbende investering i modernisering	-	-	-	-	-
Samlede løbende investeringer (ii)	3.005.500	3.050.583	3.096.341	3.142.786	3.189.928
Cash flow (i) + (ii)	-	-	-	-	-
	1.601.682	542.883	151.752	943.962	1.646.449
DCF-metode					
NV årlig cash flow	-	1.521.788	-	490.075	130.157
NV cash flows	-	18.154.790	-	-	-
NV exit værdi	-	142.440.896	-	-	-
Markedsværdi DCF-metode		160.595.686			
Afrundet værdi	160.600.000				
Substansværdi	25.395	DKK/m ²			
Tillæg af byggeretsværdi					
Skønnet byggeret	882	m ²			
Skønnet byggeretsværdi	12.000	DKK/m ²			
Kurs	50%				
Tillæg byggeretsværdi	5.292.000				
Tillæg byggeretsværdi afrundet	5.300.000				
Samlet værdi inkl. Byggeret	165.900.000				
Substansværdi ekskl. Areal fra byggeriet	26.233	DKK/m ²			

	6	7	8	9	10	11	12
	0,74	0,70	0,66	0,63	0,60	0,57	
3,567,624	3,621,139	3,675,456	3,730,587	3,786,546	3,843,344	3,900,995	
233,043	236,539	240,087	243,689	247,344	251,054	254,820	
4,092,298	4,876,062	5,682,418	6,511,868	7,364,923	7,667,074	7,782,080	
-	-	-	-	-	-	-	-
157,859	174,675	191,959	209,723	227,976	235,229	238,758	
7.735,106	8.559,065	9.406,002	10.276,421	11.170,837	11.526,243	11.699,136	
7,735,106	-	-	-	-	-	-	-
7,735,106	8,559,065	9,406,002	10,276,421	11,170,837	11,526,243	11,699,136	
7,097	8,404	9,749	11,132	12,554	12,743	12,934	
515,312	523,042	530,887	538,851	546,934	555,138	563,465	
-	2,649,940	2,689,689	2,730,034	2,770,985	2,812,550	2,854,738	2,897,559
5.607,576	6.400,822	7.216,604	8.055,419	8.917,775	9.239,385	9.377,976	
-	-	-	-	-	-	-	-
3,237,777	3,286,344	3,335,639	3,385,673	3,436,459	-	-	-
3.237,777	3.286,344	3.335,639	3.385,673	3.436,459	-	-	-
2,369,799	3,114,478	3,880,965	4,669,746	5,481,316	9,239,385	9,377,976	
1,743,327	2,176,860	2,577,288	2,946,418	3,285,972	5,262,595		

250.079,359

11.12 Bilag 12 – Samlet beregning BRL + Corona

År	1	2	3	4	5	6	7
Diskonteringsfaktor	0,95	0,90	0,85	0,81	0,76	0,72	0,69
Driftsindtægter							
Bolig bruttoleje (basis tidspunkt)	3.311.684	3.344.801	3.378.249	3.412.031	3.446.152	3.480.613	3.515.419
Erfhvervs bruttoleje (basis tidspunkt)	216.325	218.488	220.673	222.880	225.109	227.360	229.633
Moderniserings - øvrige lejemål	-	-	-	-	-	533.778	1.264.164
Tomgang	141.120	178.164	143.957	72.698	73.425	84.835	100.184
Samlet lejeindtægtning	3.386.889	3.385.125	3.454.965	3.562.213	3.597.835	4.156.916	4.909.033
Forrentning af indestående kontantbeløb	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoindtægtning	3.386.889	3.385.125	3.454.965	3.562.213	3.597.835	4.156.916	4.909.033
Udfasning af §22	1.098	2.229	3.394	4.593	5.827	7.097	8.404
Sparat henlæggelse til §18b	-	485.519	490.374	495.278	500.231	505.233	510.285
Driftsomkostninger eksisterende drift	2.459.834	2.484.432	2.509.277	2.534.369	2.559.713	2.585.310	2.611.163
NOI før investeringsomkostninger (i)	928.153	1.388.440	1.439.457	1.527.714	1.544.180	2.083.936	2.816.559
Løbende investering i modernisering	-	-	-	-	-	-	-
Investering grønt energikrav	1.596.630	-	-	-	-	-	-
Samlede løbende investeringer (ii)	1.596.630	-	-	-	-	3.237.777	3.270.155
Cash flow (i) + (ii)	668.477	1.388.440	1.439.457	1.527.714	1.544.180	1.153.841	453.596
DCF-metode							
NV årlig cash flow	633.447	1.246.738	1.224.816	1.231.795	1.179.826	885.392	311.199
NV cash flows	19.401.143						
NV exit værdi	92.576.612						
Markedsværdi DCF-metode	111.977.755						
Afrundet værdi	112.000.000						
Substansværdi	17.710	DKK/m ²					
Tillæg af byggersværdi							
Skønnet byggersværdi	882	m ²					
Skønnet byggersværdi	12.000	DKK/m ²					
Kurs	50%						
Tillæg byggersværdi	5.292.000						
Tillæg byggersværdi afrundet	5.300.000						
Samlet værdi incl. Byggeret	117.300.000						
Substansværdi ekskl. Areal fra byggeriet	18.548	DKK/m ²					

	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
	0,65	0,62	0,58	0,55	0,52	0,50	0,47	0,45	0,42	
3.550,573	3.586,079	3.621,940	3.658,159	3.694,741	3.731,688	3.769,005	3.806,695	3.844,762	3.883,210	
231,930	234,249	236,591	238,957	241,347	243,760	246,198	248,660	251,147	253,658	
2.016,342	2.790,801	3.588,039	4.408,567	5.252,904	6.121,578	7.015,131	7.934,114	8.259,616	8.342,212	
115,977	132,223	148,931	166,114	183,780	201,941	220,607	238,789	247,110	249,582	
5.682,868	6.478,906	7.297,639	8.139,570	9.005,212	9.895,087	10.809,728	11.749,680	12.108,414	12.229,498	
5.682,868	6.478,906	7.297,639	8.139,570	9.005,212	9.895,087	10.809,728	11.749,680	12.108,414	12.229,498	
9,749	11,132	12,554	12,743	12,870	12,999	13,129	13,260	13,393	13,527	
515,388	520,542	525,748	531,005	536,315	541,678	547,095	552,566	558,092	563,672	
-	2.663,648	2.690,284	2.717,187	2.744,359	2.771,803	2.799,521	2.827,516	2.855,791	2.884,349	
3.570,730	4.346,933	5.145,657	5.966,131	6.810,038	7.677,961	8.570,432	9.487,990	9.824,108	9.922,349	
-	3.302,856	3.335,885	3.369,244	3.402,936	3.436,966	3.471,335	3.506,049	3.541,109	-	
-	3.302,856	3.335,885	3.369,244	3.402,936	3.436,966	3.471,335	3.506,049	3.541,109	-	
267,874	1.011,048	1.776,413	2.563,195	3.373,073	4.206,626	5.064,383	5.946,881	9.824,108	9.922,349	
174,150	622,857	1.037,014	1.417,902	1.768,131	2.089,521	2.383,765	2.652,468	4.152,198		

219.036,400