Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, herunder med særlig fokus på udfordringer med værdiansættelsen

Aalborg Universitet

Cand merc. aud studiet: Kandidatafhandling

Udarbejdet af: Kent Damgaard

Vejleder: Hans Vistisen

Afleveret: November 2013

Indholdsfortegnelse

1.0 Summary 5

2.0 Indledning 8

3.0 Problemformulering 10

4.0 Afgrænsning 12

5.0 Kildekritik 14

6.0 Metodevalg 15

7.0 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme 17

7.1 Årsregnskabsloven definition af ejendomme 17

7.2 IAS definition af ejendomme 17

7.3 Domicilejendomme 18

7.4 Handelsejendomme 19

7.5 Ejendomme under opførelse 19

7.6 Sammenligning definitioner 21

7.7 Interessenternes informationsbehov 21

8.0 Indregning 22

8.1 Indregning årsregnskabsloven 22

8.2 Indregning IAS 22

8.3 Sammenligning Årsregnskabsloven og IAS 23

8.4 Interessenternes informationsbehov 23

9.0 Måling 24

9.1 Årsregnskabsloven værdiansættelse 24

9.2 Første indregning 24

9.3 Efterfølgende måling 25

9.4 Kostprismetoden 25

9.4.1 Forbedringer 25

9.4.2 Reparation og vedligeholdelsesudgifter 25

9.4.3 Afskrivninger 26

9.5 Dagsværdimetoden 26

9.6 Omvurderingsmodellen 28

9.7 Offentlige ejendomsvurderinger 28

9.8 IAS måling 28
9.8.1 Kostprismodellen 29
9.8.2 Dagsværdimodellen 33
9.8.3 Markedsforhold 34
9.8.4 Vurderingsmand 35
9.8.5 Kategoriskift 35
9.8.6 Sammenligning måling årsregnskabsloven og IAS 37
9.8.7 Interessenternes informationsbehov 38
10.0 Præsentation 40
10.1 Årsregnskabsloven ledelsesberetningen 40
10.2 Resultatopgørelsen 41
10.3 Oplysninger om anvendt regnskabspraksis og noter 42
10.4 Aktiver 43
10.5 IAS ledelsesberetningen 44
10.6 Regnskabspraksis 44
10.7 Resultatopgørelsen 45
10.8 Aktiver 45
10.9 Sammenligning præsentation 46
10.10 Interessenternes informationsbehov 46
11.0 IFRS 13 47
11.1 Definition 47
11.2 Dagsværdi 47
11.3 Måling 47
11.4 Vejledning om måling af dagsværdi 48
11.5 Værdiansættelses metoder 49
11.6 Præsentation 49
11.7 Sammenligning IFRS 13 og IAS 40 50
11.8 Interessenternes informationsbehov 51
12.0 Begrebsrammen 52
12.1 Begrebsrammens formål 52
12.2 Begrebsrammens indhold og opbygning 52
12.3 Niveau 1: Brugerne og deres informationsbehov 53

12.4 Niveau 2: Kvalitative egenskaber 55
12.6 Niveau 4: Indregning og måling 59
12.7 Niveau 5: Klassifikation 59
12.8 Grundlæggende forudsætninger 59
13.0 Et retvisende billede i forhold til måling 60
13.1 Kostpris 60
13.2 Dagsværdi 62
13.3 Salgsværdi 62
13.4 Værdiansættelse ud fra enkelte bestanddele 63
13.5 Kapitalværdien 64
13.5.1 Normalindtjeningsmetoden 64
13.5.2 DCF modellen 65
13.6 Sammenfatning et retvisende billede 66
14.0 Værdiansættelse 67
14.1 Normalindtjeningsmetoden 67
14.1.1 Fase 1 Opgørelse af ejendommens årlige driftsafkast 68
14.1.2 Fase 2 Fastsættelse af forrentningskrav 71
14.1.3 Fase 3 Tillæg og fradrag for særlige forhold 75
14.1.4 Sammenfatning normalindtjeningsmetoden 76
14.1.5 Interessenternes informationsbehov 77
14.2 DCF-modellen 78
14.2.1 Bestemmelse af cash flowet i budgetperioden 79
14.2.2 Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag 82
14.2.3 Bestemmelse af terminalværdi 87
14.2.4 Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag 87
14.2.5 Bestemmelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier 87
14.2.6 Sammenfatning af DCF-modellen 88
14.2.7 Interessenternes informationsbehov 89
14.3 Sammenligning DCF-modellen og normalindtjenings metoden 90
14.4 Ekstern vurderingsmand 91
15.0 Analyse af værdiansættelse i forskellige risikoscenarier 92

15.1 Behandling af forskellige tomgangsprocenter 93
15.1.1 Normalindtjeningsmetoden 93
15.1.2 DCF modellen 94
15.1.3 Sammenligning tomgang i normalindtjeningsmetoden og DCF modellen 95
15.2 Behandling af forbedringsarbejder 96
15.2.1 Normalindtjeningsmetoden 96
15.2.2 DCF modellen 97
15.2.3 Sammenligning normalindtjeningsmetoden og DCF modellen 98
15.3 Afkastkravets følsomhed 99
15.3.1 Normalindtjeningsmetoden 99
15.3.2 DCF modellen 100
15.3.3 Sammenligning normalindtjeningsmetoden og DCF modellen 101
15.4 Metodernes følsomhed 102
15.4.1 Normalindtjeningsmetoden 102
15.4.2 DCF modellen 103
15.4.3 Sammenligning normalindtjeningsmetoden og DCF modellen 104
16.0 Konklusion 105
17.0 Litteraturliste 109
18.0 Bilag 111
18.1 Normalindtjeningsmetoden 111
18.1.1 Bilag 1 Normalindtjeningsmetoden (alle beregninger) 111
18.2 DCF modellen 113
18.2.1 Bilag 2 DCF modellen uden ændringer 113
18.2.2 Bilag 3 DCF modellen gennemsnit tomgang 114
18.2.3 Bilag 4 DCF modellen historisk tomgang 115
18.2.4 Bilag 5 DCF modellen forbedring primo 116
18.2.5 Bilag 6 DCF modellen forbedringer medio 117
18.2.6 Bilag 7 DCF modellen analyse af afkastkravs følsomhed 118
18.2.7 Bilag 8 DCF modellen analyse af modellens følsomhed (positiv) 119
18.2.8 Bilag 9 DCF modellen analyse af modellens følsomhed (negativ) 120

1.0 Summary

This thesis contains a review of the accounting treatment of investment property with a special focus on the challenges which comes with the valuation.

The targeted audience is primarily investors but other stakeholders will also be able to benefit from reading this thesis or will be able to find inspiration on how investment properties are accounted for and the challenges with the valuation.

The thesis begins with an introduction and thesis statement and to ensure that the thesis statement is accounted for, it has been decomposed in some sub-questions which will help answer the main problems of the thesis. Afterwards boundaries have been made to the thesis.

The thesis examines the Danish and international accounting treatment for investment property. The framework is analyzed to assess if the investment meets the requirements frame of reference for inclusion in the financial statement.

The last part of the thesis analyses different valuation methods, DCF model and the normal earnings model, and later both models are used to calculate the fair value of a case with different scenarios. The thesis will end with a conclusion.

According to the accounting for an investment property, this is defined as an investment in land or buildings - or part of a building or both, to earn rental income or for capital appreciation or both. The Danish Statements Act, however does not include land in its definition. The framework is being analyzed to assess whether the investment meet the requirements for the frame of reference inclusion in the financial statements which they did.

The initial recognition of investment property should be measured at cost price. The calculation of the cost price must be treated equally nationally and internationally. It is

subsequently voluntarily if you want to use the cost price but if used the cost must be written off.

Subsequent measurements can according to the Danish Financial Statements Act happen at fair value but only if the investment activity is the main activity. IAS does not distinguish this, and therefore IAS is on easier terms than the Danish Statements Act on this point due to all investment properties are carried at fair value.

The fair value provides a more accurate picture than cost price. The most optimal fair value is done by assessing comparing current prices of comparable properties. If this cannot be used alternative yield-based models such as the normal earnings method and the DCF model is used.

The normal earnings method is a good and simple model to use to valuate a investment properties at fair value. This is due to the fact that the model can be adapted to the individual property taking into account the social and individual factors that affect the fair value. It is simple, due to the fact that the data used in the model are estimated and a relatively short term of 1 year. The cost of applying the model is therefore lower than other models.

Through a budget period of 5-10 years the DCF model takes highly into account terms of revenue, expenses and investments as they must be broken down in highly detail in each budget year. Therefore the model is great if the property must undergo a process where due to investments in improvements on the property which results in rent increases. It could also be major maintenance work which is necessary to maintain tenants. Development of the property must be completed during the budget period otherwise the cost is recognized as an average for the terminal period.

Budget period and the terminal values cash flow are thereafter discounted back at a discount rate which takes into account the various risk factors which the DCF model contains. The sum of the individual discounted values will then represent the value of the property.

The fair value is consistently 3-4% higher in the DCF model, than the normal earnings method. The fair value deviation is significant and where a cost-benefit consideration made, then the 3-4 % could remunerate an employee to use the DCF model before the utility will be lower than using the normal earnings method.

In order to assess if the models were sensitive to changes in the required return or operating return a sensitivity analysis was made. This analysis showed that the required return was the more sensitive of the two factors in the models. The analysis further showed that average earnings model was the most sensitive model.

2.0 Indledning

Dette speciale vil indeholde en redegørelse af den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme med fokus på værdiansættelse.

Specialet er valgt ud fra interesse, da Investeringsejendomme er et spændende investeringsobjekt, idet investeringsejendomme kan bruges som risikospredning af en formue, eller som en aktiv investering. Der er mulighed for, at tjene penge både på huslejen, omkostningsstyring, konvertering af gæld og værdistigninger på ejendommen.

Investeringsejendomme påvirkes dog af de stigende og faldende samfundskonjunkturer, som har en stor indflydelse på værdiansættelsen af ejendomme. Før finanskrisen indtrådte var ejendomspriserne skruet meget højt op, og under finanskrisen faldt næsten alle ejendomme i værdi.

På grund af finanskrisen strammede realkreditinstitutter og bankerne også deres udlånspolitik, hvilket fik store konsekvenser for mange ejendomsselskaber. Ejendomsselskaberne blev tvunget til at tvangssælge ejendomme, hvilket resulterede i yderligere prisfald på ejendommene, og enkelte ejendomsselskaber gik også konkurs.

Disse ejendomsselskaber som gik konkurs trak efterfølgende også enkelte banker med i faldet, da enkelte banker havde været for eksponeret mod ejendomsbranchen og for udlånsvillige til disse ejendomsselskaber.

I dag ser det ud til, at de store udsving er overstået for denne gang, og prisniveauet har stabiliseret sig. Der ses dog også små tegn på begyndende stigninger i ejendomsværdierne, men det begrænses af bankernes stadige modvillighed mod at udlåne penge, så prisudviklingen fremadrettet forventes at blive moderat.

På grund af manglende handler af ejendomme, så kan markedet også betegnes, som illikvidt hvilket gør, at ejendomsselskaberne har haft det svært, når de skal sammenligne

priser mellem solgte ejendomme, da der ikke er noget at sammenligne med, eller den sammenlignelige ejendom måske er tvangssolgt.

Den reelle værdi af en ejendom kan derfor være svær at opgøre, men der er mulighed for at anvende forskellige værdiansættelsesmodeller. Disse modellers opgørelsesmetoder er dog forskellige, og det vil resultere i forskellige ejendomsværdier, hvilket medfører stor fokus på om den opgjorte værdiansættelse, også giver et retvisende billede, da den reelle værdi først vil fremkomme den dag, at ejendommen realiseres.

Der vil derfor i specialet blive lagt vægt på værdiansættelsesmetoderne, herunder DCF og den afkastbaserede model, hvor det blive synliggjort hvilken indflydelse forskellige scenarier vil have for værdiansættelsen i modeller.

Investeringsejendomme kan anskues fra flere perspektiver, regnskabsudarbejder eller regnskabslæser. I dette speciale er valgt regnskabslæser perspektivet herunder investorer, da de ingen indflydelse har på værdiansættelses metode eller regnskabsaflæggelse, og for dem vil regnskabet være den primære informationskilde.

God læselyst.

3.0 Problemformulering

Dette speciale skal belyse den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, herunder med særlig fokus på udfordringer med værdiansættelsen.

For at konkretisere problemformuleringen har jeg valgt at uddybe problemformuleringen i nedenstående afsnit.

For at belyse den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, så vil der blive redegjort for definition, indregning, værdiansættelse og præsentation af disse. Det vil blive gjort i henhold til årsregnskabsloven og IAS 40 samt IFRS 13, hvilket skal belyse informationsværdien af regnskaberne.

Den regnskabsmæssige begrebsramme vil blive analyseret for at vurdere, om de forskellige værdiansættelses metoder af investeringsejendomme opfylder general klausulen om et retvisende billede af virksomhedens aktiver.

Investeringsejendomme repræsenterer ofte stor værdi i balancen, og derfor er værdiansættelsen i fokus i dette speciale. I analysedelen vil der blive redegjort for værdiansættelse gennem normalindtjeningsmetoden og DCF modellen, hvor der vil blive opstillet forskellige scenarier til illustration af brugen af begge modeller. Den mest hensigtsmæssige løsning på scenariet vil herefter blive udvalgt i begge modeller, og forskellene og lighederne vil blive kommenteret. Der vil også være fokus på, hvilken af modellerne er mest følsom.

Specialet skal belyse den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, herunder med særlig fokus på udfordringer med værdiansættelsen, og for at sikre problemformulering besvares, er problemformuleringen blevet dekomponeret i nogle delspørgsmål, som vil hjælpe med at besvare problemformulerings hovedspørgsmål.

Delspørgsmål som vil blive besvaret i specialet.

1. Hvad definerer en investeringsejendom
2. Hvordan skal en investeringsejendom behandles regnskabsmæssigt, herunder indregning, værdiansættelse og præsentation
3. Hvordan kan en ejendom værdiansættes, og hvilke modeller kan anvendes til værdiansættelsen
4. Opfylder dagsværdien bedre kravet om et retvisende billede i begrebsrammen kontra kostprisen
5. Er der stor forskel i dagsværdien ved brug af normalindtjeningsmetoden eller DCF metoden
6. Hvad har mest indflydelse på dagsværdien driftsafkast/cash flow eller afkastkrav
7. Hvilken af værdiansættelsesmodellerne er mest følsom

4.0 Afgrænsning

Der afgrænses fra skattemæssige og momsmæssige problemstillinger ved køb, ejerskab og salg af investeringsejendomme. Det skyldes, at specialets problemformulering er mere af regnskabsmæssig karakter, og derfor ligger disse problemstillinger udenfor specialets problemområde.

Det vil være dansk regnskabsregulering, som vil ligge til grund for specialet, der vil dog blive sammenlignet med internationale regnskabsstandarder fra IAS og IFRS. Anden international lovgivning afgrænses der fra.

Forsikringsselskaber, banker, pensionskasser og statslige selskaber ligger inde med store ejendomsporteføljer, men da lovgivningen er speciel for disse virksomheder, så vil disse virksomheder ikke blive berørt.

Gældsforpligtigelser vil ikke blive berørt, selvom der er mulighed for at tjene penge ved gældsoptimering. Det skyldes, at fokus i dette speciale ligger på værdiansættelsen af aktivet.

Sale and lease back af investeringsejendomme behandles ikke, da det mere er en finansieringsmetode.

I henhold til lejeloven og boligreguleringsloven skal nogle ejendomme indbetale penge til vedligeholdelseskonti i grundejernes investeringsfond. Det er efterfølgende muligt, at søge tilskud til vedligeholdelse eller forbedringer på ejendommen fra en af disse konti. Disse konti vil ikke blive berørt, da de ligger udenfor specialets problemområde.

Blandede ejendomme behandles ikke, da der kan være stor forskel på disse ejendomme, og for eksempel vil beliggenheden kunne have stor betydning for opdelingen af henholdsvis den private del og den erhvervsmæssige del. Opdelingen af en privat herlighedsværdi og økonomisk investeringsmæssig værdi vil kunne skævvride ejendommens samlede værdi, og derfor ses der bort fra denne ejendomstype.

Det er den regnskabsmæssige behandling og værdiansættelsen, som er i fokus i dette speciale, og derfor vil de enkelte regnskabsposter såsom lejeindtægter og udgifter ikke særskilt blive berørt. I værdiansættelsen vil posterne dog blive berørt, når de indgår i værdiansættelsesmodellerne.

5.0 Kildekritik

Regnskabsreglerne for investeringsejendomme er objektive, da de nationalt stammer fra årsregnskabsloven og regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder. Internationalt stammer de fra IAS 40 og IAS 16 samt IFRS 13.

Der er brugt kildemateriale fra de største revisionskontorer i Danmark herunder primært KPMG, PwC og Deloitte. Materialet har været artikler, hæfter uddrag fra regnskabshåndbøger, mv. Det vurderes, at revisionskontorerne er objektive i de tekster, som de har forfattet. Det skyldes, at de prøver at videreformidle kompliceret lovstof på mere forståelig måde, og de betegnes som offentlighedens tillidsrepræsentant.

Det vurderes, at lærebøger som er anvendt under cand merc aud. studiet er objektive. Herunder primært Finansiel rapportering, af Jens O. Elling samt Regnskabsanalyse og værdiansættelse, af Ole Sørensen, idet de kun videreformidler teori. Dette gælder også for revisorhåndbogen og Årsrapport efter IFRS.

I analysedelen er der anvendt data fra Colliers markedspuls og status for 3 kvartal 2013. Dataene vurderes forholdsvis objektive, da det er indsamlede informationer som videreformidles.

Der er også brugt kildemateriale fra Ejendomsforeningen, som er en erhvervsorganisation for ejere, udlejere og administratorer af fast ejendom, materialet har primært omhandlet værdiansættelsesmodeller. Det vurderes, at materialet er objektivt, da det primært kun er uddybninger af allerede kendt stof, som er brugt i specialet.

