

Afgangprojekt

DEN REGNSKABSMÆSSIGE BEHANDLING AF
INVESTERINGSEJENDOMME MED FOKUS PÅ
UDFORDRINGER MED VÆRDIANSÆTTELSEN

Udarbejdet af : Kristian Poulsen,
Copenhagen Business School
HD – Regnskab og økonomistyring
Vejleder : Ismaeel Rasul
6. maj 2020
Antal sider: 79
Antal anslag: 144.627

Forord

Dette afgangsprøjsjekt er skrevet i forbindelse med min afslutning på Copenhagen Business School studiets 4. semester på HD (r).

Det valgte emne er sket på baggrund af mit arbejde som revisor, hvor jeg ofte har stiftet bekendtskab med investeringsejendomme, hvilket har medført, at jeg ofte er stillet overfor en problemstilling i forhold til revisionsmålet, værdiansættelse. Jeg så derfor dette afgangsprøjsjekt, som en mulighed for at komme dybere i den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme med fokus på værdiansættelse.

Jeg vil gerne takke min vejleder Ismaeel Rasul for at godkende mit emne, samt løbende vejledning i forbindelse med udarbejdelse af projektet.

Indholdsfortegnelse

1	Executive summary	5
1.1	Indledning	6
2	Problemformulering.....	7
2.1	Fortolkning og underspørgsmål	7
3	Afgrænsning	8
4	Metode og opgavestruktur	9
4.1	Opgavestruktur	9
4.2	Model- og metodevalg	10
4.3	Kildekritik.....	10
4.4	Forkortelser	10
5	Årsrapportens grundlæggende krav.....	11
5.1	Årsregnskabsloven	11
5.1.1	Regnskabsklasser	11
5.1.2	Grundlæggende krav til årsrapporten	12
5.1.3	Begrebsrammen og dennes generelle struktur	12
5.1.4	Definition af begrebsrammen som helhed.....	13
5.1.5	Begrebsrammens fem niveauer	14
5.1.6	Niveau 1 – Brugerens informationsbehov	15
5.1.7	Niveau 2 – Kvalitative egenskaber	22
5.1.8	Niveau 3 – Definition af elementer	23
5.1.9	Niveau 4 – Indregning og måling	24
5.1.10	Niveau 5 – Klassifikation og præsentation.....	24
5.1.11	Grundlæggende forudsætning	24
5.1.12	Sammenligning i begrebsrammen mellem ÅRL og IASB	26
5.2	Delkonklusion på de grundlæggende krav til årsrapporten	26
6	Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme	27
6.1	Definition og klassifikation af investeringsejendomme	27

6.2	Handelsejendomme	29
6.3	Ejendomme under opførsel	29
6.4	Domicilejendomme	29
6.5	Investeringsjendomme.....	30
6.6	Den regnskabsmæssige behandling af investeringsjendomme.....	30
6.7	Den regnskabsmæssige behandling ifølge ÅRL.....	30
6.7.1	Indregning og måling.....	30
6.7.2	Kostprismetoden	31
6.7.3	Omvurderingsmodellen.....	32
6.7.4	Dagsværdimetoden.....	33
6.7.5	Måling efter IAS	34
6.7.6	Forbedringer, reparationer og vedligeholdelse.....	36
6.8	Præsentation i regnskabet	37
6.8.1	Præsentation efter årsregnskabsloven.....	37
6.8.2	Præsentation efter IFRS	38
6.8.3	Sammenligning af ÅRL og IFRS – Præsentation.....	39
6.9	Retvisende billede ved måling af investeringsjendomme	40
6.9.1	Kostpris i forhold til det retvisende billede	41
6.9.2	Dagsværdimetoden i forhold til det retvisende billede.....	42
6.10	Delkonklusion	44
7	Metoder til opgørelse af dagsværdi	46
7.1	Markedstilgangen.....	47
7.1.1	Interne markedsmetode	47
7.1.2	Ekstern uafhængig vurderingsmand	47
7.2	Omkostningsbaseret tilgang.....	48
7.2.1	Genanskaffelsesværdimetoden	48
7.3	Afkastbaseret tilgang	48
7.3.1	Normalindtjeningsmodellen.....	49
7.3.2	Vurdering af normalindtjeningsmodellen	56
7.3.3	Discounted cash flow (DCF–modellen).....	58
7.3.4	Vurdering af DCF-modellen	61
8	Anvendelse af værdiansættelsesmodeller ud fra forskellige scenarier	64

8.1	Scenarie 1 - Konjunkturforandringer.....	65
8.1.1	Normalindtjeningsmodellen.....	66
8.1.2	DCF-modellen	67
8.1.3	Sammenholdelse af beregning.....	67
8.2	Scenarie 2 – Ændringer i afkastkrav	68
8.2.1	Normalindtjeningsmodellen.....	69
8.2.2	DCF-modellen	69
8.2.3	Sammenholdelse af beregninger.....	70
8.3	Scenarie 3 – Investeringer	70
8.3.1	Normalindtjeningsmodellen.....	70
8.3.2	DCF-modellen	72
8.3.3	Sammenholdelse af beregning.....	73
8.3.4	Scenarie 4 – Markedslejen er højere end kontraktlige leje.....	74
8.4	Samlet vurdering af normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen	76
9	Konklusion.....	77
10	Litteraturliste.....	80
10.1	Bøger.....	80
10.2	Artikler og udgivelser:	80
10.3	Lovgivning	81
10.4	Årsrapporter.....	82
11	Bilagsoversigten	83

1 Executive summary

The purpose of this chapter is to provide a summary of this thesis.

In Denmark the most common accounting method for measurement of investment properties to fair value is the normal earnings method. The normal earnings method is acknowledged for being a simple fair value method. The method is under the assumption that it is in best use under steady economic conditions.

The purpose of this thesis is to focus on the accounting treatment of investment property with a focus on the difficulties of valuation.

The thesis begins with a definition of the true and fair view in the annual report. This include a description of the impact the true and fair view have on the influence on decisions made by the share- and stakeholders.

The true and fair view is followed up by a definition of the investment properties. The part includes a review of the accounting policies. Investment properties can be measured via the cost method and the fair value method. The chapter includes a comparison of the measurement method and the principle of the true and fair view in the annual report. It is concluded that the fair value method is the most true and fair method for measurement of investment properties.

The true and fair method have the option of measurement to fair value via following approach according to IFRS 13:

- Level 1: Quoted prices in an active market for identical assets or liabilities.
- Level 2: Observable inputs other than quoted prices
- Level 3: unobservable inputs

It is concluded that the measurement of fair value in level 1 and 2 is very unlikely to be reliable. The level 3 includes unobservable inputs, which is fair value models. The most common models are the normal earnings- and the discounted cash flow -model.

In the end of the thesis an analysis is performed of both models. The analysis includes different scenarios and reflect how the models perform under different circumstancing. It is concluded that the model that gives the most true and fair view is the discounted cash flow model. However, the discounted cash flow model is more advanced than the normal earnings model. When selecting which model is most proper for measurement, it is important the management should consider the cost-benefit of each model.

1.1 Indledning

Som opgavens forside omtaler, vil jeg i denne afsluttende hovedopgave belyse indregningen og målingen af investeringsejendomme i forhold til bestemmelserne i årsregnskabsloven. Regnskabsposten – investeringsejendomme – er muligt at indregne i årsregnskabet til både kostpris eller dagsværdi.

Indregningsmetoden har til formål at bidrage til, at regnskabslæseren får et retvisende billede af virksomhedens aktivitet, balancesum og resultat.¹

I Danmark – og globalt – er økonomien i forbindelse med Covid-19 situationen blevet ramt af en lavkonjunktur. Effekten af Covid-19 er en helt uforudset og uforudsigelig hændelse, som har ændret markedet – også for ejendomsmarkedet. Det er uden tvivl, at ejendomsmarkedet er ramt på kort sigt, og med mulighed for en langsigtet konsekvens. Det er derfor relevant, at stille spørgsmålstejn ved fordele og ulemper ved de forskellige værdiansættelsesmetoder. Herunder om der er modeller, der er bedre egnet end andre, for at opretholde det retvisende billede i den eksterne årsrapport under svingende konjunkturer.

I danske selskaber er den målingsmetode, der bliver anvendt oftest for måling af investeringsejendomme, normalindtjeningsmodellen. Det interessante er derfor at undersøge, om normalindtjeningsmodellen er den mest optimale til måling af investeringsejendomme.

Årsregnskabsloven er underlagt en general klausul om altid at overholde det retvisende billede af virksomhedens aktiver, passiver og finansielle resultat. Det skal derfor være en mulighed for regnskabslæseren at kunne træffe en finansiell beslutning, på baggrund af den fremlagte information som er indeholdt i regnskabet. Da investeringsejendomme ofte udgør en størstedel af balancesummen i ejendomsselskab, er det derfor afgørende for det retvisende billede i årsregnskabet at måling af investeringsejendomme er foretaget korrekt.

Dette afsluttende projekt vil derfor i sin fuldstændige form, give en redegørende beskrivelse af årsregnskabslovens general klausul ”det retvisende billede” samt analysere de forskellige værdiansættelsesmetoder i forhold til det retvisende billede. Derudover vil der blive udarbejdet en følsomhedsanalyse af to dagsværdiansættelsesmodeller for at give et bud på, hvilke modeller der fungerer mest hensigtsmæssige i forskellige scenarier.

¹ <https://www.pwc.dk/da/artikler/2016/01/aendringer-til-arsregnskabsloven--konsekvenser-for-ejendomsvirksomheder.html>

2 Problemformulering

Formålet med denne opgave er at besvare opgavens hovedspørgsmål som er følgende:

Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme med fokus på udfordringer med værdiansættelsen

2.1 Fortolkning og underspørgsmål

Den ovenstående problemformulering vil afdække hvilken værdiansættelsestilgang, der er den mest hensigtsmæssig til måling af investeringsejendomme i den offentlige årsrapport. Inden opgavens start er det undersøgt, at normalindtjeningsmodellen er den hyppigst anvendte model til at måle investeringsejendomme blandt danske selskaber.²

Jeg vil derfor undersøge, om det er hensigtsmæssigt, at de fleste danske selskaber anvender normalindtjeningsmodellen, eller om der er andre tilgange, der er mere optimale.

For at opnå en forståelse for påvirkningen af et forkert valg af værdiansættelsestilgang, er det vigtigt at have kendskab til de grundlæggende krav i årsrapporten. Der vil blive foretaget en analyse af den regnskabsmæssige begrebsramme, for at identificere hvilke kvalitetskriterier de forskellige værdiansættelsestilgange skal opfylde, for at overholde det retvisende billede i årsrapporten.

- Hvad er den regnskabsmæssige begrebsramme?
- Hvilken betydning har det retvisende billede?
- Hvordan definerer man investeringsejendomme ifølge ÅRL, IAS/IFRS?
- Hvilke indregningsmetoder kan der anvendes for investeringsejendomme ifølge ÅRL og IAS/IFRS, samt hvilke fordele og ulemper er der?
- Hvilke værdiansættelsesmodeller kan anvendes til at værdiansættelse af investeringsejendomme?
- Hvilke metoder er de mest anvendte?
- Hvordan virker værdiansættelsesmodellerne?
- Hvor følsomme er modellerne for økonomiske høj- og lavkonjunktur?

² Bilag 5

3 Afgrænsning

På baggrund af min problemformulering, er det nødvendigt at foretage en afgrænsning af opgavens emne.

Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme behandles ud fra ÅRL § 33, 36, 38, 49, 53, 58 a og 88 samt IAS 40. Bestemmelserne om måling af investeringsejendomme til dagsværdi behandles i ÅRL § 37 eller IFRS 13 *dagsværdimåling*. Opgaven har ikke til hensigt, at der skal undersøges samtlige af de ovenstående bestemmelser, men blot de nævnte elementer, som er væsentlige for at afdække min problemformulering.

Opgaven vil kun omfatte investeringsejendomme, hvorfor der kun vil blive redegjort for andre ejendomsstyper, for at identificerer forskellene.

Opgaven afgrænset til selskaber i regnskabsklasse B – C stor.

Der er i opgaven taget udgangspunkt i den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, hvorfor skattemæssige forhold ikke vil blive berørt.

Der foretages en afgrænsning af den lovgivning, der var gældende frem til 31. december 2019. Ændringer til lovgivning som har effekt for årsrapporter aflagt fra 1. januar 2020, vil således ikke blive berørt.

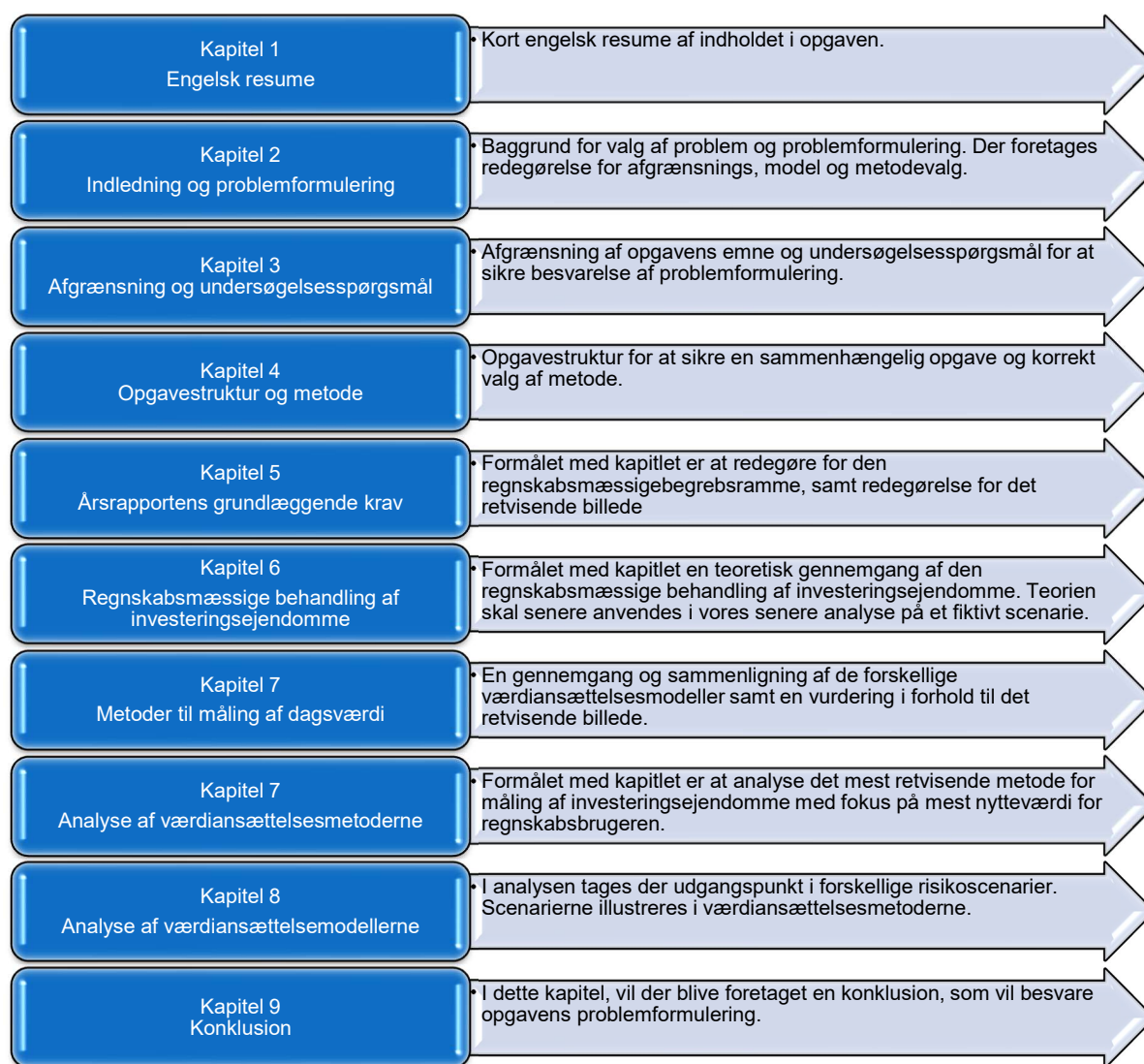
4 Metode og opgavestruktur

I dette afsnit beskrives der hvilke metodiske overvejelser, som jeg har foretaget i forbindelse med opbygningen af denne opgave, med fokus på at bevare sammenhængen i hele opgaven.

4.1 Opgavestruktur

Alle kapitler inkluderer en delkonklusion, ligesom der til sidste i opgaven vil blive foretaget en hovedkonklusion. Ydermere følger en kort beskrivelse af alle kapitler samt hvert kapitels formål.

Figur 1 - Opgavens struktur



4.2 Model- og metodevalg

Opgaven er opbygget således, at den første del består af en deskriptiv fremgangsmetode, hvor der vil blive inddraget den gældende lovgivning og dens praksis omkring den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Den første del er inddraget med henblik på at give læseren en forståelse af begrebsrammen og investeringsejendomme, som vil blive analyseret senere i opgaven. Det anvendte data til fortolkning af den første del af opgaven, består af sekundære data af kvalitativ karakter. Der indgår bøger, artikler, love, regnskabsvejledning og publikationer fra anerkendte kilder.

Den anden del af opgaven består af en analyse af de forskellige værdiansættelsesmetoder i forhold til det retvisende billede, samt en følsomhedsanalyse af dagsværdiansættelsesmodellerne ”normalindtjeningsmodellen” og ”DCF-modellen).

4.3 Kildekritik

I forhold til kilder der anvendes i opgaven, er der foretaget en kritisk stillingtagen til kilden. Kildekritikken er foretaget for at sikre, at pålideligheden og validiteten af dataene er korrekt. Der er i et stort omfang anvendt fagmateriale fra min undervisning på CBS, som jeg anser for værende pålideligt data. Derudover er der anvendt lovtekster, samt store revisionsfirmaers vurderinger og fortolkninger af lovteksterne. Jeg vurderer, at materiale udgivet af større revisionsfirmaer er pålideligt materiale, da revisionsfirmaerne ingen interesse vil have i at udgive ukorrekt data. De store revisionsfirmaer der er anvendt data fra, er Deloitte, E&Y, PwC, KPMG samt BDO.

Til min informationssøgning er der anvendt sparring med diverse kollegaer. Anvendte kollegaer er henholdsvis en statsautoriseret revisor samt en specialist inden for valuation af real estate properties, hvorfor jeg vurderer, at de har de nødvendige kompetencer til at vejlede inden for emnefeltet. Der er ikke vedlagt en transskription af mine interviews, da jeg på intet tidspunkt henviser direkte til enkeltpersoner. Mine interviews er alene foretaget for vejledning og sparring i forbindelse med mine problemstillinger i opgaven.

4.4 Forkortelser

- ÅRL : Årsregnskabsloven
- IFRS : International Accounting Reporting Standards
- IAS : International Accounting Standard
- FASB : Financial Accounting Standards Board
- DCF : Discounted Cash Flow

5 Årsrapportens grundlæggende krav

5.1 Årsregnskabsloven

5.1.1 Regnskabsklasser

Årsregnskabsloven³ gælder for alle erhvervsdrivende virksomheder i Danmark med få undtagelser. ÅRL indebærer, at alle erhvervsdrivende virksomheder er omfattet af loven, er det ikke samme begrebsramme, som alle virksomheder er underlagt.

ÅRL er opbygget efter en struktur, der omtales som ”byggekloidsmodellen”, der gør loven mere overskuelig. Strukturen i ”byggekloidsmodellen” er, at mindre virksomheder har mulighed for at følge relativt få krav, mens de større virksomheder er underlagt flere og mere detaljerede krav.

Klasse D Børsnoterede og statslige aktieselskaber	Børsnoterede og statslige aktieselskaber uanset størrelse
Klasse C Store virksomheder	Store virksomheder Balance >156 mio. kr. Omsætning >313 mio. kr. Ansatte >250
Mellemstore virksomheder	Mellemstore virksomheder ^{1,2} Balance 44-156 mio. kr. Omsætning 89-313 mio. kr. Ansatte 50-250
Klasse B Små virksomheder	Små virksomheder ¹ Balance 0-44 mio. kr. Omsætning 0-89 mio. kr. Ansatte 0-50
Mikrovirksomheder	Mikrovirksomheder ¹ Balance 0-2,7 mio. kr. Omsætning 0-5,4 mio. kr. Ansatte 0-10
Klasse A Meget små virksomheder omfattet af LEV og personlige virksomheder	Meget små virksomheder omfattet af LEV ³ og personlige virksomheder uanset størrelse

Figur 2 Regnskabsklasse krav⁴

Virksomhederne skal som minimum opfylde kravene i den regnskabsklasse, de tilhører. Det er dog muligt at vælge at anvende regnskabspraksis for enkelte eller flere elementer i en højere regnskabsklasse jf. ÅRL § 7, stk. 6. For at en virksomhed skal aflægge regnskab efter en højere regnskabsklasse, skal virksomheden have i to på hinanden følgende år overskredet to af de tre størrelseskrav i den pågældende klasse. For at virksomheden skal

³ Forkortes fremadrettet ”ÅRL”

⁴ EY – ”indsigt i årsregnskabsloven 2019” side 29.

rykke en regnskabsklasse ned, gælder det omvendte princip. To-årsreglen er indsat for at modvirke situationer hvor en virksomhed, der har en ekstraordinær post i et regnskabsår (f.eks. salg af investeringsejendom), vil skulle rykke en regnskabsklasse op, fordi de har en høj omsætning i ét regnskabsår.

5.1.2 Grundlæggende krav til årsrapporten

De grundlæggende krav til årsrapporten er beskrevet i ÅRL § 11 – 16. I § 11 er ”det retvisende billede” defineret, som et af de grundlæggende krav til årsrapporten. Det retvisende billede er en generalklausul. Årsregnskabet skal derfor først og fremmest fremvise et retvisende billede, selvom det betyder, at andre grundlæggende bestemmelse fraviges.

I § 12 beskrives en præcisering af det retvisende billede i forhold til regnskabsbrugerens beslutningstagen. Dette vil blive gennemgået senere i opgaven.

I § 13 – 16 beskrives bestemmelserne for de grundlæggende forudsætninger. De grundlæggende forudsætninger vil blive defineret senere i opgaven.

Eftersom det retvisende billede ikke defineres direkte i ÅRL er det således et udefinerbart begreb. Man vil derfor tage afsæt i begrebsrammen, da den ønsker at præcisere ”det retvisende billede”. Jeg vil derfor gennemgå begrebsrammen, da den giver regnskabsbruger en forståelse af det retvisende billede, så de grundlæggende forudsætninger for projektets senere analyse er til stede.

5.1.3 Begrebsrammen og dennes generelle struktur

Regnskabslovgivere har gennem tiden iværksat en række tiltag i regnskabsstandarder. Tiltagene er iværksat med henblik på at fremme samfundets interesser i relation til virksomhedens finansielle rapportering.

Regnskabsstandarderne er udarbejdet ud fra en balanceret afvejning af, hvor mange ressourcer virksomhederne bruger for at opfylde standarderne i forhold til, hvilken nytteværdi det reelt skaber for regnskabsbruger. Denne vurdering er foretaget af regnskabslovgivere med afsæt i begrebsrammen, der kan betragtes som den finansielle rapporteringsgrundlov.⁵

Målsætningen for begrebsrammen er at definere, hvordan den finansielle rapportering bør udformes af virksomhederne for at opnå den største mulige beslutningsnytte for brugerne. Begrebsrammens generelle struktur sammensættes af fem niveauer, som vil blive gennemgået i det efterfølgende med en generel definition.

⁵ Jens O. Elling, ”finansiell rapportering – teori og regulering 4. udgave side 197

5.1.4 Definition af begrebsrammen som helhed

Begrebsrammen er oprindeligt udarbejdet af det dengang regnskabsstandardudstedende organ International Accounting Standards Committee (IASC) i 1989.⁶ Begrebsrammen er senere hen blevet videreudviklet på baggrund af et projekt udarbejdet af Financial Accounting Standards Boards (FASB).

Den er sidenhen blev revurderet i 2010. I 2015 blev der sendt en opdateret begrebsramme til høring. IASB har nu færdiggjort den opdaterede begrebsramme for årsregnskaber, og den vil derfor erstatte den hidtidige version fra 2010. Der er tale om en opdateret version af begrebsrammen med fokus på ændringer af udvalgte områder, hvor den tidligere var mangelfuld.⁷ Den væsentligste ændring er følgende:

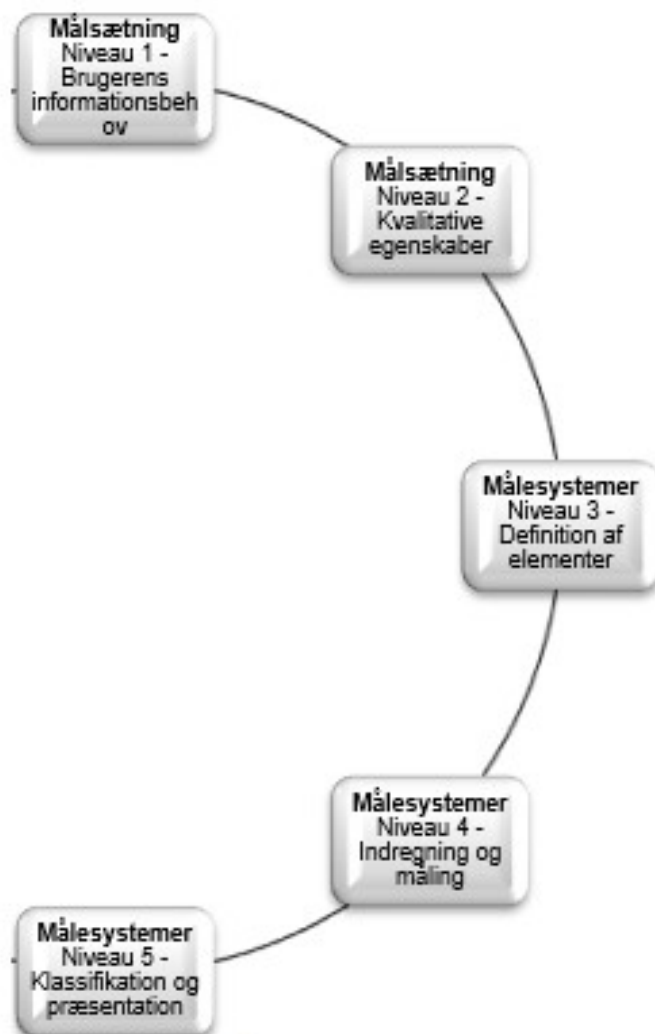
- a) Definition af aktiver/forpligtelser ændres til, at der fremover kan ske indregning, såfremt at der er *potentiale for*, at økonomiske fordele vil tilgå eller fragå virksomheden.

Den nye begrebsramme træder først i kraft for de regnskabsår, der begynder 1. januar 2020 eller senere. Det vil derfor ikke have indflydelse på de regnskaber, som inddrages senere i opgaven.

⁶ Jens O. Elling, "finansiel rapportering – teori og regulering 4. udgave side 196

⁷ <https://www.fsr.dk/iasb-udsender-opdateret-begrebsramme-for-aarsregnskaber>

5.1.5 Begrebsrammens fem niveauer



Figur 3 Begrebsrammens fem niveauer¹

Niveau 1 og 2 danner tilsammen målsætning for virksomhedernes regnskabsproduktioner og præciserer dermed indholdet af generalklausulen for "et retvisende billede". Niveau 3 – 5 angiver de generelle kriterier og krav, som skal stilles til målesystemerne for at kunne implementere målsætningen i praksis.

Niveau 2 præciserer de kvalitative aspekter, som den økonomiske information bør følge for at afdække brugernes informationsbehov og deraf skabe den størst mulig nytteværdi.

Niveau 3 – 5 præciserer de generelle kriterier og krav, der stilles til et målesystem for at kunne eksekvere målsætningen i praksis. Jeg vil nedenfor gennemgå de 5 niveauer.