6.0 Metodevalg

Formålet med dette kapitel er at skabe en overskuelig struktur og en beskrivelse af specialets opbygning samt fremgangsmåden, som er valgt til at komme fra problemformulering til konklusion.

Dette speciale er inddelt i 5 områder, som udgør indledningen til specialet, den regnskabsmæssige behandling, begrebsrammen og et retvisende billede, analyse af værdiansættelse modeller og konklusion.

Step 1.
Der indledes til specialet via en indledning, hvor der herefter opstilles en problem-formulering. Der afgrænses efterfølgende til problemformuleringen, så denne kan blive mere konkret. Der afsluttes med en gennemgang af kildekritik og metodevalg.

Step 2.
Der vil herefter blive redegjort for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme ifølge årsregnskabsloven og IAS samt IFRS 13. Redegørelsen vil tage udgangspunkt i definition, indregning, værdiansættelse og præsentation.

Følgende underspørgsmål vil blive besvaret under step 2.

1. Hvad definerer en investeringsejendom
2. Hvordan skal en investeringsejendom behandles regnskabsmæssigt, herunder indregning, værdiansættelse og præsentation

Step 3.
Den regnskabsmæssige behandling efterfølges af en analyse af begrebsrammen, og en vurdering af om de forskellige værdiansættelsesmetoder af investeringsejendomme opfylder general klausulen om et retvisende billede af virksomhedens aktiver

Følgende underspørgsmål vil blive besvaret under step 3.

3. Hvordan kan en ejendom værdiansættes, og hvilke modeller kan anvendes til værdiansættelsen
4. Opfylder dagsværdien bedre kravet om et retvisende billede i begrebsrammen kontra kostprisen

Step 4

Herefter vil der blive lavet en analyse for normalindtjeningsmetoden og DCF modellen, hvor der vil blive lavet forskellige scenarier til illustration af brugen af begge modeller. Forskellene i værdiansættelsen vil derefter blive kommenteret.

Følgende underspørgsmål vil blive besvaret under step 4.

5. Er der stor forskel i dagsværdien ved brug af normalindtjeningsmetoden eller DCF metoden
6. Hvad har mest indflydelse på dagsværdien driftsafkast/cash flow eller afkastkrav.
7. Hvilken af værdiansættelsesmodellerne er mest følsom

Step 5

Specialet afsluttes med en konklusion.

7.0 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

I nedenstående kapitel vil der blive redegjort for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Kapitlet er opdelt i henholdsvis definition, indregning og værdiansættelse samt oplysning og præsentation i regnskabet.

Det er årsregnskabslovens § 33, 36, 38 og 41 som omhandler den regnskabsmæssige behandling af investerings ejendomme, og internationalt er det IAS 40 samt IFRS 13.

7.1 Årsregnskabsloven definition af ejendomme

Årsregnskabsloven indeholder ingen definition af investeringsejendomme, men i kommentarerne til årsregnskabsloven henvises der til IAS 40. Det vil derfor være IAS 40, som danner grundlag for gennemgangen.

7.2 IAS definition af ejendomme

IAS 40 definerer investeringsejendomme som[1]:
Investeringsejendomme er investeringer i grunde eller bygninger – eller en del af en bygning eller begge dele, holdt af ejeren eller af leasingtager under en finansiel leasingkontrakt, for at opnå lejeindtægter eller en kapitalgevinst eller begge dele, i stedet for:

a. Brug i produktionen eller levering af varer eller tjenesteydelser eller til administrative formål eller
b. Salg i ordinær drift.

Det bør bemærkes, at investeringsejendomme i IAS 40 også omfatter grunde. Disse grunde skal behandles som investeringsejendomme, hvis det endnu ikke er afgjort, om de besiddes for, at opnå en kapitalgevinst eller skal sælges som led i den normale drift.

[1] IAS 40.5

I de tilfælde hvor der i/til en investeringsejendom er tilknyttet ydelser såsom sikkerhedsydelser, vedligeholdelsesdrift eller viceværtdrift, så skal det være af uvæsentlig betydning i forhold til den samlede aftale, hvis ejendommen skal klassificeres som investeringsejendom[2].

I de tilfælde hvor virksomheden både driver hotel, og er ejer af samme ejendom, så er servicen væsentlig for arrangement som helhed, og derfor skal ejendommen ikke klassificeres som investeringsejendom men som domicilejendom[3].

Ifølge definitionen kan det derfor konstateres, at der er forskellige ejendomstyper. Disse ejendomstyper kan udover investeringsejendomme oplistes som:

- Domicil ejendomme
- Handelsejendomme
- Ejendomme under opførelse

7.3 Domicilejendomme

Domicilejendomme er ejendomme, som bruges administrativt eller produktionsmæssigt af virksomheden selv. Disse ejendomme genererer ikke et cash flow eller kapitalgevinst, og er derfor ikke indbefattet af standarden, men skal behandles efter IAS 16 materielle aktiver.

Såfremt en virksomhed udlejer en ejendom til en anden virksomhed i samme koncern, som anvender denne til salg, produktion eller administration, så kan ejendommen ikke indregnes som en investeringsejendom i koncernregnskabet. Den virksomhed, som udlejer ejendommen, kan dog i sit eget årsregnskab behandle ejendommen som en investeringsejendom, men i koncernregnskabet skal den indregnes som domicilejendom[4].

[2] IAS 40.11
[3] IAS 40.12
[4] IAS 40.15

7.4 Handelsejendomme

Handelsejendomme er ejendomme, som er opført eller besiddes med henblik på salg i et normalt forretningsforløb indenfor en kortere årrække på ca. 3 år
Denne type ejendomme skal behandles efter IAS 2 varebeholdninger.

Hvis der på ejendommen er arealer, som kan blive solgt enkeltvis, så skal arealerne også behandles regnskabsmæssigt enkeltvis. Er det ikke muligt at sælge arealerne enkeltvis, kan ejendommen kun anses som en investeringsejendom, hvis alene en uvæsentlig del af ejendommen anvendes af selskabet selv. Ved uvæsentlighed ses i praksis ofte en grænse på 5 %.[5]

7.5 Ejendomme under opførelse

Ejendomme under opførelse for tredjemand skal anvende IAS 11 entreprisekontrakter,[6] men hvis det er boligbyggeri, skal IAS 2 anvendes som hovedregel. Det skyldes, at det ikke vurderes, at køber har haft tilstrækkelig mulighed for indflydelse på byggeriet, sådan at det kan karakteriseres som en entreprisekontrakt[7].

For ejendomme under opførelse, hvor den fremtidige hensigt med ejendommen er investeringsejendom, men opførelsen er ikke afsluttet, skal fra før 1. januar 2009 anvende IAS 16 materielle anlægsaktiver. Ejendomme påbegyndt opførelse efter 1. januar 2009 skal anvende IAS 40.

I de tilfælde hvor der ikke kan opgøres en dagsværdi pålideligt, kan de virksomheder, som har valgt dagsværdimodellen for færdiggjorte investeringsejendomme, vælge kostprismodellen til indregning af ejendomme under opførelse.

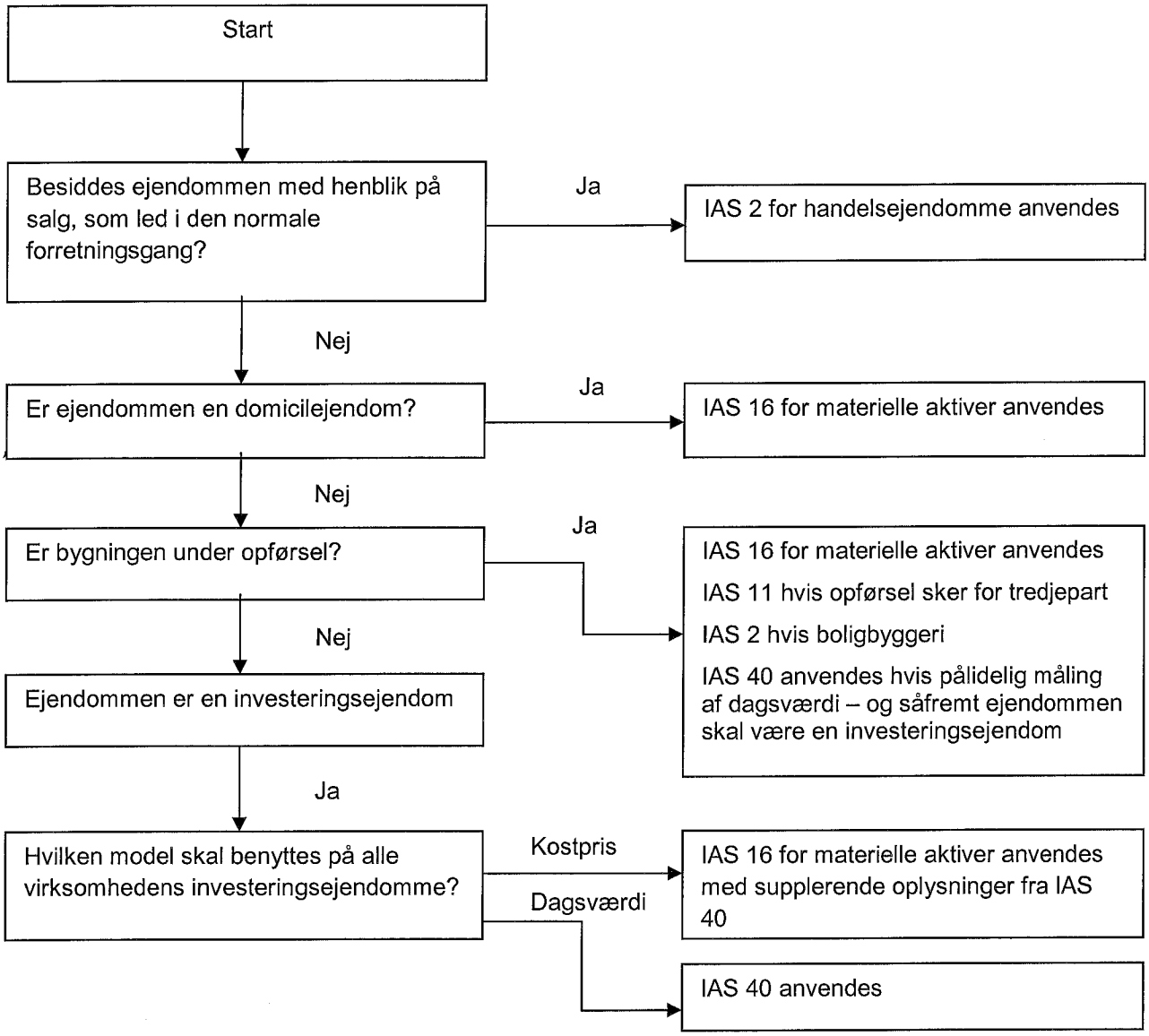
Hvis en ejendom er klassificeret som investeringsejendom og fortsat skal være investeringsejendom, men skal renoveres, ombygges eller tilbygges, så skal den ikke omklassificeres, mens eller efter ombygningen foregår[8].

For bedre at kunne overskue beslutningsprocessen i forhold til klassifikationen af investeringsejendomme, så er der på næste side udarbejdet et beslutningstræ.

---

[5] Inspi nr. 7/8 2007 side 20
[6] IAS 40.9b
[7] Fondsrådsafgørelse af 30. oktober 2006
[8] IAS 40.9d

Beslutningstræ for investeringsejendomme.



Kilde IAS 40

Opstår der vanskeligheder ved at klassificere en ejendom som en investeringsejendom skal dette oplyses i regnskabet[9].

[9] IAS 40.14

7.6 Sammenligning definitioner

Definitionen af investeringsejendomme er investeringer i grunde eller bygninger – eller en del af en bygning eller begge dele, som besiddes for at opnå lejeindtægter eller en kapitalgevinst. Den eneste væsentlige forskel i definition mellem årsregnskabsloven og IAS ligger i, at grunde også medregnes som investeringsejendom ved brug af IAS.

Domicilejendomme er ejendomme, som bruges administrativt eller produktionsmæssigt af virksomheden selv. Disse ejendomme genererer ikke et cash flow eller kapitalgevinst, og skal behandles efter IAS 16 materielle aktiver.

Handelsejendomme er ejendomme, som er opført eller besiddes med henblik på salg i et normalt forretningsforløb indenfor en kortere årrække. Handelsejendomme skal behandles efter IAS 2 varebeholdninger.

Ejendomme under opførelse for tredjemand skal anvende IAS 11 entreprisekontrakter, men hvis det er boligbyggeri, skal IAS 2 anvendes som hovedregel.

Investeringsejendomme under opførelse før 1. januar 2009, som ikke er afsluttet, skal anvende IAS 16 materielle anlægsaktiver. Ejendomme påbegyndt opførelse efter 1. januar 2009 skal anvende IAS 40.

7.7 Interessenternes informationsbehov

IAS 40 afgrænser både positivt og negativt i forhold til hvad der er investeringsejendomme eller ikke. Den negative afgrænsning henviser til andre vejledninger hvor disse ejendomme skal behandles.

Informationsmæssigt giver IAS 40 samlet set en klar positiv og negativ definition af investeringsejendomme, og har dermed en nytteværdi for interessenterne.

8.0 Indregning

8.1 Indregning årsregnskabsloven

Investeringsejendomme skal ifølge årsregnskabslovens § 33 indregnes som et aktiv, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden, og investeringsejendommens værdi kan måles troværdigt.

Investeringsejendomme kan herefter indregnes som et aktiv, når indregningskravet i § 33 er opfyldt.

Aktiver kan yderlige opdeles i anlægsaktiver, som er: aktiver, der er bestemt til vedvarende eje eller brug for virksomheden, eller omsætningsaktiver, som er: aktiver, der ikke er anlægsaktiver[10].

Investeringsejendomme, som forventes at skulle forblive i virksomhedens eje, skal indregnes som en særskilt post benævnt investeringsejendomme under materielle anlægsaktiver.

Investeringsejendomme, som forventes, at skulle afhændes inden for kort tid kan indregnes, som en særskilt post benævnt investeringsejendomme til salg under omsætningsaktiverne. Alternativt kan investeringsejendomme til salg også indregnes som en særskilt post benævnt investeringsejendomme til salg under materielle anlægsaktiver.

8.2 Indregning IAS

Investeringsejendomme skal indregnes i balancen som et aktiv, når og kun når[11]:

a. Det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele forbundet med investeringsejendommen vil tilgå virksomheden, og
b. Kostprisen for investeringsejendommen kan måles pålideligt.

[10] Årsregnskabslovens bilag 1, C. årsrapportens elementer.
[11] IAS 40.16

8.3 Sammenligning Årsregnskabsloven og IAS

Årsregnskabsloven og IAS har en samstemmende opfattelse af, hvornår Indregning af investeringsejendomme opfylder kravet på at blive klassificeret som et aktiv, idet investeringsejendommene forventes at kunne genere fremtidige indtægter til gavn for ejerne.

8.4 Interessenternes informationsbehov

Investeringsejendomme klassificeres hensigtsmæssigt under materielle anlægsaktiver på baggrund af deres fysiske beskaffenhed og perioden, de besiddes i.

Der kan argumenteres for investeringsejendomme, som skal sælges indenfor en kortere årrække, skal klassificeres under omsætningsaktiver. Problematikken ved denne klassifikation er tidshorisonten, idet det kan tage lang tid at sælge en investeringsejendom, og derfor vil omsætningsaktiverne i den periode være for store. Eller fordelingen mellem omsætnings- og anlægsaktiver forkert. Totalværdien er jo stadig ens.

Vælger man, trods den tidsmæssige problematik, i stedet at klassificere ejendomme udbudt til salg under materielle anlægsaktiver, bør det ske under en særskilt post, eller det oplyses i noterne. Prognoseværdien vil dermed blive forbedret, og fuldstændigheden vil for interessenterne blive forøget, og dermed også den troværdige præsentation og relevansen af regnskabsinformationerne.

9.0 Måling

9.1 Årsregnskabsloven værdiansættelse

Det blev i forrige afsnit konstateret, at investeringsejendomme godt kunne indregnes jf. årsregnskabslovens § 33.

9.2 Første indregning

Det er årsregnskabslovens § 36, som anvendes ved første indregning. Aktiver og forpligtigelser skal på tidspunkt for første indregning måles til kostpris.

Kostprisen defineres i § 40, som alle omkostninger, der er foranlediget af anskaffelsen indtil det tidspunkt, hvor aktivet er klar til at blive taget i brug, eller som direkte kan henføres til det fremstillede aktiv. Endvidere kan renter af den kapital, der er lånt til finansieringen af anlægsaktiverne medregnes i kostprisen. Forudsætningen for denne indregning er, at renterne vedrører fremstillingsperioden.

Omkostninger til f.eks. ingeniører, arkitekter, advokater eller tinglysning kan dermed også indregnes i ejendommens kostpris.

Omkostninger i forbindelse med optagelse af gæld, f.eks. stempelomkostninger kan ikke indregnes i ejendommens kostpris. Sådanne omkostninger skal i stedet indregnes i kostprisen for gælden[12].

Ejendomme, som virksomheden selv har opført, skal opgøres til kostprisen på den dag, de tages i brug.

[12] KPMG, Investeringsejendomme side 13

9.3 Efterfølgende måling

De efterfølgende målinger af investeringsejendomme kan metodemæssigt variere. De metoder som anvendes er:

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

9.4 Kostprismetoden

Ved efterfølgende målinger kan kostprisen stadig anvendes som måling ifølge årsregnskabslovens § 40. Vælges kostprismetoden skal ejendommen behandles som andre materielle anlægsaktiver, og afskrives systematisk ud fra den forventede levetid.

Kostprisen eller omvurderingsmodellen skal anvendes af de virksomheder, som ikke har investering i investeringsejendomme som en hovedaktivitet.

9.4.1 Forbedringer

Forbedringsomkostninger, som afholdes senere på ejendommen, skal tillægges kostprisen. Forbedringsomkostninger kan defineres ud fra, at de vil forbedre eller forlænge ejendommens levetid eller stand, og dermed skabe en forventning om højere huslejeindtægter eller forøget dagsværdi. Forbedringsomkostningen skal herefter afskrives over de efterfølgende regnskabsperioder, hvor forbedringen forbruges i.