5.1.6 Niveau 1 – Brugerens informationsbehov

Årsrapporten kan ikke afdække alle brugernes informationsbehov, da brugernes informationsbehov er forskellige.

Ifølge begrebsrammen er målsætningen, at årsrapporten giver information om selskabets finansielle stilling på balancedagen. Denne er til nytte for regnskabsbrugeren med henblik på at kunne foretage en økonomisk beslutning.

For at vurdere om et selskab opfylder målsætningen i niveau 1, er det nødvendigt at definere, hvem regnskabsbrugerne er, samt hvilke økonomiske beslutninger man ønsker at hjælpe regnskabsbrugeren med at træffe.

5.1.6.1.1 Definition af regnskabsbrugerne

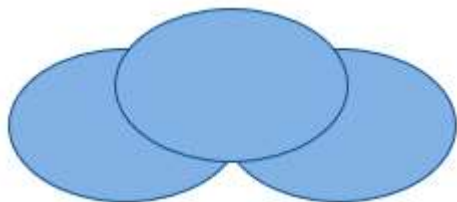


Figur 4 - Regnskabsbrugerne⁸

Ovenfor ses de forskellige regnskabsbrugere, der er jf. ÅRL og begrebsrammen.

⁸ Egen tilvirke – Finansiell rapportering side 24

De forskellige regnskabsbrugere har alle forskellige informationsbehov. Det ene behov er det *heterogene informationsbehov*. Behovet betegner eksempelvis forskellene mellem, hvilke informationsbehov en investor, ansatte og kunder har til årsrapporten.



Figur 5 - Heterogene informationsbehov⁹

Illustreret ovenfor vises sammenfaldet mellem de forskellige informationsbehov, som regnskabsbrugere har. Hver boks repræsenterer en regnskabsbruger. De områder, hvor boksene overgår hinanden, illustrerer at informationsbehovet er det samme.

Generelt vil man i begrebsrammen argumentere for, at investorernes informationsbehov er så omfattende, at dækkes deres informationsbehov, er de øvrige interessenters behov for finansiell information også dækket.¹⁰ Sammenligner man begrebsrammen med ÅRL, er det tydeligt, at ÅRL i højere grad tilsigter at opfylde alle interessenters informationsbehov. Forskellen på ÅRL og IASB begrebsramme er, at ÅRL har fokus på shareholder values fokus, mens man i ÅRL fokuserer mere på stakeholders value.¹¹

5.1.6.1.2 Definition af regnskabsbrugerens økonomiske beslutning

I ÅRL defineres jf. § 12 stk. 2, at årsrapporten skal udarbejdes således, at den støtter regnskabsbrugerne i deres økonomiske beslutning. De beslutninger, dette vedrører, er oplistet som:

- 1) *Placering af regnskabsbrugerens egne ressourcer*
- 2) *Ledelsens forvaltning af virksomhedens ressourcer*
- 3) *Fordeling af virksomhedens resources*

5.1.6.1.2.1 Prognoseopgaven

De primære regnskabsbrugere foretager økonomiske ressourcebeslutninger vedrørende investering og kredit mv. Disse beslutningsopgaver er baseret på en fremtidig forventning til deres afkast på investeringen. Årsregnskabet bør derfor indeholde oplysninger, som støtter den primære regnskabsbruger i at prognosticere disse

⁹ Egen tilvirke – Finansiell Rapportering side 199

¹⁰ Finansiell Rapportering, side 200

¹¹ Finansiell Rapportering, side 200

pengestrømme. Ovenstående punkt 1 skaber derfor værdi for prognoseopgaven¹². Regnskabsbrugere, hvor prognoseopgaven er en central part, er:

Ejere/investorer vurderer, hvorvidt de vil opnå et fremtidigt afkast af investeringen, der er højere end afkastet ved alternative investeringsmuligheder.

Långivere vil have dokumentation for, at risikoen ved at give virksomheden kreditmuligheder ikke er højere end indregnet i deres kalkuler.

Offentligheden er interesseret i at se en virksomheds fremtidige udvikling. Offentligheden kan være en provinsby eller mindre kommuner, hvor virksomhedens fremtidige cash-flow kan have stor betydning i lokalsamfundet.

Medarbejdere/ledelsen er interesseret i at se, om det er attraktivt at blive ansat i virksomheden. Deres investering i virksomheden er ikke økonomisk. De investerer i stedet deres tid (ressourcer) og kompetencer.

5.1.6.1.2.2 Kontrolopgaven

Kontrolopgaven er til vurdering af informationsbehovet bagudrettet, hvorimod prognoseopgaven er fremadrettet. Informationsbehovet går på, om ledelsen har benyttet mulighederne for at skabe værdi til aktionærerne, og om midlerne er anvendt fornuftigt¹³. Kontrolopgaven skaber ligeledes flere regnskabsbrugere:

Ejere/investorer vil være interesserede i at kontrollere, om ledelsen har forvaltet den indskudte kapital fornuftigt, og om alle muligheder for forvaltning er udnyttet.

Långivere vil sikre sig, at virksomheden fortsat kan betale afdrag og rente af den udlånte kapital. Dette sikrer den sig blandt andet ved at vurdere virksomhedens balancesum i regnskabet.

Offentligheden kan have et ønske om at sikre sig, at virksomheden opfylder deres samfundsansvar.

5.1.6.1.2.3 Fordelingsopgaver

Fordelingsopgaven har til formål at støtte en vurdering af, om virksomhedens midler skal fordeles til interessegrupperne. Eftersom man i IASB's begrebsramme har et shareholder perspektiv, anses fordelingsopgaven opfyldt, ud fra informationerne man får af prognoseopgaven. Dette skyldes, at fordelingsopgaverne primært omhandler ressourceallokering mellem ejerne/investorerne og virksomheden. Jf. ÅRL er man mere målrettet et stakeholder perspektiv, hvilket betyder, at fordelingsopgaverne også omhandler

¹² Finansiell rapportering, side 201

¹³ Finansiell Rapportering, side 201

fordelingen mellem ledelsen/medarbejdere og ejerne/virksomhederne¹⁴. Fordelingsopgaven har derfor relevans for flere regnskabsbrugere:

Ejere/investorer har et ønske om at vide hvor stort et udbytte, der kan udtrækkes af årets resultat. Ejerne vil desuden have et ønske om at vide, hvorvidt overskudsdelingen i form af bonus/vederlag til medarbejderne og ledelsen er passende i forhold til årets resultat.

Ledelsen/medarbejderne ønsker at vurdere, om deres overskudsdeling er passende i forhold til årets resultat i virksomheden.

5.1.6.1.3 Informationsbehovet i ejendomsselskaber

Brugernes informationsbehov i ejendomsselskaber er på mange punkter forskellige. Før man kan identificere forskellene, er det vigtigt at nævne, at der også er forskellige typer ejendomsselskaber. Ejendomsselskaber kan opdeles i små og store selskaber. Informationsniveauet er på de store selskaber i større grad er højere end på de små. Dette skyldes blandt andet, at store ejendomsselskaber ofte forbundet med større antal af investorer, og at driften og strukturen af selskabet er helt anderledes.

5.1.6.1.3.1 Mindre ejendomsselskaber

5.1.6.1.3.1.1 Struktur i mindre ejendomsselskaber

Administrationen af ejendommene i mindre selskaber foretages ofte af et eksternt administratorselskab, som opkræver et honorar herfor. Bestyrelsen og ejerkredsen er oftest de samme, og vil bestå af et mindre antal investorer. Der vil der oftest være ingen/få ansatte i selskabet.

I mindre ejendomsselskaber vil selskabets primære aktivitet være driften af ejendomme, som desuden typisk er den eneste aktivitet i selskabet. Eftersom der kun er én aktivitetstype i selskabet, vil det være muligt at udarbejde et nøjagtigt budget for udviklingen i selskabet. Indtægten består af huslejeindtægter, som er bestemt på baggrund af udviklingen i markedslejen. Udgifterne er primært udgifter til administration af ejendommen, vedligeholdelse, finansieringsomkostninger og regnskabsrelaterede omkostninger. Det er typisk lejeindtægterne og finansieringsomkostningerne, der er de største poster i budgetteringen. Begge poster er primært fastsat af eksterne faktorer. Huslejen fastsættes af markedslejen, som præges af udbud og efterspørgsel. Finansieringsomkostninger er primært renter, som også ofte er upåvirkelige af virksomheden.

Da budgettet kan fastsættes præcist og primært påvirket af de eksterne faktorer, vil et regnskab ikke have særlig stor værdi i en prognoseopgave. Regnskabsbrugerens økonomiske investering i et mindre ejendomsselskab er

¹⁴ Finansiell Rapportering, side 203

primært styret af investorens egne forventninger til udviklingen på ejendomsmarkedet, og i mindre grad styret af virksomhedens regnskab.

Ved afgang af en investor vil ejendommene skulle værdiansættes præcist, hvilket vil blive gjort i forbindelse med salg/køb af ejerandele. Der vil ofte ikke blive anvendt den bogførte værdi af ejendommene, da der ved handel ikke findes en tærskelværdi i forhold til afvigelser. Der sigtes efter, at få den korrekte værdi for begge parter ved til- og afgang af selskaber. Ved udtrædelse af ejendomsselskaber, vil man desuden ofte have værdiansættelsen tættest på udtrædelsesdatoen. Et regnskab derimod, vil ofte afvige med måneder på grund af regnskabsudarbejdelsesprocessen.

I de tilfælde hvor ejendommene står målt til dagsværdi, vil der stadig være forbundet en usikkerhed i forbindelse med værdien, da værdiansættelsen har et skøn relateret dertil. Som jeg vil uddybe senere i opgaven, vil skønrelaterede poster ofte afvige indenfor væsentlighedsniveauet i regnskabet. Væsentlighedsniveauet fastsættes ud fra den primære eksterne regnskabsbruger.

Den primære eksterne regnskabsbruger i et mindre ejendomsselskab vil ofte være en långiver, der skal bruge dagsværdiansættelsen af ejendommene som sikkerhed for lån. Investorerne anvender derfor regnskabet til at forhandle med långiveren. For at låntageren kan få de bedste forhold, vil der skulle præsenteres en solid egenkapital, og at ejendommen er indregnet til den højeste værdi.

5.1.6.1.3.1.2 Ejernes behov i ejendomsselskaber

Der er typisk få ejere i ejendomsselskaber. Dette er forbundet med, at der er tale om langsigtede investeringer fra ejerne. Ejerne vil have fokus på, at selskabet foretager de mest lønsomme løsninger på en langinvesteringshorisont. Ejerne ønsker, at selskabets drift er optimeret, hvilket for ejendomsselskaber afspejles i, om årets afkast er på niveau med det budgetterede. Ejernes prognoseopgave vil således ofte blive afdækket af kontrolopgaven. Kontrolopgaven vil hovedsageligt være at vurdere, om ejendomsadministratoren har udført deres opgave fyldestgørende. Vurderingen af ejendomsadministrationens udførsel af opgaven kan vurderes efter følgende forhold:

- Er ejendommens tomgangsprocent højere end budgetteret?
- Bliver ejendommen vedligeholdt, uden det kræver tomgang?
- Er ejendommens omkostninger som budgetteret?
- Er finansieringen optimalt udnyttet?

Forholdene er både en del af prognose- og kontrolopgaven. Mange af forholdene vil ikke fremgå af den offentliggjorte årsrapport, hvorfor ejerne vil skulle indhente yderligere specifikation af årsrapporten. At ejerne vil være nødt til at indhente yderligere informationer, for at få ovenstående forhold, giver en bekræftelse på, at årsrapporten kun i begrænset omfang benyttes til prognoseopgaver for mindre ejendomsselskaber.

Fordelingsopgaven er typisk begrænset i et mindre ejendomsselskab. Bestyrelsen består oftest af ejerne, og der er ingen ledelse udover administrationsselskabet. I de tilfælde hvor administrationsselskabet bliver belønnet efter afkast, vil der i så fald være en fordelingsopgave. Denne vil dog så blive afdækket af kontrolopgaven.

5.1.6.1.3.1.3 Långivers behov i ejendomsselskaber

Som nævnt tidligere, får låntager de mest optimale forhold overfor långiver ved at fremvise en årsrapport med en solid egenkapital og en ejendom, der står til højest mulige dagsværdi. Det forhold, at ejendomme vil stå til den højeste værdi, er et kritisk punkt for långiveren. Långiveren vil derfor være nødt til at forholde sig kritisk til den bogførte værdi af ejendommen. Herunder skal långiveren forholde sig til de underliggende forhold for forudsætningen for værdiansættelse af ejendommen i årsrapporten. Långiveren forsøger at afdække deres risiko for tab. Dette gøres blandt andet ved pant i ejendommen. Långiveren vil altså anvende regnskabet til overvejelse om placering af dens egne ressourcer. Man kan derfor sige, at långiveren i højere grad anvender årsrapporten til prognoseopgave, end hvad ejeren egentligt selv gør.

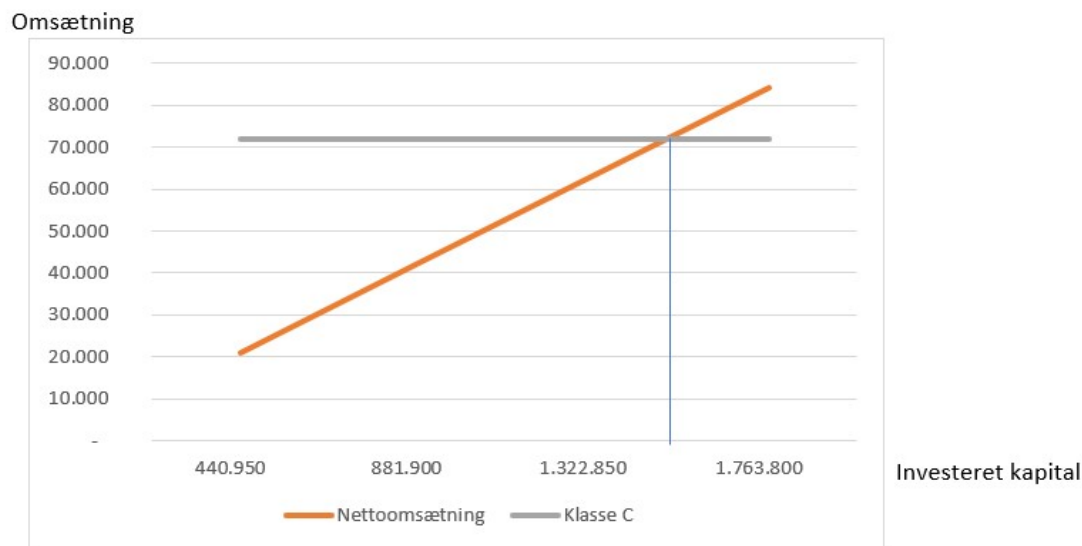
5.1.6.1.3.2 Større ejendomsselskaber

I de store ejendomsselskaber vil man oftest se, at der både er en professionel direktion og generalforsamlingsvalgt bestyrelse. Investorerne er ofte slet ikke indblandet i den daglige drift. Modsat mindre selskaber, ser man i de store selskaber, at der er etableret egne selskabsadministrationsenheder. Investorerne vil have fokus på den korte / mellemlange investeringshorisont. Her er det vigtigt med en løbende nøjagtig dagsværdiansættelse i årsrapporten, da det oftest er regnskabet, der vil blive anvendt til at vurdere kursværdien i ind- og udtræden. Man ser typisk, at der er mange investorer, som har en mindre ejerandel hver.

Der er ofte væsentligt flere regnskabsbrugere i de større ejendomsselskaber, hvilket stiller større krav, da årsrapporten skal støtte flere regnskabsbrugere i deres økonomiske beslutninger efter deres informationsbehov.

Forskellen på informationsbehovet i mindre og større selskaber bliver reguleret i forbindelse med de tidligere omtalte regnskabsklasser. Større selskaber vil derfor blive pålagt flere krav, som sikrer, at årsregnskabet opfylder de forskellige informationskrav.

Ejendomsselskaber har i de fleste tilfælde mellem 1-50 ansatte, og kun de allerstørste få ejendomsselskaber i Danmark har over 50 ansatte.¹⁵ Det vil derfor ikke være antal ansatte, som vil være den afgørende faktor for at bestemme, hvilken regnskabsklasse ejendomsselskaberne tilhører. Dette vil derimod være bestemt af balancesummen og nettoomsætningen.



Kvm pris : 44.100
Leje pr. kvm : 2.100

Figur 6 - Sammenhæng mellem investeret kapital og lejeindtægt (T.DKK)¹⁶

Ovenstående tabel viser sammenhængen mellem investeret kapital og nettoomsætning (lejeindtægt). Der er anvendt en markedsleje på kr. 2.100 pr. kvm. og en kvm pris på kr. 44.100. Tabellen er udarbejdet ud fra boligmarkedet i Københavnsområdet. Tabellen viser, at før en investeringsejendom overstiger nettoomsætningen opnået kun ved lejeindtægter, skal der investeres helt op til 1.550 mio., før selskabet opnår en lejeindtægt, der overstiger kravet for aflæggelse efter regnskabsklasse C.¹⁷ I en undersøgelse fra efteråret 2018, fremgår det, at kun 37 selskaber har en ejendomsportefølje over 1.550 mio.¹⁸

¹⁵ Bilag 3

¹⁶ Egen tilvirke. Data anvendt jf. bilag 1 & 2

¹⁷ Jf. ÅRL § 7 stk. 4. skal positive værdireguleringer fra investeringsvirksomhed, medregnes i nettoomsætningen. Dette er der ikke taget med i beregningen. I beregningen er der alene set på nettoomsætningen ud fra lejeindtægten.

¹⁸ <https://ugebrev.dk/finans/tabel-top-40-ejendomsselskaber/>

Eftersom der er begrænsede krav i regnskabsklasse B, som understøtter regnskabsbrugeren i at kunne foretage økonomiske beslutninger, vil man derfor ofte være nødt til at aflægge regnskab med tilvalg af krav fra regnskabsklasse C.

5.1.7 Niveau 2 – Kvalitative egenskaber¹⁹²⁰

Et grundlæggende element for, at en årsrapport kan være til nytte og værdi for regnskabslæseren er, at den skal opfylde en række kvalitative krav. Et af de grundlæggende kriterier for, at årsregnskabet skaber nytteværdi hos regnskabsbrugeren er, at årsregnskab er validitet og pålidelighed. Et regnskab uden validitet vil være uden nytteværdi for regnskabslæseren. Information med den højeste nytteværdi for regnskabslæseren vil være den, hvor der er den mest optimale kombination af relevans og validitet i forhold til brugernes regnskabsbehov.

5.1.7.1 Fundamentale egenskaber

For at finansiell information skal være til nytte for regnskabsbrugeren, kræver det grundlæggende, at den opfylder kravet om relevans og validitet/pålidelighed. Dette er afspejlet i ÅRL § 12. Af ÅRL § 12 stk. 3 fremgår det, at *”Årsrapporten skal udarbejdes således, at den oplyser om forhold, der normalt er **relevante** for regnskabsbrugerne”* samt *”oplysningerne skal desuden være **pålidelige** i forhold til, hvad regnskabsbrugerne normalt forventer”*.

5.1.7.1.1 Relevans

Egenskaben, relevans, tolkes således at informationen er i stand til at gøre en forskel for brugernes økonomiske perspektiv. Alle andre informationer bør derfor udelades for ikke at skabe forvirring hos regnskabsbrugeren.

5.1.7.1.2 Validitet/pålidelig

Ved validitet tolkes, at informationen afbilleder den økonomiske situation fuldstændig, neutral og fejlfri.

Årsregnskabet skal således præsentere en finansiell rapportering med alt den information om de underliggende økonomiske poster, som er nødvendig for at kunne træffe en økonomisk beslutning som regnskabsbruger. Ved neutral menes, at årsrapporten skal fremstå neutral, hvilket vil sige, at den ikke må forsøge at præge i en negativ eller positiv retning. Årsregnskabet skal fremstå fejlfri. Dette er midlertidigt svært at imødekomme, da årsregnskabet ofte er forbundet med skønsmæssige poster. Man taler herom, at årsregnskabet er aflagt uden væsentlige fejl.

¹⁹ Finansiell Rapportering, side 204

²⁰ Se bilag 1 – Venn-diagram, Kilde: Finansiell rapportering, side 202

5.1.7.2 Forstærkende egenskaber

5.1.7.2.1 Sammenlignelighed/konsistens

For at regnskabsbrugeren kan få nytteværdi af en årsrapport, er det en nødvendighed, at brugeren har mulighed for at sammenligne med andre virksomheder i branchen. Derudover skal regnskabet aflægges efter princippet om konsistens. Dette betyder, at der skal være ensartede indregningskriterier og måleinstrumenter i perioderne.

5.1.7.2.2 Verificerbarhed

De oplyste informationer i regnskabet skal kunne kontrolleres. Verificeringen kan udføres på to metoder. Den direkte verifikation er, når det oplyste beløb kontrolleres. Den indirekte verifikation er, når metoden og de underliggende informationer kontrolleres.

5.1.7.2.3 Rettidighed

For at informationerne i et regnskab kan være relevante for regnskabsbrugeren, skal de offentliggøres indenfor en periode. Færdiggøres regnskabet først i væsentlig tid efter skæringsdatoen, vil informationerne i al sin væsentlighed miste sine relevans og derfor ikke længere tilføre værdi.

5.1.7.2.4 Forståelighed

Informationerne i regnskabet skal være forståelige over for en regnskabsbruger. Der må ikke udelades informationer i regnskabet, hvis udeladelsen bevirker, at andre poster ikke er gennemsigtige. Det må forventes, at regnskabsbrugeren har kendskab til finansiell rapportering.

5.1.8 Niveau 3 – Definition af elementer

Årsregnskabet er sammensat af byggeklodser, som kaldes for elementer. Alle regnskabsposter i årsregnskabet skal indgå under et af elementerne, og regnskabsposterne skal overholde definitionerne, før de må indgå. De kendte definitioner er aktiver, forpligtelser, egenkapital, indtægter og omkostninger.²¹

5.1.8.1 Aktiver

Aktiver er ressourcer, der er under virksomhedens kontrol, hvor ressourcen er opstået som et resultat af en tidligere begivenhed. Aktiver skal indregnes når, at det er sandsynligt²² at bringe fremtidig økonomiske fordele til virksomheden.

²¹ Finansiell Rapportering, side 212

²² I ny begrebsramme bruges udtrykket "potentiale til"

5.1.8.2 *Forpligtelser*

Virksomhedens forpligtelser, er i lighed med aktiver, en post opstået af virksomhedens tidligere begivenheder. En forpligtelse må indregnes, hvis der er en forventning om, at en indfrielse vil medføre virksomheden en økonomisk forringelse.

5.1.8.3 *Egenkapital*

Egenkapitalen er forskelsværdien mellem aktiver og forpligtelser.

5.1.8.4 *Indtægter*

Stigninger i økonomiske fordele betegnes som indtægter. Stigninger i økonomiske fordele kan ske ved tilgang eller værdistigning i aktiver eller et fald i forpligtelser, som giver en vækst i egenkapitalen. Indskud fra ejere vil ikke blive betegnet som en indtægt, selvom den giver en øget egenkapital.

5.1.8.5 *Omkostninger*

Fald i økonomiske fordele betegnes som omkostninger. I modsætningen til indtægter vil fald i økonomiske fordele ske ved afgang eller værdiforringelse af aktiver eller stigning i forpligtelser, som giver et fald i egenkapitalen. Udlodning betegnes ikke som en omkostning, selvom det giver en forringelse af egenkapitalen.

5.1.9 Niveau 4 – Indregning og måling

For at opfylde indregningskriteriet skal to kriterier være opfyldt. Det ene er, at det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde eller fragå virksomheden. Det andet indregningskriterium kræver, at en post skal kunne måles på et validt grundlag til kostpris eller dagsværdi.

I IASB (IFRS) bruger man udtrykket ”more likely than not”. Konkret betyder det, at sandsynligheden skal være over 50 %. ²³

5.1.10 Niveau 5 – Klassifikation og præsentation

I det femte niveau ses retningslinjerne for, hvordan informationen klassificeres og vil blive præsenteret i årsregnskabet. Dette vil blive uddybet senere i opgaven, hvorfor jeg ikke beskriver dette nærmere i dette afsnit.

5.1.11 Grundlæggende forudsætning

Som nævnt tidligere i opgaven er generalklausulen i ÅRL, at årsrapporten skal aflægges efter det retvisende billede jf. § 11. I ÅRL har man i § 13 valgt at sammensætte de traditionelle rammebestemmelser i ni

²³ Finansiell Rapportering, side 215

grundlæggende forudsætninger, som årsregnskabet skal følge, så den er aflagt efter et retvisende billede. De grundlæggende forudsætninger er oplistet nedenfor:

5.1.11.1 Klarhed

Klarhed er dækket af kravet om forståelighed, som er gennemgået tidligere i opgaven under niveau 2 i begrebsrammen.

5.1.11.2 Substans

Forudsætningen om substans følger kravet om validitet, som er gennemgået tidligere i opgaven under niveau 2 i begrebsrammen.

5.1.11.3 Væsentlighed

Regnskabet skal aflægges efter princippet om væsentlighed. Det betyder, at ved aflæggelse af regnskabet skal man gøre op, hvilke forhold der er væsentlige for regnskabsbrugeren. Væsentlighed omtales i begrebsrammen som ”tærskelværdien”. Tærskelværdien fastsættes ud fra en konkret vurdering af regnskabsbrugers behov.

5.1.11.4 Going concern

I regnskabet skal det oplyses, om regnskabet er aflagt under princippet ’on going concern’. Den fortsatte drift skal kunne fortsætte i 12 måneder efter seneste regnskabsafslutning.

5.1.11.5 Neutralitet

Regnskabsinformationen skal fremstå neutralt. Informationen må derfor ikke være påvirket af interesser. Ledelsen kan have interesse i, at regnskabet skal stå mere positivt, end det egentligt er. Enhver værdiændring skal altså vises.

5.1.11.6 Periodisering

Forholdet, periodisering, er en del af begrebsrammen niveau 3. Periodiseringen betyder, at transaktioner og begivenheder skal indregnes i den periode, som aktiviteten er opstået, og ikke i den periode som der udmøntes i pengestrømme.

5.1.11.7 Konsistens

Forudsætningen om konsistens følger kravet om sammenlignelighed, som er gennemgået tidligere i opgaven under niveau 2 i begrebsrammen.

5.1.11.8 Bruttoprincippet

Transaktioner og begivenheder skal indregnes i regnskaber hver for sig. Dette betyder, at transaktionerne ikke må modregnes med hinanden.

5.1.11.9 Kontinuitet

Der sondres konkret mellem formel og reel kontinuitet. Den formelle skal sikre, at ultimo balancen i sammenligningsåret også svarer til årets primo balance. Den formelle kontinuitet sikrer, at regnskabsbrugeren har et korrekt overblik over selskabets økonomiske udvikling. Den reelle kontinuitet omhandler, at metoder for indregning og måling ikke må ændres det ene regnskabsår og tilbage det næste. Dette er også omtalt i begrebsrammen niveau 2.

5.1.12 Sammenligning i begrebsrammen mellem ÅRL og IASB

Helt grundlæggende er der ingen forskelle mellem begrebsrammerne. Begrebsrammen for ÅRL er udarbejdet på baggrund af den udstykkede begrebsramme fra IASB. I ÅRL er nævnt en generalklausul om, at regnskabet skal vise et ”retvisende billede”. Det står ikke direkte i IASB, at regnskabet skal følge princippet om det retvisende billede, men dette bliver dog indirekte opnået igennem den gældende regnskabslovgivning i IASB.