9.4.2 Reparation og vedligeholdelsesudgifter

Ejendomme forældes eller slides forskelligt, det kan skyldes anvendelsen af ejendommen er forskellig eller det miljø, som ejendommen befinder sig i. For at sikre ejendommens stand og lejeindtægten, så skal ejendommen derfor repareres og vedligeholdes. Reparations og vedligeholdelsesudgifterne kan få stor indvirkning på periodens resultat, da udgifterne skal udgiftsføres i resultatopgørelsen i den periode, de vedrører.

9.4.3 Afskrivninger

Materielle anlægsaktiver med begrænset brugstid skal formindskes med afskrivninger, der tilsigter en systematisk afskrivning af aktiverne over deres brugstid. Afskrivninger skal beregnes under hensynstagen til aktivets restværdi efter afsluttet brugstid målt til værdien på tidspunktet for brugstidens begyndelse.[13]

Afskrivning på en ejendom under opførelse vil ikke være muligt ifølge ovennævnte, og brugstiden for grunden, som ejendommen opføres på, anses ikke at have begrænset brugstid, og derfor kan der ikke afskrives på grunde.

Dekomponeringen af en investeringsejendom til afskrivningsberettigede formål ligger tæt op ad den internationale behandling i IAS, og vil derfor blive gennemgået i et senere afsnit. Dette gælder også for de mulige afskrivningsmetoder.

9.5 Dagsværdimetoden

Efter årsregnskabslovens § 38 stk. 2, er der, for de virksomheder, som har investering som hovedaktivitet, mulighed for at indregne investeringsejendomme til dagsværdi efter første indregning.

Det fremgår af § 49, at indtægter skal indregnes i resultatopgørelsen i takt med de indtjenes. Indtægter efter § 38 anses altid for indtjent.

Virksomheden kan have flere aktiviteter, men der kan kun være en hovedaktivitet. Det bliver derfor lidt problematisk i koncernforhold, hvor dattervirksomheden har investeringsejendomme som hovedaktivitet og udlejer ejendommene til andre selskaber i koncernen. I disse tilfælde kan dattervirksomheden i eget regnskab godt anvende § 38, men i koncernforholdet kan reglerne ikke anvendes, hvis det ikke er en hovedaktivitet for koncernen som helhed. I koncernregnskabet vil investeringsejendomme i datterselskabet, derfor skulle behandles som materielle anlægsaktiver.

[13] Årsregnskabslovens § 43

Der var tidligere et krav om binding af urealiserede værdireguleringer. Det blev ændret af ved lov. Nr. 516 af 17. juni 2008, og det har betydet, at positive urealiserede værdireguleringer nu kan udloddes, da de nu er frie reserver disponible for udbytte. Det forudsættes dog, at bestyrelsen finder udlodning forsvarlig.

I årsregnskabsloven er det bestemmelserne i § 37, som danner baggrunden for værdiansættelsen til dagsværdi jf. nedenstående hierarki.

1. Salgsværdien, som kan konstateres på et velfungerende marked.
2. Hvis der ikke findes et marked for aktivet eller forpligtigelsen som helhed, så skal aktivet eller forpligtelsen måles ud fra deres enkelte bestanddele.
3. Hvis dette ikke er muligt, skal aktivet eller forpligtigelsen måles til en tilnærmet salgsværdi. Den tilnærmede salgsværdi beregnes ud fra aktivets eller forpligtigelsens kapitalværdi, hvis den kan beregnes ud fra almindeligt anerkendte værdiansættelsesmodeller eller teknikker.
4. Hvis dette ikke er muligt skal aktivet eller forpligtigelsen måles til kostpris.

Investeringsejendomme vil ofte falde i hierarkiets nr. 3 tilnærmet salgsværdi, hvor discounted cash flow modellen (DCF) og normalindtjeningsmodellen vil være de to mest anvendte modeller.

Begrebet "dagsværdi" defineres i årsregnskabslovens bilag 1 D nr. 2 som det beløb, hvormed et aktiv kan udlignes ved transaktioner mellem uafhængige parter. I bemærkningerne til lovforslaget anføres, at benævnelsen benyttes synonymt med "fair value" i IFRS[14]. Dagsværdi begrebet vil derfor blive gennemgået under dagsværdimetoden "fair value" under IAS 40 og IFRS 13.

[14] Kommentarer til årsregnskabsloven side 383

9.6 Omvurderingsmodellen

Investeringsejendomme kan også opskrives efter omvurderingsmodellen. Det sker efter årsregnskabslovens § 41 stk. 3: Opskrives ejendommen, skal et beløb svarende til opskrivningen indregnes direkte i posten "reserve for opskrivning" under egenkapitalen. Denne reserve kan ikke elimineres med virksomhedens underskud eller formindskes på anden måde jf. dog næste punktum. Reserven skal opløses eller formindskes i det omfang, de opskrevne aktiver:

1. Realiseres eller udgår af driften,
2. Nedskrives på grund af lavere genindvindingsværdi, jf. § 42
3. Er forbundet med udskudt skat, der skal hensættes jf. § 47 eller
4. Tilbageføres på grund af ændret regnskabsmæssigt skøn, jf. § 52.

Opskrivningen er artsbestemt, idet opskrivningen føres på reserve for opskrivning og kan kun reduceres ved ovennævnte.

Omvurderingsmodellen eller kostprisen skal anvendes af de virksomheder, som ikke har investering i investeringsejendomme som en hovedaktivitet.

9.7 Offentlige ejendomsvurderinger

De offentlige ejendomsvurderinger er et værktøj til opkrævning af ejendomsskatter og ejendomsværdiskat, og derfor kan offentlige ejendomsvurderinger, som hovedregel ikke anvendes til fastsættelse af dagsværdien i årsregnskabet, da de kan afvige væsentligt fra ejendommens aktuelle dagsværdi, og derfor vil ejendommen blive værdiansat for højt eller for lavt.

9.8 IAS måling

Investeringsejendomme indregnes første gang til kostprisen. Kostprisen skal indeholde alle de omkostninger, som direkte afholdes i forbindelse med købet af investeringsejendommen[15]. Ejendommens kostpris skal dermed være omfattet af alle omkostninger til f.eks. ingeniører, arkitekter, advokater eller tinglysning.

[15] IAS 40.20

Egen opførte ejendomme skal opgøres til kostprisen den dag, de tages i brug. Ifølge IAS 23 skal renteomkostningerne af den kapital, der er lånt til finansieringen af ejendommen, da den var under opførelse også indregnes.

Efterfølgende målinger kan ske til kostpris (cost model) eller dagsværdi (fair value model). Det er ifølge IAS 40 ikke nødvendigt, at investering i investeringsejendomme er en hovedaktivitet, men uanset hvilken metode der vælges, skal alle ejendomme konsekvent værdiansættes på samme måde efterfølgende.

9.8.1 Kostprismodellen

Kostprismodellen indebærer, at virksomheden benytter hovedreglen i IAS 16, dvs. indregner ejendommen til kostpris med fradrag af akkumulerede afskrivninger.

9.8.1.1 Dekomponering

Der skal foretages separat afskrivning af hver del af et materielt anlægsaktiv, som har en kostpris, der er væsentlig i forhold til aktivets samlede kostpris.[16]

Det får den konsekvens, at man skal være opmærksom på de enkelte bestanddele i en ejendom såsom tag eller ydermure. Det gør sig også gældende, hvis der eksempelvis er store vinduespartier eller gulvet er specielt. I sådanne situationer er det nødvendigt at foretage en selvstændig vurdering af de enkelte komponenters brugstid.

Levetiden for ovennævnte ejendomskomponenter er forskellige og skal jf. IAS 16 afskrives forskelligt, når kostprisen er væsentlig i forhold til den samlede kostpris. Ved at anvende forskellige levetider for de enkelte komponenter, så vil den samlede ejendom blive vurderet mere korrekt.

Hvis der er to eller flere komponenter, som både er væsentlige og har samme levetid, så kan de grupperes og afskrives sammen[17]. Det vil dog ikke få den store betydning, da det talmæssigt er samme værdier.

---

[16] IAS 16.43
[17] IAS 16, afsnit 45

Det gælder modsætningsvis også for komponenter, som hver for sig ikke udgør en væsentlig del af aktivet, men de kan grupperes og afskrives samlet.[18] Det kan gøre anlægskartoteket nemmere at administrere, men rent afskrivningsmæssigt vil det ikke ændre meget.

Vurderingen af væsentligheden afgøres af ejeren af ejendommen, og det kan give problemer. Det er nemlig ikke er sikkert, at to forskellige ejere vurderer ens, og dermed kan to sammenlignelige ejendomme blive afskrevet forskelligt, og det ødelægger sammenligneligheden for interessenterne. Forskellen vil dog aftage, da mer- eller mindre afskrivningen vil blive formindsket, jo tættere ejendommen kommer udløbet af sin levetid.

9.8.1.2 Brugstiden

IAS 16 afsnit 6 definerer brugstiden som enten:

- den tidsmæssige periode, i hvilken aktivet forventes at være til rådighed til benyttelse af selskabet eller,
- på grundlag mængden af producerende enheder, som aktivet forventes at kunne producere.

Ligesom scrapværdien skal brugstiden som minimum gennemgås ved slutningen af hvert regnskabsår.[19] Ejendommens forventede brugstid og afskrivninger vil jf. IAS 16 afsnit 6 deraf blive et estimat og ikke et reelt udtryk for værditabet. Det gør det lidt sværere for interessenterne at vurdere deres investering, da de er nødt til, at have fuld tillid til at opgaven kan løses af ledelsen i ejendomsselskabet.

Brugstiden må ikke forveksles med aktivets økonomiske levetid. Brugstiden for et materielt anlægsaktiv kan være kortere end både aktivets økonomiske levetid og aktivets fysiske levetid.[20]

[18] IAS 16, afsnit 46
[19] IAS 16, afsnit 51
[20] Årsrapport efter internationale regnskabsstandarder, 3 udgave, Jan Fedderss og Henrik Steffensen, side 356.

Ved opgørelse af brugstiden og afskrivningerne er der nogle forhold, som har afgørende betydning for skønnet.

a. Forventet udnyttelse af aktivet, højst og bedst udnyttelse (habu)
b. Den fysiske slitage, som vil være ejendommens materielle forfald.
c. Den tekniske forældelse, som eksempelvis vil være, hvis ejendommen ikke længere er tidssvarende i forhold til indeklima eller brandsikkerhed.
d. Den tidsbegrænsede udnyttelse, hvis ejendommen er opført på lejet grund, og der dermed er en servitut af tidsmæssig karakter.

9.8.1.3 Afskrivningsmetode

Afskrivningsmetoden skal fastlægges, så den bedst muligt afspejler det mønster, hvorefter aktivets økonomiske fordele forventes at blive forbrugt af virksomheden.[21]

Ligesom brugstiden og scrapværdien skal afskrivningsmetoden også gennemgås minimum ved slutningen af hvert regnskabsår, og afskrivningsmetoden skal ændres, hvis der er sket væsentlige ændringer.[22]

Der ligges dermed vægt på kontinuiteten, men ændres forudsætningerne for scrapværdien eller brugstiden, så skal det behandles som en ændring af regnskabsmæssigt skøn.

Der kan anvendes følgende afskrivningsmetoder[23]

- Lineær afskrivning
- Saldo afskrivning
- Afskrivninger på basis af producerede enheder

Den lineære afskrivning forudsætter en fast scrapværdi, og derfra fordeles afskrivningerne jævnt over hele brugstiden som en lineær funktion. Saldometoden afskriver på saldoen, og dermed vil afskrivningerne blive faldende, jo tættere man kommer udløb af brugstiden,

[21] IAS 16, afsnit 60
[22] IAS 16, afsnit 61
[23] IAS 16, afsnit 62

Afskrivninger på basis af producerede enheder, sikrer matchingen over til resultatopgørelsen. Det anses dog ikke som en relevant metode for investeringsejendomme.

Forbedringsomkostninger som afholdes på ejendommen skal tillægges kostprisen. Forbedringsomkostninger kan defineres ud fra, at de vil forbedre eller forlænge ejendommens levetid eller stand, og dermed skabe en forventning om højere huslejeindtægter eller forøget dagsværdi.

Forbedringsomkostningen skal herefter fordeles på de efterfølgende regnskabsperioder med en afskrivning, som udtryk for at forbedringen bliver forbrugt i de enkelte perioder. Reparationsomkostninger føres i resultatopgørelsen med det samme.

Eksisterer der ikke et aktivt marked for en given investeringsejendom, og dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt, så skal ejendommen opgøres til kostpris. Det skal endvidere oplyses i regnskabet, hvorfor dagsværdien ikke kan opgøres, og en beskrivelse af ejendommen, samt det interval dagsværdien sandsynligt vil ligge i. Afskrivningsmetode og sats samt ejendommens forventede levetid skal også oplyses, når kostprismetoden anvendes.

Ved kategoriskift fra investeringsejendom til for eksempel domicilejendom, så skal kostprisen anvendes. Det væsentlige ved kategoriskift er, at hvis der sker ændringer, så skal kostprisen anvendes. Kostprisen skal være lig med dagsværdien på tidspunktet for kategoriskiftet

9.8.2 Dagsværdimodellen

Dagsværdimodellen bevirker, at investeringsejendommen skal værdireguleres løbende, og derfor må der ikke foretages afskrivninger på ejendommen.

Når dagsværdimodellen anvendes, forudsættes det, at det sker ud fra armslængdeprincippet. Det vil sige til de priser og vilkår, der kunne være opnået, hvis transaktionen havde fundet sted mellem uafhængige parter, og hvor både køber og sælger er fornuftigt informeret om markedssituationen.

For at opnå den bedste pris skal ejendommen markedsføres relevante steder eller overfor relevante personer, så markedet er velinformeret om muligheden for forhandlinger om ejendommen.

Dagsværdien er således ikke et fast målegrundlag, men snarere en målsætning og en proces, der gennemføres af virksomheden for at nå frem til det mest relevante – og samtidig efter omstændighederne pålidelige – målegrundlag for aktivet henholdsvis forpligtelsen[24].

Dagsværdien måles normalt mest korrekt til den aktuelle markedspris for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme tilstand[25]. Eksisterer der ikke et aktivt marked for den pågældende ejendom, fastsættes dagsværdien under hensyntagen til blandt andet følgende forhold[26]:

a. Aktuelle priser for ejendomme af en anden art, tilstand eller beliggenhed justeret for disse forskelle.

b. Aktuelle priser på et mindre aktivt marked justeret for ændringer i økonomi m.v. siden sidste handel.

c. Værdiansættelser udført på baggrund af tilbagediskonterede pengestrømme, der kan estimeres rimeligt pålideligt på baggrund af eksterne oplysninger.

[24] Kommentarer til årsregnskabsloven side 383,
[25] IAS 40.45
[26] IAS 40.46

De virksomheder der ejer investeringsejendomme, og som selv værdiansætter dem, forudsættes selv at råde over kompetente medarbejdere, som har indsigt i værdiansættelse af ejendomme og ejendomshandel. Dette sker ofte ved brug af normalindtjeningsmodellen eller discounted cash flow modellen. Disse modeller vil blive gennemgået mere dybdegående senere.

Der også mulighed for at anvende en ekstern valuar, men så skal det oplyses i regnskabet, hvis han anvendes.

Kostprisen kan anvendes for en enkelt ejendom, selvom andre ejendomme anvender dagsværdi. Det sker, når det ikke er muligt at finde sammenlignelige ejendomme med samme beliggenhed i et aktivt marked for den pågældende ejendom, men de resterende ejendomme skal stadig vurderes til dagsværdi.

Dagsværdien giver et reelt billede af værdien på ejendommen, og denne værdi vil også indeholde allerede afholdte investeringer i ejendommen såsom elevatorer, dørtelefoner og alarmsystemer, som også skal værdiansættes til dagsværdi.

Vælges dagsværdimetoden, skal den anvendes på alle investeringsejendomme, og der kan ikke efterfølgende skiftes værdiansættelsesmetode. Der kan skiftes metode fra kostpris til dagsværdi, hvis det giver et bedre retvisende billede, men ifølge IAS 40.31 giver det ikke et bedre retvisende billede at skifte fra dagsværdi til kostpris.

9.8.3 Markedsforhold

Før finanskrisen blev mange ejendomme solgt blandt de samme personer flere gange. Dermed kunne værdierne i ejendommene blive opskruet. Det var et problem, da handlerne ikke altid skete ud fra et fornuftigt forretningsøjemed, da de cirkulerede indenfor den samme personkreds. Det medførte, at andre ejendomme, som i udgangspunktet ikke var værdiansat for højt, også blev det på baggrund af andres ejendomshandler. Der bør derfor altid være en kritisk tilgang til sammenlignelige ejendomme i opgangstider.

Efter finanskrisen er problemet blevet omvendt, da mange ejendomme tvangssælges, og dermed bliver den reelle pris trykket i bund. Derfor skal salgssammenligninger af ejendomme i den nuværende situation også være meget kritisk.

9.8.4 Vurderingsmand

Det anbefales i IAS 40.32 at virksomhedens ledelse kan tage en ekstern vurderingsmand til hjælp. Den eksterne vurderingsmand skal have de anerkendte og relevante faglige kvalifikationer og have (nylig) erfaring indenfor det geografiske område samt den kategori, som den vurderede ejendom tilhører. Der må ikke udelukkende værdiansættes efter vurderingsmandens vurdering, da det er ledelsens ansvar at aflægge et korrekt årsregnskab. Vurderingsmandens vurdering skal kun understøtte dagsværdiopgørelsen. Nogle vurderingsmænd har tidligere inddraget fremtidige investeringer i deres måling af ejendommens værdi. Vurderingen tager derfor ikke udgangspunkt i, hvordan ejendommen er her og nu, men er derimod en vurdering af både ejendommen og den fremtidige om- og tilbygning.

Dette stemmer ikke overens med IAS 40.51, da investeringsejendommens dagværdi afspejler hverken fremtidige anlægsinvesteringer, som vil forbedre ejendommen, eller de tilknyttede fremtidige fordele af disse fremtidige investeringer.