Interessenterne i ÅRL er regnskabsbrugerne, hvis økonomiske beslutninger afhænger af årsrapporten. I IASB er det blot investorerne der er de primære interessenter. Grunden til, at man i IASB blot definerer investorerne er, at hvis investorernes informationsbehov er afdækket, så menes resten af interessenternes informationsbehov også at være dækket.

Begge begrebsrammer er udarbejdet på baggrund af relevans og validitet/pålidelig. Set ud fra et informationsniveau vil der ved aflæggelse af regnskab efter IFRS ikke dannes væsentlige problemer med ÅRL.

5.2 Delkonklusion på de grundlæggende krav til årsrapporten

Årsregnskabet udgør en væsentlig rolle for informationsniveauet både på samfundsniveau og virksomhedsniveau. Regnskabet primære funktion er at oplyse regnskabsbrugeren om et selskabs finansielle situation på en given dato.

Årsrapporten er underlagt en generalklausul ”det retvisende billede”. Det retvisende billede er dog et meget udefinerbart begreb, som ikke står beskrevet direkte i årsregnskabsloven. Begrebsrammen er derfor inddraget. Den har til formål at vejlede ved udarbejdelse af årsrapporten for, at den skaber mest nytteværdi hos regnskabsbrugeren. Begrebsrammen er udstykket af IASB, og den danske begrebsramme er udviklet på

baggrund af denne. Der er lavet en gennemgang af regnskabsbrugerens informationsbehov gennem begrebsrammens niveau 1 og 2.

Det er konkluderet, at der er et færre antal regnskabsbrugere i mindre ejendomsselskaber end i de større ejendomsselskaber. De primære regnskabsbrugere er ejerne og långivere. Regnskabet i mindre selskaber bliver primært anvendt til kontrollerende formål af ejerne.

Det er konkluderet, at begrebsrammen i høj grad afdækker informationsbehovet for regnskabsbrugeren. Dog er det konstateret, at investorerne i ejendomsselskaber ikke får afdækket deres informationsbehov i form af regnskabet. Investorerne har brug for yderligere informationer, end der er stillet til rådighed i regnskabet, for at kunne foretage en økonomisk beslutning om ressourceallokering.

6 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

I dette kapitel vil der blive gennemgået den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme ud fra et ÅRL og IAS perspektiv, for til sidst at foretage en sammenligning af begge regelsæt.

Kapitlet er delt op i 3 afsnit:

- Definition og klassifikation af investeringsejendomme
- Måling og indregning af investeringsejendomme
- Præsentation og oplysninger for investeringsejendomme

6.1 Definition og klassifikation af investeringsejendomme

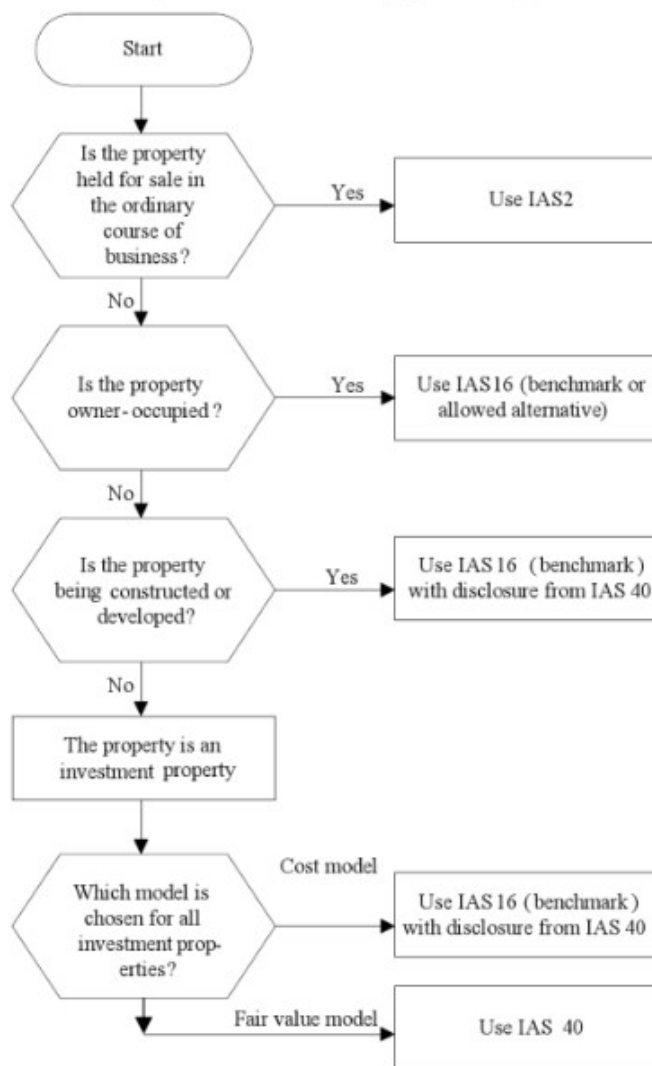
Der findes en række forskellige typer af ejendomme i regnskabet, hvor der er forskellige regnskabsmæssige behandlinger af hver type. Før jeg vil begynde på afsnittet om investeringsejendomme, vil jeg redegøre for de forskellige typer ejendomme samt deres kendetegn.

- Handelsejendomme
- Ejendomme under opførsel
- Domicilejendomme
- Investeringsejendomme

Der vil ofte opstå problemstillinger med klassifikationen af ejendomme. Typiske problemstillinger er, når virksomheden selv begynder at anvende dele af en investeringsejendom. Her vil det være op til en konkret

vurdering, om investeringsejendommen skal klassificeres om til en domicilejendom, og derfor behandles efter regler for øvrige materielle anlægsaktiver. En anden typisk problemstilling er, når virksomheden begynder at træffe foranstaltninger med henblik på at gøre ejendommen salgsklar. Ejendommen vil her overgå til handelsejendom, og derfor blive behandlet efter reglerne om varebeholdning.

For at hjælpe med vurderingen, kan der gøres brug af et beslutningstræ til vurdering af klassifikation og princip for måling i henhold til IFRS.



Figur 7 - Beslutningstræ efter IAS 40, Appendix A1

6.2 Handelsejendomme

Handelsejendomme defineres som ejendomme, der besiddes med henblik på videresalg inden for en kortere årrække. Det væsentlige skift ved klassificering af handelsejendom fremfor andre ejendomstyper er, at handelsejendomme opfattes som et omsætningsaktiv, og derfor indregnes i balancen som en underpost til varebeholdningen.

Handelsejendomme indregnes efter ÅRL § 33-43 til kostpris. Der skal ikke afskrives på handelsejendomme, men der kan opskrives til dagsværdi. Hvis ejendommen står målt til dagsværdi, og nettorealisationsværdien er lavere end kostprisen, vil der jf. ÅRL § 46 være krav om nedskrivning hertil. Hvis der vælges at opskrive handelsejendomme, vil opskrivningen skulle overføres direkte til egenkapitalen som en bunden reserve. Sker der en nedskrivning til nettorealisationsværdi, der er lavere end kostprisen, vil nedskrivningen skulle indgå i resultatopgørelsen.

I forhold til sammenligning med IAS er forskellen ikke stor. Der kan dog ikke foretages opskrivning af handelsejendomme efter IAS 2.²⁴

6.3 Ejendomme under opførsel

Ejendomme under opførsel er ikke færdigopførte ejendomme. Ejendomme under opførsel betragtes ikke som investeringsejendomme, da investeringsejendomme skal være færdige. Placeringen og behandlingen af ejendomme under opførsel sker på baggrund af det efterfølgende formål, som ejendommen skal tjene.

6.4 Domicilejendomme

Ejendomme, der har deres primære anvendelse til administration, produktion eller andre virksomhedsrelevante aktiviteter, går under posten domicilejendomme.

Ejendommen skal indregnes efter de almindelige regler for materielle anlægsaktiver § 40-43. Det vil sige, at udgangspunktet er indregning til kostpris, og der skal foretages afskrivning på ejendommen over den forventede brugstid under hensyn til forventet scrapværdi. Alternativt kan virksomheden vælge at måle ejendommen til dagsværdi i henhold ÅRL § 41. Ved anvendelse af dagsværdimetoden skal stigninger overføres direkte til egenkapitalen som en bunden reserve, der ikke kan udloddes. Ved en nedskrivning af ejendommens dagsværdi vil der først ske tilbageførsel på den bundne reserve. Når den bundne reserve er opbrugt, vil en nedskrivning skulle præsenteres i resultatopgørelsen. Domicilejendomme behandles efter IAS 16.

²⁴ <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/Deloitte-IFRS-bog.pdf>, side 129

6.5 Investeringsjendomme

Der beskrives ikke direkte i ÅRL, hvad en investeringsjendom er. Da ÅRL er en rammelovgivning, anvendes reglerne i IFRS som fortolkningsgrundlag. Investeringsjendomme omhandler de fleste former for udlejningsjendomme²⁵ samt ejendomme, der besiddes alene med det formål at eje med henblik på en gevinst fra et fremtidigt salg.

6.6 Den regnskabsmæssige behandling af investeringsjendomme

I dette afsnit vil der blive foretaget en gennemgang af den regnskabsmæssige behandling for investeringsjendomme. Bestemmelserne om investeringsjendomme findes i ÅRL § 33, 36, 38, 49, 53, 56 a og 86. I IAS findes den i IAS 16 og IAS 40. Hovedbestemmelserne i lovgivning for investeringsjendomme findes i årsregnskabslovens bestemmelser:

- ÅRL § 38 – Dagsværdimetoden
- ÅRL § 40 – Kostprismetoden
- ÅRL § 41 – Omvurderingsmodellen

Ifølge IAS bestemmelser gælder følgende:

- IAS 16 – Kostpris
- IAS 40 – Dagsværdi

6.7 Den regnskabsmæssige behandling ifølge ÅRL

6.7.1 Indregning og måling

Loven for indregning af aktiver og forpligtelser findes i ÅRL § 33. Hovedreglen for indregning er som tidligere nævnt:

”Et aktiv skal indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden og aktivets værdi kan måles pålideligt.”

²⁵ ”For en dattervirksomhed, der udlejer en ejendom til sit moderselskab eller til et søsterselskab, kan ejendommen behandles som en investeringsjendom i datterselskabets regnskab, men skal behandles som en domicilejendom i koncernregnskabet.”

Både ÅRL og IFRS definerer aktiver som:

”Ressourcer, der er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden.”

6.7.2 Kostprismetoden

Aktiver skal som grundreglen altid måles til kostpris ved første indregning jf. ÅRL § 36. Kostprisen opgøres som den pris, man har betalt for aktivet, samt omkostninger relateret til købet. Kostprisen vil derfor ofte opgøres som:

- Ejendomsprisen
- Rådgivningsomkostninger
- Tinglysningsafgifter

Det kan diskuteres, hvorvidt det er retvisende at medtage de købsrelaterede omkostninger til kostprisen. Man kan problematisere, hvorvidt det havde været mere retvisende at medtage dem i resultatopgørelsen, hvor de så vil medføre en urimelig stor omkostning i regnskabsåret. Eller om de skal indgå i kostprisen, selvom de ikke giver et udtryk for ejendommens værdi og ikke skaber merværdi for ejendommen. Omkostninger, som er forbundet med optagelse af gæld ved køb af ejendommen, må ikke medregnes i kostprisen. Disse skal medtages i kostprisen for gældsforpligtelsen.

Tidspunktet for indregning af aktivet er, når det er klar til ibrugtagning. Efter indregning er det ikke tilladt at medtage omkostninger i kostprisen. Omkostninger, der er opstået efter indregningen, vurderes ikke at have foranlediget anskaffelsen, og skal derfor omkostningsføres i resultatopgørelsen.

Kostprisen kan forøges med omkostninger til forbedring af ejendommen. En forbedring er defineret som en omkostning, der medfører en forøgelse af ejendommens fremtidige afkast. Hvis der er tale om en omkostning, der ikke øger aktivets værdi, betegnes det som reparations- og vedligeholdelsesomkostninger og skal derfor udgiftsføres i resultatopgørelsen.

6.7.2.1 Nedskrivning

Der er krav om årlig vurdering af, om der er indikationer på nedskrivning eller behov for tilbageførsel af en tidligere nedskrivning for alle poster under materielle anlægsaktiver, der ikke måles til dagsværdi jf. ÅRL § 42 og IAS 16.30. Dette er et gældende krav for både IFRS og ÅRL.

Aktiver der ikke måles til dagsværdi, skal nedskrives til genindvindingsværdien, hvis denne er lavere end den bogførte værdi, som aktivet indregnes i regnskabet med. Genindvindingsværdien svarer til den højeste værdi af kapitalværdien og salgsværdien med fradrag af omkostninger forbundet med salget.

Nedskrivning på aktiver skal omkostningsføres i resultatopgørelsen. Ved tilbageførsel af tidligere års nedskrivninger, skal dette også præsenteres som en indtægt i resultatopgørelsen.

6.7.2.2 Afskrivninger

Ved måling til kostpris skal aktivet efter ÅRL § 43 afskrives ved en systematisk nedskrivning over aktivets brugstid under hensyn til aktivets scrapværdi. Formålet med afskrivninger er at fordele kostprisen udover aktivets levetid i takt med, at aktivet forbruges, og det bliver derved afspejlet ved værdiforringelse af aktivet i resultatopgørelsen. Ejendommen skal dekomponeres, hvilket betyder, at de forskellige bestanddele, som har forskellige levetidsperioder, skal afskrives over forskellige perioder. Der udføres ikke afskrivninger på grunde, da levetiden vurderes ubegrænset. Bygninger skal afskrives over den periode, den nedslides. Materielle anlægsaktiver må ikke have en højere bogført værdi end kapitalværdien (salgsværdien), hvorfor der skal ske nedskrivning til denne værdi. Afskrivninger eller nedskrivninger skal præsenteres i resultatopgørelsen og vil have en negativ indvirkning på årets resultat.

6.7.3 Omvurderingsmodellen

Efter den første indregning af investeringsejendommen kan virksomheden vælge om den vil fastholde indregning efter ÅRL 40 – kostprismetoden, eller om der vil anvendes de to dagsværdimetoder efter § 38 og § 41.

Ved opskrivning efter § 41 kræver det, at aktiverne måles til dagsværdi fratrukket akkumuleret afskrivninger og nedskrivninger. Det er frivilligt, om virksomheden vælger at opskrive investeringsejendomme til dagsværdi. Ud fra det værdibaserede regnskabssystem, som ÅRL er opbygget efter, vil man dog mene, at det er et væsentligt element. Eftersom årsrapporten skal give et retvisende billede, vil et krav kun opstå i de tilfælde, hvor en udeladelse af opskrivning ikke giver et retvisende billede.

Hvis der foretages opskrivninger, skal det gøres på hele aktivgruppen. Der må ikke foretages opskrivninger på kun én ud af fem investeringsejendomme. I stedet skal der foretages opskrivninger på alle fem. Da en dagsværdi kan afvige væsentligt fra et regnskabs år til det andet, skal der foretages en regelmæssig værdiregulering. IAS 16 anfører dog, at en regelmæssig vurdering hvert tredje år kan accepteres. Udgangspunktet er dog, at dagsværdien

er opgjort ved hver balancedag.²⁶ Som tidligere nævnt er konsistens et af de grundlæggende forudsætninger i årsrapporten. Virksomheden skal derfor være konsistens med aflæggelse efter omvurderingsmodellen og anvende samme regnskabspraksis i en årrække.

Dagsværdien er det beløb, som et aktiv kan handles til med transaktioner mellem uafhængige parter.

Dagsværdien ifølge ÅRL fastlægges ud fra følgende rækkefølge²⁷:

- 1) Salgsværdien på et aktivt marked
- 2) Hvis ikke et sådant findes for aktivet, så salgsværdien på et aktivt marked af de enkelte bestanddele
- 3) Hvis ikke et sådant findes, så kapitalværdien på basis af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker.
- 4) Kostpris

Ved opskrivning af ejendomme - vil afskrivningsgrundlaget og de fremtidige afskrivninger baseret på den opskrevne værdi - øges. En opskrivning vil derfor medføre, at afskrivningerne over den resterende levetid forøges, og derfor mindsker virksomhedens resultat i regnskabet.

En opskrivning er en "ikke-realiseret" værdiforøgelse og må derfor ikke indregnes i resultatopgørelsen. Ved anvendelse af dagsværdireguleringer jf. § 41 skal opskrivningen præsenteres direkte på egenkapitalen som en bunden reserve. Reserven nedskrives ved fald i opskrivningen, og der ville skulle tilbageføres tilsvarende direkte via egenkapitalen. Denne reserve foretages for at sikre, at regnskabsmæssige opskrivninger, der endnu ikke er realiseret, og som ikke er konstateret ved hjælp af markedsmekanismer, ikke udloddes til virksomhedsejerne.

Det første år en virksomhed vælger at anvende § 41, skal dette behandles som en ændring i regnskabspraksis jf. ÅRL § 52, stk. 2. Virksomheden skal begrunde tilvalget konkret og medbringe den beløbsmæssige indvirkning på regnskabet. Der er dog ikke krav om ændring af sammenligningstal i forbindelse med ændringen.

6.7.4 Dagsværdimetoden

I ÅRL § 38 står der i et særskilt afsnit om investeringsejendomme at:

"Efter første indregning kan investeringsejendomme løbende reguleres til dagsværdi".

Tidligere har det kun været en mulighed for selskaber i regnskabsklasse B til D, der som hovedaktivitet udøver investeringsvirksomhed at måle aktiver, der defineres som et investeringsaktiv til dagsværdi og indregne

²⁶ PwC regnskabshåndbogen 2020, side 176

²⁷ PwC regnskabshåndbogen 2020, side 676

værdireguleringerne i resultatopgørelsen. Med ændringen i årsregnskabsloven, som trådte i kraft i 2015, var det muligt for alle virksomheder, der aflægger årsregnskabet fra 1. januar 2016 og frem, at måle investeringsejendomme til dagsværdi, uanset om virksomhedens væsentligste aktivitet er at udøve investeringsvirksomhed.

Forskellen mellem dagsværdimetoden og omvurderingsmodellen er, at ved dagsværdimetoden skal værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen. Det får den betydning, at reguleringer indgår i de frie reserver og er tilgængelig for udbytte til virksomhedsdeltagere.

Det står ikke direkte i ÅRL § 38, hvordan ejendommen skal opgøres til dagsværdi. Der henvises til de overordnede bestemmelser om dagsværdi i ÅRL § 37. Dog fremgår det af bemærkningerne til loven ÅRL § 38, at opgørelsen af dagsværdien skal ske i overensstemmelse med bestemmelserne i IFRS 13. Derfor anses principperne for opgørelse af dagsværdi ens under ÅRL og IFRS.

IFRS 13 foreskriver generelt tre metoder til opgørelse af dagsværdien:

- Markedstilgangen
- Afkastbaseret tilgang
- Omkostningsbaseret tilgang

For at overholde princippet om konsistens, skal virksomheden vælge den samme tilgang for ejendomme i samme kategori. I tilfælde med flere ejendomme, skal der således kategoriseres, de forskellige ejendomstyper. Kategoriseringen kan ske ud fra boligejendomme, kontorejendomme eller boksejendomme. Der vil blive foretaget en særskilt gennemgang i næste kapitel af de tre metoder til opgørelse af dagsværdien.

6.7.5 Måling efter IAS

Efter bestemmelserne IAS 40 kan virksomheden frit vælge, om den vil måle investeringsejendomme efter dagsværdi- eller kostprismetoden. Den valgte praksis gælder ligesom ÅRL, at alle ejendomme skal måles efter samme metode.

Ved måling efter IAS kan man vælge følgende metoder til måling:

- IAS 16 – Kostprismetoden
- IAS 40 – Dagsværdimetoden

6.7.5.1 *Kostprismetoden*

Som tidligere nævnt, hvis man vælger at anvende kostprismetoden, skal denne metode være gældende for alle ejendomme. Kostprisen opgøres ligesom ved ÅRL af købsprisen samt de omkostninger, der direkte kan henføres til købet.

IAS 16 giver mulighed for at foretage opskrivinger på materielle anlægsaktiver, hvis dagsværdien kan måles pålideligt. Ligesom ÅRL gælder reglerne om, at der skal foretages en binding på egenkapitalen. Til forskel fra ÅRL, gælder reglen om, at opskrivningsreserven må flyttes til de frie midler i takt med, at aktivet bliver nedskrevet.

6.7.5.2 *Dagsværdimetoden*

Måling til dagsværdi sker efter IAS 40 for investeringsejendomme. IAS 40 definerer investeringsejendomme som investering i grunde, bygninger, en del af en bygning eller i både grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende lejeindtægter og/eller kapitalgevinst ved videresalg.

Dagsværdien defineres ligeledes i overensstemmelse med ÅRL. Dagsværdien defineres som den pris, der kan opnås ved at sælge et aktiv.

Dagsværdien ifølge IFRS fastlægges ud fra følgende 3 niveauer²⁸:

- Niveau 1 er observerbare priser på aktive markedet for identiske instrumenter
- Niveau 2 er andre observerbare input
- Niveau 3 er alle andre værdiansættelsesmetoder

Dagsværdien fastlægges altså i høj grad ligesom ÅRL.

Under ÅRL gælder reglerne, at hvis ikke der kan opgøres en pålidelig dagsværdi på baggrund af et sammenligneligt marked eller ved brug af værdiansættelsesmodeller, skal ejendommen måles til kostpris. Under IFRS gælder denne regel kun for ny erhvervede eller første gang en ejendom er klassificeret som en investeringsejendom.

6.7.5.3 *Sammenholdelse af ÅRL og IAS – indregning og måling*

Ud fra gennemgang af ovenstående, vurderes der ikke at være væsentlige forskelle mellem de danske regler og de internationale standarder.

²⁸ PwC regnskabshåndbogen 2020, side 680

Målingen kan i begge regelsæt foretages både efter kostpris- og dagsværdimetoden. Det har tidligere været relevant hvilke målemetoder der måtte bruges, eftersom hovedaktiviteten var investeringsejendomme. Efter denne blev fjernet i forbindelse med den nye årsregnskabslov, vurderes der ikke længere at være forskelle på målemetoderne for ÅRL og IFRS.

Opgørelsen af dagsværdien beregnes i regelsættene ens. Hvis der ikke pålideligt kan måles en dagsværdi på et sammenligneligt marked, eller ved hjælp af en værdiansættelsesmodel, skal man jf. ÅRL måle til kostpris. Ifølge IFRS skal man, hvis man tidligere har målt til dagsværdi, også skulle kunne måle til en dagsværdi i efterfølgende år.

6.7.6 Forbedringer, reparationer og vedligeholdelse

I forbindelse med brug af materielle anlægsaktiver enten ved udlejning, produktioner eller tomgang, så vil der opstå omkostninger til reparation og vedligeholdelse. Hvorvidt omkostninger, der bruges på anlægsaktiver, skal aktiveres afhænger af, om der er tale om forbedringer eller reparationer.

ÅRL har ikke nogen krav til, hvordan forbedringer, reparationer og vedligeholdelse indregnes, men henviser til andre gældende regler.

Løbende vedligeholdelse af ejendomme for at hindre at ejendommens nytteværdi falder hurtigere end nødvendigt, anses ikke for at være aktiveringsberettiget. Disse skal i stedet omkostningsføres i resultatopgørelsen i den periode, de vedrører.

Forbedringer defineres som omkostninger, der tilfører nye eller forbedrende egenskaber til et allerede eksisterende aktiv. Det er altså forbedringer, der øger aktivets værdi ved et salg. Forbedringer må aktiveres, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele fra det pågældende materielle anlægsaktivs anvendelse vil forøges ud over det oprindeligt vurderet.

IAS angiver, at følgende betingelser skal være opfyldt, før en omkostning skal indregnes som et aktiv²⁹:

- *Virksomheden har identificeret et beløb til større eftersyn eller hovedreparation som en separat del af aktivet og har allerede foretaget afskrivninger på denne del for at afspejle forbruget af fordele, som erstattes eller genoprettes ved det efterfølgende større eftersyn eller hovedreparation*
- *Det er sandsynligt, at de fremtidige økonomiske fordele forbundet med aktivet vil tilgå virksomheden.*
- *Virksomhedens omkostninger til det større eftersyn eller hovedreparation kan måles pålideligt.*

²⁹ PwC regnskabshåndbogen 2020, side 170

6.8 Præsentation i regnskabet

6.8.1 Præsentation efter årsregnskabsloven

Reglerne for præsentation og oplysninger for investeringsejendomme er underlagt de samme regler som de øvrige materielle anlægsaktiver.

Som alle andre regnskabsposter, skal der redegøres for posten under anvendt regnskabspraksis. Redegørelsen skal indeholde et afsnit om:

- Indregningsmetoder og målegrundlag for anlægsaktiver
- Afskrivningsmetode samt et skøn over afskrivningsperiode

Hvis der er anvendt en DCF-model eller en afkastbaseret model, så skal der i regnskabspraksis desuden fremgå oplysninger om budgetperiode mv. jf. § 53, stk. 2, nr. 1 a.

Investeringsejendomme skal i balancen præsenteres som en post under hovedgruppen materielle anlægsaktiver som en særskilt regnskabslinje "investeringsejendomme".

I resultatopgørelsen skal der i en særskilt linje præsenteres effekten af dagsværdireguleringerne.

For regnskabsklasse C virksomheder, er det et krav, at der udarbejdes en anlægsnote for investeringsejendomme. En anlægsnote skal indeholde beløbsmæssig redegørelse for bevægelserne på posten i regnskabsperioden. I forlængelse med anlægsnoten skal der desuden gives oplysning om de anvendte værdiansættelsesmodeller, som er blevet brugt til at fastsætte dagsværdien. I oplysningerne skal der jf. § 58 a beskrives de centrale forudsætninger, der ligger til grund for værdiansættelsen. De typiske centrale forudsætninger, der skal indgå, er³⁰:

- Afkastkrav
- Tomgang
- Forventede ændringer i lejeniveau
- Vedligeholdelsesomkostninger

Det er op til virksomheden selv at vurdere, hvad de mener, er et centralt element, hvilket kan være forskelligt fra forskellige ejendomstyper. Det afgørende er, om regnskabslæseren kan vurdere virksomhedens

³⁰ PwC regnskabshåndbogen 2020, side 200

dagsværdiberegninger, da den ellers ikke skaber nogen nytteværdi for brugeren. Det er ikke muligt at undlade oplysninger om forudsætninger med henvisning til, at det kan være konkurrencemæssigt følsomme oplysninger.

I et regnskab, der er aflagt efter regnskabsklasse b, og kun besidder én ejendom og uden ekstern vurdering, foreslår Deloitte følgende forudsætninger oplyst³¹:

- Størrelse på ejendom
- Beliggenhed
- Udlejningsgrad samt resterende lejeperiode
- Den forventede leje pr. m2
- Afkastkravet
- Oplysning om der er indhentet ekstern vurderingsmand

Det kan også nævnes, at hvis der er usikkerhed forbundet med dagsværdiansættelsen, vil det være et krav at supplere med oplysninger om følsomhed i dagsværdiansættelsen med henvisning til ÅRL § 11, stk. 2, som skriver, at der ikke må udelades nødvendige oplysninger. Oftest ses det, at der oplyses om en følsomhedsanalyse på afkastkravet, men det kan også være på andre forudsætninger, at dette menes at være nødvendigt.

6.8.2 Præsentation efter IFRS

Investerings ejendomme skal præsenteres på en særskilt linje under langfristede aktiver i balancen jf. IAS 1. Dagsværdireguleringer kræves i IAS 1 ikke, at de præsenteres på en særskilt linje i resultatopgørelsen, medmindre en særskilt linje er en væsentlig forudsætning for forståelse af virksomhedens resultatopgørelse.

I henhold til IAS 40 skal der - hvis det er vanskeligt at skelne - oplyses om kriterierne for, hvordan virksomheden skelner mellem investerings ejendomme og andre typer af ejendomme. Det er et krav, at der oplyses om, hvorvidt virksomheden har anvendt en ekstern vurderingsmand til værdiansættelse ifølge dagsværdi.

Der er krav om en fyldestgørende anlægsnote med dertilhørende sammenligningstal.

Ved ejendomme, der måles til dagsværdi, skal der oplyses om metoder og forudsætning for dagsværdifastsættelsen. Som nævnt tidligere skal der ved dagsværdimetoden i IFRS oplyses om, hvilke af de tre niveauer, der anvendes til værdiansættelsen.

³¹ <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/Downloads/aarl-tema-14-investerings ejendomme.pdf>

Dagsværdien ifølge IFRS fastlægges ud fra følgende 3 niveauer³²:

- Niveau 1 er observerbare priser på aktive markedet for identiske instrumenter
- Niveau 2 er andre observerbare input
- Niveau 3 er alle andre værdiansættelsesmetoder

For niveau 3 skal der redegøres for følsomheden i beregningen, ligesom det anbefales i ÅRL ovenfor.

Vælges der at måle investeringsejendomme til kostpris, gælder der næsten de samme oplysningskrav som efter ÅRL. Det er dog et krav at oplyse om dagsværdien af ejendommen, hvis den findes. Hvis der måles til kostpris og dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt, skal der gives oplysninger om³³:

- En beskrivelse af investeringsejendommen
- En forklaring på, hvorfor dagsværdien ikke kan måles pålideligt
- Intervallet inden for hvilket dagsværdien sandsynligvis vil ligge.

6.8.3 Sammenligning af ÅRL og IFRS – Præsentation

Generelt set er der i IFRS højere informationskrav for investeringsejendomme end ifølge ÅRL. Ifølge IFRS er der krav om anlægsnote, hvilket der ikke er for ÅRL - før regnskabsklassen overstiger B. Som tidligere nævnt i opgaven - kræver det for ejendomsselskaber, som udelukkende har investeringsejendomme som aktivitet - meget store balancesummer, før der skal aflægges efter regnskabsklasse C. Anlægsnoten ifølge IFRS stiller desuden større krav end ÅRL.

IFRS har i højere grad en forventning om, at ejendomme måles til dagsværdi. I de tilfælde, hvor der måles til kostpris, er der stadig et krav om at oplyse dagsværdien.

Ifølge IAS 1 kræves det, at dagsværdireguleringer præsenteres på en særskilt linje i resultatopgørelsen, hvis det er væsentligt for forståelse af resultatopgørelsen. I ÅRL er der ingen krav om særskilt præsentation. Man ser dog ofte, at regnskaber aflagt efter ÅRL alligevel præsenterer dette på en særskilt linje.

³² PwC regnskabshåndbogen 2020, side 680

³³ PwC Regnskabshåndbogen, side 203

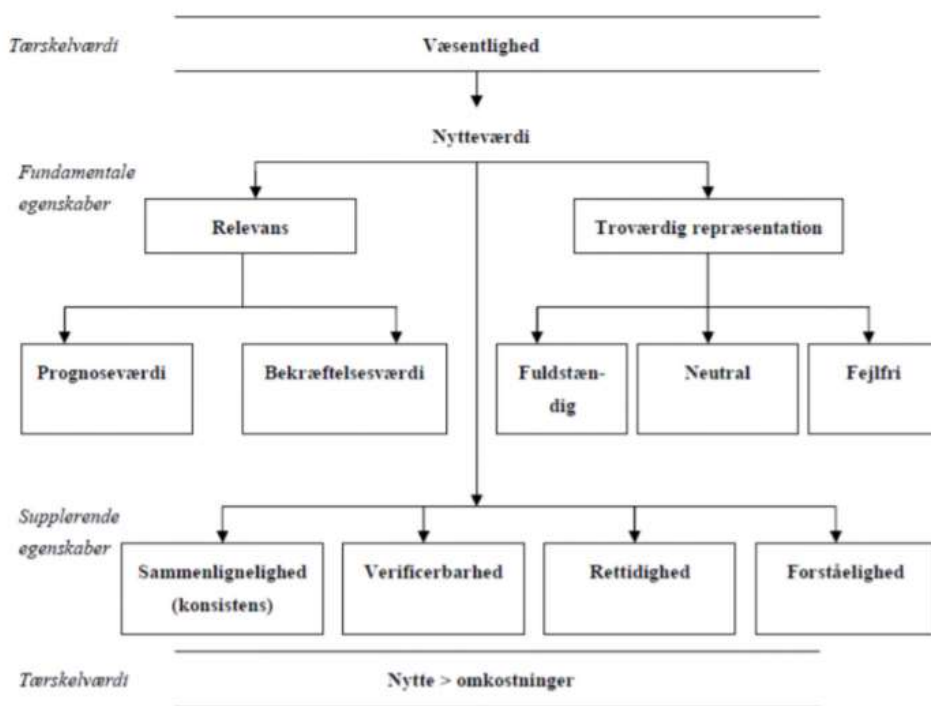
6.9 Retvisende billede ved måling af investeringsejendomme

Som tidligere nævnt i opgaven er generalklausulen i årsregnskabsloven, at regnskabet skal aflægges efter ”det retvisende billede”. Ud fra bestemmelserne om det retvisende billede, har jeg fastsat nogle kriterier, der skal opfyldes, for at måling af investeringsejendomme præsenteret et retvisende billede i årsrapporten.

Som nævnt er der to målemetoder til investeringsejendomme. Målingen af investeringsejendomme kan foretages efter kostprismetoden eller dagsværdimetoden. Man kan tale for at bruge begge modeller, men set ud fra tærskelværdien $\text{omkostninger} < \text{nytte}$, er det væsentligt at se på nytteværdien for regnskabsbrugeren i forhold til omkostningen forbundet med målingen. Der er ingen tvivl om, at kostprismetoden er væsentlig mindre ressourcefyldt end en dagsværdimåling.

Det er væsentligt at overveje, om regnskabsbrugeren skal bruge regnskabet til at vurdere virksomhedens økonomiske udvikling generelt. Eller om der er tale om investorer, der har brug for mere specifik information i forhold til udviklingen i deres investering. For at regnskabsbrugeren kan få et korrekt indblik i virksomhedens økonomiske situation, vurderes det, at alle væsentlige værdireguleringer af investeringsejendomme bør indregnes i årsrapporten, før den kan udgøre et retvisende billede. Dette hænger også sammen med ÅRL grundlæggende forudsætninger om neutralitet, der tilsigter, at alle værdireguleringer skal vises.

Figur 8 -Venn-diagram, Kilde: Finansiell rapportering, side 202



6.9.1 Kostpris i forhold til det retvisende billede

Efter forudsætningen om neutralitet kan man diskutere, hvorvidt en investeringsejendom overhovedet kan måles til kostpris uden at overtræde klausulen om det retvisende billede. Ved aflæggelse efter kostpris vil alle værdiændringer ikke blive præsenteret i årsregnskabet, hvorfor forudsætningen om neutralitet ikke overholdes. Jeg mener ikke, at kostprismetoden over tid afspejler den reelle værdi af ejendommen uden, at der gives yderligere verbale oplysninger i årsrapporten.

Jeg vurderer dog at ved tilgang af en ny investeringsejendom og en relativ kort periode, hvor der ikke er væsentligt udvikling i ejendomsmarkedet, giver kostprismetoden nok nytteværdi for regnskabsbrugeren. Men i tider med svingende markedspriser og over en langsigtet periode, vil kostprisen miste sin nytteværdi i informationer til regnskabsbrugeren.

Den fundamentale egenskab for nytteværdi er relevans. Relevans består af underliggende tre kategorier prognoseværdi (prognose, kontrol, fordeling) og bekræftelsesværdi.³⁴

Ud fra prognoseopgaven vurderer jeg, at kostprismetoden formindsker mulighederne for at analysere på den økonomiske udvikling af ejendommene. Ud fra kontrolopgaven mener jeg, at det mindsker investorernes viden om at kontrollere, at de har fået noget ud af deres investering, hvis ejendommene måles til kostpris. Derudover er det besværligt at vurdere, om ledelsen har foretaget økonomisk korrekte beslutninger om allokering af virksomhedens ressourcer i ejendomme, hvis ikke værdiændringen præsenteres. Ud fra fordelingsopgavens perspektiv vil en måling til kostpris bevirke, at værdistigninger ikke resulterer i mulighed for udbytte til aktionærerne. Dette ville have været en mulighed med dagsværdimåling med regulering over resultatopgørelsen.

Kriterium, bekræftelsesværdi, vurderer jeg også, at kostprismodellen ikke giver nok information i forhold til regnskabsbrugers forventning til bekræftelse på sine tidligere forventninger. Ved afhændelse af en ejendom kan regnskabsbrugeren ikke forholde sig til, om salgsprisen er en fordelagtig salgspris i forhold til dagsværdien. Eller om salgsprisen er markant lavere end den egentlige dagsværdi.

Den anden fundamentale egenskab er troværdig repræsentation eller også kendt som pålidelighed/validitet. Underkriterierne for troværdig repræsentation er fuldstændighed, neutral og fejlfri.

Fuldstændighed indebærer, at den finansielle rapportering omfatter al information om de underliggende økonomiske fænomener, som er nødvendig for at kunne foretage en økonomisk beslutning. Jeg vurderer dog, at kriteriet neutralitet, er den med størst betydning. Eftersom der skal vises både positive og negative

³⁴ Bilag 1

regnskabsinformation for at få opfylde kriteriet om en troværdig repræsentation, vil dette dog være svært ved måling efter kostprismetoden. Det er nævnt ovenfor, at der ikke er nok nytteværdi ved kostprismetoden uden, at der gives verbalt information ved siden af. Jeg mener derfor, at for at overholde reglerne om det retvisende billede, vil dagsværdimetoden være give den største nytteværdi.

6.9.2 Dagsværdimetoden i forhold til det retvisende billede

I ÅRL står der ingen definition af en dagsværdi på en investeringsejendom. Kigger man i regnskabsvejledningen 20, står der i RVL 15.3.3., at IFRS 13 anvendes som fortolkningsgrundlag for opgørelsen af dagsværdi efter ÅRL. I IFRS 13 om dagsværdi måling defineres dagsværdi som:

”Dagsværdi er den pris, der ville blive opnået ved salg af et aktiv i en normal transaktion mellem markedsdeltagerne på målingstidspunktet.”³⁵

Definitionen på en normal transaktion mellem markedsdeltagerne er, at den skal være foretaget af uafhængige parter. De uafhængige parter skal begge være lige oplyste om ejendommens oplysninger, og desuden skal begge være villige til at indgå en handel. At begge parter skal være villige til at indgå en handel, vil sige, at den ene part ikke skal være tvunget til salg ved eksempelvis likviditetsproblemer.

Ved benyttelse af dagsværdimodeller er der flere overvejelser, der skal gøres inden brug. Ved opgørelse af dagsværdi er der forskellige metoder, som kan anvendes, og her må overvejslen gå på nytteværdien > omkostninger.

I IFRS 13 er der fastsat et dagsværdihierarki over metoder til værdiansættelse af dagsværdi. Hierarkiet er opdelt i tre niveauer, hvor det øverste niveau er noterede priser på aktive markeder, og ikke observerbare priser er prioriteret lavest.³⁶

Hierarkiets øverste niveau er sammenligning med handlede ejendomme indenfor en rimelig tidshorisont. Denne metode kræver meget dataindsamling, da ejendommene skal være ”sammenlignelige”. Det vil sige, at de skal være samme type, vedligeholdelsestand og geografisk placering. Som nævnt ovenfor, skal handlen desuden være indgået som en normal transaktion. Hvis virksomheden vælger denne metode for måling af investeringsejendomme, vil det kræve, at denne dataindsamling skal foretages hver gang, virksomheden skal aflægge regnskab. Det er derfor vigtigt, at virksomheden overvejer kriterierne i kvalitetshierarkiet i forhold til at

³⁵ <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/64344%20Deloitte%20IFRS-bog%202016%20IFRS%2013.pdf>

³⁶ <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/64344%20Deloitte%20IFRS-bog%202016%20IFRS%2013.pdf>

benytte denne metode. For det første skal det overvejes, om omkostningerne til dataindsamlingen overgår nytteværdien i forhold til andre dagsværdiansættelsesmetoder. Mener virksomheden, at de kan holde omkostningerne lave, skal de overveje de næste kriterier i hierarkiet.

Det skal overvejes, hvorvidt det er muligt at finde data for ejendomme, der er blevet handlet ved det tidspunkt, som ejendommen skal værdiansættes på. Der kan henvises til kriteriet ”rettidighed”. Hvis ikke informationen er rettidig, vil den ikke have betydning på beslutningstager - og derfor uden relevans. Derudover skal det overvejes, om det er muligt at verificere datagrundlaget. Hvis ikke ejendomshandlerne er verificeret, vil jeg ikke mene, at det er muligt at opfylde kravet om validitet.

Hvis virksomheden mener, at de opfylder kriterierne i hierarkiet, skal det dernæst overvejes, om man i fremtiden kan sikre sig, at der fortsat er aktive handler af ejendomme på markedet, som er relevante og valide. For at overholde kriteriet om konsistens, er det tilladt at ændre regnskabspraksis fra år til år. Jeg vurderer derfor, at der er en væsentlig usikkerhed omkring opfyldelse af kvalitetshierarkiets kriterier ved indregning efter markedstilgangen. Min anbefaling er derfor, at der anvendes en anden metode til dagsværdiansættelse, hvis ikke kriterierne kan overholdes.

Er det ikke muligt at fastsætte dagsværdien ud fra lignende ejendomshandler, går selskabet videre i næste niveau, som består af at foretage et skøn over dagsværdien. Et skøn foretages ud fra afkastbaserede værdiansættelsesmodeller. I denne opgave vil der blive inddraget to modeller, da de ud fra min erfaring og undersøgelse³⁷, bliver hyppigst anvendt til dagsværdiansættelse. De to modeller er normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen (discounted cash flow). Begge modeller bliver også nævnt i regnskabsvejledning 20 punkt 15.3.4 og 15.3.6 samt i IAS 40 om dagsværdimåling.³⁸

Normalindtjeningsmodellen er en enkel model, der er kendt blandt de fleste med erfaring fra markedet. I årsrapporter er normalindtjeningsmodellen oftest benævnt ”afkastbaseret model”. Modellen tager udgangspunkt i en ejendoms forventede driftsafkast for det kommende år. Det forventede driftsafkast er baseret på historisk erfaring fra ejendommen, hvorfor det må menes at være lettilgængeligt datagrundlag. Driftsafkastet bliver stillet op mod afkastkravet. Afkastkravet fastlægges ud fra en risikovurdering for ejendommen. Risikovurdering dækker både ejendomsspecifikke- og makroøkonomiske forhold.

Den anden model er noget mere avanceret at anvende. DCF-modellen er baseret på en budgetperiode på 5-10 år. Budgetperioden skal opgøres i bevægelser på de frie pengestrømme, som ejendommen forventer at generere.

³⁷ Bilag 5

³⁸ <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias40>

Efter budgetperioden er færdig, skal der opgøres en terminalværdi. Terminalværdien skal opholdes mod de frie pengestrømme, som skal tilbagediskonteres for at finde dagsværdien.

Når man anvender DCF-modellen, skal selskabet således overveje om nytteværdien er større end omkostningerne. DCF-modellen er meget tidskrævende i forhold til normalindtjeningsmodellen. Datagrundlaget består af en lang budgetperiode, hvorfor det vurderes, at modellen er meget ressourcetung.

Fælles for begge værdiansættelsesmodeller er, at datagrundlaget som de benytter skal være troværdigt. Derudover skal der i begge modeller fastlægges faktorer som tomgang, vedligeholdelse og forventede prisudvikling. Afkastkravet skal ligeledes fastsættes for begge modeller.

Når der skal foretages en vurdering om, hvorvidt dagsværdibaserede værdiansættelsesmodeller udviser et retvisende billede, skal der således foretages en vurdering af de faktorer som indgår i modellerne. Men sammenholdt med kostprismodellen, vil jeg vurdere, at dagsværdimetoden er i en overvejende grad mere retvisende end kostprismetoden.

6.10 Delkonklusion

Ved sammenligning af de to begrebsrammer ÅRL og IFRS er de meget sammenlignelige. Det forklares i høj grad, at ÅRL ofte henviser til IAS. I ÅRL findes der ikke en direkte definition af investeringsejendomme, men henviser i stedet til definitionen jf. IAS 40.

Efter den nye årsregnskabslov udkom i 2015 med virkning fra 1. januar 2016, blev det muligt for alle virksomheder at måle investeringsejendomme til dagsværdi jf. ÅRL § 38. Dette har tidligere kun været en mulighed for virksomheder med drift af investeringsejendomme som hovedaktivitet. Ifølge IAS 40 er dette også en mulighed for alle virksomhedstyper, hvorfor der ikke længere er nogen forskel herpå.

Både ÅRL og IFRS sker første indregning af investeringsejendomme til kostpris og giver efterfølgende mulighed for at opskrive til dagsværdi. Ved opgørelse til dagsværdi har man i ÅRL tre metoder for opgørelse, hvor man i IFRS kun har to metoder. I ÅRL har man mulighed for at anvende omvurderingsmodellen, som har den forskel, at værdireguleringer ikke præsenteres i resultatopgørelsen, men i stedet bindes direkte på egenkapitalen.

Opgørelsen af dagsværdien beregnes i regelsættene ens. Hvis der ikke kan pålideligt måles en dagsværdi på et sammenligneligt marked, eller ved hjælp af en værdiansættelsesmodel, skal man jf. ÅRL måle til kostpris. Ifølge

IFRS skal man, hvis man tidligere har målt til dagsværdi, også skulle kunne måle til en dagsværdi i efterfølgende år.

Der, hvor de største forskelle er konstateret i regelsættene, er omkring præsentationen i regnskabet. Det må konkluderes, at ÅRL for regnskabsklasse B virksomheder er meget mangelfuld i forhold til IFRS. Der er ingen krav om særskilt præsentation i balancen eller anlægsnotekrav ifølge bestemmelserne for aflæggelse efter regnskabsklasse B. Før et ejendomsselskab har krav om aflæggelse efter regnskabsklasse C - som må anses for i høj grad at være mere informationsdækkende - kræver det meget store balancesummer.

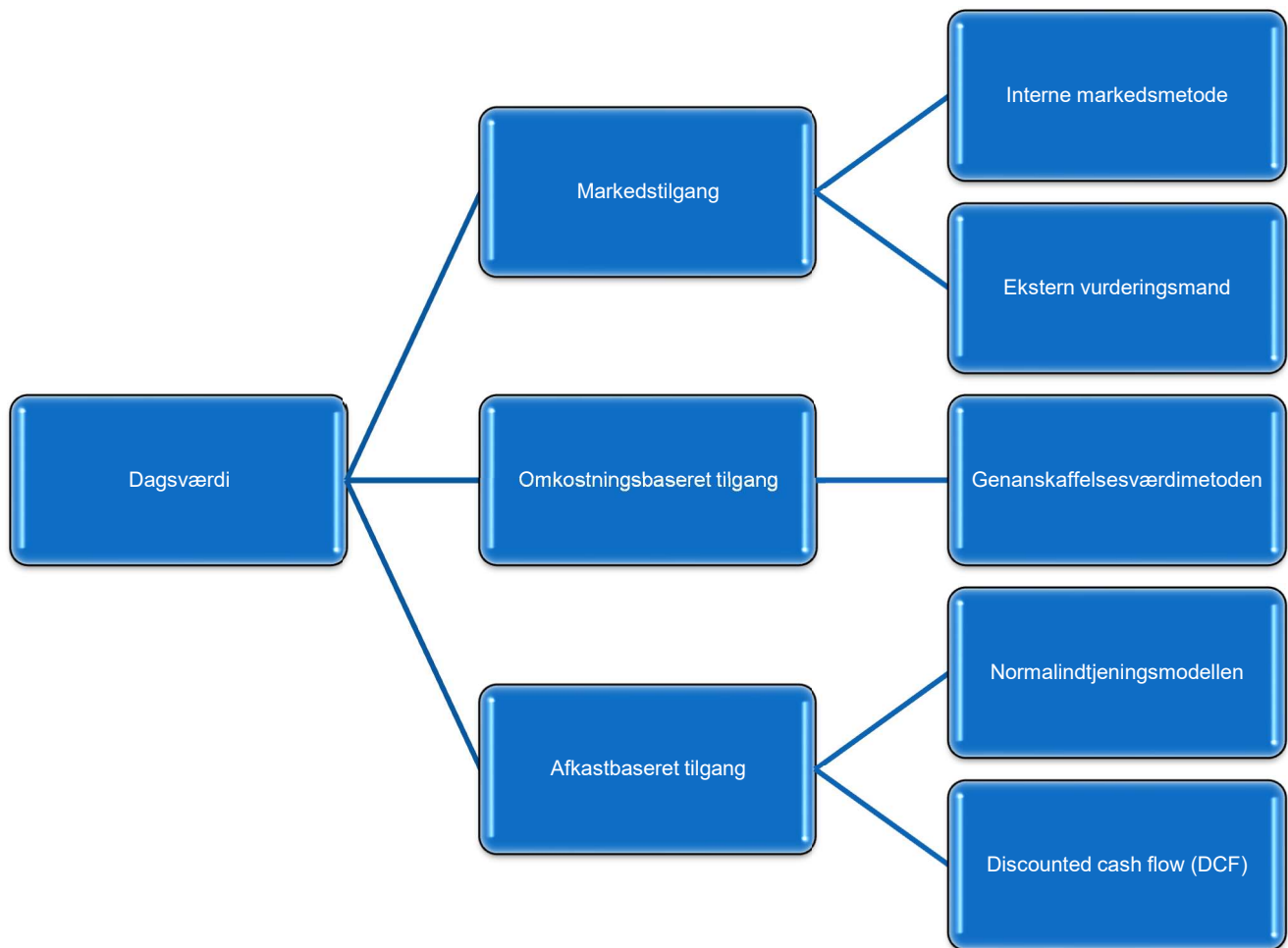
I IFRS er der krav om anlægsnote for alle selskaber, ligesom der også er krav om sammenligningstal heri. Endvidere er der i IFRS krav om, at der ved måling til kostpris, som minimum oplyses en tilnærmelsesvis dagsværdi i noten.

Ved måling af investeringsejendomme kan der anvendes måling til kostpris eller dagsværdi. Det er konkluderet, at kostprismetoden kun i få tilfælde vil overholde kriterierne for det retvisende billede. I stedet vurderes det, at dagsværdimodellerne er mere retvisende, hvis der kan indhentes et pålideligt datagrundlag. I forhold til anvendelse af de forskellige dagsværdiansættelsesmetoder, afhænger dette af en konkret vurdering af, om nytteværdien overstiger omkostningerne for udarbejdelse af modellen.

7 Metoder til opgørelse af dagsværdi

Som tidligere nævnt, foreskriver IFRS 13 tre metoder til opgørelse af dagsværdien på et aktiv.

- Markedstilgangen
- Omkostningsbaseret tilgang
- Afkastbaseret tilgang



Figur 9 - Tilgange til opgørelse af dagsværdi³⁹

³⁹ Egen tilvirke

7.1 Markedstilgangen

Ved anvendelse af markedstilgangen er de to hyppigste metoder, til opgørelse af dagsværdien på investeringsejendomme den interne markedsmetode samt den eksterne uafhængige vurderingsmand. Oftest vil markedstilgangen ikke stå alene for dagsværdien, men være et supplement til de andre opgørelsestilgange.

7.1.1 Interne markedsmetode

Den interne markedsmetode foretages ved at sammenligne selskabets ejendomme med sammenlignelige gennemførte handler på samme type ejendomme. Det er vigtigt, at værdiansættelsen sker ud fra gennemførte handler og ikke de udbudte salgspriser. Udbudte salgspriser vil ofte blive handlet for ikke ubetydelige beløb under den udbudte pris. Derfor er det den endelige salgspris, der skal anvendes. Desuden skal det sikres, at handlen er sket mellem to uafhængige parter.

Sammenligningen skal være inden for en rimelig tidsperiode, så det sikres, at der ikke er sket en væsentlig udvikling i ejendomspriserne. Det er dog oftest besværligt at finde gennemførte handlinger for direkte sammenlignelige ejendomstyper. Værdien skal kunne måles pålideligt, før den må indregnes efter denne metode, hvilket er svært, da antallet af handler er begrænset. Derfor vil metoden oftest blive brugt som supplement til de andre tilgange.

7.1.2 Ekstern uafhængig vurderingsmand

Efter IAS 40.32 anbefales selskabet, at dagsværdiansættelsen bliver opgjort af en uafhængig vurderingsmand, men det er ikke et krav.⁴⁰ Som tidligere nævnt skal det under IFRS oplyses, i hvilket omfang dagsværdien er baseret på en vurdering fra en uafhængig ekstern vurderingsmand.

*“An entity is encouraged, but not required, to measure the fair value of investment property on the basis of a valuation by an independent valuer who holds a recognised and relevant professional qualification and has recent experience in the location and category of the investment property being valued”.*⁴¹

Vurderingsmanden skal have erfaring inden for geografisk placering samt den tilhørende ejendomskategori. Ved værdiansættelse fra en valuar eller en ejendomsmægler, vil værdiansættelsen ofte ske under hensyn til fremtidige effekter, udbygning eller modernisering af ejendommen. Efter IAS 40.51 fremgår det, at der ved værdiansættelse af dagsværdien for en investeringsejendom på balancedagen ikke må tages højde for fremtidige planlagte investeringer eller forbedringer. En vurdering fra en ejendomsmægler eller valuar, kan således ikke anvendes

⁴⁰ https://library.croner.co.uk/cch_uk/iast/ias40-200312#toc-8-1

⁴¹ IAS 40.32

ukritisk ved værdiansættelsen af dagsværdien uden, at der tages stilling til de bagvedliggende forudsætninger. Som hovedregel skal ejendommen dermed vurderes ud fra de forhold, der gør sig gældende på balancedagen.

En værdiansættelse fra en ekstern vurderingsmand, vil have en højere troværdighed kontra den interne markedsmetode. Dette begrundes i, at parten er uafhængig, og derfor ikke vil have interesse i hverken en lavere eller højere værdiansættelse. Selvom ledelsen også skal fastsætte værdien efter den korrekte dagsværdi, så kan det ikke udelukkes, at ledelsens egne interesser afspejles i værdiansættelsen. Derfor vil den uafhængige parts vurdering være den mest egnede. En uafhængig part kan være en valuar, ejendomsmægler eller en statsautoriseret revisor.

Det skal bemærkes, at en værdiansættelse fra en vurderingsmand også vil være baseret på en værdiansættelsesmodel. En ekstern vurdering vil altså være et forslag til ledelsen om værdiansættelse, og kan derfor ikke stå alene for værdiansættelsen.

7.2 Omkostningsbaseret tilgang

7.2.1 Genanskaffelsesværdimetoden

Den omkostningsbaserede tilgang er også benævnt genanskaffelsesværdimetoden, hvilket er et udtryk for dagsværdien. Meningen med denne tilgang er, at et aktiv ikke skal koste mere, end hvad det ville koste en anden markedsdeltager selv at genanskaffe aktivet. Dagsværdien vil således være lig med omkostningerne forbundet med at producere et aktiv med samme egenskaber, som det aktiv der værdiansættes.

Omkostningerne til fremstilling af aktivet skal være ud fra en ekstern markedsdeltagers muligheder. Det må ikke være ud fra selskabets egne muligheder, da det ofte ses, at selskabet kan producere aktivet billigere, da de har erfaring fra tidligere fremstilling.

Metoden er dog ikke særlig udbredt for investeringsejendomme, da ejendomme ofte er unikke og på en særlig placering, hvor det ikke er muligt at erstatte/genanskaffe.