På baggrund af ovenstående kan vurderingsmanden ikke til brug for målingen i årsrapporten foretage en vurdering af ejendommen under forudsætninger om fremtidige investeringer. Ejendommen skal derfor vurderes ud fra de faktiske forhold på balancedagen. Der kan ikke tages hensyn til effekter af fremtidig udbygning eller modernisering af ejendommen[27].

9.8.5 Kategoriskift

Det er naturligt at nogle investeringsejendomme gennemgår forskellige kategori skift i deres levetid. Det er forskelligt hvordan disse skift skal behandles, og hvordan de indregnes i resultatopgørelsen. Ejendomme under opførelse, domicil og handelsejendomme kan lave kategori skift til investeringsejendomme, og det kan også ske den anden vej.

[27] Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme, 3. april 2009, Erhvers- og selskabsstyrelsen.

Nedenstående sammenfatter konsekvenserne af forskellige kategori skift.

	Kategoriskift	Indregning i resultatopgørelsen	IAS-standard	Kommentar
Opførelse af ejendom	-	-	IAS 16 før 1/9 2009 IAS 40 efter 1/9 2009	
Slut på opførelse	Materielt anlægsaktiv Investeringsejendom →	Ja, forskellen mellem kostpris og dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen	IAS 40	Dagsværdi pr. ændringsdatoen = ny kostpris
Ejendommen skal nu bruges af selskabet selv	Investeringsejendom → Materielt anlægsaktiv	Ingen resultateffekt	IAS 16	Dagsværdi pr. ændringsdatoen = ny kostpris
Ejendommen skal nu bruges til investeringsformål	Materielt anlægsaktiv → Investeringsejendom	Nej – egenkapital som opskrivning efter IAS 16	IAS 40	Dagsværdi pr. ændringsdatoen = ny kostpris
Ejendommen[28] overgår til planlagt salg i selskabets ordinære drift.	Investeringsejendom → Varebeholdninger	Ingen resultateffekt	IAS 2	Dagsværdi pr. ændringsdatoen = ny kostpris
Ønsker igen at benytte ejendommen til investeringsformål	Varebeholdninger → Investeringsejendom	Forskellen mellem lagerværdi og dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen	IAS 40	Dagsværdi pr. ændringsdatoen = ny kostpris
Der indgås salgsaftale med overtagelse om højst 12 måneder, eller betingelserne i IFRS 5 er på anden måde opfyldt[29]	Investeringsejendom, der måles til kostpris efter IAS 16 → Anlægsaktiver, der besiddes med henblik på salg	Ja. Der nedskrives til en eventuel lavere dagsværdi med fradrag af afhændelses-omkostninger	IFRS 5	

Kilde: Årsrapport efter internationale regnskabsstandarder- fra dansk praksis til IFRS, side746 og egen tilvirkning.

Dagsværdi ved kategoriskift på en ejendom er meget vigtig vurdering af ejendomme, da det er den værdi, som anvendes hver gang ved et kategoriskift.

[28] Kræver at ejendommen udvikles for salg. Sættes ejendomme til salg i nuværende stand, er det stadig en investeringsejendom.

[29] Investeringsejendomme der måles til dagsværdi, er ikke omfattet af IFRS 5. Det betyder, at de vedbliver med at skulle måles til dagsværdi indtil overtagelsesdagen, også selv om der er indgået salgsaftale.

9.8.6 Sammenligning måling årsregnskabsloven og IAS

Årsregnskabsloven og IAS 40 er enige om, at den første indregning af investeringsejendomme skal ske til kostpris. Opgørelsen af kostprisen er også sammenlignelige.

Det er efterfølgende frivilligt at anvende kostpris, men anvendes kostprisen, skal den også afskrives. Den lineære afskrivningsmetode vil informationsmæssigt give regnskabet kontinuitet, og er efter min mening den bedste metode at anvende.

Aktivets restværdi også kaldet scrapværdien, ligger fast jf. årsregnskabsloven, men jf. IFRS skal scrapværdien revurderes løbende.[30] Forskellen betyder, at der tages hensyn til inflationen, når der aflægges årsrapport efter IFRS.
Konkret betyder den årlige ændring af scrapværdien at afskrivningerne fremadrettet kan/skal reguleres i op eller nedadgående retning. Tidligere afskrivninger vil ikke blive berørt, men vil dog påvirke de resterende afskrivninger.
Scrapværdien er en skønnet post, og det er derfor ikke sikkert, at alle skønner på samme måde, hvilket får indflydelse på sammenligneligheden, når regnskabsbruger skal sammenligne regnskabet over en given ejendom.

IAS 40 skelner ikke, ligesom årsregnskabsloven mellem investeringsaktivitet som hovedaktivitet eller ikke. IAS er dermed lempeligere end årsregnskabsloven på dette punkt, da alle investeringsejendomme kan indregnes til dagsværdi.

Behandlingen af værdireguleringen er ens mellem årsregnskabsloven og IAS 40. Værdireguleringen ved måling af investeringsejendomme til dagsværdi skal indregnes i årets resultat for det regnskabsår, hvori værdireguleringen opstår.

Værdireguleringen føres via overskudsdisponeringen over på en særlig "reserve for opskrivninger" under egenkapitalen.[31]

---

[30] IAS 16, afsnit 51
[31] Regnskabsmemo 2011-2012, side 92

Nedskrivningerne omkostningsføres i resultatopgørelsen og opskrivningerne under egenkapitalen modregnes.

Anvendes dagsværdi metoden, så vil sondringen mellem forbedringer og reparationer kun have betydning for, hvordan disse poster præsenteres i resultatopgørelsen og specifikationen i anlægsnoten.

9.8.7 Interessenternes informationsbehov

Investeringsejendomme, som måles til kostpris med efterfølgende afskrivninger, er verificerbar og pålidelig for investor, men på baggrund af, at investeringsejendommene sandsynligvis ikke er anskaffet på samme tidspunkt, svækkes sammenligneligheden, idet forskellige tidspunkter vil påvirke værdiansættelsen.

Investeringsejendomme besiddes, som tidligere nævnt, for at opnå et løbende afkast og værdiforøgelser, og derfor vil kostprisen som værdiansættelsesgrundlag virke mindre hensigtsmæssigt end en aktuel værdi

Årsregnskabsloven og IAS 40 åbner muligheden for, at vise en investeringsejendoms reelle værdi, idet begge værdiansætter ud fra en dagværdi, som løbende bliver reguleret. Denne værdiansættelse er dermed at foretrække, idet den giver investor et mere relevant billede af investeringsejendommene, og dermed øges informationsværdien også.

Ifølge årsregnskabsloven og IAS 40 kan værdiansættelsen også ske ud fra andre metoder end dagsværdien. Det sker, når der ikke er et velfungerende aktivt marked. I disse tilfælde vil almindelige anerkendte værdiansættelsesmetoder kunne anvendes, herunder DCF modellen og en afkastbaseret model.

En afkastmodel vil være præget af subjektive vurderinger og ikke være verificerbar for investor. Medmindre der gives supplerende oplysninger omkring de faktorer, som indgår i modellen, og hvordan disse vægtes af virksomheden.

Det forudsættes, at virksomhederne selv kan værdiansætte investeringsejendommene, men ved brug af en afkastbaseret model og en subjektiv vurdering kan

informationsværdien falde, hvis investor ikke har tillid til, at ledelsen i virksomheden kan forestå dette arbejde pålideligt.

Ifølge IAS 40 er det også muligt, at anvende en ekstern vurdering. Ved brug af en ekstern vurdering understøttes afkastmodellerne og informationsværdien for investor vil dermed blive forøget. Det vurderes ikke nødvendigt at bruge ekstern vurdering hvert år, men med cirka tre års mellemrum vil være passende.

Der anbefales også brug af følsomhedsanalyser, hvilket øger informationernes værdi for investorerne.

Ud fra ovennævnte gennemgang af værdiansættelsen kan det konkluderes, at årsregnskabsloven og IAS 40 er meget sammenlignelige.

10.0 Præsentation

10.1 Årsregnskabsloven ledelsesberetningen

Ifølge årsregnskabslovens § 99 skal ledelsesberetningen:

1. Beskrive virksomhedens hovedaktiviteter
2. Beskrive eventuel usikkerhed ved indregning eller måling
3. Beskrive usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen.
4. Redegøre for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold.
5. Omtale betydningsfulde hændelser, som er indtruffet efter regnskabsåret afslutning
6. Beskrive virksomhedens forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, som ledelsen har lagt til grund for beskrivelsen
7. Beskrive virksomhedens vidensressourcer, hvis de er af særlig betydning.
8. Beskrive særlige risici for inden for virksomhedens branche
9. Beskrive virksomhedens påvirkning af det eksterne miljø og foranstaltninger til forebyggelse, reduktion eller afhjælpning af skader herpå.
10. Beskrive F/U i eller for virksomheden og
11. Omtale filialer i udlandet.

Ovenstående omtale i ledelsesberetning vil give et godt indblik i, hvordan ledelsen ser virksomhedens investeringer i investeringsejendomme og den situation, som virksomheden befinder sig i.

Ledelsesberetningen skal også beskrive årets resultat sammenholdt med den forventede udvikling ifølge den senest offentliggjorte årsrapport og begrunde afvigelser i resultatet i forhold hertil.[32]

Ledelsesberetningen skal også indeholde en oversigt over:[33]

1. årets nettoomsætning, resultat af ordinær primær drift, resultat af finansielle poster, resultat af ekstraordinære poster, årets resultat, balancesum, investeringer i materielle anlægsaktiver, egenkapital og de nøgletal , som efter virksomhedens forhold er nødvendige, og

[32] Årsregnskabslovens § 100
[33] Årsregnskabslovens § 101

2. de i nr.1 nævnte tal for de fire foregående regnskabsår

Ved at begrunde afvigelserne undgår virksomheden, at der vil opstå unødvendig tvivl eller urigtige spekulationer omkring afvigelserne. Ved også at oplyse foregående års tal vil det også være muligt at se en trend i virksomhedens udvikling

10.2 Resultatopgørelsen

Følgende forhold skal fremgå særskilt af resultatopgørelsen[34].

- Årets lejeindtægter fra investeringsejendomme.
- Årets værdireguleringer, gevinster og tab ved afhændelse af investeringsejendomme.
- Investeringsejendommens driftsomkostninger.

Jf. årsregnskabslovens § 49 skal visse indtægter indregnes i resultatopgørelsen, selvom de – undtagelsesvist – ikke opfylder kravet om realiseret indtægt i stk. 1,1. pkt. de anses altid for indtjent. Det drejer sig om reguleringer af investeringsaktiver og tilhørende forpligtelser samt biologiske aktiver, jf. §37 og §38.[35]

Disse indtægter føres ofte på en særskilt post som dagsværdireguleringer eller "urealiserede gevinst og tab"[36].

Det virker også naturligt at anvende særskilte linjer, da indtægter og værdireguleringerne er sket som led i en hovedaktivitet, og derfor også er væsentlig for forståelsen af regnskabet.

[34] Regnskabsvejledning for klasse b og c virksomheder 17.5.2
[35] Karnov group, kommentarer til årsregnskabsloven, side 529
[36] Jeudan Årsrapport 2012, side 97

10.3 Oplysninger om anvendt regnskabspraksis og noter

Der skal redegøres for de indregningsmetoder og målegrundlag, der er anvendt på posterne i balancen, resultatopgørelse, noter og ledelsesberetning. Endvidere skal det fremgå, hvilken regnskabsklasse virksomheden aflægger årsrapport efter. Anføres beløbene i en anden valuta end danske kroner eller euro, jf. § 16, 2. pkt., skal der gives oplysning om kursen på den anførte valuta pr. balancedagen i forhold til danske kroner og den tilsvarende valutakurs pr. det foregående regnskabsårs balancedag[37].

Jf. årsregnskabslovens § 53 stk. 2 nr.1 b. skal redegørelsen for de relevante poster i det mindste fremgå: Indregningsmetoderne og målegrundlag for aktiver og forpligtelser, herunder om, hvorvidt renter indregnes i kostprisen, og efter hvilke metoder og grundlag, der foretages op-, ned og afskrivninger samt op- og nedreguleringer. Herunder skal nævnes: For investeringsaktiver og biologiske aktiver, der måles til dagsværdi efter § 38, skal forudsætningerne for den valgte beregningsmetoden oplyses.

Det bør oplyses, hvorvidt der har været benyttet en uafhængig ekstern valuar, samt hvilke beregningsmetoder der har været benyttet for at opgøre dagsværdien. De centrale forudsætninger skal angives. Det omfatter eksempelvis forrentningskrav/diskonteringsrente, udlejningsgrad, løbetid og opsigelsesvarsel for lejemål m.v., dette gælder også, selv om der har været anvendt en ekstern valuar. I regnskaber for større ejendomsselskaber ses det ofte, at der under afsnittet anvendt regnskabspraksis er givet en generel beskrivelse. Denne suppleres med en beskrivelse i noterne af de anvendte forudsætninger på de enkelte ejendomme[38]. En fyldestgørende omtale i regnskabspraksis og uddybning af noterne mindsker risikoen for fejlfortolkning af regnskabet.

[37] Årsregnskabslovens § 53 stk. 1
[38] Karnov group, kommentarer til årsregnskabsloven, side 563

10.4 Aktiver

Investeringsejendomme skal præsenteres i posten grunde og bygninger under materielle anlægsaktiver.

Hvis det giver et mere retvisende billede at oprette en ny særskilt post, eksempelvis igangværende projekter investeringsejendomme[39], så skal det gøres.

Anlægsnote

Regnskabsklasse C og D virksomheder har pligt til at udarbejde en anlægsnote over investeringsejendommene jf. årsregnskabslovens § 88 stk. 1. Jf. årsregnskabslovens § 88 stk. 2., stk. 1 finder med de fornødne tilpasninger anvendelse for hver post under anlægsaktiver, der løbende reguleres jf. § 38.

Det er ikke nødvendigt at opstille sammenligningstal i anlægsnoten.

Eventualforpligtigelser

Har virksomheden stillet pant eller anden sikkerhed i aktiver, skal den angive omfanget af pantsætningerne og de pantsatte aktivers regnskabsmæssige værdi, specificeret på de enkelte poster[40].

[39] Jeudan Årsrapport 2012, side 98, note 14
[40] Årsregnskabslovens § 94

10.5 IAS ledelsesberetningen

IASB har udsendt en IFRS-vejledning om ledelsesberetningen (Management commentary). Vejledningen er rettet mod virksomheder, der aflægger regnskab efter IFRS, men er ikke obligatorisk. Den udstikker udelukkende generelle retningslinjer for indholdet i ledelsesberetningen.[41]

Disse retningslinjer stemmer meget godt overens med årsregnskabslovens § 99, som blev gennemgået tidligere under årsregnskabsloven, og vil derfor ikke blive kommenteret yderligere.

10.6 Regnskabspraksis

Hvis det har været vanskeligt at vurdere, om en ejendom er investeringsejendom, så skal det oplyses. Retningslinjerne, som er anvendt til klassifikation af ejendommen, skal også beskrives.

Det skal oplyses, om dagsværdi eller kostprismetoden er anvendt ved værdiansættelsen. Anvendes dagværdimetoden skal det også oplyses, hvis der har været anvendt en uafhængig vurderingsmand, og i hvilket omfang vurderingsmanden har vurderet alle ejendommene eller kun en del af den samlede ejendomsportefølje.

De ejendomme, som måles til kostpris, skal følge reglerne i IAS 16. Hvilket blandt andet indebærer oplysning om den anvendte afskrivningsmetode, brugstiden og afskrivningssatsen, samt oplysning om dagsværdien.

De ejendomme, som måles til dagsværdi, skal oplyse om:
Metoder og væsentlige forudsætninger ved opgørelsen af en investeringsejendoms dagsværdi, herunder oplysning om, hvorvidt opgørelsen er baseret på markedsindikatorer eller i større grad på andre faktorer (som virksomheden skal oplyse om) på grund af ejendommens art og mangel på sammenlignelige markedsdata[42].

[41] PWC, Regnskabshåndbogen 2012, side 59
[42] IAS 40.75.4

Der skal også oplyses om tilstedeværelsen og størrelsen af restriktioner på investeringsejendommens realisation eller betaling af indtægter og provenu ved afhændelse, samt om der er kontraktlige forpligtigelser til at købe, opføre, om-, eller tilbygge investeringsejendomme eller til at reparere, vedligeholde eller forbedre disse.[43]

10.7 Resultatopgørelsen

Det kræves ikke i IAS 1, at dagsværdireguleringerne præsenteres på en særskilt linje i resultatopgørelsen. Men, hvis det er væsentlig for forståelsen af regnskabet resultat, så skal dagsværdireguleringerne præsenteres på en særskilt linje.

Lejeindtægter og direkte omkostninger på ejendomme, der både har og ikke har været udlejet i perioden, skal også præsenteres på særskilte linjer.

10.8 Aktiver

Investeringsejendomme skal præsenteres under langfristede aktiver på en særskilt linje i balancen i henhold til IAS 1.

Anlægsnote

Der skal udarbejdes en anlægsnote, og i anlægsnoten skal der være sammenlignings tal fra tidligere år.

Eventualforpligtigelser

Har virksomheden stillet pant eller anden sikkerhed i aktiver, skal den angive omfanget af pantsætningerne og de pantsatte aktivers regnskabsmæssige værdi, specificeret på de enkelte poster.

[43] IAS 40.75.7-8

10.9 Sammenligning præsentation

Der skal være sammenligningstal i IAS anlægsnoten, men dette er ikke et krav ifølge årsregnskabsloven.

10.10 Interessenternes informationsbehov

Følger virksomhederne kravene til præsentation af oplysningerne, så vil interessenterne have gode muligheder for selv at vurdere, om de er enige med ledelsen eller ikke, og deraf træffe deres egne beslutninger

11.0 IFRS 13

Dagsværdibegrebet har været til debat de senere år, hvilket har medført at IAS og FASB har udstedt IFRS 13 Fair value measurement. Denne standard skal skabe en ensartethed for en fællesbetegnelse af dagsværdibegrebet på området.