7.3 Afkastbaseret tilgang

Findes der ikke salgspriser på et aktivt marked, som kan stå til grund for en pålidelig værdiansættelse, kan den foretages ud fra anerkendte værdiansættelsesmodeller. Kendte værdiansættelsesmodeller er normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen, som begge indgår i IFRS 13 omkring anerkendte metoder. Fælles for begge modeller er, at der tages udgangspunkt i afkastet på ejendommen. Begge modeller opfylder både danske og internationale regnskabsregler, hvorfor de kan anvendes til værdiansættelse. Jeg vil i nedenstående gennemgå begge modeller.

7.3.1 Normalindtjeningsmodellen

Normalindtjeningsmodellen går også under navnet afkastbaseret model. Modellen er simpel af den årsag, at den er baseret på et års driftsafkast og er overskuelig at anvende. Der kan derfor undlades at udarbejde budget eller tilbagediskontering.

7.3.1.1 Forudsætninger for anvendelse:

Modellen er opbygget på baggrund af statistiske beregninger, hvorfor den ofte ikke er retvisende for nye ejendomme, hvor den fremtidige lejeindtægt forventes markant større end tidligere års. Det er derfor en forudsætning, at fremtidige pengestrømme forventes at være nogenlunde på niveau. Dette kan være på erhvervsejendomme, hvor lejekontrakten er langsigtet, og driftsomkostningerne er pålagt lejeren.

Det er en forudsætning, at der tages udgangspunkt i de aktuelle lejemuligheder og normale driftsomkostninger til ejendommen.

Der skal fastsættes et afkastkrav til ejendommen. Afkastkravet fastsættes ud fra en række faktorer, som vedrører både individuelle og eksterne forhold.

Desuden er det en forudsætning, at der korrigeres for særlige forhold som ekstraordinær vedligeholdelse, tomgang eller særlige driftsindtægter.

Der stilles følgende forudsætninger, som anvendes i modellen

- | | |
|-------------------------------|-------------------|
| • Leje: | 1.500.000 |
| • Administrationsomkostninger | 2% af lejeindtægt |
| • Andre driftsomkostninger | 1% af lejeindtægt |
| • Vedligehold | 90.000 pr. år. |
| • Inflation | 1 % |
| • Kommende investeringer | 900.000 |
| • Tomgang (første år) | 120.000 |

7.3.1.2 Beregning af dagsværdien

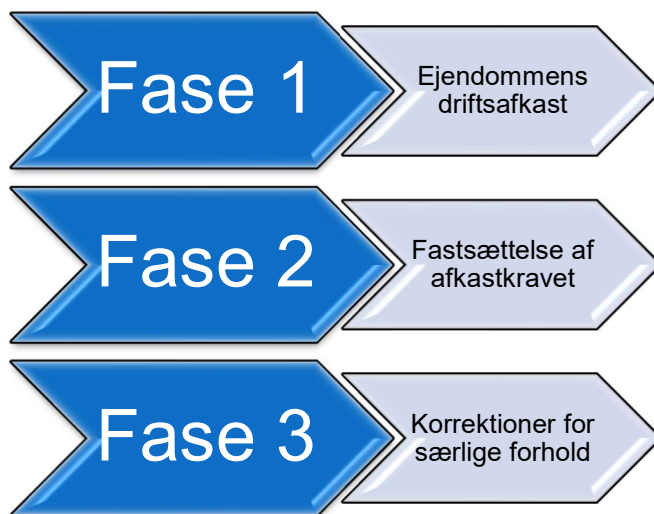
Dagsværdien i afkastmodellen bliver beregnet ud fra følgende formulering:⁴²

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

Opstillet i en formel vises det således:

$$\text{Dagsværdi} = \frac{1.\text{ års driftafkast} \times 100}{\text{Afkastprocenten svarende til nutidsværdien af en uendelig annuitet}}$$

Værdien i den afkastbaserede model er delt op i 3 faser



Figur 10 - Normalindtjeningsmodellens 3 faser⁴³

⁴² <https://www.elov.dk/bilag/bilag-9-til-bekendtgorelse-om-finansielle-rapporter-for-kreditinstitutter-og-fondsmaeglerselskaber-mfl/>

⁴³ Egen tilvirke

7.3.1.3 Fase 1 Driftsafkast

En ejendoms driftsafkast er simpel at beregne, da det blot er at fratrække årets omkostninger fra lejeindtægten. Det er tilladt at korrigere i driftsafkastet, hvis der har været usædvanlige begivenheder i perioden, der påvirker, at driftsafkastet ikke er retvisende ud fra et gennemsnitsår.

+ Lejeindtægt	1.500.000
- Vedligeholdelsesomkostninger	-90.000
- Administrationsomkostninger	-30.000
- Driftsomkostninger	-15.000
= Driftsafkast	1.365.000

44

7.3.1.4 Fase 2 Afkastkravet

Afkastkravet er en betegnelse for det afkast, som investorerne kan forvente at få fra deres investering. Det er et ”krav”, da det er kompensation for den risici, som investorerne må løbe. Ved en forhøjet risiko, vil kompensationen stige, og derved vil afkastkravet også stige. En helt risikofri investering vil derfor oftest være lig med den effektive rente på statsobligationer.

Fastsættelse af afkastkravet er med til at afgøre ejendommens værdi, og selv meget små procentvise udsving kan have en ikke ubetydelig effekt på ejendomsværdien. Afkastkravet kan være vanskeligt at fastsætte. Det skyldes, at der indgår en række samfundsmæssige og konjunkturbetingede forhold, såsom renteniveau, inflation samt høj- eller lavkonjunktur. Herudover indgår der forhold, som er individuelle for hver ejendom. Dette kan være:

Ejendomsrelaterede faktorer:

- Beliggenhed
- Ejendomstype
- Lejeres bonitet
- Vilkår i lejekontrakt
- Andre anvendelsesmuligheder
- Udbud og efterspørgsel
- Ejendommens stand

⁴⁴ Egen tilvirke med inspiration fra <https://www.elov.dk/bilag/bilag-9-til-bekendtgorelse-om-finansielle-rapporter-for-kreditinstitutter-og-fondsmaeglerselskaber-mfl/>

Makroøkonomiske faktorer

- Konjunkturforskel
- Inflation
- Risikofri rente

I praksis vil virksomheder tage udgangspunkt i store brancherapporter for ejendomme, da beregning af afkastkravet er meget komplekst. En kendt ejendomsrapport er Colliers International, der udgiver en dansk markedsupdate for hvert kvartal. Rapporten giver et indblik i forventet leje på forskellige typer af ejendomme samt deres afkastkrav og gennemsnitlige tomgangstid.

Afkastkravet består af følgende grundsten:

- Den risikofrie afkast
- Tillæg af risikopræmie

7.3.1.4.1 Det risikofrie afkast

Det risikofrie afkast eller den risikofrie rente anses for at være bruttoafkastet på en 10-årig dansk statsobligation. Årsagen til, at der ikke anvendes en 20-årig obligation, er at Danmark ikke udsteder dette.⁴⁵

Nedenstående vises den 10-årige danske statsobligations udvikling siden 2008. I 2019 er den på sit laveste niveau med en negativ rente.

Rentesatser, ultimo (pct p.a.)

Type: 10 årig statsobligation

pct. pro anno



Kilde: Danmarks Statistik

⁴⁵ <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

7.3.1.4.2 Inflation og høj- eller lavkonjunktur

I en periode med inflation vil der ske en stigning i afkastkravet - og omvendt ved deflation.

I perioder med højkonjunktur vil en investor være mere modtagelig overfor en lav afkastprocent, da der er en forventning om lav tomgang og stigende lejepriser. Ved lavkonjunktur vil der være en risiko for tomgang og faldende lejepriser, hvorfor investor vil forvente et højere afkastkrav grundet den større risiko forbundet med investeringen.

7.3.1.5 Risikopræmie

Udover renten og konjunktoren, kigger man også på de individuelle faktorer, som er tilknyttet ejendommen samt generelle branchespecifikke risici.

7.3.1.5.1 Beliggenhed og type

Beliggenhed og ejendomstype har en væsentlig faktor. I forhold til beliggenhed kan det i bilag 2 for boligejendomme ses, at startforretningen afviger fra 6,25% på Fyn til 3,5 % i København.⁴⁷ Dette kan forklares i, at der er markant lavere risiko for, at boligejendomme i København står i tomgang, hvor det på Fyn er større risiko hermed. Der er derfor en større risiko for investering på Fyn, hvorfor afkastkravet er højere.

Ser man på typen af ejendomme, kan det i bilag 2 ses, at forskellen på en kontorejendom og en industriejendom er forrentningen, som er fremtrædende med henholdsvis 5 % for industriejendomme og 3,25 % for kontor.⁴⁸

7.3.1.5.2 Ejendomsspecifikke risici

En anden gruppe faktorer er risici, der er direkte forbundet med netop ejendommen. Af væsentlige faktorer kan der nævnes følgende:

- Manglende lejebetalinger
- Manglende mulighed for genudlejning
- Forskellige lejestrukturer
- Ejendommens stand

⁴⁶ Udtrukket fra dst.dk 10-årig statsobligation frem til 20. april 2020.

⁴⁷ Bilag 2, sekundær

⁴⁸ Bilag 2 – København, primær

Hvis der er en høj risiko forbundet med, at lejer ikke betaler sin fremtidige leje, skal forrentningskravet være højere. Det skal derfor overvejes, hvilken lejer, der sidder i lejemålet. En offentlig sektor opfattes normalvis for værende en sikker lejer, hvorimod mindre nystartede selskaber, opfattes som risikofyldte lejere.

Manglende mulighed for genudlejning er også en central risikofaktor. Risikoen er ofte forbundet med ejendommens beliggenhed, som er omtalt ovenfor. Men tomgang kan også skyldes, at en ejendom har specifikke formål, hvor der er få lejere, og lejemålet vil skulle tilpasses de enkelte lejere. Større tomgang er lig med et højere afkastkrav.

Risikoen ved forskellige lejestrukturer, omfatter risikoen ved forskellige lejekontrakter. Langtidslejekontrakter er ofte forbundet med uopsigelige eller lange opsigelsesperioder, hvorfor disse bliver klassificeret som lav risiko kontrakter. Lijekontrakter, som er kortidsbestemte, vil ofte øge risikoen.

Ejendommens stand er naturligvis en faktor. En ældre ejendom vil resultere i et øget afkastkrav og omvendt for en nyere.

Ud fra ovenstående er der udarbejdet en opsummering af de forskellige faktorerers påvirkning på afkastkravet.

Faktor	Afkastkrav
Inflation	↑
Højkonjunktur	↓
Attraktiv beliggenhed	↓
Kontorejendom	↓
Industriejendom	↑
Risikabel lejer	↑
Offentlig sektor lejer	↓
Ejendom med specifik formål	↑
Korttidslejekontrakt	↑
Langtidslejekontrakt	↓

Figur 12 - Faktorerers påvirkning på afkastkrav⁴⁹

⁴⁹ Egen tilvirke

7.3.1.5.3 Fastsættelse af afkastkravet for ejendommen

Ud fra den samlede vurdering af ovenstående faktorer vil afkastkravet bliver fastsat for ejendommen. Det er ledelsen, der er ansvarlig for fastsættelse af dagsværdien, og derfor også ansvarlig for fastsættelse af afkastkrav. Hvis ledelsen ikke selv besidder de nødvendige kompetencer til en pålidelig værdiansættelse, vil de være nødt til at indhente en ekstern vurdering. Selvom ledelsen vurderer at besidde kompetencer til værdiansættelse, rådes selskabet alligevel til at indhente en ekstern vurdering. At selskabet rådes til at indhente en ekstern vurdering, kan konkluderes ud fra, at det i IAS 40 er et krav, at der oplyses om en ekstern vurdering er indhentet.⁵⁰

7.3.1.6 Fase 3 – Korrektioner for særlige forhold

I den sidste fase skal der tages højde særlige forhold, som skal reguleres til den endelige dagsværdi. Normalindtjeningsmodellen tager udgangspunkt i driftafkast ud fra et gennemsnitsigt driftsår. Et gennemsnitligt driftsår vil sige, at det er fuldt udlejet, og omkostninger forbundet til ejendommen er gennemsnitlige. I fase 1 og 2 tages der ikke højde for korrektioner, hvorfor dette udføres i fase 3.

Der er adskillige forhold, som kan give korrektioner, hvorfor nedenstående liste ikke er fuldstændig. Ofte sete forhold er:

- Fradrag eller tab af lejeindtægt på ikke udlejede arealer
- Regulering for tomgang
- Fradrag for udskudt vedligeholdelse
- Deposita og forudbetalt leje

7.3.1.7 Praktisk eksempel på beregning af dagsværdien ud fra normalindtjeningsmodellen

I nedenstående opgørelse er der foretaget en illustration af beregning ifølge normalindtjeningsmodellen. Der er anvendt et forrentningskrav på 3,25 %. Forrentningskravet svarer til en kontorejendom i København på det primære marked jf. bilag 2.

⁵⁰ https://library.croneri.co.uk/cch_uk/ias40-200312#toc-8-1

	DKK
Fase 1	
+ Lejeindtægter ved fuld udlejning	1.500.000
Driftsomkostninger:	
- Vedligeholdelsesomkostninger	- 90.000
- Administrationsomkostninger	- 30.000
- Driftsomkostninger	- 15.000
Driftsomkostninger i alt	- 135.000
Driftsafkast	1.365.000
Fase 2	
Afkastkrav	3,25%
Beregnet dagsværdi før tillæg og fradrag	42.000.000
Fase 3	
Tillæg og fradrag for særlige forhold:	
Frdrag for udskudt vedligeholdelse	- 900.000
Frdrag for tomgang	- 120.000
Deposita og forudbetalt leje	75.000
Beregnet dagsværdi	41.055.000

Figur 13 - Beregning af dagsværdi⁵¹

Beregningen viser, at en ejendom med et driftsafkast på 1.365 t.kr. og et afkastkrav på 3,25 % giver en dagsværdi på 42.000 t.kr. Korrigeret for særlige forhold giver det en beregnet dagsværdi på 41.055 t.kr.

7.3.2 Vurdering af normalindtjeningsmodellen

Overordnet set kan det konkluderes, at normalindtjeningsmodellen er en enkel og overskuelige model at anvende for dagsværdiansættelsen. Modellen kræver en kort periodes dataindsamling, som ofte er let tilgængelige for virksomheden. Modellen er bygget på en statisk tilgang, hvilket vil sige, at der ikke er risiko ved usikre budgetter over en lang årrække, som man ser i DCF modellen. Eftersom det ikke kræver et stort dataindsamlingsarbejde, må det samtidig konkluderes, at der er lave omkostninger forbundet med anvendelse af modellen. Dog anbefales det, at der hvert tredje år bliver sammenholdt med en ekstern vurderingsmand beregning, så man sikrer, at beregningerne ligger nogenlunde indenfor væsentligt niveau.

⁵¹ Egen tilvirke

Modellen anvender kun en kort periodes driftsafkast til fastsættelse af dagsværdien. Dette kan give en øget risiko for fejlskøn, da det er en kort periode, der ligger til grund for værdiansættelsen. Eventuelle ændringer i driftsafkastet i fremtiden vil derfor mindske pålideligheden af modellen. Modellen er derfor egnet til ejendomme, hvor fremtiden viser et konstant driftsafkast. Det er dog i meget få tilfælde, at ejendomme på en langsigtet horisont ikke kommer med utilsigtede omkostninger, som ligger over de almindelige vedligeholdelsesomkostninger. Det er derfor vigtigt, at der i modellens fase 3 bliver korrigeret for dette, så omkostninger er afspejlet så korrekt som muligt.

Pålidelighed og relevans

Ud fra forudsætningen om relevans, må en dagsværdiberegning anses for være fyldestgørende. Sammenholdt med kostprismetoden må dagsværdimetoden vurderes at være mere relevant for regnskabsbrugeren.

Pålideligheden er en afgørende faktor for beregningen af ejendommens dagsværdi. I ejendomsselskaber er investeringsejendomme typisk den største balancepost, hvorfor en fejl i beregningen vil have en stor betydning for det retvisende billede i årsrapporten.

Pålideligheden i modellen afhænger derfor af datagrundlaget som indgår i modellen. Eftersom der er mulighed for at bruge historiske data og derfor udarbejde en gennemsnits driftsafkast, vurderes pålideligheden for driftsafkastet at være opfyldt. Fokus skal derfor i højere grad ligge på vurderingen af afkastkravet. Afkastkravet er skønnet ud fra en række ejendomsspecifikke faktorer samt makroøkonomiske faktorer. Der kan være stor usikkerhed forbundet med ledelsens egen opgørelse af dette. Hvis virksomheden har kompetencerne til korrekt fastsættelse af afkastkrav, giver det en høj pålidelighed.

For at sikre at afkastkravet er på et passende niveau, er det muligt at søge sammenligning med brancherapporter. For at sikre at der er konsistens mellem virksomhedens afkastkrav og branchens, kan der bruges kvartals- og brancherapporter fra Colliers, som er et anerkendt rådgivningsfirma indenfor erhvervs- og investeringsejendomme.

Min vurdering af normalindtjeningsmodellen er, at den i de fleste tilfælde vil opfylde kriterierne for at fremvise et retvisende billede af investeringsejendomme i årsrapporten. Ved ejendomme, hvor ledelsen på forhånd ved, at der vil ske store modificeringer på ejendommen, som vil ændre driftsafkastet, vil den ikke anbefales. Til ejendomme med konstant driftsafkast, vil den opfylde kravene om en høj relevans for regnskabsbrugeren uden at gå på kompromis med pålideligheden.

7.3.3 Discounted cash flow (DCF-modellen)

Den anden model til dagsværdiansættelse er DCF-modellen. DCF-modellen er en model, der oftest blev benyttet internationalt. Generelt har det været normalindtjeningsmodellen, der har været hyppigst anvendt i Danmark, men efter internationaliseringen har DCF-modellen sat sit præg på dagsværdiansættelsen i Danmark. DCF-modellen har den fordel overfor normalindtjeningsmodellen, at den kan anvendes, selvom der er ustabile pengestrømme. Dette vil jeg komme ind på senere i gennemgangen.

Beregningerne i DCF-modellen kan opdeles i fem trin⁵²:

- *Fase 1 – Bestemmelse af cash flowet i budgetperioden*
- *Fase 2 – tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag*
- *Fase 3 – Bestemmelse af terminalværdi*
- *Fase 4 – Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag*
- *Fase 5 – Bestemmelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier*

7.3.3.1 Fase 1: Bestemmelse af cash flowet i budgetperioden

Den første fases formål er at opgøre den fremtidige frie cash flow fra ejendommens drift. De frie cash flow bliver opgjort ved at budgettere alle indtægter og udgifter for en periode på frem til ti år.

Det frie cash flow kan for budgetperioden opgøres som nedenstående:

+ Lejeindtægter
- Driftomkostninger
- Administrationsomkostninger
= Driftsresultat før finansielle poster og skat
+/- Nettoinvesteringer
= Frie cash flow

Figur 14 Opgørelse af frit cash flow

Ligesom omtalt i normalindtjeningsmodellen skal der i budgettet indgå lejeindtægten fra ejendommen. Men til forskel i DCF skal der medregnes forventede lejereguleringer som følge af eventuelle pristalsreguleringer. Eller

⁵² https://ejd.dk/app/uploads/2019/12/introduktion_til_dcf-modellen.pdf

hvis virksomheden har en ombygning af ejendommen, som vil kunne resultere i en højere lejeindtægt i fremtiden.

I budgettet skal der medregnes alle omkostninger, der relaterer sig til ejendommen. Heri indgår driftsomkostninger, administration, ejendomsskatter, forsikring mfl. Derudover skal der også medregnes forventet vedligeholdelse samt tabt leje ved tomgang.

Hvis der er planlagt, at der skal foretages investeringer i ejendommen, skal dette medregnes i budgettet.

Når der skal fastlægges, hvor lang budgetperioden skal være, skal det overvejes hvilke investeringer, der er planlagt. Længden af budgettet skal være så lang, at effekten af investeringerne kan indregnes inden budgettet udløber. Budgettet skal således have en tidshorisont, der er tilstrækkelig til, at det frie cash flow er stabilt.

7.3.3.2 Fase 2: Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag

Den anden fase er at tilbagediskontere cash-flowet tilbage til udgangspunktet. For at tilbagediskontere cash flowet skal diskonteringsrenten fastsættes. Diskonteringsrenten kan på nogen punkter sammenlignes med afkastkravet, men afviger på det punkt, at inflationen er inkluderet i DCF-modellen, og at DCF-modellen tager hensyn til diverse forbundne risici i budgettet.

Nutidsværdien af fremtidige cash flow beregnes ved følgende formel:

$$\text{Nutidsværdien af fremtidige cash flow} = \frac{\text{Årets cash flow}}{(1 + \text{diskonteringsfaktoren inkl. inflation})^{n-1}}$$

n reflekter antallet af år siden udgangspunktet.

7.3.3.3 Fase 3: Bestemmelse af terminalværdien

For at beregne terminalværdien skal man først fastsætte afkastkravet. Hvis der ikke er vurderet risiko vedrørende ikke indregnede omkostninger til nye investeringer eller andre forhold, så er der ingen forskel på afkastkravet + inflation og diskonteringsrenten. For at bestemme terminalværdien skal det gøres på baggrund af et terminal år. Et terminal år er et udtryk for et "normalt år" efter budgetperioden. Det betyder, at alle indtægter og udgifter skal være normale, og at investeringer skal indregnes ud fra en gennemsnitsberegning. Terminalværdien kan sammenlignes med opgørelsen af normalindtjeningsmodellen, der opgøres ud fra et normaliseret driftsår.

$$\text{Terminalværdi} = \frac{\text{Cash flow i terminal år}}{\text{Afkastkrav}}$$

7.3.3.4 Fase 4: Tilbagediskontering af terminalværdien til i dag

Tilbagediskontering af terminalværdien til i dag eller også benævnt som tilbagediskontering til nutidsværdi. I fase 4 indsættes terminalåret i DCF-modellen som den sidste periode. Terminalværdien beregnes således ved, at driftsafkastet for terminalåret sættes overfor diskonteringsfaktoren.

$$\frac{\text{cash flow fra terminalperioden/diskonteringsfaktor}}{(1 + \text{diskonteringsfaktor inkl. inflation})^{n-1}}$$

7.3.3.5 Trin 5 – Bestemmelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier

For opgørelse af dagsværdien skal summen af det tilbagediskonterede cash flow fra perioden og den beregnede nutidsværdi af budgetperioden lægges sammen. Herved finder man dagsværdien på investeringsejendommen på baggrund af den afkastbaserede DCF-model.

7.3.3.6 Praktisk eksempel af DCF-modellen

Figur 15 - Illustration af DCF-modellen

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	1.500.000	1.515.000	1.530.150	1.545.452	1.560.906	1.576.515	1.592.280	1.608.203	1.624.285	1.640.528	1.656.933
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0	0		-100.000	0	0	0
Bruttoleje	1.500.000	1.515.000	1.530.150	1.545.452	1.560.906	1.576.515	1.592.280	1.508.203	1.624.285	1.640.528	1.656.933
Administrationsomkostninger	-30.000	-30.300	-30.603	-30.909	-31.218	-31.530	-31.846	-32.164	-32.486	-32.811	-33.139
Andre driftsomkostninger	-15.000	-15.150	-15.302	-15.455	-15.609	-15.765	-15.923	-16.082	-16.243	-16.405	-16.569
Udvendig vedligeholdelse	-90.000	-90.900	-91.809	-92.727	-93.654	-94.591	-95.537	-96.492	-97.457	-98.432	-99.416
Udgifter i alt	-135.000	-136.350	-137.714	-139.091	-140.482	-141.886	-143.305	-144.738	-146.186	-147.648	-149.124
Driftsresultat	1.365.000	1.378.650	1.392.437	1.406.361	1.420.424	1.434.629	1.448.975	1.363.465	1.478.099	1.492.880	1.507.809
+ nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0	-500.000	0	0	0
Det frie cash flow	1.365.000	1.378.650	1.392.437	1.406.361	1.420.424	1.434.629	1.448.975	863.465	1.478.099	1.492.880	1.507.809
Nominel diskonteringsfaktor	6%										
Afkastkrav	5%										
Inflation	1%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag											
2020	1.365.000										
2021	1.300.613										
2022	1.239.264										
2023	1.180.808										
2024	1.125.109										
2025	1.072.038										
2026	1.021.470										
2027	574.253										
2028	927.378										
2029	883.634										
Sum af tilbagediskonterede cas	10.689.567										
Fase 3 - Terminalværdi											
Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav											
Terminalværdi:	30.156.184,02										
Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi											
Beregnet nutidsværdi	16.839.055,65										
Fase 5 - Ejendommens dagsværdi											
Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi											
Ejendommens værdi	27.528.622										

I ovenstående er der vist et praktisk eksempel på benyttelse af DCF-modellen. Budgetperioden er fastlagt til en 10-årig periode. For hvert år indtastes der budgetteret indtægter og udgifter reguleret for planlagt investeringer, hvorved det frie cash flow for året opgøres. Cash-flowet tilbagediskonteres fra budgetperioden til nutidsværdien. Terminalværdien fastsættes, som herefter tilbagediskonteres. Ejendommens dagsværdi fås ved at summe de tilbagediskonterede cash flow med den tilbagediskonterede terminalværdi.

7.3.4 Vurdering af DCF-modellen

Som nævnt er discounted cash flow modellen væsentligt mere avanceret end normalindtjeningsmodellen for at beregne en dagsværdiansættelse. Modsat normalindtjeningsmodellen, bygger DCF modellen på en budgetperiode på 5-10 år. Det kræver derved store ressourcer til dataindsamlingen i form af udarbejdelse af budgetter. Der må derfor konkluderes, at være markant højere omkostninger forbundet med udarbejdelse af DCF-modellen. Om DCF-modellen er mere fordelagtig, skal derfor vurderes ud fra, om nytteværdien er tilsvarende højere end de højere omkostninger forbundet med udarbejdelse af den.

Modellen er fordelagtig, når der skal fastsættes en værdi på en ejendom, hvor der forventes hyppige reguleringer i forhold til lejeindtægt, udgifter og investeringer. DCF-modellen kan håndtere scenarier, hvor der er store ombygningsforhold, som vil skabe ustabile pengestrømme i en budgetperiode. Det kræver dog, at budgetperioden er fastlagt så lang tid, at pengestrømmene bliver normaliserede. Der kan argumenteres for, at der i normalindtjeningsmodellens fase 3 også bliver korrigeret for investeringer mv., men i DCF-modellen bliver der beregnet en tilbagediskonteret værdi af cash-flow påvirkningen. DCF-modellen giver derfor et mere præcist resultat af dagsværdien, baseret på de tilbagediskonterede cash flow. Dog vil jeg ikke mene, at DCF-modellen er fordelagtig i tilfælde med ejendomme, der har et stabilt cash-flow. Her vil datagrundlaget for udarbejdelse af modellen blive for krævende, hvorfor nytteværdien vil være lavere end omkostningen i forhold til, hvis der anvendes den mere simple normalindtjeningsmodel. Der kan argumenteres for, at ved perioder med ustabile pengestrømme kan der anvendes DCF-model, og ved periode med stabile pengestrømme skal der ske praksisændring tilbage til normalindtjeningsmodellen igen. Dette vil dog være imod konsistensprincippet. DCF-modellen har derfor den fordel, at der ved budgetperioden blot skal være så lang, at der opnås stabile cash-flow. Ved stabile perioder kan der derfor vælges at budgetterer med en kortere periode for derved at spare på ressourceforbruget ved udarbejdelsen. Dette vil være med til at mindske omkostningerne overfor nytteværdien.

Illustreret i nedenstående har jeg vist beregningen af dagsværdien på en ejendom med stabile pengestrømme med en budgetperiode på 5 år og 10 år.