Dagsværdibegrebet i IFRS 13 skal anvendes fra 1. januar 2013. hvilket vil betyde ændringer til IAS 40, som jeg vil komme ind på senere.

IFRS 13 er gældende for regnskabsår der begynder pr. eller efter 1. januar 2013. IFRS 13 gælder, når en anden IFRS standard kræver eller tillader dagsværdimålinger eller oplysninger om dagsværdimålinger i årsrapporten.[44]

11.1 Definition

IFRS 13 definerer dagsværdi som den pris, der kan opnås ved at sælge et aktiv eller den pris, som skal betales for at overdrage en forpligtigelse i en almindelig transaktion mellem markedsdeltagere[45].

11.2 Dagsværdi

Dagsværdi er en markedsbaseret måling, og ikke en virksomhedsspecifik måling. Virksomheden anvender de forudsætninger, som markedsdeltagerne ville gøre brug af ved prisfastsættelsen af aktivet eller forpligtigelsen ud fra eksisterende markedsforhold, herunder forudsætninger vedrørende risici. En virksomheds hensigt med at eje aktivet eller afvikle forpligtelsen er således ikke relevant, når dagsværdien måles.[46]

11.3 Måling

For at opnå en korrekt dagsværdimåling skal følgende fastlægges: [47]

- Aktivet eller forpligtigelsen, der skal måles til dagsværdi
- For et ikke-finansielt aktiv, den "bedste anvendelse" af aktivet (higest and best use), og om aktivet bruges sammen med andre aktiver eller alene. Ved vurderingen af "bedste anvendelse" skal virksomheden overveje, om brugen af aktivet er lovlig samt fysisk og økonomisk mulig.

[44] IFRS 13 5
[45] IFRS 13.9
[46] Deloitte, IFRS 13, side 2
[47] Deloitte, IFRS 13, side 3

- Det primære (eller mest fordelagtige) marked (principal or most adventageous market), hvori en transaktion med aktivet eller forpligtigelsen vil finde sted.
- De(n) forudsætning(er), som en markedsdeltager ville bruge ved prisfastsættelsen af aktivet eller forpligtigelsen. (I den forbindelse skal tilgængeligheden af data tages i betragtning, som kan bruges til at udvikle input, der repræsenterer de forudsætninger, som markedsdeltagere ville bruge, når prissætning af aktivet eller forpligtigelsen, og niveauet for dagsværdihierarkiet inden for hvilke indgange er kategoriseret).

11.4 Vejledning om måling af dagsværdi

En virksomhed tager hensyn til de særlige kendetegn ved det aktiv eller passiv, som måles, således at en markedsdeltager ville tage hensyn til ved prisfastsættelsen af aktivet eller forpligtigelsen på målingsdatoen (f.eks. tilstand og placeringen af aktivet og eventuelle restriktioner for salg og brug af aktiver).[48]

Fair værdi måling forudsætter en ordentlig transaktion mellem markedsdeltagere på målingstidspunktet under de nuværende markedsforhold.[49]

Fair værdi måling forudsætter en transaktion, der finder sted i det primære marked for aktivet eller forpligtigelsen, eller i mangel af et hovedmarked, det mest fordelagtige marked for aktivet eller forpligtigelsen.[50] Prisen benævnes som (exit price).

En måling af dagsværdien af et ikke-finansielt aktiv tager hensyn til dens højeste og bedste udnyttelse, (HABU).[51]

Eksempel: En virksomhed erhverver et stykke jord ved en virksomhedssammenslutning. Jorden er beliggende i et industriområde og tiltænkt som en grund hvorpå, der skal opføres en fabrik. Denne anvendelse er udgangspunktet for værdiansættelsen, medmindre markedsforholdene indikerer noget andet. På nogle nabogrunde er der påbegyndt opførelse af boligblokke på baggrund af en nylig ændring i områdets

[48] IFRS 13.11
[49] IFRS 13.15
[50] IFRS 13.24
[51] IFRS 13.27

zonestatus. Det vurderes, at værdien er væsentlig højere ved opførelse af en boligblok, og at markedsdeltagerne værdiansætter grunden på grundlag af denne anvendelse. Som følge heraf vurderes værdien af grunden som værdien ved opførelse af en boligblok.[52]

11.5 Værdiansættelses metoder

Dagshierarkiet

Niveau 1: Officielle kurser (ikke-regulerende noterede kurser i et aktivt marked for identiske aktiver eller forpligtigelser, som virksomheden har adgang til på målingstidspunktet).[53]

Niveau 2: Observérbare input for aktivet eller forpligtelsen, enten direkte (dvs. som kurser), som ikke indgår på niveau 1.[54]

Niveau 3: Input til måling af aktivet eller forpligtigelsen, som ikke er baseret på observerbare markedsdata (ikke-observerbare input).[55]

En måling klassificeres i det laveste niveau, hvis input har væsentlig betydning for værdiansættelsen. Er eksempelvis kreditrisikoen i et gældsinstrument væsentlig ved værdiansættelsen, og denne ikke kan observeres – eksempelvis fordi debitor ingen kredit rating har – er målingen niveau 3, uanset at de relevante renter kan observeres i markedet.[56]

11.6 Præsentation

For alle aktiver og forpligtigelser, der måles til dagsværdi, skal der gives oplysninger, der i vidt omfang svarer til dem, der skal gives for finansielle instrumenter, der måles til dagsværdi efter IFRS 7. Disse omfatter:[57]

- Angivelse af niveauet i det målemæssige hierarki
- Overførsler mellem kategorier
- Metoder og forudsætninger anvendt ved opgørelse af dagsværdi

[52] PWC, Regnskabshåndbogen 2012, side 428
[53] IfRS 13.76
[54] IFRS 13.82
[55] IFRS 13.86
[56] PWC, Regnskabshåndbogen 2012, side 428
[57] PWC, Regnskabshåndbogen 2012, side 429

- For niveau 3 (ikke observerbart input) skal der oplyses om følgende:
  - Indregnede gevinster og tab i regnskabsperioden, herunder indregnede gevinster og tab på instrumenter i behold på balancedagen.
  - Periodens køb og salg
  - Angivelse af, om en rimelig sandsynlig alternativ forudsætning ville føre til en væsentlig anden værdi og en kvantificering heraf.

11.7 Sammenligning IFRS 13 og IAS 40

Der er stor lighed i forhold til dagsværdimålingen mellem IAS 40 og IFRS 13. De primære ændringer vil blive gennemgået nedenfor.

I IFRS 13 apendix D gennemgås de ændringer, som IFRS 13 har i forhold til andre standarder. I forhold til IAS 40 er det mest sprogmæssige ændringer, som er sket, meningen med forståelsen er dog stadig den samme. IFRS 13 prøver ved disse sprogmæssige ændringer at skabe en ensartethed. De primære sprogmæssige ændringer, som er sket, er (Bestemmelse, estimering eller opgørelse af) bliver ændret til (måling af).

I § 40 ændres fra kvalificerede villige parter, til markedsdeltagere, og at det er markedsdeltagerens antagelser omkring nuværende værdiansættelse, som skal ligge til grund for værdiansættelsen. Teksten om forventede lejeindtægter er slettet, og der skal i stedet fokuseres på nuværende værdi.

Habu (højst og bedst udnyttelse) er nyt i forhold til IAS 40, da IAS 40 kun koncentrerer sig om, at en ejendom kan klassificeres som en investeringsejendom. Ved brug af Habu metoden skal der nu tages hensyn til, om ejendommen udnyttes optimalt.

Dagsværdihierarkiets opdeling i 3 niveauer er nyt i forhold til IAS 40. Det kan dog sammenlignes med IAS 40 § 45 og 46. § 45 omhandler aktuelle priser på et aktivt marked og svarer dermed til niveau 1. § 46 stk. 1 og 2 omhandler aktuelle priser og nylige priser for lignende ejendomme på mindre aktive markeder, hvilket svarer til niveau 2. § 46 stk.3 baserer sig på pålidelige skøn, hvilket svarer til niveau 3. Sammenfattende kan det siges at betegnelsen er ny, men IAS 40 opererer med noget tilsvarende.

IFRS 13 oplister 3 værdiansættelsesmetoder, og i forhold til IAS 40 er IFRS 13 blot mere præcis eller detaljeret med udgangspunkt niveau 3 "input til måling af aktivet eller forpligtigelsen, som ikke er baseret på observerbare markedsdata (ikke-observerbare input).

11.8 Interessenternes informationsbehov

Det bliver nemmere for interessenterne med en standard, som ensretter dagsværdibegrebet, da reglerne i IFRS 13 bliver mere præciseret, og dermed kan interessenterne bedre sammenligne grundlaget for værdiansættelsen af ejendomme.

I forhold til HABU hvor det i princippet kan føre til en anden anvendelse, end den virksomheden har værdiansat ejendommen til, så vil jeg vurdere, at virksomhederne selv vil have værdiansat ejendommen mest optimalt, og det derfor ikke vil blive en problemstilling, men det skaber værdi for interessenten, at vide at ejendommen er værdiansat bedst muligt.

12.0 Begrebsrammen

12.1 Begrebsrammens formål

IASB og FASB baserer regnskabspolitikken på en begrebsramme (conceptuel framework), der integrerer regnskabsteori med økonomiske konsekvenser i samfundet. Begrebsrammen fungerer som regnskabspolitikkens "grundlov". Alle standarder skal tage udgangspunkt i og overholde begrebsrammens målsætning[58].

For at skabe et godt grundlag for at udfylde lovens generalklausul om et retvisende billede, er der i loven indarbejdet en begrebsramme, svarende til den, der kendes fra IFRS[59].

Begrebsrammen danner det teoretiske grundlag for en harmonisering af den regnskabsmæssige behandling. Herunder på hvilken måde informationerne skal behandles, måles og oplyses samt videreformidles til regnskabsbruger.

Begrebsrammens formål er blandt andet at vejlede regelsættere, og være en reference-ramme ved problemstillinger, som ikke er reguleret i lovgivningen, samt øge tilliden og forståelsen for det eksterne regnskab overfor regnskabslæserne.[60]

Begrebsrammen skal ikke ses som løsningen på specifikke problemer, men mere som en overordnet hjælperamme for fremtidige regnskabsstandarder.

12.2 Begrebsrammens indhold og opbygning

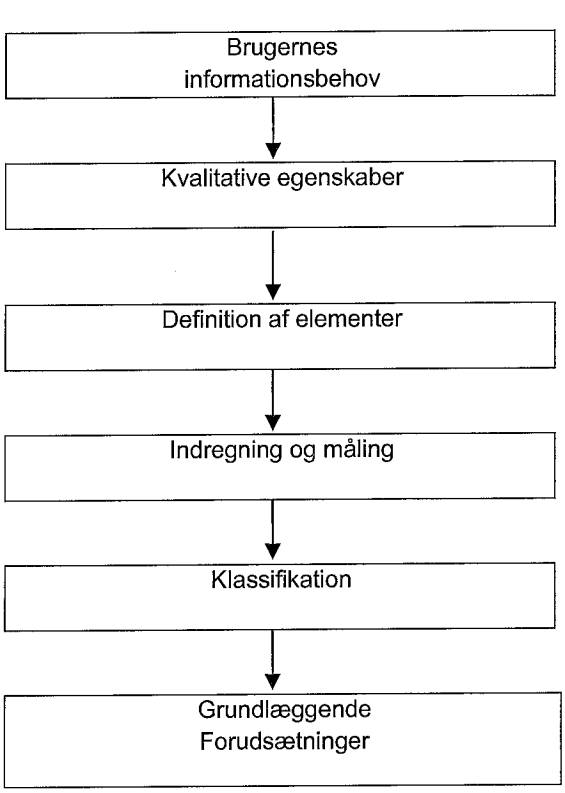
Begrebsrammen er opbygget i fem niveauer. Systemet er deduktivt, i forhold til højere niveauer. Tilsammen danner niveau 1og 2 målsætningen for virksomhedens regnskabsproduktion, og uddyber dermed indholdet af generalklausulen "et retvisende billede". De tre nederste niveauer angiver de generelle kriterier og krav, som skal stilles til målesystemerne, for at kunne implementere målsætningen i praksis. [61]

[58] Finansiel rapportering, Jens O. Elling side 42
[59] KPMG, Indsigt i årsregnskabsloven side 53
[60] Finansiel rapportering, Jens O. Elling side 178
[61] Finansiel rapportering, Jens O. Elling side 180

Begrebsrammens generelle struktur[62].

Målsætning

Målesystemer



12.3 Niveau 1: Brugerne og deres informationsbehov

Det eksterne regnskab skal måle og videreformidle beslutningsrelevante informationer omkring virksomhedens økonomi til eksterne interessenter. Disse interessenter er forskellige, og dermed er fokus på informationsbehovet også forskelligt.

Forskelligheden kan udmønte sig i engagementet og interessen for forskellige informationer. Interessenterne kan f.eks. være investorer, långivere, ansatte, kunder eller leverandører. Långivere vil have deres fokus rettet med sikkerhedsstillelsen i forhold til udlån. De ansatte vil fokusere på tryghed i ansættelsen. Kunderne, som i dette tilfælde er lejerne, vurderes til ikke at have stor fokus på de regnskabsmæssige informationer. Leverandørerne vil økonomisk primært være håndværkere, som er i gang med større renoveringer, og vil derfor være mest interesseret i betalingsevnen.

[62] Finansiel rapportering, Jens O. Elling, side 179

Investorernes informationsbehov er dog så omfattende, at dækkes deres informationsbehov, så anses de øvrige interessenters behov for finansiel information også dækket.[63]

Den primære regnskabsbruger vil ifølge ovennævnte gennemgang derfor blive en investor. Det informationsbehov, som kræves dækket, kan herefter opdeles i en prognose-, kontrol- og fordelingsopgave.

Prognoseopgaven.

Prognoseopgavens fokus er den fremtidige indtjening, som skal vise virksomhedens evne til at genere pengestrømme på baggrund af de historiske informationer, som indgår årsrapporten. Det er ligegyldigt for investor, om informationerne præsenteres i balancen eller noterne, bare de fremgår.

Kontrolopgaven.

Kontrolopgaven er bagudrettet, idet fokus her er at se på, om ledelsen har forvaltet virksomhedens ressourcer godt eller ikke. Det er væsentligt at se på, om udviklingen i virksomheden skyldes ledelsen eller udefra kommende forhold. Eksternt vil det derfor være interessant at sammenligne virksomheden med andre i branchen. Internt vil der være fokus på køb og salg af ejendomme, da det er ledelsesbeslutninger.

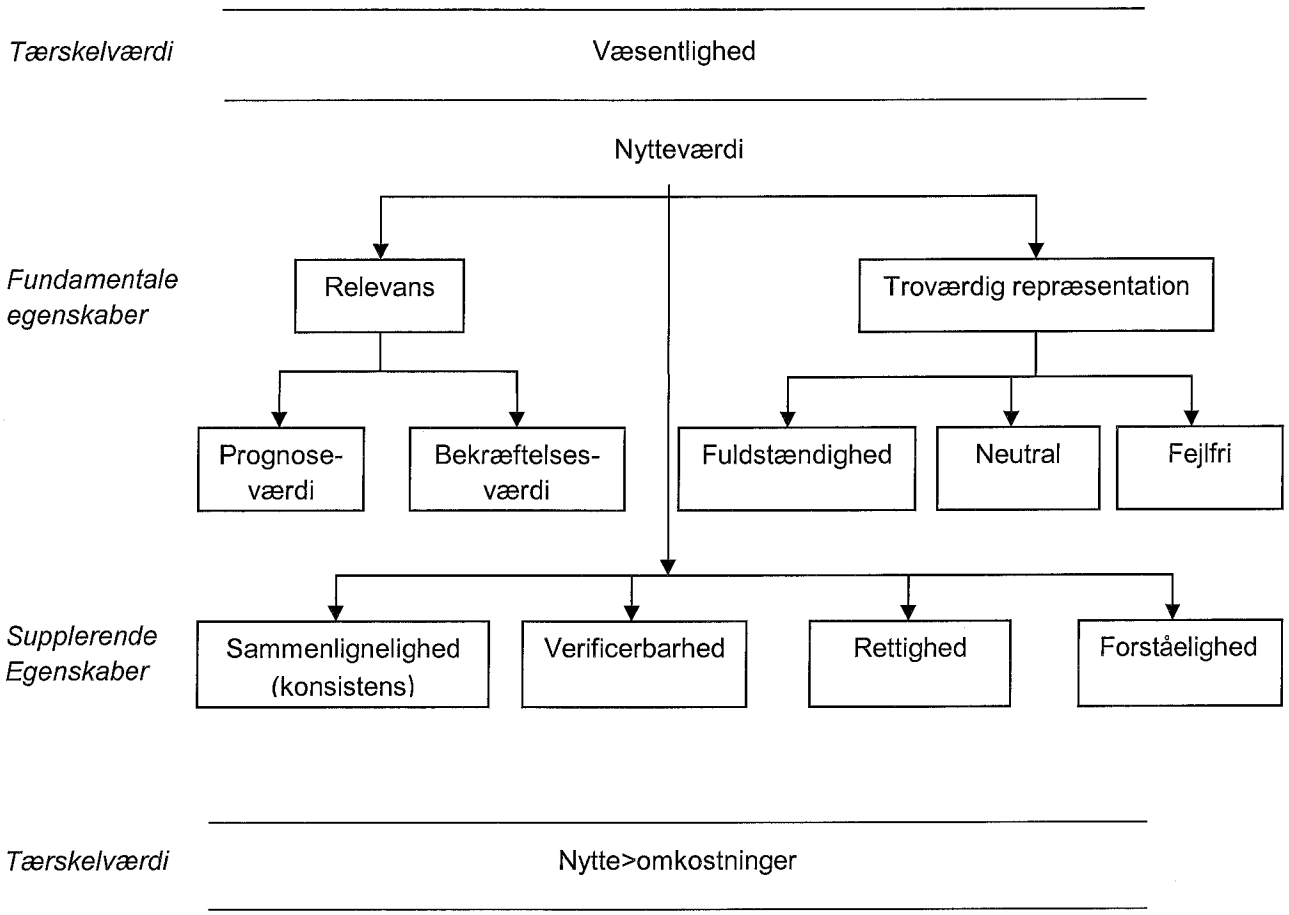
Fordelingsopgaven.

Fordelingsopgaven består i at få fordelt overskuddet under hensyn til forsat going concern for virksomheden. Udbyttets størrelse "bestemmes" internt i ledelsen, men det skal godkendes på generalforsamlingen. Investorerne skal derfor overveje om deres investering vil give større afkast ved at blive i virksomheden, eller det er bedre at få udbetalt udbytte.

[63] Finansiel rapportering, Jens O. Elling, side 182

12.4 Niveau 2: Kvalitative egenskaber

Der skal være kvalitet i de beslutninger, som træffes og derfor uddyber niveau 2 de kvalitative egenskaber, som et regnskab skal indeholde i forhold til nytteværdien. Nytteværdien er en afvejning mellem relevans og troværdig præsentation.



Kilde: Finansiel rapportering, Jens O. Elling side 187

Figuren viser de fundamentale og supplerende egenskaber, som den finansielle information bør besidde for at skabe størst nytteværdi for de primære brugere.[64]

[64] Finansiel rapportering, Jens O. Elling, side 187

Tærskelværdier

Den øverste tærskelværdi er væsentlighed, hvis en information er væsentlig, så vil den kunne ændre en regnskabsbrugers beslutning. Væsentlighed er forskellig fra virksomhed til virksomhed, og hvilken situation de befinder sig i.

Den nederste tærskelværdi er nytte>omkostninger. Der anlægges hermed en cost benefit betragtning, og det skyldes primært, at mindre virksomheder ikke skal påføres forholdsvis store omkostninger til informationsindsamling i forhold til nytteværdien.

Primært vil det koste virksomheden penge at indhente eller behandle informationer, og sekundært vil konkurrenterne lukrere på de oplyste informationer, idet det vil give dem et konkurrencemæssigt indblik i virksomheden. Disse omkostninger skal holdes op mod nytteværdien, hvor investorerne er mere villige til at investere i en åben virksomhed, så det vurderes, at markedskræfterne løser lidt af ovennævnte problemstilling.

Fundamentale forudsætninger

De fundamentale forudsætninger ligger under tærskelværdien, og dækker over relevans og troværdig repræsentation. Forudsætningerne understøttes af yderligere underpunkter, som vil blive gennemgået nedenfor.

Relevant information, der ikke er kendetegnet ved troværdig repræsentation, har ingen nytteværdi, og information uden relevans, men med høj troværdighed, har heller ingen nytteværdi[65].

Nytteværdien bliver dermed en afvejning mellem relevans og troværdig præsentation.

[65] Finansiel rapportering, Jens O. Elling, side 187

Relevans

Informationen skal være relevant i forhold til at blive et beslutningsgrundlag, idet informationen skal gøre en forskel for beslutningstageren, så der kan træffes en anden beslutning på baggrund af informationen. Relevans kan opdeles i prognose- og bekræftelsesværdi. Prognoseværdien er et udtryk for, at informationerne er så relevante, at de vil kunne indgå i en prognose. Bekræftelsesværdien består i, at informationerne i regnskabet kan bekræftes

Troværdig repræsentation

Ved troværdig repræsentation forstås, at den finansielle information troværdigt repræsenterer de økonomiske fænomener, den foregiver at repræsentere. Information kan ikke give en troværdig repræsentation af et økonomisk fænomen, medmindre den afbilder den økonomiske substans af den underliggende transaktion eller begivenhed.[66]

Ovenstående dækker over "substans over form". Substansen fås, når informationerne er fuldstændige, neutrale og fejlfrie.

Fuldstændighed dækker over, at alle informationer, som er nødvendige for at træffe rationelle økonomiske beslutninger, er medtaget. Dette gælder både for den information, som oplyses, og den som tilbageholdes. Det vil dermed sige, at på trods af fuldstændighed så skal alle informationer derfor ikke medtages.

Neutraliteten består i, at regnskabet ikke må være "farvet" hverken positivt eller negativt, og derfor skal værdireguleringer i året også vises. Det er derfor en fordel, når målinger er foretaget af uafhængige personer, eller kan bekræftes af disse.

Et vist minimum af nøjagtighed er nødvendig, for at opfylde kravet om troværdig repræsentation af økonomiske fænomener i årsregnskabet. På den anden side implicerer kravet om troværdig repræsentation ikke fuld nøjagtighed eller sikkerhed om udfaldet[67]

[66] Finansiel rapportering, Jens O. Elling side 188
[67] Finansiel rapportering, Jens O. Elling side 189

Supplerende kvalitative egenskaber.

For at øge den samlede beslutningsnytte så prøver de supplerende egenskaber at sortere i de informationer, som er nyttige informationer, og dem som ikke er.

- Sammenlignelighed
- Verificerbarhed
- Rettidighed
- Forståelighed

Regnskabsmæssig sammenlignelighed er nødvendig, hvis en virksomhed skal bench marke sig, og der skal også være kontinuitet i regnskabspraksis, hvis sammenligningen skal have værdi. Verificerbarheden er målinger lavet af uafhængige personer, men det afhænger også af, hvad der skal verificeres. Likvider kan måles objektivt, men der må accepteres en vis variation, når det gælder levetiden på et aktiv eller varelagerets ukurans. Rettidighed og forståelighed dækker over, at informationerne skal være aktuelle og forståelige, når de anvendes. Ellers har informationerne ingen nytteværdi

12.5 Niveau 3: Definition af elementer

Der er flere forskellige definitioner af forskellige elementer, men da fokus i specialet ligger på investeringsejendomme, vælger jeg kun at kommentere aktivdefinitionen.

Aktiver: Ressourcer, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden[68]

En investeringsejendom vil opfylde aktivdefinitionen, og vil derfor kunne indregnes i balancen under aktiver.

[68] Årsregnskabsloven, bilag 1 C nr. 1

12.6 Niveau 4: Indregning og måling

Niveau fire indeholder krav til investeringsejendommenes målelighed. For at være kvalificeret til indregning kræves to indregningskriterier opfyldt[69]:

1. Det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde eller fragå virksomheden.
2. Posten skal kunne måles troværdig repræsentativt til kostpris eller værdi.

Disse målinger kan tage udgangspunkt i:

- Dagsværdi
- Kostpris
- Genanskaffelsesværdien
- Salgsværdien
- Nettorealisationsværdien
- Kapitalværdien

Værdierne gennemgås senere i forhold til det retvisende billede.

12.7 Niveau 5: Klassifikation

Niveau 5 indeholder klassifikationen af ejendommen, men det kan først ske, når de foregående niveauer i begrebsrammen er opfyldt.

12.8 Grundlæggende forudsætninger

Det sidste punkt i begrebsrammen er de ni grundlæggende forudsætninger, som fremgår af årsregnskabslovens § 13. Disse forudsætninger vil der ikke blive kommenteret yderligere på, idet de er indeholdt i de overliggende lag i begrebsrammen.

[69] Finansiel rapportering, Jens o. Elling side 198

13.0 Et retvisende billede i forhold til måling

Målingerne som er nævnt ovenfor i niveau 4, er generelle. Årsregnskabsloven foreskriver i § 36 måling til kostpris, og i § 38 måling til dagsværdi, og det er overordnet de mest anvendte målinger.

Fokus i dette speciale ligger i værdiansættelsen, og derfor er det også vigtigt at se på hvilken måling, som giver det mest retvisende billede.

I relation til begrebsrammen er det derfor relevant at vurdere tærskelværdierne væsentlighed samt nytteværdi contra omkostning. I forhold til væsentlighed er det relevant at se på, hvordan informationen måles og præsenteres i regnskabet. Ved nytteværdien contra omkostningen, så skal der laves en cost benefit betragtning i forhold til målingerne og værdien heraf.

Nytteværdien er en afvejning mellem relevans og troværdig repræsentation. Relevans kan opdeles i prognose-, og bekræftelsesværdi. Troværdig repræsentation kan opdeles i fuldstændighed, neutral og fejlfri.

13.1 Kostpris

Kostprisen er den oprindelige anskaffelsessum for en investeringsejendom, som der efterfølgende skal afskrives på. De efterfølgende målinger indregner dermed ikke stigninger eller fald, som ejendommen gennemløber i dens livscyklus. Kostprisen mister dermed nytteværdi for en investor, da den reelle værdi ikke vil fremgå i de senere målinger, og dermed vil investeringen i ejendommen være undervurderet.

Relevans kostpris

I forhold til løsning af prognoseværdi opgaven, så mener jeg at det bliver svært at lave en prognose, idet værditilvæksten på ejendommen ikke vil fremgå, og den fremtidige indtjening vil være svær at analysere på.

I forhold til løsning af bekræftelsesværdi opgaven, så bliver opgaven svær, selvom kostprisen er opgjort pålideligt i primo. Det skyldes at kostprisen ikke har taget højde for

værdireguleringerne, og dermed kan udviklingen i ejendommen ikke gennemskues, hvilket resulterer i en forkert værdiansættelse over tid. De interne og eksterne forhold bliver også svære at bekræfte. Det skyldes, at det internt er en ledelsesdisposition at opgøre ejendommen efter kostpris, og dermed tages der ikke eksternt højde for, hvad der kunne bekræftes ude markedet. Disse problemstillinger kan dog løses ved at give fyldestgørende og afklarende oplysninger i årsregnskabet.

Troværdig repræsentation kostpris

Fuldstændigheden tilsidesættes ved kostprisen, idet der ikke tages hensyn til de underliggende informationer såsom markedsudviklingen, som vil have en indflydelse på værdiansættelsen.

Det er ikke muligt at opfylde neutralitetskriteriet ved kostprismålingen, da der ikke tages hensyn til høj og lavkonjunkturerne i samfundet, som vil påvirke værdiansættelsen af ejendommen.

Fejlfri information indikerer et vist minimum af nøjagtighed, og dermed opfylder kostprisen kriteriet fejlfri information, men kun på den korte bane. Hvis ejendomsmarkedet over en længere periode stiger, og der stadig afskrives på ejendommen, så vil det ikke længere være en lille unøjagtighed, men en direkte fejl og dermed opfyldes kriteriet ikke længere.

Sammenfattende kan siges, at kostprisen på kort sigt vil kunne repræsentere et retvisende billede, men på lang sigt og i et uroligt marked vurderes det, at kostprisen ikke vil repræsentere et retvisende billede. Det kan der dog kompenseres for ved at give ekstra uddybende informationer i noterne eller ledelsesberetning i forhold til målingen af ejendommen. Der skal også tages hensyn til, at virksomheden skal tage stilling til, om ejendommen skal nedskrives ifølge årsregnskabslovens § 42. Sammenholdes ovennævnte med nytte contra omkostninger, så mener jeg, at omkostningerne er større end nytten og sammenlignet med, at regnskabsaflæggelsen skal være værdibaseret, så vil det være mere interessant at bruge dagsværdi.

13.2 Dagsværdi

Dagsværdien udtrykker værdien af en investeringsejendom, hvor begge parter er uafhængige af hinanden. Dagsværdien er markedsprisen under perfekte og komplette markedsforhold.

Der findes ikke et fuldstændigt perfekt og komplet marked for investeringsejendomme, og derfor kan der skeles til, hvad tilsvarende ejendomme er solgt til. Det kan i midlertidigt være et problem, hvis den sammenlignelige ejendom er handlet til opskruet værdi, da ejendommene så mister sammenligneligheden.

I årsregnskabsloven er det bestemmelserne i § 37, som danner baggrunden for værdiansættelsen til dagsværdi jf. nedenstående hierarki.

1. Salgsværdien som kan konstateres på et velfungerende marked
2 Hvis der ikke findes et marked for aktivet eller forpligtigelsen som helhed, så skal aktivet eller forpligtelsen måles ud fra deres enkelte bestanddele.
3 Hvis dette ikke er muligt, skal aktivet eller forpligtigelsen måles til en tilnærmet salgsværdi. Den tilnærmede salgsværdi beregnes ud fra aktivets eller forpligtigelsens kapitalværdi, hvis den kan beregnes ud fra almindeligt anerkendte værdiansættelsesmodeller eller teknikker.
4 Hvis dette ikke er muligt skal aktivet eller forpligtigelsen måles til kostpris.

13.3 Salgsværdi

Relevans salgsværdi

I forhold til løsning af prognoseværdi opgaven, så løses den, idet salgsværdien er opgjort på et velfungerende marked, og dermed er en potentiel værditilvækst allerede indregnet. I forhold til løsning af bekræftelsesværdien er salgsprisen et udtryk for, hvad eksterne investorer vil betale for ejendommen, og god salgspris kan også indikere, at ledelsen internt har forvaltet ejendommen godt.

Troværdig repræsentation salgsværdi

Fuldstændigheden bliver opfyldt, da salgsværdien vil repræsentere de underliggende faktorer såsom markedsudviklingen. Neutralitetskriteriet bliver også opfyldt, idet salgsværdien er prisen på et velfungerende marked, og dermed er værdien ikke "farvet" positivt eller negativt, den følger markedsmekanismerne i både høj og lavkonjunktur. Det er fejlfri information, idet værdien er opgjort på et velfungerende marked.

Sammenfattende kan det siges at salgsværdien udtrykker et retvisende billede både på kort og lang sigt. Problemet med salgsværdien er, at den forudsættes opgjort på et velfungerende marked med en uafhængig køber og sælger. Holder disse forudsætninger ikke, træder næste trin i dagsværdihierarkiet i kraft.

13.4 Værdiansættelse ud fra enkelte bestanddele

Hvis der ikke findes et marked for aktivet som helhed, så skal aktivet måles ud fra deres enkelte bestanddele. Denne værdi vil også være kendetegnende for genanskaffelsesværdien, da det er prisen for et tilsvarende aktiv.

Ejendomme kan sædvanligvis ikke sælges i dele, uden at ødelægge helhedsindtrykket af ejendommen. Der skal tages hensyn til slitage og eventuelle udgåede materialer på ejendommen. Denne proces vurderes at være så tidskrævende og en økonomisk belastning for virksomheden, at omkostningerne ikke står mål med nytteværdien.

Sammenfattende kan siges, at genanskaffelsesværdien vil være meget svær at anvende på værdiansættelsen af investeringsejendomme. Det enkelte aktiv vil give et retvisende billede, men når en ejendom skal værdiansættes, ses der på hele ejendommen, og der kan værdiansættelse på baggrund af enkeltaktiver give et forkert billede. Der er forskel på en summering af enkeltaktiver og en samlet vurdering, da en køber vil lægge vægt på forskellige parametre. Omkostninger til indhentning af informationer og behandlingen af disse for hver enkelt aktiv vurderes også for stor i forhold til nytteværdien.

13.5 Kapitalværdien

Kapitalværdien kan beregnes ud fra forskellige værdiansættelsesmodeller. De to mest anvendte modeller er DCF modellen og normalindtjeningsmodellen.

DCF modellen tager udgangspunkt i en budgetperiode mellem 5-10 år, samt en terminalværdi når budgettet er stabiliseret. Terminalværdiens resultat og de enkelte års resultater tilbagediskonteres herefter og sammenlægges til den endelige ejendomsværdi.

Normalindtjeningsmodellen er mere simpel, idet den tager udgangspunkt i det kommende driftsafkast, som forudsættes konstant i al fremtid. Driftsafkastet sættes herefter i forhold til et afkastkrav, og deraf beregnes den endelige ejendomsværdi.

13.5.1 Normalindtjeningsmetoden

Relevans kapitalværdi normalindtjeningsmetoden

I forhold til løsning af prognoseværdi opgaven, så bliver det lidt forsimplet, da det kun er afkastkravet og driftsafkastet i et enkelt år, som indgår i beregningen. I forhold til løsning af bekræftelsesværdi opgaven, så indgår tidligere års omkostninger og indtægter i driftsafkastet, som kan bekræftes, og afkastkravet kan bekræftes i forhold til tilsvarende ejendomme.

Troværdig repræsentation kapitalværdi normalindtjeningsmetoden

Fuldstændigheden opfyldes gennem de underliggende faktorer i afkastkravet, hvilket også delvis gælder for neutraliteten. Den fejlfrie information indikerer, at der skal være et vist minimum af nøjagtighed, og eftersom driftsafkastet kan bekræftes, og afkastkravet indeholder underliggende faktorer, anses informationen at være fejlfri.

Sammenfattende vil normalindtjeningsmodellen kunne repræsentere et retvisende billede. Fordelen ved normalindtjeningsmodellen er, at den er simpel og nem at anvende, og den vil bedst kunne anvendes hvor, det er værdiansættelse af ukomplicerede ejendomme. Der vil være minimale omkostninger, men nytteværdien vil være høj. Simpliciteten gør dog, at der bør gives en ekstra uddybende informationer i noterne eller ledelsesberetning i forhold til målingen af ejendommen

13.5.2 DCF modellen

Relevans kapitalværdi DCF model

I forhold til løsning af prognoseværdi opgaven, så kan de enkelte faktorer indgå i budgetperioden, som vil kunne vise en værditilvækst eller ikke.

I forhold til løsning af bekræftelsesværdi opgaven, så løses opgaven, idet budgetperioden er udarbejdet af internt af ledelsen. Ledelsen har taget stilling til de eksterne forhold, da de vil indgå i budgetperioden. Der bør dog gives uddybende kommentarer til, hvad der ligger bag budgetforudsætningerne.

Troværdig repræsentation kapitalværdi DCF model

Fuldstændigheden bliver opfyldt, da kapitalværdien vil repræsentere de underliggende faktorer i budgetperioden. Det er derfor meget vigtigt at datagrundlaget er i orden, da det er muligt at budgettere den forventede markedsudviklingen. Neutralitetskriteriet bliver også opfyldt, idet der er taget kritisk stilling til budgetforudsætningerne, da det er muligt at indregne en forventet høj eller lavkonjunktur i budgetperioden. Fejlfri information indikerer som tidligere nævnt, at et vist minimum af nøjagtighed må kunne forventes, og da der ligger en kritisk budgetperiode til grund for beregningen, anses dette derfor også som opfyldt.