Figur 16 - Stabile cash-flow 5 år

	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal periode
Lejeindtægter	1.500.000	1.515.000	1.530.150	1.545.452	1.560.906	1.576.515
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0	0
Bruttoleje	1.500.000	1.515.000	1.530.150	1.545.452	1.560.906	1.576.515
Administrationsomkostninger	-30.000	-30.300	-30.603	-30.909	-31.218	-31.530
Andre driftsomkostninger	-15.000	-15.150	-15.302	-15.455	-15.609	-15.765
Udvendig vedligeholdelse	-90.000	-90.900	-91.809	-92.727	-93.654	-94.591
Udgifter i alt	-135.000	-136.350	-137.714	-139.091	-140.482	-141.886
Driftsresultat	1.365.000	1.378.650	1.392.437	1.406.361	1.420.424	1.434.629
+/- nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0
Det frie cash flow	1.365.000	1.378.650	1.392.437	1.406.361	1.420.424	1.434.629
Nominal diskonteringsfaktor	6%					
Afkastkrav	5%					
Inflation	1%					
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag						
2020	1.365.000					
2021	1.300.613					
2022	1.239.264					
2023	1.180.808					
2024	1.125.109					
Fase 3 - Terminalværdi						
Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav						
Terminalværdi:					28.692.574,37	
Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi						
Beregnet nutidsværdi					21.440.760,70	
Fase 5 - Ejendommens dagsværdi						
Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi						
Ejendommens værdi						27.651.549
Sum af tilbagediskonterede cas	6.210.794					

Figur 17 - Stabile cash-flow 10 år

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	1.500.000	1.515.000	1.530.150	1.545.452	1.560.906	1.576.515	1.592.280	1.608.203	1.624.285	1.640.528	1.656.933
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttoleje	1.500.000	1.515.000	1.530.150	1.545.452	1.560.906	1.576.515	1.592.280	1.608.203	1.624.285	1.640.528	1.656.933
Administrationsomkostninger	-30.000	-30.300	-30.603	-30.909	-31.218	-31.530	-31.846	-32.164	-32.486	-32.811	-33.139
Andre driftsomkostninger	-15.000	-15.150	-15.302	-15.455	-15.609	-15.765	-15.923	-16.082	-16.243	-16.405	-16.569
Udvendig vedligeholdelse	-90.000	-90.900	-91.809	-92.727	-93.654	-94.591	-95.537	-96.492	-97.457	-98.432	-99.416
Udgifter i alt	-135.000	-136.350	-137.714	-139.091	-140.482	-141.886	-143.305	-144.738	-146.186	-147.648	-149.124
Driftsresultat	1.365.000	1.378.650	1.392.437	1.406.361	1.420.424	1.434.629	1.448.975	1.463.465	1.478.099	1.492.880	1.507.809
+/- nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Det frie cash flow	1.365.000	1.378.650	1.392.437	1.406.361	1.420.424	1.434.629	1.448.975	1.463.465	1.478.099	1.492.880	1.507.809
Nominal diskonteringsfaktor	6%										
Afkastkrav	5%										
Inflation	1%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag											
2020	1.365.000										
2021	1.300.613										
2022	1.239.264										
2023	1.180.808										
2024	1.125.109										
2025	1.072.038										
2026	1.021.470										
2027	973.288										
2028	927.378										
2029	883.634										
Fase 3 - Terminalværdi											
Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav											
Terminalværdi:						30.156.184,02					
Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi											
Beregnet nutidsværdi						16.839.055,65					
Fase 5 - Ejendommens dagsværdi											
Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi											
Ejendommens værdi											27.927.657
Sum af tilbagediskonterede cas	11.088.601										

Det fremgår, at ejendommens værdi er ens i modellens beregning, uagtet om budgetperioden er 5 eller 10 år. Det væsentlige er, hvordan det frie cash-flow udvikler sig. Dette understøtter min vurdering af, at budgetperioden kan forkortes ved stabile cash-flow for at optimere tærskelværdien i forhold til nytteværdien > omkostninger.

Pålidelighed og relevans

For at inddrage kvalitetshierarkiet i min vurdering, er der ingen tvivl om, at modellen skaber relevans for regnskabsbrugerne. Dette er også konkluderet i min tidligere vurdering af DCF-modellen i forhold til det retvisende billede.

Jeg mener dog, at der kan være argumenter imod, at pålideligheden kan møde en vis modstand i modellen. DCF-modellens budgetperiode skal strække sig, indtil pengestrømmene er normaliseret. Dette har den konsekvens, at perioden ofte er et 10-årigt budget. Der er ingen tvivl om, at ledelsen uden de store risici kan fastlægge et budget på en periode mellem 3-5 år. Jeg vil derfor vurdere, at de kortsigtede budgetter er forholdsvis fejlfrie. Men i forhold til perioden mellem 5 – 10 år, så vurderer jeg, at risiciene for fejl er forholdsvis store.

Et argument til modellen kunne derfor være, at budgettet ikke overstiger 5 år for at mindske risikoen for fejl i budgetteringen. Dette vil dog så bevirke et andet problem i modellen. Hvis man ser på de to ovenstående modeller på 5- og 10-årig periode, så fremgår det, at den tilbagediskonterede terminalværdi er væsentligt større i den 5-årige budgetperiode.

Figur 18 - Terminalværdiens procentvise andel

Budgetperiode, 5 år	
Sum af tilbagediskonterede cash flow	6.210.794
Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi	21.440.761
	27.651.554
Terminalværdis procentvise andel	78%
Budgetperiode, 10 år	
Sum af tilbagediskonterede cash flow	11.088.601
Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi	16.839.056
	27.927.657
Terminalværdis procentvise andel	60%

At terminalværdiens procentvise andel er større i en kort budgetperiode bevirker, at datagrundlaget for terminalværdien skal være tilsvarende stærkere for at opretholde pålideligheden. Terminalværdien fastsættes ud fra det frie cash-flow i budgetperioden. Der skal derfor stilles meget høje krav til budgetperioden, hvis denne anvendes.

Da budgettet som nævnt består af en del skøn i forhold til omkostninger, er det væsentligt at inddrage kriteriet neutralitet. Ledelsen skal forholde sig neutrale i budgettet i forhold til, om det er indtægter eller omkostninger. Det er vigtigt, at budgettet indeholder de korrekte omkostninger i form af administration og især forventet vedligeholdelse. Hvis ledelsen ikke forholder sig neutralt til budgettet, kan det bevirke, at regnskabsbrugeren foretager forkerte beslutninger baseret på virksomhedens værdiansættelse af ejendommene.

Min overordnede vurdering af anvendelse af DCF-modellen er, at hvis virksomheden har kvalifikationerne til udarbejdelse af modellen, så giver den en mere præcis fastsættelse af dagsværdien på ejendomme. Det bør overvejes, at modellen er meget ressourcekrævende, hvorfor nytteværdien af modellen skal sammenlignes med en mere enkel opgørelsesmetode som normalindtjeningsmodellen. DCF-modellen er velegnet til ejendomme med ustabile cash-flow, da disse kan inddrages i budgettet. Herudover indgår der en del skønsmæssige områder i modellen. Der skal foretages et skøn på budgettet, terminalperiode, inflation og et afkastkrav. Hvis virksomheden formår at foretage korrekte skøn, og nytteværdien overstiger omkostningerne, så vurderer jeg, at DCF-modellen er anvendelig til at foretage en korrekt dagsværdiberegning i forhold til det retvisende billede i regnskabet.

8 Anvendelse af værdiansættelsesmodeller ud fra forskellige scenarier

Jeg vil i dette afsnit gennemgå forskellige scenarier og ved beregning vise, hvilken effekt de har på værdiansættelsesmodellerne, normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen. Der vil blive anvendt de samme forudsætninger i begge modeller. Risikoelementerne er udvalgt på baggrund af, at de relaterer sig til den efterfølgende drift af ejendommen.

1. Konjunkturforandringer
2. Afkastkrav
3. Investeringer
4. Når markedislejen er lavere end den kontraktlige lejeaftale

Forudsætninger anvendt i modellerne:

- Kontorejendomme i primær lokation i København på i alt 2.500 m²
- Markedsleje = 2.050 pr. m² og afkastkrav på 3,25% efter bilag 2, Colliers markedsrapport Q1 2020.
- Leje 5.125.000
- Administrationsomkostninger 2 % af lejeindtægt
- Vedligeholdelsesomkostninger 4 % af lejeindtægt
- Driftsudgifter 4 % af lejeindtægt
- Afkastkrav 3,25 %

8.1 Scenarie 1 - Konjunkturforandringer

Det første scenarie vil tage udgangspunkt i forhold, som kan indtræffe under konjunkturforandringer. Sidst Danmark oplevede lavkonjunktur var i forbindelse med finanskrisen. I foråret 2020 ramte Covid-19 situationen også Danmark, og det er uvist, hvordan dette vil ramme ejendomsmarkedet. I tider med lavkonjunktur kan det være forventeligt, at der vil opstå store tomgangsperioder i ejendommene. I medierne 2020 fremgik det, at lejere ville have nedgang eller henstand i deres lejeomkostninger, som følge af Covid-19.⁵³

Jeg vil derfor i dette scenarie, beregne ændringen i dagsværdien ved forskellige grader af tomgang.

⁵³ <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/bestseller-stopper-betaling-af-husleje>

8.1.1 Normalindtjeningsmodellen

Figur 19 - Normalindtjeningsmodellen - Tomgang

Fase 1	Tomgang 0%	Tomgang 4%	Tomgang 8%
Lejeindtægter	5.125.000	5.125.000	5.125.000
Nedslag for tomgang	-	205.000	410.000
Bruttoleje	5.125.000	5.125.000	5.125.000
Administrationsomkostninger	-102.500	-102.500	-102.500
Andre driftsomkostninger	-205.000	-205.000	-205.000
Udvendig vedligeholdelse	-205.000	-205.000	-205.000
Udgifter i alt	-512.500	-512.500	-512.500
Driftsresultat	4.612.500	4.612.500	4.612.500
Fase 2			
Afkastkrav	3,25%	3,25%	3,25%
Dagsværdi før korrektioner	141.923.077	141.923.077	141.923.077
Fase 3			
Beregnet dagsværdi	141.923.077	135.615.385	129.307.692

I beregningen indgår der scenarier for:

- Tomgang på 0%
- Tomgang på 4 %
- Tomgang på 8 %

De forskellige scenarier giver en beregnet dagsværdi ifølge normalindtjeningsmodellen på

- 0 % tomgang beregnet dagsværdi 141.923.077
- 4 % tomgang beregnet dagsværdi 135.615.385
- 8 % tomgang beregnet dagsværdi 129.307.692

Denne beregning viser, at hvis en ejendom er indregnet i årsrapporten efter den forudsætning, at den ikke har nogen tomgang, så vil værdien på ejendommen være 141.923.077 mio. Hvis ejendommen i stedet har en tomgang på en måned, så vil dagsværdien kun være 129.307.692, hvilket svarer til en forskelsværdi på

12.615.384. Procentvis ville dette betyde til, at ejendommen er overprissat med 8,8 %, hvilket må vurderes, at være en væsentligt fejl og derfor ikke overholde det retvisende billede.

Det er derfor vigtigt, at beregningen indeholder en retvisende tomgangsprocent. Selskaber kan derfor, hvis de ikke har historisk erfaring, anvende Colliers rapport. Colliers rapport viser, at der for Q1 i 2020 er en historisk tomgang på boligejendomme i København by på 6,74 %. Jeg vil derfor vurdere at selskaber, der indregner boligejendomme med en tomgangsprocent, der er væsentligt under 6,74 %, bør redegøre for den lave tomgangsprocent i årsrapporten.

8.1.2 DCF-modellen

Beregningerne for DCF-modellen er vedlagt som bilag 6-8. Der er ligeledes foretaget beregninger for tomgangsindflydelse på dagsværdien med DCF-modellen.

I beregningen indgår der scenarier for:

1. Tomgang på 0%
2. Tomgang på 4 %
3. Tomgang på 8 %

Dette giver følgende påvirkning på dagsværdiberegningen med DCF-modellen.

1. 0 % tomgang beregnet dagsværdi 143.560.454
2. 4 % tomgang beregnet dagsværdi 137.818.035
3. 8 % tomgang beregnet dagsværdi 132.075.617

8.1.3 Sammenholdelse af beregning

Figur 20 - Sammenholdelse af modellerne

	0%	4%	8%
Normalindtjeningsmodellen	141.923.077	135.615.385	129.307.692
DCF	143.560.454	137.818.035	132.075.617
Forskel	1.637.377	2.202.651	2.767.925
Procentvisforskel	1,14%	1,60%	2,10%

Ved sammenholdelse af normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen viser det, DCF-modellen generelt giver en højere dagsværdi end normalindtjeningsmodellen. Dette skyldes, at der i DCF-modellen medregner pristalsreguleringer over en periode på 10 år, hvilket normalindtjeningsmodellen ikke medregner. Det er

væsentligt at bemærke, at begge modeller værdiansætter markant højere ved en 0 % tomgang. Forskellen mellem tomgang på 0 og 8 % i normalindtjeningsmodellen svarer til 8,8 % og i DCF-modellen 8 %. Det kan derfor konkluderes, at begge modeller er følsomme over for tomgangsprocenten. Derfor er det særdeles vigtigt, at tomgangsprocenten fastsættes korrekt for at få et retvisende billede af dagsværdiansættelsen i årsrapporten.

For at give et bud på, hvilken model der vil være mest retvisende at anvende, er der ingen tvivl om, at DCF-modellen er teoretisk mest korrekt at anvende, da den tager højde for den tilbagediskonterede værdi. Det skal derfor overvejes om nytteværdien er højere end omkostningen ved at foretage en DCF-beregning frem for en enkelt normalindtjeningsmodel.

Med udgangspunkt i 4 % tomgang er den procentviseforskel af de to modeller kun på 1,60 %. Ud fra min gennemgang af diverse årsrapporter for ejendomsselskaber, fremgår det, at investeringsejendomme ofte udgør størstedelen af aktivsiden. For at vurdere om begge modeller giver et retvisende billede, bør det derfor overvejes, hvem regnskabsbrugeren er. Set ud fra en långivers perspektiv, vil jeg vurdere, at 1,60 % over- eller undervurdering af balanceposten ikke er en væsentlig fejl, som vil betyde at långiveren foretager forkerte økonomiske beslutninger baseret på dette. Vurderes der ud fra en investor, der enten vil erhverve eller afhænde sine anparter i selskabet, vil jeg mene, at det er en væsentlig afvigelse, der bør overvejes af investoren.

8.2 Scenarie 2 – Ændringer i afkastkrav

I dette afsnit vil jeg behandle effekten af ændring i afkastkravet. Afkastkravet er en afgørende faktor for værdiansættelse af ejendomme. Som tidligere nævnt indgår der en del skøn i forbindelse med fastsættelse af afkastkravet, hvorfor det er svært for ledelsen blot selv at fastsætte afkastkravet. Derfor findes der ofte inspiration i Colliers markedsrapport. Men selvom afkastkravet kan findes direkte på den geografiske lokation i Colliers markedsrapport, vil der alligevel være tilfælde, hvor ledelsen vurderer, at afkastkravet skal afvige herfor. Dette kan være, fordi ejendomme kunne ligge på grænsen mellem, om den skal klassificeres som København by eller København omegn. Eller i tilfælde hvor ejendommen ligger dårligt placeret i forhold til støjniveau eller offentligt transport. Jeg vil derfor i dette scenarie beregne, hvor meget indflydelse en ændring på afkastkravet har for dagsværdien.

I beregningen vil jeg tage udgangspunkt i de afkastkrav, der oplyses i Colliers rapport jf. bilag 2.

1. København primær 3,25 %
2. København primær/sekundær 3,875 %⁵⁴

⁵⁴ Gennemsnit af primær og sekundær lokation

3. København sekundær 4,5 %

8.2.1 Normalindtjeningsmodellen

Figur 21 – Normalindtjeningsmodellens, beregning af forskellige afkastkrav

Fase 1	Afkastkrav	Afkastkrav	Afkastkrav
	3,25%	3,88%	4,50%
Lejeindtægter	5.125.000	5.125.000	5.125.000
Bruttoleje	5.125.000	5.125.000	5.125.000
Administrationsomkostninger	-102.500	-102.500	-102.500
Andre driftsomkostninger	-205.000	-205.000	-205.000
Udvendig vedligeholdelse	-205.000	-205.000	-205.000
Udgifter i alt	-512.500	-512.500	-512.500
Driftsresultat	4.612.500	4.612.500	4.612.500
Fase 2			
Afkastkrav	3,25%	3,88%	4,50%
Dagsværdi før korrektioner	141.923.077	119.032.258	102.500.000
Fase 3			
Nedslag for investeringer	-	-	-
Beregnet dagsværdi	141.923.077	119.032.258	102.500.000

Beregningen viser, at det afkastkrav, der er lavest (den bedste lokation), også er den, der beregner den højeste dagsværdi. Det højeste afkastkrav er det, der dagsværdisætter ejendommen lavest. Forskellen mellem 3,25 % og 4,5 % svarer til 39.423.077 eller 27,8 %.

8.2.2 DCF-modellen

Ved udgangspunkt i forudsætningerne om afkastkrav på:

1. København primær 3,25 %
2. København primær/sekundær 3,875 %
3. København sekundær 4,5 %

er følgende dagsværdi blevet beregnet. Beregningerne kan ses i bilag 13-15.

1. 3,250 % afkastkrav beregnet dagsværdi 143.560.454
2. 3,875 % afkastkrav beregnet dagsværdi 121.851.963
3. 4,500 % afkastkrav beregnet dagsværdi 106.448.543

Ligesom i normalindtjeningsmodellen giver den laveste afkastkrav den højeste dagsværdi.

Forskellen mellem det laveste og højeste afkastkrav er 37.111.911 eller svarende til 25,9 %.

8.2.3 Sammenholdelse af beregninger

Figur 22 - Sammenholdelse af forskellige afkastkrav i modellerne

	3,25%	3,875%	4,50%
Normalindtjeningsmodellen	141.923.077	119.032.258	102.500.000
DCF	143.560.454	121.851.963	106.448.543
Forskel	1.637.377	2.819.705	3.948.543
Procentvisforskel	1,14%	2,31%	3,71%

Ud fra forskellen i udviklingen i de to modeller, har normalindtjeningsmodellen en forskel på 27,8 % og DCF-modellen 25,9 % mellem den laveste og højeste afkastkrav. Ud fra denne betragtning kan det altså konkluderes, at normalindtjeningsmodellen er mest følsom i forhold til ændringer i afkastkravet.

8.3 Scenarie 3 – Investeringer

I dette afsnit vil jeg gennemgå behandlingen af investeringer i de to modeller. I forbindelse med en ejendoms levetid vil der altid opstå behov for vedligeholdelse eller forbedringer. Dette kan være i form af nyt tag, gulv eller bygningstilgange. Hvis en ejendom bliver renoveret, vil der ofte være tomgang i en periode, som følge af lejeren ikke kan benytte dele eller hele lejemålet. Det ses også, at lejen ofte vil blive reguleret forholdsvis til den forbedring, der er blevet tilført ejendommen. I dette scenarie vil jeg ikke medtage tomgang og ændring i lejeindtægt, da jeg alene vil fokusere på investeringernes påvirkninger på modellen.

Jeg vil i scenarierne foretage beregningerne under forudsætning om, at taget skal renoveres for 5.000.000.

8.3.1 Normalindtjeningsmodellen

Der vil blive gennemgået følgende scenarier:

1. Dagsværdi uden renovation af taget
2. Dagsværdi hvis hele taget bliver foretaget på et år

3. Dagsværdi hvis renovationen af taget bliver fordelt over 6 år

Figur 23 - Normalindtjeningsmodellen, fordeling af renovation

Fase 1	Scenarie 1	Scenarie 2	Scenarie 3
Lejeindtægter	5.125.000	5.125.000	5.125.000
Bruttoleje	5.125.000	5.125.000	5.125.000
Administrationsomkostninger	-102.500	-102.500	-102.500
Andre driftsomkostninger	-205.000	-205.000	-205.000
Udvendig vedligeholdelse	-205.000	-205.000	-205.000
Renovation af tag	0	0	-833.333
Udgifter i alt	-512.500	-512.500	-1.345.833
Driftsresultat	4.612.500	4.612.500	3.779.167
Fase 2			
Afkastkrav	3,25%	3,25%	3,25%
Dagsværdi før korrektioner	141.923.077	141.923.077	116.282.051
Fase 3			
Nedslag for investeringer	-	- 5.000.000,00	-
Beregnet dagsværdi	141.923.077	136.923.077	116.282.051

Det fremgår, at hvis der i normalindtjeningsmodellen ikke medtages investeringer som korrektion eller udgift, så er dagsværdien 141.923.077, hvilket er det højeste den værdiansættes til. Foretages der en korrektion af investeringen under fase 3, så vil dagsværdien være 13.923.077. Hvis investeringen fordeles over en periode på 6 år, så er dagsværdien 116.282.051.

Det er tydeligt, at det skal overvejes, hvordan investeringer håndteres i normalindtjeningsmodellen. Hvis den gennemsnitlige investering medtages i driftsresultatet, så giver den en markant lavere dagsværdiansættelse. Dette, vil jeg dog ikke vurdere, er retvisende for ejendommen. Jeg vurderer derfor, at den rigtige behandling af en investering, vil være at medtage den som en korrektion til dagsværdien, da dette vil være den mest retvisende værdi.

8.3.2 DCF-modellen

Der vil blive gennemgået følgende scenarier:

1. Dagsværdi uden renovation af taget
2. Dagsværdi hvis hele taget bliver foretaget på første budget år
3. Dagsværdi hvis renovationen bliver gennemsnitlig bogført over 6 år

Beregningerne er vedlagt under bilag 9-11

Beregningerne giver følgende dagsværdier

1. 143.560.453
2. 138.560.453
3. 139.043.179

Den højeste dagsværdi beregnes i scenarie 1, hvor der ikke medtages investeringer i budgettet. Den laveste dagsværdi er scenarie 2, hvor investeringen indgår i budgettet i første året. Forskellen mellem scenarie 1 og 2 er svarende til hele investeringen på 5.000.000. I scenariet 3 med den gennemsnitlige budgettering af investeringen, får man en højere dagsværdi end ved scenarie 2. Dette skyldes, at jo længere der ”ventes” med at budgettere med investeringen, jo mindre effekt får tilbagediskonteringen af cash-flowet i starten af perioden.

Dette er også en indikation på, at det er vigtigt, at der foretages korrekte beslutninger i forhold til, hvornår investeringen foretages. For at vise forskellen mellem, hvis der foretages en budgettering i første året kontra sidste året, har jeg i bilag 12 vist beregningen med sidste års effekt. Bilag 12 viser en dagsværdi på 140.122.615.

Figur 24 - Forskel mellem investering i første og sidste år

DCF-model	Investering i første år	Investering i sidste år	Forskel	%-vis forskel
Investering på 5.000.000	138.560.454	140.122.615	1.562.162	1,11%

Ovenstående viser således, at alene på baggrund af effekten af, at der ventes med at budgettere med investering, resulterer i en stigning på 1,11 %.

8.3.3 Sammenholdelse af beregning

Figur 25 - Sammenholdelse af modellerne

	Ingen investering	Primo investering	Gennemsnitlig
Normalindtjeningsmodellen	141.923.076,92	136.923.076,92	116.282.051,28
DCF	143.560.453,59	138.560.453,59	139.043.179,47
Forskel	1.637.376,67	1.637.376,67	22.761.128,19
Procentvisforskel	1,14%	1,18%	16,37%

I scenarie 1 og 2 er forskellen mellem de to modeller næsten ens. Forskellen skyldes, at DCF-modellen beregner en højere værdi på grund af tilbagediskonteringen af cash-flow, som tidligere omtalt. Jeg vurderer, at ved de første to scenarier har valg af model ikke nogen effekt på beregningen i forhold til investering.

I scenarie 3 med den gennemsnitlige beregning af investering er der en markant forskel. Det er her tydeligt, at DCF-modellen håndterer situationer med ustabile cash-flow mere retvisende end i normalindtjeningsmodellen.

Det kan derfor konkluderes, at normalindtjeningsmodellen har svært ved at håndtere situationer med investeringer. For at inddrage eksemplet med investering i år 10, så er den eneste mulighed i normalindtjeningsmodellen at foretage en korrektion på beløbet i fase 3 (ligesom primo investering), da den gennemsnitlige metode ikke giver et retvisende billede, som tidligere konkluderet.

Figur 26 - Investering i år 10

	Normalindtjeningsmodellen	DCF	Forskel	%-vis forskel
Investering på 5.000.000 i år 10	136.923.077	140.122.615	3.199.538	2,28%

I forskellen skal der fratrækkes 1.637.376, som vi fandt ud af var forskellen på normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen jf. figur 22. Effekten af forskellig anvendelse af modeller ved investering i år 10 vil derfor være 1.562.162, som også konkluderes i figur 21. Forskellen på de to modeller opstår som følge af, at DCF-modellens tilbagekontering af cash-flow får mindre effekt.

Der kan derfor argumenteres for helt at udelade investeringen i beregningen i normalindtjeningsmodellen, men hvis ledelsen ved, at der skal foretages en investering, og den alligevel udelades, så vil pålideligheden til modellen mindskes.

Hvis jeg skulle give et bud på valg af model, så vil jeg vurdere, at DCF-modellen giver det mest retvisende billede i forhold til investeringer i fremtiden. Men hvis investeringen skal foretages inden for det første år, vil normalindtjeningsmodellen foretage en beregning, der er meget tæt på DCF-modellen. Det skal derfor overvejes hvorvidt nytteværdien > omkostningerne, inden der vælges en model, hvis investeringen sker primo.

8.3.4 Scenarie 4 – Markedslejen er højere end kontraktlige leje

I forbindelse med udlejning boksejendomme⁵⁵ er den typiske proces, at ejendommen udlejes på en 15-årig lejekontrakt. Lejen bliver typisk fastsat ud fra, hvor meget der forventes at blive omsat for i butikken. Lejen vil løbende blive indeksreguleret, men derudover være på det niveau der er aftalt, medmindre andre aftaler indtræffer. Et scenarie der ofte indtræffer i sådanne situationer er, at der efter 10 år er en væsentlig forskel i forhold til lejeaftalen og markedslejen. Problemstillingen bliver derfor, hvordan værdiansættelsen behandles, når der er 5 år tilbage af en lejeaftale, men markedslejen på lignende ejendomme er væsentligt højere.

Følgende forudsætninger stilles til beregning:

- Markedsleje: 5.637.500
- Leje ifølge kontrakt år: 5.125.000

8.3.4.1 Normalindtjeningsmodellen

Der stilles følgende tre eksempler på anvendelse af normalindtjeningsmodellen:

- Anvendelse af markedsleje som beregning
- Anvendelse af lejekontrakt som beregning
- Anvendelse af gennemsnitlig leje

Beregningen giver følgende dagsværdier. Beregning er vedhæftet som bilag 16:

- Markedsleje: 101.475.000
- Lejekontrakt: 92.250.000
- Gennemsnitlig: 96.862.500

Som tidligere konkluderet er dagsværdien højere, når driftsresultatet er større. Det interessante i denne problemstilling er, hvorvidt det er mest retvisende at anvende en af de tre metoder. Argumentet for anvendelse af markedslejen vil være, at det er værdien, som ejendommen vil blive udbudt til ifølge markedet. Argumentet mod, er hvorvidt dagsværdien er pålideligt målt, når der anvendes en markedsleje. Der kan stilles

⁵⁵ Boksejendomme er typiske ejendomme som udlejes til supermarkeder mv.

spørgsmålstegn ved om markedslejen også er 5.637.500 ved kontraktens udløb. Argumentet for at tage udgangspunkt i lejekontraktens indtægt er, at beløbet kan måles pålideligt. Der er ingen usikkerhed ved måling herved, da virksomheden er sikker på, at lejeindtægten er den samme i 5 år endnu. Det kunne overvejes, hvorvidt der i den tredje fase af normalindtjeningsmodellen, skal gives et tillæg til dagsværdien baseret på en beregning. Beregningen vil begå på lejekontrakten som bruttoleje med et tillæg for markedslejen er højere. Tillægget vil så blive reguleret højere, desto tættere man kommer på kontraktens udløb.