Sammenfattende vil DCF modellen repræsentere et retvisende billede. Problemet med DCF modellen er, at der skal bruges meget tid på indhentning og bearbejdning af data, inden disse indgår i budgetperioden. Problemstillingen synliggøres også ved nytteværdien contra omkostningerne, da det ved komplicerede værdiansættelser, vil være en fordel at bruge modellen men ved ukomplicerede forhold, vil nytteværdien ikke stå mål med de omkostninger, som kræves for at bruge modellen.

13.6 Sammenfatning et retvisende billede

Ovennævnte gennemgang af et retvisende billede i forhold til målingen af investeringsejendomme viser, at flere værdier kan anvendes. Det afhænger af situationen og kompleksiteten af ejendommen.

Kostprisen er opgjort pålideligt og viser et retvisende billede på kort sigt, men ikke på lang sigt og kostprisen er også den sidste værdi, som bør anvendes i forhold til dagværdihierarkiet. Salgsværdien kan anvendes, hvis det er et komplet marked med fuld information, men det er ikke en situation, som ejendomsmarkedet befinder sig i. Værdiansættelse efter enkeltaktiver er retvisende, men meget omkostningstungt, og falder på nytteværdien i forhold til omkostningen. Den næste metode i dagsværdihierarkiet er måling af kapitalværdien gennem anerkendte værdiansættelsesmetoder, herunder normalindtjeningsmodellen og DCF modellen. Begge modeller giver et retvisende billede og er i praksis de mest anvendte værdiansættelses modeller. Forskellen mellem modellerne er kompleksiteten og datagrundlaget, som er meget forskelligt. Ejendommens kompleksitet skal derfor ved hver værdiansættelse fastlægges. Det skyldes, at ved simple opgaver hvor driftsafkastet er konstant, så vil normalindtjeningsmodellen give et retvisende billede og nytteværdien være større end omkostningerne. Dette kan sammenlignes med DCF modellen, hvor det er en kompliceret opgave, der skal løses, så vil denne metode give et mere retvisende billede, idet datagrundlaget er større. Omkostningerne ved at bruge DCF modellen skal dog holdes op mod nytteværdien.

I forhold til ovennævnte modeller skal der i hvert enkelt tilfælde også tages hensyn til deres forskelligheder, og om de er så store i forhold til hinanden, at de er væsentlige. Hvis det ikke er væsentligt, så bør den model, som kræver mindst omkostninger i forhold til nytteværdien, anvendes. Det kan dermed ikke afgøres hvilken model, som giver det mest retvisende billede, da det vil afhænge af væsentlighed og situation samt kompleksiteten af ejendommen.

14.0 Værdiansættelse

Den rigtige værdi på ejendom kan være svær at opgøre. Et nemt valg vil dog være at sammenligne sammenlignelige ejendomme, som for nyligt er handlet. Det er dog ikke altid muligt, og derfor er det nødvendigt at anvende andre metoder.

De mest anvendte metoder er normalindtjeningsmetoden og DCF metoden. Metoderne varierer meget i kompleksitet og derfor bør det overvejes hvilken metode, der skal tages udgangspunkt i når en investeringsejendom skal værdiansættes.

I nedenstående afsnit vil først normalindtjeningsmetoden blive gennemgået, og dernæst DCF metoden.

14.1 Normalindtjeningsmetoden

Der er flere forskellige måder at opgøre dagsværdien ved brug af normalindtjenings-metoden. I nedenstående gennemgang er der taget udgangspunkt i KPMG´s gennemgang af metoden.

Dagsværdien på en investeringsejendom efter normalindtjeningsmetoden opgøres ved at fastlægge et årligt driftsafkast for det kommende år, som sættes i forhold til et forrentningskrav plus minus særlige forhold. I forrentningskravet tages hensyn til renteniveauet i markedet samt ejendommens risikofaktorer. De særlige forhold kan også indgå i forrentningskravet, men det er KPMG´s opfattelse, at alle reguleringer bør specificeres under særlige forhold, så det er muligt at forholde sig til de enkelte reguleringer.[70]

Normalindtjeningsmetoden kan, jævnfør ovennævnte, inddeles i 3 faser[71]

Fase 1 Opgørelse af ejendommens årlige driftsafkast.
Fase 2 Fastsættelse af forrentningskrav.
Fase 3 Tillæg og fradrag for særlige forhold.

[70] KPMG, investeringsejendomme, side 46
[71] KPMG, investeringsejendomme, side 46

Når faserne er gennemgået og værdierne fastlagt, så er ideen med metoden, at ejendommens dagsværdi vil udgøre en kapitalisering af det fremtidige driftsafkast.

Til beregning af dagsværdi kan nedenstående formel anvendes.[72]

$$\text{Dagsværdi} = \frac{driftsafkast}{forrentningskrav} \pm \text{særlige forhold}$$

14.1.1 Fase 1 Opgørelse af ejendommens årlige driftsafkast

Der skal laves en opgørelse af ejendommens forventede årlige driftsafkast, som er baseret på den viden, der er til rådighed på opgørelsestidspunktet. Driftsafkastet beregnes ved at fratrække vedligeholdelses- og administrationsomkostninger samt skatter og afgifter fra de samlede lejeindtægter

Driftsafkastet skal indeholde følgende poster:[73]

+ Årlig forventet lejeindtægt ifølge indgåede lejekontrakter
+/- Regulering til forventet markedsleje
+ Skønnet årlig markedsleje på uudlejede arealer
- Gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift
- Administrationsomkostninger
- Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger
= Budgetteret driftsafkast

Lejeindtægter

De samlede årlige forventede lejeindtægter ifølge indgåede lejekontrakter skal indgå i beregningen. Hvis lejeindtægten ikke stemmer med markedslejen, skal der reguleres for forventet markedsleje. Reguleringen sker mange gange, hvis der er indgået en lejekontrakt med lang uopsigelighed, som ikke følger markedslejen.

[72] KPMG, investeringsejendomme, side 49
[73] KPMG, investeringsejendomme, side 46

Uudlejede lokaler skal skønsmæssigt medregnes under lejeindtægter, og efterfølgende reguleres under særlige forhold. I højkonjunktur vil ejendommens dagsværdi blive beregnet ud fra en hurtig og fuld genudlejning. Ved lavkonjunktur er der risiko for overvurdering hvis forventningerne til udlejningsmulighederne er for store. Der vil også være risiko for overvurdering, hvis ejendommen historisk har været udlejet til en historisk høj leje, men det ikke vil forventes, at kunne retfærdiggøres fremadrettet.

Vedligeholdelsesomkostninger

En ejendom skal opretholdes i en normal vedligeholdelsesstand, og det er derfor kun de løbende vedligeholdelses- og reparationsomkostninger, som medtages. I praksis vil reparationsomkostninger blive udgiftsført efter behov, mens større vedligeholdelsesarbejder vil variere fra år til år.

Vedligeholdelsesomkostningerne skal derfor opgøres som et gennemsnit af tidligere års historiske niveau. På denne måde udjævnes større vedligeholdelsesarbejder, som har været gennemført i tidligere perioder. Det betyder, at selvom der i de kommende år ventes større vedligeholdelsesarbejder, så er det kun de gennemsnitlige omkostninger, der budgetteres med.

Mangler en ejendom vedligeholdelse, eller er den udskudt, så skal det reguleres under særlige forhold. I en handelssituation vil køber sædvanligvis kræve manglerne afhjulpet inden overtagelsen eller et nedslag i prisen, da ejendommens dagsværdi ellers ikke afspejler den manglende vedligeholdelse.

Forbedringer er omkostninger som vil medføre at ejendommen får forbedrede egenskaber, og deraf muligheden for højere lejeindtægter. Forbedringsomkostningen kan eventuelt fordeles over eksempelvis 5 år under vedligeholdelsesomkostningerne, eller alternativt blive indregnet under særlige forhold.

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger dækker over tidligere års historiske niveau på lejeromkostninger såsom vicevært, opkrævning af husleje og kontraktudarbejdelse mv. Lejeromkostningerne vil også være afledt af antallet af lejere og kompleksiteten i lejekontrakterne. Disse ydelser varetages af en administrator, som både kan være intern eller ekstern. Administreres ejendommen internt fastsættes omkostninger dog alligevel på baggrund af, hvad det vil koste at administrere en tilsvarende ejendom eksternt, hvis omkostningerne er vanskelige at opgøre. Omkostningen vil kunne være en % del af bruttolejen eller et fast beløb pr. lejemål. Det er primært boliglejemål, som afregnes pr. lejemål og erhvervslejemål, som afregnes som en % del af bruttolejen.

De fleste forbrugsafgifter afregnes med lejerne over huslejen, men de skatter, afgifter og andre omkostninger, der ikke betales af lejerne, indregnes i omkostningerne for den periode de vedrører.

Sammenfatning driftsafkast

Driftsafkastets faktorer er opgjort på baggrund af forskellige skøn og subjektive vurderinger. Opgørelsen af driftsafkastet skal være pålideligt, og derfor er det vigtigt at personerne, som opgør driftsafkastet, har den fornødne viden om ejendommen og ejendomsmarkedet.

Lejeindtægterne og vedligeholdelsesudgifterne vil normalt være de største poster i driftsafkastet. Både lejeindtægterne og vedligeholdelsesomkostninger skal opgøres som et gennemsnit, og derfor må driftsafkastet ikke være påvirket af enkeltstående engangsindtægter eller udgifter.

For at øge informationsbehovet overfor investorer vil der med fordel også kunne oplyses i noterne om, hvordan driftsafkastet blev opgjort. Hvordan er de uudlejede lokaler blevet behandlet, og en specifikation af større vedligeholdelsesarbejder hvis der er nogen.

14.1.2 Fase 2 Fastsættelse af forrentningskrav

I fase 2 fastlægges forrentningskravet. Det sker på baggrund af samfundsmæssige eller konjunkturmæssige forhold, men også individuelle forhold, som er gældende for den enkelte ejendom.

Forrentningskravet er meget følsomt og påvirkes af mange faktorer. Det er derfor en fordel, hvis der også laves en følsomhedsanalyse på forrentningskravet.

De samfundsmæssige eller konjunkturbetingede forhold, som er væsentligst.[74]

a. Renteniveau
b. Inflation og høj- eller lavkonjunktur

De individuelle kvalitetsforhold, som er væsentligst.[75]

c. Ejendommens beliggenhed
d. Type af ejendom
e. Lejernes bonitet
f. Vilkår i lejekontrakter om uopsigelighed, lejeregulering mv.
g. Alternative anvendelsesmuligheder/sandsynlighed for genudlejning
h. Udbud og efterspørgsel

Renteniveau

Renteniveauet i samfundet er væsentligt, da det vil være det nærmeste sammenlignelige investeringsalternativ. En stigende rente i samfundet vil samtidigt øge forrentningskravet, da investorerne sammenligneligt vil kunne få en højere rente, og det skal også afspejles i forrentningskravet, hvor renten på alternativ investering er mindstekravet.

Det mest sammenlignelige investeringsalternativ er en 10 årig statsobligation, men da investering i investeringsejendomme er mere risikofyldt, så medfører det, at forrentningskravet bør overstige renten på statsobligationen, da den anses som risikofri rente.

---

[74] KPMG, investeringsejendomme, side 47
[75] KPMG, investeringsejendomme, side 47

Inflation og høj- eller lavkonjunktur

Inflation påvirker indirekte afkastkravet gennem høj og lavkonjunktur, idet inflation reducerer købekraften, og dermed udvandes investeringen i ejendommen. En høj inflation medfører derfor et højere forrentningskrav.

Ved højkonjunktur må der forventes en større efterspørgsel efter lokaler og deraf stigende lejeindtægter og højere genudlejningsprocent. Højkonjunktur vil for en investor medføre at forrentningskravet vil være faldende, og ved lavkonjunktur vil det have den modsatte effekt.

Af de samfundsmæssige forhold vurderes det, at renteniveauet har størst betydning for forrentningskravet.

Ejendommens beliggenhed

Ejendommens beliggenhed er en del af de ejendomsspecifikke forhold. En god beliggenhed kan være svær at definere idet det, som er en god beliggenhed for en boligejendom, sandsynligvis ikke er det for en produktionsejendom.

Erfaringsmæssigt viser dårligt beliggende ejendomme større udsving i markedsleje og krav til forrentning og dermed større udsving markedsværdi end godt beliggende ejendomme. Man kan således sige, at dårligt beliggende ejendomme er værdimæssigt mere konjunkturfølsomme end godt beliggende ejendomme. [76]

Type af ejendom

Der findes mange forskellige ejendomstyper herunder bolig kontor, butik eller produktionsejendom mv. Forrentningskravet på de forskellige ejendomstyper er forskellig, idet der er mindre usikkert at investere i en boligejendom i stedet for en produktionsejendom, hvilket skyldes at boligejendomme ikke i samme omfang påvirkes af høj og lavkonjunkturer.

[76] KPMG, investeringsejendomme, side 48

Ejendomstypen er også afhængig af den rigtige beliggenhed for, at forrentningskravet kan mindskes. Det skyldes, at en god beliggenhed ikke nødvendigvis har samme betydning for forskellige ejendomstyper. En boligejendom, som er beliggende i et industrikvarter, vil have et højere krav til forrentningskravet, da placering ikke helt stemmer, hvilket også vil være gældende for en produktionsejendom, som er beliggende i et boligområde.

Lejernes bonitet

Lejernes bonitet afhænger deres betalingsvilje og evne her og nu samt i fremtiden. Gode lejere, som også forventes gerne at ville videreføre et lejemål, mindsker forrentningskravet.

Vilkår i lejekontrakter om uopsigelighed, lejeregulering mv.

Forrentningskravet stiger, hvis der er usikkerhed omkring indholdet i lejekontrakterne eller løbetiden af disse. Det skyldes, at der er højere risiko ved en lejekontrakt, som nærmer sig udløb. Lang uopsigelighed giver sikkerhed for lejeindtægter, og dermed mindskes forrentningskravet. Det nytter dog ikke noget at have en lejekontrakt med lang uopsigelighed, hvis lejernes bonitet er dårlig, og de ikke kan eller vil betale leje. Lang uopsigelighed kan også medføre tab af mulighed for at hæve lejen i en højkonjunktur.

Alternative anvendelsesmuligheder

Alternative anvendelsesmuligheder kan både gælde for grunden og ejendommen. En ejendom, som kan anvendes til flere formål, har et mindre forrentningskrav end andre ejendomme, hvilket skyldes, at genudlejningsmulighederne er større. Det samme scenarie er gældende for ejendomsgrunden.

De alternative anvendelsesmuligheder kan også begrænses gennem en lokalplan, hvilket vil bevirke at forrentningskravet stiger, da risikoen for ikke at få ejendommen genudlejet er steget.

Udbud og efterspørgsel

Ligesom alle andre aktiver er investeringsejendomme også påvirket af udbud og efterspørgselsfaktorerne. Er efterspørgslen efter den samme type investeringsejendom høj, så falder forrentningskravet på denne type ejendom, da risikoen er lav. Det skyldes, at prisniveauet på ejendommen vil stige, og usikkerheden omkring opgørelse af driftsafkastet vil falde, da genudlejningsprocenten forventes at være høj. Det modsatte er gældende ved et stort udbud af investeringsejendomme og lille efterspørgsel.

Sammenfatning af forrentningskravet

Forrentningskravet er påvirket af samfundsmæssige og ejendommens individuelle forhold. Samfundsmæssigt er det renteniveauet, som har størst betydning, hvilket skyldes, at det er den faktor, som har størst indvirkning på forrentningskravet.

Under de individuelle forhold er det beliggenheden, som er en af de mest vigtige faktorer. Det skal dog bemærkes, at en god beliggenhed for en ejendomstype ikke nødvendigvis er det for en anden. Beliggenheden kan ikke ændres, men det kan ejendomstypen i de fleste tilfælde godt.

Forholdene, som blev gennemgået under forrentningskravet, er subjektive vurderinger, og de skal derfor vurderes omhyggeligt, da det kan få stor betydning for dagsværdien. Det sætter dermed også store krav til de personer, som laver dagsværdiberegningen.

For at øge informationsbehovet overfor investor vil der med fordel også kunne oplyses i noterne om ejerens egen vurdering af de samfunds-, og markedsmæssige forhold. Oplysninger om baggrunden for opgørelse af forrentningskravet og ejendommens særlige karakter, samt lejernes bonitet og væsentlige lejekontrakter.

14.1.3 Fase 3 Tillæg og fradrag for særlige forhold

I fase 3 skal der korrigeres for særlige forhold, før dagsværdien kan blive endeligt opgjort. Når driftsafkastet er divideret med forrentningsprocenten, vil der være behov for at korrektioner for følgende forhold. [77]

1. fradrag for tab af lejeindtægt på ikke udlejede lokaler
2. Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedsleje
3. Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder
4. Fradrag for udgifter til klargøring af uudlejede lokaler
5. Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægt af modtagne lejerdeposita mv.
6. Tillæg for byggeretter

Tillæg

Der skal beregnes et tillæg som en kapitaliseret værdi af forskellen mellem aktuel leje og markedslejen for den periode, hvor den reducerede leje forventes at være aktuel.[78] Der skal modsætningsvis også beregnes et fradrag, hvis markedslejen er lavere.

Ved indgåelse af lejekontrakter aftales som regel, at lejer indbetaler et depositum til ejer. Forrentningen af sådanne fast deponerede beløb giver ejeren en løbende lejeindtægt. Denne løbende renteindtægt har en værdi, som kan opgøres til den tilbagediskonterede værdi af de fremtidige renteindtægter.[79] Disse renteindtægter føres som tillæg under særlige forhold.

Hvis en ejendom har en byggeret tilknyttet, kan den indregnes under særlige forhold. Værdien sættes i forhold til udnyttelse af byggeretten og de deraf efterfølgende merindtægter forhold til yderligere lejeindtægter.