8.3.4.2 DCF-modellen

Der stilles følgende tre eksempler på anvendelse af DCF-modellen:

- Anvendelse af markedsleje som beregning
- Anvendelse af lejekontrakt som beregning
- Anvendelse af lejekontrakten de første 5 år i budgettet og markedsleje de resterende

Beregningen giver følgende dagsværdier. Beregning er vedhæftet som bilag 17-19:

- Markedsleje: 103.808.021
- Lejekontrakt: 94.370.928
- Budget tilpasset cash-flow: 101.709.318

I dette scenarie fremgår det tydeligt, at DCF-modellen er at foretrække ved situationer med skiftende cash-flow. I DCF-beregningen hvor der sker en tilpasning af budgettet, så det stemmer med cash-flowet, beregnes en dagsværdi på 101.709.318.

8.3.4.3 Sammenholdelse af beregning

Det er tydeligt, at DCF-modellen i høj grad giver bedre mulighed for at tilpasse cash-flowet til det forventede budget. Normalindtjeningsmodellen giver også mulighed for at tilpasse beregningen i form af fase tre, hvor der kan gives tillæg og fradrag for ejendomsspecifikke forhold. Dette tillæg vil dog give en del underliggende beregninger på, hvor stort tillægget egentligt skulle være.

Det interessante i problemstillingen er i stedet, at sammenholde hvilke oplysninger, som giver det mest retvisende billede i årsrapporten. Min personlige erfaring er, at når en valuar eller ejendomsmægler beregner en værdiansættelse på ejendommen, så beregnes der både et eksempel efter lejekontrakten og efter markedslejen. Den udbudspris som ejendomsmægleren anbefaler virksomhederne at udbyde ejendommen til, vil være efter markedslejen. Efter IAS 40.51 fremgår, at der ved værdiansættelse af dagsværdien for en investeringsejendom på balancedagen ikke må tages højde for fremtidige planlagte investeringer eller forbedringer. Det kan diskuteres

hvorvidt, en ændring i lejeindtægten vil indgå under IAS 40.51. Jeg vil dog vurdere, at det mest retvisende vil være, at ejendommen ikke indregnes til markedslejen eller lejekontrakten, men i stedet efter et tilpasset budget. I DCF-modellen vil dette betyde, at det er det tilpassede cash-flow. I normalindtjeningsmodellen vil jeg vurdere, at beregning skal ske på baggrund af lejekontrakten, men med et tillæg vedrørende den højere markedsleje. Min vurdering beror på det grundlag, at der skal tages udgangspunkt i de faktorer, som gør sig gældende på balancedagen.

En anden metode er at korrigere for lejekontraktens udløb, sker i forbindelse med fastsættelse af afkastkravet. Afkastkravet består som nævnt af en række ejendomsspecifikke faktorer, herunder kontraktens levetid. Kontraktens levetid ville i dette tilfælde betyde, at desto kortere levetiden er, medfører et lavere afkastkrav.

8.4 Samlet vurdering af normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen

I dette afsnit vil jeg give en samlet vurdering på de to modellers egenskaber i de forskellige scenarier. Der er ingen tvivl om, at DCF-modellen er den, som klarer scenarierne bedst. DCF-modellen er fleksibel at anvende, hvilket er tydeligt i scenarie 3 om investeringer. DCF-modellen giver mulighed for helt præcist at budgettere med, hvornår der foretages investeringer, hvilket giver en præcis dagsværdiansættelse. Den fleksible model kan også overføres til udsving i cash-flowet, som følge af forventet tomgangsperiode eller øget driftsudgifter i en periode. Her viser normalindtjeningsmodellen sine svagheder, da den ikke kan håndtere sådanne situationer.

Det må desuden konkluderes, at begge modeller er svækket i pålideligheden i forhold til deres svaghed overfor afkastkrav. Selv en lille ændring i afkastkravet kan betyde store fejl i værdiansættelse, som helt sikkert vil mindske det retvisende billede i årsrapporten.

Det afgørende for valg af model må afgøres ud fra ejendommens forventede udvikling. Hvis ejendommene er meget monogene og ikke har væsentligt udsving i cash-flowet, så vil det anbefales at benytte en normalindtjeningsmodel ud fra nytteværdi > omkostning perspektivet. Normalindtjeningsmodellen er simpel at anvende, og vil for de fleste regnskabskyndige være muligt at benytte. DCF-modellen er derimod meget avanceret at bruge, og kræver stort kendskab til budgetter for ejendommen. Jeg vurderer derfor, at DCF-modellen alene skal anvendes på ejendomme, som indgår, forventer et ustabilt cash-flow hvilket kan opstå som følge af større renovationsprojekter eller større konjunkturforandringer.

Uagtet hvilken model, der anvendes, så anbefales det, at der minimum hvert 3 år indhentes en vurdering fra en uafhængig ekstern part.

9 Konklusion

Alle danske erhvervsdrivende virksomheder er omfattet af årsregnskabsloven. Årsregnskabsloven er dog bygget sådan op, at ikke alle erhvervsdrivende virksomheder er underlagt de samme bestemmelser. Dette skyldes, at mindre virksomheder ikke er underlagt samme krav som større virksomheder. Det betyder at de mindre virksomheder ikke påvirkes og belastes af de flere og mere detaljerede krav, som stilles til større virksomheder. Når der i årsregnskabsloven tales om størrelsen på virksomheder, så henvises der til regnskabsklasse.

Årsregnskabsloven er opbygget efter en ”byggeklods-model”. Det betyder, at virksomhederne inddeles i en klasse A, B, C eller D ud fra virksomhedens størrelse. Virksomhedens størrelse bedømmes ud fra antal ansatte, balancesum og nettoomsætning. Det er konkluderet, at ejendomsselskaber i København, skal have en ejendomsportefølje på helt op til 1.550 mio. før, at der er krav om aflæggelse efter regnskabsklasse C. Det er derfor kun mindre antal ejendomsselskaber i Danmark, som er underlagt regler højere end regnskabsklasse B. Der er dog ingen væsentlig forskel på aflæggelse efter regnskabsklasse B kontra C. Dog er der i regnskabsklasse C krav om anlægsnote. Dette ser man dog ofte blive tilvalgt i virksomheder, der er underlagt kravene i regnskabsklasse B, for at informationsværdien vedholdes i årsrapporten.

Årsregnskabsloven er underlagt en generelklausul om, at årsrapporten skal aflægges efter det retvisende billede. Det betyder, at bestemmelser til enhver tid kan afviges, for at opretholde det retvisende billede i årsrapporten. Årsregnskabslovens grundsten er den regnskabsmæssige begrebsramme. Den regnskabsmæssige begrebsramme er inddelt i fem niveauer, hvor niveau 1 og 2 sammen danner målsætningen for virksomhedens målsætning og går i detaljer med det retvisende billede. Niveauet for 3-5 danner målesystemet, samt hvilke kriterier og krav der er hertil.

I årsregnskabsloven findes der ingen egentlig definition på, hvad en investeringsejendom. Dette skal i stedet findes i IAS 40, hvor investeringsejendomme defineres som en ejendom, som besiddes med formålet at opnå en lejeindtægt, kapitalgevinst eller begge dele.

Investeringsejendomme skal følge bestemmelserne for andre materielle anlægsaktiver. Dette betyder, at indregning af investeringsejendomme første gang skal ske til kostpris, og ved efterfølgende måling, kan der vælges mellem måling til kostpris, omvurderingsmodellen eller dagsværdimetoden. I kostprismetoden bliver investeringsejendomme behandlet, ligesom de øvrige materielle anlægsaktiver, hvilket vil betyde, at der afskrives på ejendommen. I omvurderingsmodellen vil der blive målt til dagsværdi, men dagsværdireguleringen vil blive bundet direkte på egenkapitalen som en reserve, og vil derfor ikke have nogen indflydelse i resultatopgørelsen. Investeringsejendomme har muligheden om løbende regulering til dagsværdi efter

årsregnskabsloven § 38. Ved anvendelse om bestemmelserne om måling til dagsværdi efter årsregnskabsloven § 38, bliver værdireguleringen præsenteret i resultatopgørelsen.

Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme er næsten ens mellem de danske og internationale standarder. Der er dog i højere grad krav om mere detaljerede præsentationskrav af anlægsnoten efter de internationale regler. De internationale standarder stiller desuden også krav til, at der ved måling til kostpris også oplyses om dagsværdien i noten. Det er i opgaven konkluderet, at kostprismetoden i de fleste tilfælde ikke vil opfylde kriterierne for det retvisende billede.

Begge regelsæt giver muligheden for måling til dagsværdi. Generelt ses der to tilgange til opgørelse af dagsværdi.

- Markedstilgangen
- Afkastbaseret tilgang

Markedstilgangen er øverst i hierarkiet over metoder, og omfatter handelspriser på nyligt handlede ejendomme af samme type. Såfremt det er muligt at finde handelspriser på sammenlignelige handlede ejendomme, er denne metode den anbefalede ifølge bestemmelserne. Det er dog konkluderet i min gennemgang, at metoden ofte vil være meget ressourcekrævende at benytte. Desuden er der en vis usikkerhed i, om det er muligt år efter år at finde tilsvarende handlede ejendomme. Hvis dette ikke er muligt, vil metoden ikke opfylde kvalitetskriteriet ”konsistens”. Den anden metode under markedstilgange er at indhente en vurdering fra en uafhængig vurderingsmand. Denne metode vil være tilknyttet en stor omkostning, men det anbefales som minimum at indhente hvert tredje år efter internationale standarder. Den markedsbaserede tilgang anbefales at blive tilknyttet som supplement til en afkastbaseret tilgang.

Hvis ikke det er muligt at foretage en pålidelig måling på baggrund af den markedsbaserede tilgang, skal der anvendes kapitalværdien på basis af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller. I Danmark er den mest anvendte model, normalindtjeningsmodellen. Normalindtjeningsmodellen er opdelt i tre faser. Den første fase består i at opgøre driftsafkastet på et normalt år. I den anden fase skal der fastsættes et afkastkrav og i den sidste fase, skal der korrigeres for specifikke forhold vedrørende ejendommen.

Den anden model er DCF-modellen. DCF-modellen er den mest anvendte værdiansættelsesmodel internationalt, og er også ved at finde vej til de danske regnskaber. DCF-modellen er noget mere avanceret at anvende, da den kræver et stort datagrundlag i form af budget og en vis kendskab til værdiansættelsesprocessen. Budgetperioden

er typisk mellem 5-10 år. Det afgørende for længden af budgetperioden er, hvornår der opstår stabiliserede cash-flow til at opgøre terminalperioden.

Når virksomheden skal vælge mellem værdiansættelsesmodel, skal det overvejes, hvilken situation ejendommen står i. Normalindtjeningsmodellen anvendes oftest, når det er simple ejendomme med et stabiliseret driftsaftak som det typisk ses i boligejendomme. DCF-modellen anbefales at blive anvendt til ejendomme, hvor der er et ustabil driftsaftak som følge af ændring i lejeindtægt, investeringer eller tomgangsperioder. DCF-modellen beregner en mere præcis dagsværdi end normalindtjeningsmodellen, da den har mulighed for at budgettere og tilbagediskontere en lang periode, og derved tager højde for flere faktorer. Virksomheden skal derfor tage stilling til, om den mere præcise dagsværdi giver en højere nytteværdi end omkostningen ved at anvende den avancerede model.

Hvis ikke der kan opgøres en pålidelig dagsværdi, så skal der ifølge ÅRL anvendes kostprismodellen. Ifølge internationale standarder så bør det være muligt at beregne en dagsværdi, hvis det har været muligt året forinden. Internationale standarder giver derfor ikke muligheden for at måle tilbage til kostpris, hvis der først er målt til dagsværdi. Min vurdering er dog, at der til en hver tid anvendes dagsværdimåling for at fremme det retvisende billede.

Der er i opgaven foretaget en analyse af de to værdiansættelsesmodeller. Analysen tog udgangspunkt i ændring af de forskellige faktorer, der indgår i modellerne. Det er i analysen tydeligt, at DCF-modellen er mere kompliceret end normalindtjeningsmodellen. Det vurderes dog også, at DCF-modellen håndterer forskellige scenarier bedre end normalindtjeningsmodellen.

Det sidste årti har konjunkturforholdet i verdensøkonomien været forholdsvis stabilt, hvilket er en af forudsætningerne for anvendelse af normalindtjeningsmodellen. Foråret 2020 har dog budt på en ændring af konjunkturforholdene i økonomien på grund af Covid-19. Derfor mener jeg, at pålideligheden i DCF-modellen i fremtiden bliver mere fremtrædende i forhold til normalindtjeningsmodellen. DCF-modellen giver mulighed for at budgettere fremtiden, hvilket ikke er muligt i normalindtjeningsmodellen. Covid-19 situationen er dog en uforudsigelig hændelse, som helt definitivt ikke har været indregnet i budgetterne i værdiansættelserne. Virksomheden har dog mulighed for at tilpasse budgettet fremadrettet i DCF-modellen. Det kan derfor forventes, at årsrapporterne aflagt efter tilpasningen, vil være præget af store negative dagsværdireguleringer i resultatopgørelsen.

10 Litteraturliste

10.1 Bøger

- EY – "indsigt i årsregnskabsloven 2020."
- PWC : Regnskabshåndbogen 2020"
- Deloitte: "IFRS – Introduktion til de internationale regnskabsstandarder, 2013"
- Jens O. Elling : "Finansiell Rapportering – teori og regulering, 4. udgave"
- Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 5. udgave"
- Alexander & Nobes : "Financial Accounting, An international introduction, sixth edition"

10.2 Artikler og udgivelser:

Erhvervsstyrelsen: Måling – Værdiansættelse af ejendomme

<https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-maaling-vaerdiansaettelse-af-ejendomme>

Børsen: Bestseller stopper betaling af husleje

<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/bestseller-stopper-betaling-af-husleje>

PwC: Ændringer til årsregnskabsloven

<https://www.pwc.dk/da/artikler/2016/01/aendringer-til-arsregnskabsloven--konsekvenser-for-ejendomsvirks.html>

FSR: Opdateret begrebsramme

<https://www.fsr.dk/iasb-udsender-opdateret-begrebsramme-for-aarsregnskaber>

Ugebrev: Største ejendomsselskaber i Danmark

<https://ugebrev.dk/finans/tabel-top-40-ejendomsselskaber/>

Deloitte: Investerings ejendomme – Oplysninger i årsrapport

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/Downloads/aarl-tema-14-investeringsejendomme.pdf>

Deloitte: IFRS 13 - Dagsværdimåling

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/64344%20Deloitte%20IFRS-bog%202016%20IFRS%2013.pdf>

IASPLUS: IAS 40

<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias40>

Croner: IAS 40

https://library.croneri.co.uk/cch_uk/ias/ias40-200312#toc-8-1

eLov: Bilag til måling af ejendomme til dagsværdi

<https://www.elov.dk/bilag/bilag-9-til-bekendtgørelse-om-finansielle-rapporter-for-kreditinstitutter-og-fondsmaeglerselskaber-mfl/>

PwC: Fastsættelse af afkastkravet

<https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

Ejd: Introduktion til DCF-modellen

https://ejd.dk/app/uploads/2019/12/introduktion_til_dcf-modellen.pdf

Colliers International: Markedsupdate PULS 1. Kvartal 2020

<https://www2.colliers.com/da-DK/Countries/Denmark/Market-Insight>

Colliers International: Copenhagen Property Market Report 2020

<https://www2.colliers.com/da-DK/Countries/Denmark/Market-Insight>

10.3 Lovgivning

- Årsregnskabsloven
- IAS 16 – Materielle anlægsaktiver
- IAS 40 – Investeringsejendomme
- IFRS 13 – Måling til dagsværdi

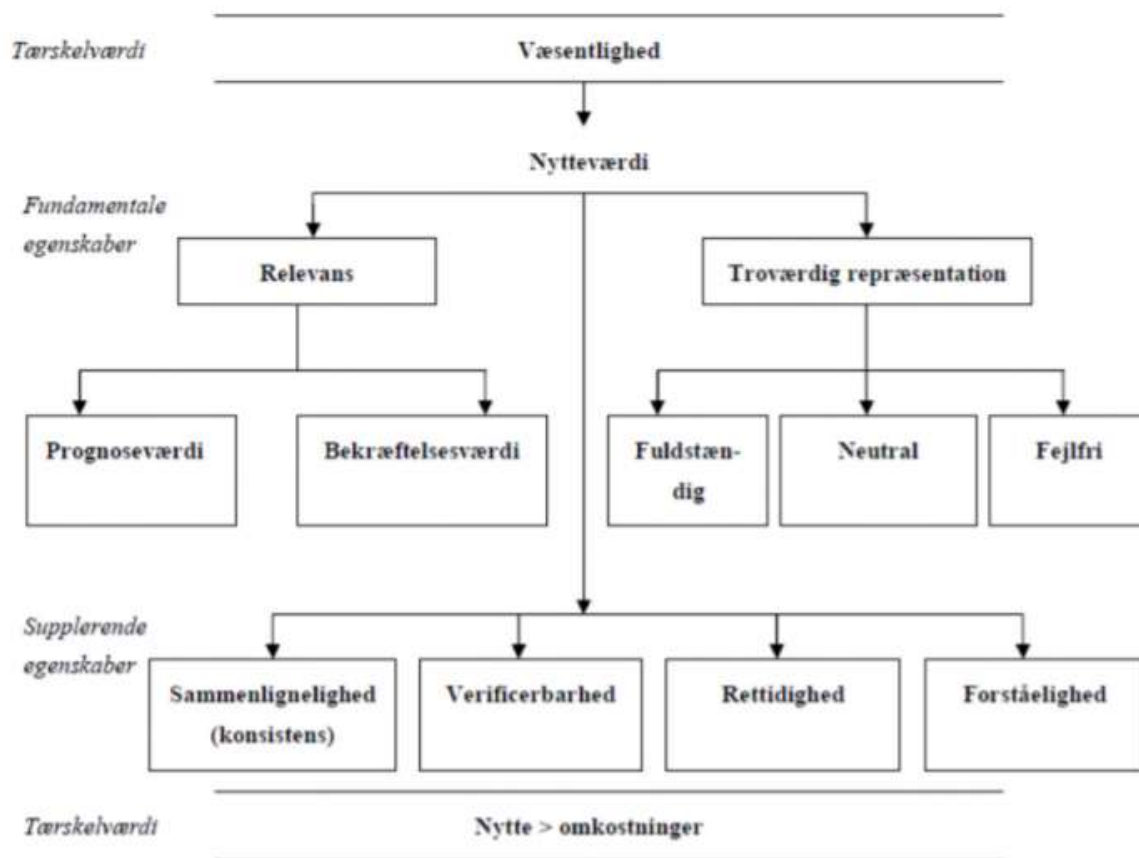
10.4 Årsrapporter

Seneste årsrapport for følgende selskaber er indhentet:

- Jeudan A/S
- Danica Ejendomsselskab ApS
- KFI Erhvervsdrivende
- HD Ejendomme A/S
- M. Goldschmidt A/S
- AKF Holding A/S
- Deloitte Fonden
- Ejd.selskabet Mileparken 38 ApS
- Gefion Group A/S
- BOKA Holding A/S
- Ejd.selskabet Vandtårnsvej ApS
- Teddy. H. Thomsen Holding A/S
- Vojensvej 61 ApS

11 Bilagsoversigten

11.1 Bilag 1 – Kvalitetshierarki



11.2 Bilag 2 Colliers Rapport Q1 2020 - Markedsleje

BOLIG**

		2018	2019				2020	
Leje		4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	Prognose
Kr./m ² /år eksklusive driftsomkostninger og skatter								
København	Primær	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	2.100	👉
	Sekundær	1.700	1.700	1.675	1.675	1.675	1.675	👉
Forstæder nord	Primær	1.850	1.900	1.900	1.900	1.900	1.950	👉
	Sekundær	1.425	1.425	1.425	1.425	1.425	1.425	👉
Forstæder syd/vest	Primær	1.500	1.500	1.500	1.525	1.525	1.550	👉
	Sekundær	1.300	1.300	1.300	1.300	1.325	1.325	👉
Sjælland	Primær	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	👉
	Sekundær	1.300	1.275	1.275	1.275	1.275	1.275	👉
Aarhus	Primær	1.650	1.650	1.650	1.650	1.625	1.625	👉
	Sekundær	1.500	1.450	1.425	1.425	1.400	1.400	👉
Horsens	Primær	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.250	👉
	Sekundær	850	900	950	950	950	1.000	👉
Randers	Primær	1.200	1.125	1.100	1.100	1.100	1.100	👉
	Sekundær	850	800	800	800	800	800	👉
Trekantområdet	Primær	1.300	1.300	1.300	1.350	1.350	1.350	👉
	Sekundær	1.050	1.050	1.050	1.050	1.050	1.050	👉
Esbjerg	Primær	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.150	👉
	Sekundær	850	900	900	900	900	950	👉
Aalborg	Primær	1.250	1.250	1.250	1.250	1.250	1.250	👉
	Sekundær	1.075	1.075	1.075	1.075	1.075	1.075	👉
Nordjylland	Primær	1.250	1.150	1.150	1.150	1.150	1.150	👉
	Sekundær	775	850	850	850	850	850	👉
Odense	Primær	1.450	1.450	1.450	1.450	1.500	1.450	👉
	Sekundær	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	👉
Fyn	Primær	1.100	1.100	1.100	1.100	1.150	1.200	👉
	Sekundær	850	850	850	850	850	850	👉

Startforrentning %		2018	2019	2019	2019	2019	2019	2020
København	Primær	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,25	👉
	Sekundær	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,50	👉
Forstæder nord	Primær	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	👉
	Sekundær	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	👉
Forstæder syd/vest	Primær	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	👉
	Sekundær	4,50	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00	👉
Sjælland	Primær	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	👉
	Sekundær	4,75	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	👉
Aarhus	Primær	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	👉
	Sekundær	4,25	4,25	4,50	4,25	4,25	4,25	👉
Horsens	Primær	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	👉
	Sekundær	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	👉
Randers	Primær	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	👉
	Sekundær	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	👉
Trekantområdet	Primær	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	👉
	Sekundær	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	👉
Esbjerg	Primær	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	👉
	Sekundær	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	👉
Aalborg	Primær	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	👉
	Sekundær	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	👉
Nordjylland	Primær	4,75	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	👉
	Sekundær	6,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	👉
Odense	Primær	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	👉
	Sekundær	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	👉
Fyn	Primær	5,25	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	👉
	Sekundær	6,50	6,50	6,50	6,25	6,25	6,25	👉

Tomgang %								
København by		6,00	6,00	6,30	5,90	6,60	6,74	
Københavns omegn		10,10	10,60	11,40	12,10	11,60	11,33	
Nordsjælland		4,80	4,90	6,20	6,20	5,80	5,44	
Østsjælland		3,90	4,40	5,20	6,70	7,20	6,03	
Vest- og Sydsjælland		5,10	5,20	4,00	4,30	4,30	4,06	
Fyn		8,30	8,40	8,20	9,20	9,00	9,52	
Syddjylland		8,00	8,00	7,70	7,50	8,20	8,50	
Østjylland		8,40	8,20	8,50	9,00	9,20	9,34	
Vestjylland		4,10	3,60	3,80	4,00	4,00	4,49	
Nordjylland		5,40	5,60	5,80	6,40	5,80	5,68	

KONTOR

		2018	2019				2020	
Leje		4. kvrt	1. kvrt	2. kvrt	3. kvrt	4. kvrt	1. kvrt	Prognose
Kr./m²/år eksklusive driftsomkostninger og skatter								
København	Primær	2.000	2.000	2.050	2.050	2.050	2.050	🕒
	Sekundær	1.300	1.300	1.350	1.350	1.400	1.400	🕒
Forstæder nord	Primær	1.550	1.600	1.600	1.600	1.600	1.600	🕒
	Sekundær	950	975	975	1.000	1.000	1.000	🕒
Forstæder syd/vest	Primær	1.150	1.175	1.200	1.200	1.250	1.250	🕒
	Sekundær	675	700	725	750	750	750	🕒
Sjælland	Primær	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	🕒
	Sekundær	800	800	800	800	800	800	🕒
Århus	Primær	1.400	1.400	1.450	1.450	1.450	1.450	🕒
	Sekundær	900	950	950	950	950	950	🕒
Horsens	Primær	1.150	1.150	1.150	1.150	1.150	1.150	🕒
	Sekundær	600	600	600	600	600	600	🕒
Randers	Primær	875	875	875	875	875	875	🕒
	Sekundær	525	500	475	475	475	475	🕒
Trekantområdet	Primær	1.150	1.150	1.150	1.150	1.150	1.150	🕒
	Sekundær	600	600	600	600	600	600	🕒
Esbjerg	Primær	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	1.100	🕒
	Sekundær	550	550	550	550	550	550	🕒
Aalborg	Primær	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	🕒
	Sekundær	750	750	750	750	750	750	🕒
Nordjylland	Primær	700	700	700	700	700	700	🕒
	Sekundær	575	575	575	575	575	575	🕒
Odense	Primær	1.125	1.200	1.200	1.200	1.250	1.250	🕒
	Sekundær	750	750	750	750	750	750	🕒
Fyn	Primær	900	900	900	900	900	900	🕒
	Sekundær	550	550	550	550	550	550	🕒

Startforrentning %								
København	Primær	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,25	⊗
	Sekundær	5,00	5,00	4,75	4,75	4,50	4,50	⊗
Forstæder nord	Primær	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00	⊗
	Sekundær	5,75	5,75	5,75	5,75	5,50	5,50	⊗
Forstæder syd/vest	Primær	4,75	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	⊗
	Sekundær	7,00	6,75	6,75	6,50	6,50	6,50	⊗
Sjælland	Primær	5,75	5,75	5,50	5,50	5,50	5,25	⊗
	Sekundær	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,75	⊗
Aarhus	Primær	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	⊗
	Sekundær	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	⊗
Horsens	Primær	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	⊗
	Sekundær	8,00	7,75	7,50	7,25	7,25	7,25	⊗
Randers	Primær	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	⊗
	Sekundær	7,75	7,75	7,75	8,25	8,25	8,25	⊗
Trekantområdet	Primær	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	⊗
	Sekundær	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	⊗
Esbjerg	Primær	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	⊗
	Sekundær	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	⊗
Aalborg	Primær	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	⊗
	Sekundær	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	⊗
Nordjylland	Primær	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	⊗
	Sekundær	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	⊗
Odense	Primær	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	⊗
	Sekundær	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	⊗
Fyn	Primær	7,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25	⊗
	Sekundær	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	⊗
Tømgang %								
København by		6,00	6,00	6,30	5,90	6,60	6,74	
Københavns omegn		10,10	10,60	11,40	12,10	11,60	11,33	
Nordsjælland		4,80	4,90	6,20	6,20	5,80	5,44	
Østsjælland		3,90	4,40	5,20	6,70	7,20	6,03	
Vest- og Sydsjælland		5,10	5,20	4,00	4,30	4,30	4,06	
Fyn		8,30	8,40	8,20	9,20	9,00	9,52	
Sydjylland		8,00	8,00	7,70	7,50	8,20	8,50	
Østjylland		8,40	8,20	8,50	9,00	9,20	9,34	
Vestjylland		4,10	3,60	3,80	4,00	4,00	4,49	
Nordjylland		5,40	5,60	5,80	6,40	5,80	5,68	

INDUSTRI OG LOGISTIK*

		2018	2019				2019	
Leje		4. kv.	1. kv.	2. kv.	3. kv.	4. kv.	1. kv.	Prognose
Kr./m ² /år eksklusive driftsomkostninger og skatter								
København	Primær	650	675	675	675	700	700	🕒
	Sekundær	375	400	400	425	425	425	🕒
Forstæder nord	Primær	500	500	500	525	525	525	🕒
	Sekundær	350	375	375	400	400	400	🕒
Forstæder syd/vest	Primær	575	600	625	650	650	650	🕒
	Sekundær	375	400	400	425	425	425	🕒
Sjælland	Primær	550	550	550	550	550	550	🕒
	Sekundær	325	325	325	325	325	325	🕒
Aarhus	Primær	475	475	475	450	450	450	🕒
	Sekundær	300	300	300	325	325	325	🕒
Horsens	Primær	375	375	375	375	375	375	🕒
	Sekundær	250	250	250	250	250	250	🕒
Randers	Primær	300	300	300	300	300	300	🕒
	Sekundær	200	200	200	200	200	200	🕒
Trekantområdet	Primær	450	450	450	450	450	450	🕒
	Sekundær	275	275	275	275	275	275	🕒
Esbjerg	Primær	300	300	300	300	300	300	🕒
	Sekundær	225	225	225	225	225	225	🕒
Aalborg	Primær	375	400	400	400	400	400	🕒
	Sekundær	275	275	275	275	275	275	🕒
Nordjylland	Primær	325	325	325	325	325	325	🕒
	Sekundær	200	200	200	225	225	225	🕒
Odense	Primær	375	400	400	425	425	425	🕒
	Sekundær	250	250	250	250	250	275	🕒
Fyn	Primær	300	325	325	325	350	375	🕒
	Sekundær	175	175	175	175	175	175	🕒

Startforrentning %								
København	Primær	5,50	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00	⊗
	Sekundær	7,50	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	⊗
Forstæder nord	Primær	6,50	6,25	6,00	5,75	5,50	5,50	⊗
	Sekundær	8,25	8,00	8,00	8,00	7,75	7,75	⊗
Forstæder syd/vest	Primær	6,25	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	⊗
	Sekundær	8,25	8,00	7,75	7,50	7,50	7,50	⊗
Sjælland	Primær	6,25	6,25	6,00	6,00	5,75	5,75	⊗
	Sekundær	8,25	8,25	8,25	8,25	8,00	8,00	⊗
Aarhus	Primær	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	⊗
	Sekundær	7,75	7,75	7,75	7,50	7,25	7,25	⊗
Horsens	Primær	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	⊗
	Sekundær	9,00	9,00	9,00	8,75	8,75	8,50	⊗
Randers	Primær	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	⊗
	Sekundær	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	⊗
Trekantområdet	Primær	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	⊗
	Sekundær	8,75	8,75	8,75	8,50	8,50	8,50	⊗
Esbjerg	Primær	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	⊗
	Sekundær	9,50	9,50	9,50	9,00	9,00	8,75	⊗
Aalborg	Primær	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,50	⊗
	Sekundær	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	⊗
Nordjylland	Primær	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	⊗
	Sekundær	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	⊗
Odense	Primær	6,50	6,25	6,25	6,00	6,00	6,00	⊗
	Sekundær	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	⊗
Fyn	Primær	6,75	6,50	6,50	6,50	6,25	6,25	⊗
	Sekundær	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	⊗
Tomgang %								
København by		0,10	0,30	0,10	0,40	0,60	0,65	
Københavns omegn		2,90	3,10	3,00	3,10	3,30	3,45	
Nordsjælland		2,00	2,40	2,40	2,60	2,20	2,27	
Østsjælland		3,00	2,80	3,50	3,30	3,50	3,82	
Vest- og Sydsjælland		1,80	2,00	1,90	1,70	1,50	1,39	
Fyn		1,80	1,60	1,90	2,00	1,90	2,00	
Syddjælland		2,20	2,20	2,10	2,10	2,10	2,21	
Østjylland		2,30	2,00	1,80	1,70	1,70	1,76	
Vestjylland		1,90	1,70	1,40	1,50	1,60	1,41	
Nordjylland		1,30	1,10	1,10	1,20	1,40	1,40	

11.3 Bilag 3 Statistikbanken over ejendomspriser

Realiseret handelspris Ejerlejlighed	Ejendomspriser på boligmarkedet efter priser på realiserede handler, ejendomskategori, tid og postnumre									
	1000-1499 Kbh.K.	1500-1799 Kbh.V.	1800-1999 C	Frederiksberg Frederiksberg	2000 Ø	2100 København Nordhavn	2150 N	2200 København S	2300 København NV	2400 København SV
2019K4	51 871	46 182	49 525	41 626	44 924	52 766	42 860	38 535	33 556	39 110

29-3-2020 Realkreditrådet, © rkr.statistikbank.dk/BM011

Sum / Antal områder = 44.095 per kvadratmeter.

11.4 Bilag 4 Nøgletal fra store ejendomsselskaber

	Gefion Group A/S	AKF Holding A/S		M. Goldschmidt Ejendomme A/S	
	2018	2018	2017	2018	2017
Omsætning	482.988.000	314.734.000	347.335.000	170.873.000	217.049.000
Salg af ejendomme	463.679.000	206.238.000	258.329.000	-	-
Lejeindtægt	15.811.000	99.415.000	89.006.000	127.831.000	176.281.000
Diverse	3.498.000	9.081.000	-	43.042.000	40.768.000
Investeringsejendomme	316.100.000	2.713.392.000	1.441.054.000	2.926.922.000	2.466.600
Igangværende projekt	1.321.279.000	-	-	251.065.000	-
Aktiver i alt	1.875.881.000	3.636.931.000	2.419.365.000	3.730.419.000	3.201.591.000
Egenkapital	55.840.000	1.607.418.000	1.144.929.000	1.376.816.000	1.337.086.000
Langfristede forpligte	664.785.000	1.220.724.000	696.925.000	2.201.145.000	1.743.738.000
Kortfristede forpligtel:	1.134.303.000	557.047.000	377.910.000	152.458.000	120.767.000
Passiver i alt	1.875.881.000	3.636.931.000	2.419.365.000	3.730.419.000	3.201.591.000
Antal ansatte	23	35	23	87	85

11.5 Bilag 5 – Data for danske ejendomsselskaber

Selskab	Jeudan A/S	Danica Ejendomsselskab ApS	KFI Erhvervsdrivende	HD Ejendomme A/S	M. Goldschmidt Ejer AKF Holding A/S	Deloitte fonden	
Investerings ejendomsbeløb	26.125.541.000	10.635.000.000	5.014.140.000	4.219.032.000	2.926.922.000	2.713.392.000	1.568.800.000
Værdiansættelsesmodel	Normalindtjeningsmodeller	DCF	Normalindtjeningsmodellen	DCF	DCF	Begge - (afkastbaseret)	Normalindtjeningsmodellen
Oplyst om ekstern vurdering	Ja	Ja	36 % af porteføljen, Ja	Ja	Nej	Ja	Ja
Ejendoms type	Bolig og kontor	Butikcentre og diverse	Købmandsejendomme	Bolig og erhverv	Bolig og kontor	Blandet	Kontor
Bemærkning	Selskabet anser sine ejendomme for homogene, hvorfor de anser normalindtjeningsmodellen som passende. 3 ejendomme måles efter DCF som følge af hjemfaldspligt (svarende til 1,3 % af porteføljen).		Købmandsejendomme, hvor indvendig vedligeholdelse påfalder lejer.	Til erhverv anvendes DCF og bolig anvendes normalindtjeningsmodel			Ejendommene er homogene og består udelukkende af domicilejendomme udlejet til rådgivningsvirksomheden Deloitte.

Selskab	Ejd.selskabet Mileparken 38 Gefion Group A/S		BOKA Holding A/S	Ejd.selskabet Vandtå Ejd.selskabet trekro Teddy. H. Thomsen Holding A/S		Vojensvej 61 ApS	
Investeringsbeløb	604.131.286	316.100.000	281.980.782	259.298.696	236.636.598	226.680.951	35.950.000
Værdiansættelsesmodel	Normalindtjeningsmodeller	Normalindtjeningsmodellen	Normalindtjeningsmodellen	Normalindtjeningsmodel	Normalindtjeningsmodel	Normalindtjeningsmodellen	Normalindtjeningsmodellen
Oplyst om ekstern vurdering	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
Ejendomsstype	Kontorejendomme	Kontor	Butiksejendomme	Kontorejendom	Kontorejendom	Bolig	Kontor
Bemærkning							

Der er foretaget en gennemgang af nogle af de største og mindre ejendomsselskabers senest aflagte årsrapport. Formålet med gennemgangen var at undersøge, om der var sammenhæng mellem valg af værdiansættelsesmetode, størrelse og ejendomsstype. Det bemærkes, at alle målemetoder anvender en afkastbaseret tilgang jf. ÅRL om kapitalværdien på basis af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller eller jf. IFRS niveau 3.

Gennemgangen viser, at der er en tydelig sammenhæng mellem både type og størrelse for valg af værdiansættelsesmodel. Ejendomsstyperne der anvender den simple normalindtjeningsmodel, er overvejende bolig og kontorbygninger. I gennemgangen er det bemærket, at begrundelsen for valg af

værdiansættelsesmodel ofte begrundes i, om ejendommene er homogene. De typer af ejendomme der anvender DCF-modellen, er primært de store selskaber som har en blandet ejendomsportefølje. Det bemærkes, at de mindre/mellemstore selskaber med investeringsejendomme under 2 mia. alle anvender normalindtjeningsmodellen og i de fleste tilfælde ikke oplyser, om der er anvendt en ekstern vurdering.

11.6 Bilag 6 – DCF-beregning med 0 % tomgang

DCF-beregning - 0 % tomgang

[illegible]

11.7 Bilag 7 - DCF-beregning med 4 % tomgang

DCF-beregning - 4 % tomgang

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Bruttoleje	4.920.000	4.969.200	5.018.892	5.069.081	5.119.772	5.170.969	5.222.679	5.274.906	5.327.655	5.380.932	5.434.741
Administrationsomkostninger	-98.400	-99.384	-100.378	-101.382	-102.395	-103.419	-104.454	-105.498	-106.553	-107.619	-108.695
Andre driftsomkostninger	-196.800	-198.768	-200.756	-202.763	-204.791	-206.839	-208.907	-210.996	-213.106	-215.237	-217.390
Udvendig vedligeholdelse	-196.800	-198.768	-200.756	-202.763	-204.791	-206.839	-208.907	-210.996	-213.106	-215.237	-217.390
Udgifter i alt	-492.000	-496.920	-501.889	-506.908	-511.977	-517.097	-522.268	-527.491	-532.765	-538.093	-543.474
Driftsresultat	4.428.000	4.472.280	4.517.003	4.562.173	4.607.795	4.653.873	4.700.411	4.747.415	4.794.889	4.842.838	4.891.267
+ nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Det frie cash flow	4.428.000	4.472.280	4.517.003	4.562.173	4.607.795	4.653.873	4.700.411	4.747.415	4.794.889	4.842.838	4.891.267
Nominel diskonteringsfaktor	4,25%										
Afkastkrav	3,25%										
Inflation	1,00%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag											
2020	4.428.000										
2021	4.289.957										
2022	4.156.217										
2023	4.026.647										
2024	3.901.116										
2025	3.779.498										
2026	3.661.672										
2027	3.547.519										
2028	3.436.925										
2029	3.329.779										
Sum af tilbagediskonterede cas	38.557.331										
Fase 3 - Terminalværdi											
Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav											
Terminalværdi:	150.500.516,04										
Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi											
Beregnet nutidsværdi	99.260.704,35										
Fase 5 - Ejendommens dagsværdi											
Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi											
Ejendommens værdi	137.818.035										

11.8 Bilag 8 - DCF-Beregning med 8 % tomgang

DCF-beregning - 8 % tomgang

Det beregnede cash flow med tomgang											
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	-410.000	-414.100	-418.241	-422.423	-426.648	-430.914	-435.223	-439.575	-443.971	-448.411	-452.895
Bruttoleje	4.715.000	4.762.150	4.809.772	4.857.869	4.906.448	4.955.512	5.005.068	5.055.118	5.105.669	5.156.726	5.208.293
Administrationsomkostninger	-94.300	-95.243	-96.195	-97.157	-98.129	-99.110	-100.101	-101.102	-102.113	-103.135	-104.166
Andre driftsomkostninger	-188.600	-190.486	-192.391	-194.315	-196.258	-198.220	-200.203	-202.205	-204.227	-206.269	-208.332
Udvendig vedligeholdelse	-188.600	-190.486	-192.391	-194.315	-196.258	-198.220	-200.203	-202.205	-204.227	-206.269	-208.332
Udgifter i alt	-471.500	-476.215	-480.977	-485.787	-490.645	-495.551	-500.507	-505.512	-510.567	-515.673	-520.829
Driftsresultat	4.243.500	4.285.935	4.328.794	4.372.082	4.415.803	4.459.961	4.504.561	4.549.606	4.595.102	4.641.053	4.687.464
+ nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Det frie cash flow	4.243.500	4.285.935	4.328.794	4.372.082	4.415.803	4.459.961	4.504.561	4.549.606	4.595.102	4.641.053	4.687.464
Nominal diskonteringsfaktor	4,25%										
Afkastkrav	3,25%										
Inflation	1,00%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag											
2020	4.243.500										
2021	4.111.209										
2022	3.983.041										
2023	3.858.870										
2024	3.738.569										
2025	3.622.019										
2026	3.509.103										
2027	3.399.706										
2028	3.293.720										
2029	3.191.038										
Sum af tilbagediskonterede cash flows	36.950.776										
Fase 3 - Terminalværdi											
Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav											
Terminalværdi:						144.229.661,21					
Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi											
Beregnet nutidsværdi						95.124.841,67					
Fase 5 - Ejendommens dagsværdi											
Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi											
Ejendommens værdi										132.075.617	

11.9 Bilag 9 - DCF-beregning uden investering

DCF-beregning - Ingen investering

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttoleje	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Administrationsomkostninger	-102.500	-103.525	-104.560	-105.606	-106.662	-107.729	-108.806	-109.894	-110.993	-112.103	-113.224
Andre driftsomkostninger	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udvendig vedligeholdelse	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udgifter i alt	-512.500	-517.625	-522.801	-528.029	-533.310	-538.643	-544.029	-549.469	-554.964	-560.514	-566.119
Driftsresultat	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
+ nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Det frie cash flow	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
Nominal diskonteringsfaktor	4,25%										
Afkastkrav	3,25%										
Inflation	1,00%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag											
2020	4.612.500										
2021	4.468.705										
2022	4.329.393										
2023	4.194.424										
2024	4.063.662										
2025	3.936.977										
2026	3.814.242										
2027	3.695.333										
2028	3.580.131										
2029	3.468.520										
Sum af tilbagediskonterede cas	40.163.887										
Fase 3 - Terminalværdi											
Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav											
Terminalværdi:						156.771.370,88					
Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi											
Beregnet nutidsværdi						103.396.567,03					
Fase 5 - Ejendommens dagsværdi											
Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi											
Ejendommens værdi										143.560.454	

11.10 Bilag 10 - DCF-beregning med investering primo

DCF-beregning - Investering primo

Det beregning investeringsprins											
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttoleje	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Administrationsomkostninger	-102.500	-103.525	-104.560	-105.606	-106.662	-107.729	-108.806	-109.894	-110.993	-112.103	-113.224
Andre driftsomkostninger	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udvendig vedligeholdelse	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udgifter i alt	-512.500	-517.625	-522.801	-528.029	-533.310	-538.643	-544.029	-549.469	-554.964	-560.514	-566.119
Driftsresultat	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
+ nettoinvesteringer	-5.000.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Det frie cash flow	-387.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
Nominel diskonteringsfaktor	4,25%										
Afkastkrav	3,25%										
Inflation	1,00%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag											
2020	- 387.500										
2021	4.468.705										
2022	4.329.393										
2023	4.194.424										
2024	4.063.662										
2025	3.936.977										
2026	3.814.242										
2027	3.695.333										
2028	3.580.131										
2029	3.468.520										
Sum af tilbagediskonterede cas	35.163.887										
Fase 3 - Terminalværdi											
Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav											
Terminalværdi:						156.771.370,88					
Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi											
Beregnet nutidsværdi						103.396.567,03					
Fase 5 - Ejendommens dagsværdi											
Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi											
Ejendommens værdi										138.560.454	

11.11 Bilag 11 - DCF-beregning med gennemsnitlig investering

DCF-beregning - Gennemsnitlig

Det beregnede gennemsnit											
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttoleje	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Administrationsomkostninger	-102.500	-103.525	-104.560	-105.606	-106.662	-107.729	-108.806	-109.894	-110.993	-112.103	-113.224
Andre driftsomkostninger	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udvendig vedligeholdelse	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udgifter i alt	-512.500	-517.625	-522.801	-528.029	-533.310	-538.643	-544.029	-549.469	-554.964	-560.514	-566.119
Driftsresultat	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
+ nettoinvesteringer	-833.333	-833.333	-833.333	-833.333	-833.333	-833.333	0	0	0	0	0
Det frie cash flow	3.779.167	3.825.292	3.871.878	3.918.930	3.966.453	4.014.451	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
Nominel diskonteringsfaktor	4,25%										
Afkastkrav	3,25%										
Inflation	1,00%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag											
2020	3.779.167					Fase 3 - Terminalværdi			Fase 5 - Ejendommens dagsværdi		
2021	3.669.345					Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav			Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi		
2022	3.562.620					Terminalværdi: 156.771.370,88					
2023	3.458.910								Ejendommens værdi 139.043.179		
2024	3.358.134					Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi					
2025	3.260.212										
2026	3.814.242										
2027	3.695.333					Beregnet nutidsværdi 103.396.567,03					
2028	3.580.131										
2029	3.468.520										
Sum af tilbagediskonterede cas	35.646.612										

11.12 Bilag 12 - DCF-beregning med investering ultimo

DCF-beregning - sidste år

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttoleje	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Administrationsomkostninger	-102.500	-103.525	-104.560	-105.606	-106.662	-107.729	-108.806	-109.894	-110.993	-112.103	-113.224
Andre driftsomkostninger	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udvendig vedligeholdelse	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udgifter i alt	-512.500	-517.625	-522.801	-528.029	-533.310	-538.643	-544.029	-549.469	-554.964	-560.514	-566.119
Driftsresultat	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
+ nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-5.000.000	0
Det frie cash flow	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	44.623	5.095.070
Nominel diskonteringsfaktor	4,25%										
Afkastkrav	3,25%										
Inflation	1,00%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag											
2020	4.612.500										
2021	4.468.705										
2022	4.329.393										
2023	4.194.424										
2024	4.063.662										
2025	3.936.977										
2026	3.814.242										
2027	3.695.333										
2028	3.580.131										
2029	30.682										
Sum af tilbagediskonterede cas	36.726.048										
Fase 3 - Terminalværdi											
Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav											
Terminalværdi:						156.771.370,88					
Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi											
Beregnet nutidsværdi						103.396.567,03					
Fase 5 - Ejendommens dagsværdi											
Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi											
Ejendommens værdi										140.122.615	

11.13 Bilag 13 – DCF-beregning afkastkrav 3,25 %

DCF-beregning - Afkastkrav 3,25 %

Det beregnede Afkastkrav 5,25 %											
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttoleje	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Administrationsomkostninger	-102.500	-103.525	-104.560	-105.606	-106.662	-107.729	-108.806	-109.894	-110.993	-112.103	-113.224
Andre driftsomkostninger	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udvendig vedligeholdelse	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udgifter i alt	-512.500	-517.625	-522.801	-528.029	-533.310	-538.643	-544.029	-549.469	-554.964	-560.514	-566.119
Driftsresultat	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
+ nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Det frie cash flow	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
Nominal diskonteringsfaktor	4,25%										
Afkastkrav	3,25%										
Inflation	1,00%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag											
2020	4.612.500										
2021	4.468.705										
2022	4.329.393										
2023	4.194.424										
2024	4.063.662										
2025	3.936.977										
2026	3.814.242										
2027	3.695.333										
2028	3.580.131										
2029	3.468.520										
Sum af tilbagediskonterede cas	40.163.887										
Fase 3 - Terminalværdi											
Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav											
Terminalværdi:						156.771.370,88					
Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi											
Beregnet nutidsværdi						103.396.567,03					
Fase 5 - Ejendommens dagsværdi											
Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi											
Ejendommens værdi										143.560.454	

11.14 Bilag 14– DCF-beregning afkastkrav 3,875 %

DCF-beregning - Afkastkrav 3,875%

Det beregnede Afkastkrav 3,975%											
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttoleje	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Administrationsomkostninger	-102.500	-103.525	-104.560	-105.606	-106.662	-107.729	-108.806	-109.894	-110.993	-112.103	-113.224
Andre driftsomkostninger	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udvendig vedligeholdelse	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udgifter i alt	-512.500	-517.625	-522.801	-528.029	-533.310	-538.643	-544.029	-549.469	-554.964	-560.514	-566.119
Driftsresultat	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
± nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Det frie cash flow	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
Nominel diskonteringsfaktor	4,88%										
Afkastkrav	3,88%										
Inflation	1,00%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag											
2020	4.612.500					Fase 3 - Terminalværdi			Fase 5 - Ejendommens dagsværdi		
2021	4.468.705					Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav			Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi		
2022	4.329.393					Terminalværdi: 131.485.665,90					
2023	4.194.424								Ejendommens værdi 121.851.963		
2024	4.063.662					Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi					
2025	3.936.977										
2026	3.814.242										
2027	3.695.333					Beregnet nutidsværdi 81.688.076,85					
2028	3.580.131										
2029	3.468.520										
Sum af tilbagediskonterede cas	40.163.887										

11.15 Bilag 15 – DCF-beregning afkastkrav 4,5 %

DCF-beregning - Afkastkrav 4,5 %

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttoleje	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Administrationsomkostninger	-102.500	-103.525	-104.560	-105.606	-106.662	-107.729	-108.806	-109.894	-110.993	-112.103	-113.224
Andre driftsomkostninger	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udvendig vedligeholdelse	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udgifter i alt	-512.500	-517.625	-522.801	-528.029	-533.310	-538.643	-544.029	-549.469	-554.964	-560.514	-566.119
Driftsresultat	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
+ nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Det frie cash flow	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
Nominel diskonteringsfaktor	5,50%										
Afkastkrav	4,50%										
Inflation	1,00%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag											
2020	4.612.500					Fase 3 - Terminalværdi			Fase 5 - Ejendommens dagsværdi		
2021	4.468.705					Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav			Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi		
2022	4.329.393					Terminalværdi: 113.223.767,85					
2023	4.194.424								Ejendommens værdi 106.448.543		
2024	4.063.662					Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi					
2025	3.936.977										
2026	3.814.242										
2027	3.695.333					Beregnet nutidsværdi 66.284.656,02					
2028	3.580.131										
2029	3.468.520										
Sum af tilbagediskonterede cas	40.163.887										

11.16 Bilag 16 – Normalindtjeningsmodellen, Markedsleje/kontraktligleje

Fase 1	Markedsleje	Lejekontrakt	Gennemsnitlig
Lejeindtægter	5.637.500	5.125.000	5.381.250
Bruttoleje	5.637.500	5.125.000	5.381.250
Administrationsomkostninger	-112.750	-102.500	-107.625
Andre driftsomkostninger	-225.500	-205.000	-215.250
Udvendig vedligeholdelse	-225.500	-205.000	-215.250
Udgifter i alt	-563.750	-512.500	-538.125
Driftsresultat	5.073.750	4.612.500	4.843.125
Fase 2			
Afkastkrav	5,00%	5,00%	5,00%
Dagsværdi før korrektioner	101.475.000	92.250.000	96.862.500
Fase 3			
Nedslag	-	-	-
Beregnet dagsværdi	101.475.000	92.250.000	96.862.500

11.17 Bilag 17 – Markedsleje

DCF-beregning - Markedsleje

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	5.637.500	5.693.875	5.750.814	5.808.322	5.866.405	5.925.069	5.984.320	6.044.163	6.104.605	6.165.651	6.227.307
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttoleje	5.637.500	5.693.875	5.750.814	5.808.322	5.866.405	5.925.069	5.984.320	6.044.163	6.104.605	6.165.651	6.227.307
Administrationsomkostninger	-112.750	-113.878	-115.016	-116.166	-117.328	-118.501	-119.686	-120.883	-122.092	-123.313	-124.546
Andre driftsomkostninger	-225.500	-227.755	-230.033	-232.333	-234.656	-237.003	-239.373	-241.767	-244.184	-246.626	-249.092
Udvendig vedligeholdelse	-225.500	-227.755	-230.033	-232.333	-234.656	-237.003	-239.373	-241.767	-244.184	-246.626	-249.092
Udgifter i alt	-563.750	-569.388	-575.081	-580.832	-586.641	-592.507	-598.432	-604.416	-610.460	-616.565	-622.731
Driftsresultat	5.073.750	5.124.488	5.175.732	5.227.490	5.279.765	5.332.562	5.385.888	5.439.747	5.494.144	5.549.086	5.604.577
+ nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0		0
Det frie cash flow	5.073.750	5.124.488	5.175.732	5.227.490	5.279.765	5.332.562	5.385.888	5.439.747	5.494.144	5.549.086	5.604.577
Nominel diskonteringsfaktor	6,00%										
Afkastkrav	5,00%										
Inflation	1,00%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag				Fase 3 - Terminalværdi				Fase 5 - Ejendommens dagsværdi			
2020	5.073.750					Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav				Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi	
2021	4.834.422										
2022	4.606.383					Terminalværdi: 112.091.530,18					
2023	4.389.101									Ejendommens værdi 103.808.021	
2024	4.182.068					Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi					
2025	3.984.801										
2026	3.796.838										
2027	3.617.742					Beregnet nutidsværdi 62.591.324,99					
2028	3.447.094										
2029	3.284.495										
Sum af tilbagediskonterede cash flows	41.216.696										

11.18 Bilag 18 – Kontraktlig leje

DCF-beregning - Lejekontrakt

Det beregnede Lejekontrakt											
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Terminal periode
Lejeindtægter	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttoleje	5.125.000	5.176.250	5.228.013	5.280.293	5.333.096	5.386.427	5.440.291	5.494.694	5.549.641	5.605.137	5.661.188
Administrationsomkostninger	-102.500	-103.525	-104.560	-105.606	-106.662	-107.729	-108.806	-109.894	-110.993	-112.103	-113.224
Andre driftsomkostninger	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udvendig vedligeholdelse	-205.000	-207.050	-209.121	-211.212	-213.324	-215.457	-217.612	-219.788	-221.986	-224.205	-226.448
Udgifter i alt	-512.500	-517.625	-522.801	-528.029	-533.310	-538.643	-544.029	-549.469	-554.964	-560.514	-566.119
Driftsresultat	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
+ nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Det frie cash flow	4.612.500	4.658.625	4.705.211	4.752.263	4.799.786	4.847.784	4.896.262	4.945.224	4.994.677	5.044.623	5.095.070
Nominel diskonteringsfaktor	6,00%										
Afkastkrav	5,00%										
Inflation	1,00%										
Fase 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag											
2020	4.612.500										
2021	4.394.929										
2022	4.187.621										
2023	3.990.092										
2024	3.801.880										
2025	3.622.546										
2026	3.451.671										
2027	3.288.857										
2028	3.133.722										
2029	2.985.905										
Sum af tilbagediskonterede cas	37.469.723										
Fase 3 - Terminalværdi											
Det frie cash flow i terminalperiode / afkastkrav											
Terminalværdi:	101.901.391,07										
Fase 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi											
Beregnet nutidsværdi	56.901.204,53										
Fase 5 - Ejendommens dagsværdi											
Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi											
Ejendommens værdi	94.370.928										

DCF-beregning - Lejekontrakt og markedsleje

I år 2025 er lejeindtægten reguleret til markedslejen. Markedslejen er fastsat ud fra, at den er 10 % højere end den kontraktlige leje. Der er i beregningen taget højde for inflationen.