[77] KPMG, investeringsejendomme, side 49
[78] KPMG, investeringsejendomme, side 50
[79] KPMG, investeringsejendomme, side 50

Fradrag

Der blev i fase 1 indregnet lejeindtægter for uudlejede lokaler, disse indtægter skal der korrigeres for. Korrektionen sker fra opgørelsestidspunktet sat i forhold til, hvornår de uudlejede lokaler igen kan blive udlejet. Det kan være svært at afgøre, men der bør ses på den historiske tomgang i ejendommen.

Når en ejendom har udskudte vedligeholdelsesarbejder, så skal der fortages et fradrag i opgørelsen af dagsværdien, så denne omkostning bliver dækket.

Ved opgørelsen af udskudte vedligeholdelsesarbejder og klargøring skal der passes på, at omkostningen ikke medregnes to gange, idet der allerede er opgjort en gennemsnitlig vedligeholdelsesomkostning i driftsafkastet.

Sammenfatning særlige forhold

Særlige forhold er sædvanligvis forhold, som er gældende for den specifikke ejendom, og som ikke medtages i driftsafkastet eller forrentningskravet. De særlige forhold vil ofte være udtryk for engangsomkostninger vedrørende vedligeholdelse.

For at øge informationsbehovet overfor investor vil der med fordel også kunne oplyses i noterne, om der er foretaget korrektioner og på hvilket grundlag der er foretaget en korrektion samt oplysninger, om hvis der er foretaget fradrag for udskudte vedligeholdelsesarbejder

14.1.4 Sammenfatning normalindtjeningsmetoden

Normalindtjeningsmodellen er en god simpel model at anvende til værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi. Det skyldes, at modellen kan tilpasses den enkelte ejendom, når der taget hensyn til de samfundsmæssige og individuelle forhold, som har betydning for dagsværdien

Den er simpel på grund af at de data, som skal anvendes i modellen, er forholdsvis skønsmæssige, og tidshorisonten, som anvendes, kun er 1 år. Omkostningerne ved at anvende modellen er dermed også lavere end ved andre modeller.

Da modellen kun opgøres for 1 år, stiller det store krav til datagrundlaget. Datagrundlaget er på mange af posterne skønsmæssigt ansat, og derfor kræver det, at den person, som opgør dagsværdien, har kompetencerne og indsigt i ejendomsbranchen. Det må anbefales, at der ca. hvert 2-3 år foretages en vurdering af en ekstern valuar for at kontrollere internt beregnede ejendomme til dagsværdi.

Når driftsafkastet er opgjort er det en konstant faktor, som tager udgangspunkt i et gennemsnitlig normalindtjeningsår, og derfor skal driftsafkastet opgøres meget nøjagtigt, da modellen bliver meget statisk. Modellen er mindre god til at indregne større forbedringsomkostninger, som vil kunne få indflydelse på højere lejeindtægter.

Normalindtjeningsmodellen vil være mest velegnet under stabile forhold, og her vil modellen give et retvisende billede.

14.1.5 Interessenternes informationsbehov

For at øge informationsbehovet overfor investor vil der med fordel kunne oplyses i noterne, hvordan indtægter og udgifter er opgjort i driftsafkastet. Det vil også være informativt for investor at vide hvordan ejerens egen vurdering af de samfunds-, og markedsmæssige forhold er samt hvilken påvirkning, det har fået på forrentningskravet. Under de særlige forhold er det interessant at vide, om der er lavet korrektioner eller ikke.

Ved at informere yderligere om baggrunden for normalindtjeningsmetodens tre faser, så vil investors informationsbehov blive afdækket. Det forventes, at en investor selv kan forholde sig kritisk til de informationer, der bliver oplyst i de tre faser og vurdere på, om den beregnede dagsværdi er pålidelig eller ikke.

14.2 DCF-modellen

DCF står for discounted cash flow, og som modellen antyder, så lægges vægten på en tilbagediskontering af det forventede fremtidige cash flow. Cash flowet skal opdeles for hvert enkelt år i en budgetperiode typisk mellem 5-10 år. Efter udløbet af budgetperioden antages det, at ejendommens drift er mere konstant og vil være det resten af ejendommens levetid. Derfor skal der opgøres en afsluttende periode, som benævnes terminalperioden, hvor der også skal laves en opgørelse på cashflowet. Budgetperiodens og terminalværdiens cashflow tilbagediskonteres herefter med en diskonteringsfaktor, som har taget højde for de forskellige risikofaktorer, som DCF modellen indeholder. Summen af de enkelte tilbagediskonterede værdier er herefter ejendommens værdi.

Modellen kræver et større datagrundlag, da budgetperioden skal udfyldes, og der skal tages stilling til mange underliggende faktorer for, at budgettet bliver opstillet korrekt. Modellen vil med fordel kunne anvendes på erhvervsejendomme, da kompleksiteten vurderes større der, end ved almindelig boligudlejning.

Beregningerne i DCF modellen kan opdeles i følgende 5 trin.[80]

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

De 5 trin vil efterfølgende blive gennemgået trin for trin.

[80]Ejendomsforeningen Danmark, Værdiansættelse af fast ejendom- en introduktion til DCF-modellen, side 7

14.2.1 Bestemmelse af cash flowet i budgetperioden

Cash flowet er et udtryk for den fremtidige pengestrøm, som vil opstå på baggrund af ind og udbetalingerne. Disse ind og udbetalinger skal opgøres for det enkelte år i budgetperioden, men mindre perioder kan også anvendes. Alle de forventede indtægter og udgifter samt netto investeringer skal derfor opgøres meget detaljeret.

De frie cash flows for de enkelte år i budgetteringsperioden, kan opgøres som illustreret nedenfor[81].

+ Lejeindtægter
- Driftsomkostninger og administration
= Driftsresultat før renter og skat
+/- Nettoinvesteringer
= Frit cash flow

Der medregnes ikke renter i cash flowet, hvilket skyldes, at virksomhedens finansielle struktur ikke må få indflydelse på ejendomsværdien.

Nedenfor vil elementerne i cash flowet blive gennemgået

Lejeindtægter

Den største indtægt i budgetperioden er lejeindtægter, og dermed får opgørelsen af lejeindtægterne stor fokus, da det påvirker værdiansættelsen. Lejeindtægter kan også indeholde udlejning af parkeringspladser eller reklameplads på bygninger.

Opgørelsen af lejeindtægterne vil tage udgangspunkt i de betingelser i allerede indgåede lejeaftaler, og hvornår disse udløber. Det er væsentligt at se på hvornår de udløber, da det giver mulighed for lejeforhøjelser, men måske også et ophør af kontrakten. Et godt estimeringsværktøj vil også være at lægge vægt på niveauet af de historiske lejeindtægter.

[81] KPMG, Investeringsejendomme, side 54

Der bør også tages hensyn til om samfundet er på vej ind i en høj eller lavkonjunktur, da det vil få indflydelse efterspørgslen og dermed prisfastsættelsen af lejeniveauet.

Lejeniveauet for boligejendomme begrænses dog af lejeloven til det lejedes værdi jævnfør lejelovens § 47, og derfor sker forhøjelse af lejeindtægten for det meste ved udskiftning af lejere. Udskiftningsprocenten af lejere vil indikere muligheden for lejeforhøjelser, men der vil også være administrative omkostninger forbundet hermed, og hvis procenten er meget høj, indikerer det også, at lejeniveauet er højt, og lejerne derfor søger andre steder hen.

Lejeindtægterne vil også blive påvirket, hvis der igangsættes forbedringsarbejder i budgetperioden. Forbedringsudgiften skal udgiftsføres i det år, som forbedringsarbejdet udføres, og lejeforhøjelsen vil umiddelbart herefter kunne indtræde i de efterfølgende enkelte år i budgetperioden.

Det skal bemærkes, at omkostninger til vedligeholdelse ikke vil føre til forhøjelse af lejeindtægterne, men mere vil være et udtryk for at vedligeholde det eksisterende lejeniveau.

Indtægterne skal reduceres med den forventede tomgang, som sædvanligvis vil være for den pågældende ejendom. Tomgang er, når der er ledige lejemål i ejendommen, og tomgangen kan sædvanligvis opgøres som en procentdel af ejendommens forventede samlede indtægter. Procentdelen er afhængig af høj og lavkonjunktur og ejendomstypen samt beliggenheden.

Lejedeposita fra lejere skal også indgå i ejendommens værdi. Det kan ske på to måder, som enten vil være et tillæg i slutværdien eller indregning i cash flowet. Indregning i slutværdien, som vil ske efter fastlæggelsen af cash flowet og tilbagediskonteringen af disse. Det vil også være muligt at indregne forrentningen af lejedepositummet i cash flowet under lejeindtægter, som herefter vil indgå i værdiansættelsen, idet forrentningen bliver en del af tilbagediskonteringen af cash flowet

Driftsomkostninger og administration

Driftsomkostningerne skal også opgøres for det enkelte år, og her kan man med fordel se på den historiske udvikling i allerede tidligere afholdte omkostninger. Omkostningerne kunne dække over ejendomsskatter, forsikringer, vicevært, renovation, forbrugsafgifter og diverse administrationsomkostninger.

De udgifter, som er kontrakt forbundne, er forholdsvis nemmere at budgettere, end hvis det er virksomheden selv, som skal opgøre ejendommens omkostninger. Det vil derfor være en fordel, hvis budgettet tager udgangspunkt i, at det er en ekstern part, som varetager disse opgaver.

Alle ejendomme skal vedligeholdes både ude og inde, og disse omkostninger skal også indgå i budgettet. En god vedligeholdelsesplan vil også påvirke drifts og administrationsomkostningerne, men det vil også have en positiv indflydelse på tomgangsprocenten. I budgettet skal der tages højde for, at de fleste udvendige vedligeholdelsesopgaver normalt påhviler udlejer, mens de indvendige påhviler lejer.

På baggrund af fremtidige forventninger om ændringer i de samfundsmæssige forhold, så vil det også være relevant at forholde sig til om nogle omkostninger vil stige mere end andre.

Når drifts- og administrationsomkostninger er opgjort, bør det sammenholdes med lejeindtægterne, samt tomgangsprocenten. Det er for, at afklare om der er sammenhold mellem udgifter og indtægter.

Nettoinvesteringer

Nettoinvesteringer er omkostninger, som er brugt på at forbedre ejendommen, og de må ikke forveksles med vedligeholdelsesomkostninger, som skal indregnes under driftsomkostningerne. Forbedringsomkostninger kan påvirke lejeindtægterne og skal indregnes her under nettoinvesteringerne.

Investeringer i ejendommen kan få indflydelse tomgangsprocenten, da den efterfølgende vil blive mere attraktiv for en ny lejer. En forhøjelse af lejeindtægterne vil derfor også implicit betyde en forhøjelse af drifts og administrationsomkostninger.

Budgetperiodens længde skal fastsættes, så de særlige forhold, der er i forbindelse med ejendommen, f.eks. igangværende projekter, kan indregnes inden periodens udløb. Budgetperioden skal derfor løbe frem til et tidspunkt, hvor niveauet for det frie cash flow fra ejendommen er stabiliseret. De fleste anvender en 10-årig periode[82].

14.2.2 Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag

Når cash flowet er opgjort pr. år i budgetperioden, så skal cash flowet tilbagediskonteres til nutidsværdi med en tilbagediskonteringsfaktor. De forhold som har indflydelse på tilbagediskonteringsfaktoren, vil blive gennemgået nedenfor.

Tilbagekonteringsfaktoren

Tilbagediskonteringsfaktoren afhænger af forskellige faktorer, såsom en risikofri rente og en risikopræmie. Tilbagediskonteringsfaktoren kan også udtrykkes som ejerens afkastkrav ved en alternativ investering. Dette afkastkrav kan omskrives til CAPM[83], som er sammenhængen mellem det forventede afkast (ejerafkastkravet) og markedsrisikoen.[84]

CAPM formlen er som følgende:

$$r_e = r_f + \beta\,[E(r_m)-r_f]$$

risikofri rente — risikopræmie

[82] Ejendomsforeningen Danmark, Værdiansættelse af fast ejendom- en introduktion til DCF-modellen, side 7
[83] Capital Asset Pricing Model
[84] Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 51

Faktorerne som indgår i CAPM formlen er defineret nedenfor.

r_e	=	ejernes afkastkrav
r_f	=	risikofri rente
β	=	beta (systematisk risiko)
$E(r_m)$	=	forventet afkast ved investering i markedsporteføljen
R_f	=	markedets risikopræmie

Den risikofri rente

Den risikofri rente bør sammenlignes med de mere sikre investeringsmuligheder, der er for at placere penge, og her er renten på en 10-årig statsobligation et godt alternativ. Når denne rente stiger, stiger diskonteringsrenten også, da det er blevet mere risikofyldt at investere i ejendommen.

Risikopræmien[85]

Risikopræmien er det tillæg, som investorerne kræver for at investere i aktier relativt til at investere i risikofri aktiver (statsobligationer). I praksis finder der en række metoder til at estimere risikopræmien.

1. Et antal investorer spørges om deres skøn over risikopræmien, og efterfølgende anvendes gennemsnittet af deres vurderinger som et estimat over risikopræmien.
2. Risikopræmien estimeres ud fra historiske data (ex post). Denne metode bygger på den antagelse, at den forventede risikopræmie er den samme som den historiske risikopræmie.
3. Den implicitte risikopræmie beregnes ud fra de nuværende investeringer (ex ante) ved hjælp af f.eks. residual indkomstmodellen.

[85] Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 51

Estimering af beta[86]

For alle investeringer gælder, at større risiko – målt ved beta – kompenseres ved tilsvarende større risikopræmie. Det betyder, at en investering med høj risiko har et større forventet afkast end en mindre risikobehæftet investering. Beta er et relativt risikomål, hvis tolkning er vist i nedenstående figur.

$\beta=0$	Risikofri investering
$0<\beta<1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta=1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta>1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Risikofaktorer ved ejendomsinvestering

Investering i ejendomme medfører, at der skal tages hensyn til forskellige risikofaktorer. Disse risikofaktorer kan opdeles i ejendomsrelaterede faktorer og makroøkonomiske forhold. Risikofaktorerne påvirker både diskonteringsrenten og cash flowet, og kan opdeles efter nedenstående model.

	Diskonterings-Rente	Cash flow
Ejendomsrelaterede faktorer		
Type af ejendom	X	
Beliggenhed	X	
Lejers bonitet	X	
Udbud og efterspørgsel	X	
Kontraktlængde		X
Faktisk leje i forhold til markedslejen		x
Genudlejningsrisiko og restværdi		x
Tomgang		x
Indretningsudgifter		x
Deposita		x
Udskudt vedligeholdelse		x
Makroøkonomiske faktorer		
BNP, beskæftigelse m.m.	X	
Inflation	X	x
Risikofri rente	X	

Kilde værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF modellen

[86] Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 51

Type af ejendom

Ejendomstypen er væsentlig, idet risikoen ved erhvervsleje mål er større end ved almindelig boligudlejning, og dermed påvirkes diskonteringsrenten.

Er der mulighed for alternativ udnyttelse af ejendommen til andre formål, så falder risiko momentet, da der dermed er flere udlejningsmuligheder. Herlighedsværdien af en ejendom kan også spille ind, hvis ejendommen har en meget spændende historisk baggrund.

Beliggenhed

Ligesom ejendomstypen er vigtig, så gælder de samme faktorer, som blev gennemgået under ejendomstypen for beliggenheden. Der er dog den forskel, at man kan ændre ejendomstypen, men ikke beliggenheden. Beliggenheden spiller dermed en større rolle for diskonteringsfaktoren end ejendomstypen.

Det, som har indflydelse på beliggenheden kan være faktorer, som infrastrukturen, adgang til kvalificeret arbejdskraft, nærmiljø til kundeforhold både for underleverandører og kunder. Ligesom ved ejendomstypen kan herlighedsværdien også spille ind ved lige at have sin ejendom på en given beliggenhed.

Lejers bonitet

Lejernes bonitet er et udtryk for lejers betalingsvilje og evne. En dårlig lejerbonitet udgør en driftsrisiko. Dårlig lejerboniteten kan indenfor erhvervslejemål være brancherelateret, og indenfor boligudlejning kan den være påvirket af boligområdet.

På trods af vigtigheden af at have vurderet sine lejers bonitet, så falder vigtigheden væsentligt, når ejendommen har en meget god beliggenhed og ejendomstype lige passer ind i miljøet, hvilket skyldes at risikoen for tomgang er lav.

Udbud og efterspørgsel

En større efterspørgsel efter en ejendom vil påvirke, at diskonteringsrenten vil blive lavere, da sandsynligheden for tomgang falder. Ved et større udbud af sammenlignelige ejendomme vil det øge kravet til en højere diskonteringsrente, da konkurrencen er større og dermed også risikoen.

BNP, beskæftigelse m.m.

Størrelsen af BNP og beskæftigelsen følger samfundskonjunkturerne, så når der er højkonjunktur stiger BNP og beskæftigelsen. Ved det højere aktivitetsniveau i samfundet falder risikoen for ikke at få genudlejet lokaler, og dermed kan en lavere diskonteringsrente accepteres.

Inflation

Der er i cash flowet indregnet inflation, og dermed skal det også indregnes i diskonteringsrenten.

Risikofri rente

Den risikofrie rente kan sammenlignes med investering i alternative investeringsmuligheder. Renteniveauet får i den henseende betydning for den risikofrie rente, når renteniveauet stiger eller falder. En stigning i renteniveauet for investeringsalternativer vil påvirke diskonteringsrenten i opadgående retning for at kompensere for rentestigningen i alternativet.

Tilbagediskontering af budgetperioden

Når cash flowet i de enkelte budget år er opgjort og tilbagediskonteringsrenten er fastlagt, så skal cash flow i hvert enkelt budget år tilbagediskonteres. Det skyldes, at det må antages, at et fremtidsmæssigt cash flows værdi er mindre værd i fremtiden, contra hvis cash flowet blev modtaget i dag.

Når hvert enkelt år er blevet tilbagediskonteret, så summeres alle de tilbagediskonterede værdier. Summen af den samlede tilbage diskontering vil herefter repræsentere den første del af ejendommens værdi.

14.2.3 Bestemmelse af terminalværdi

Anden og sidste del af værdien som udgør ejendommen samlede værdi er terminalværdien. Terminalværdien indsættes efter udløb af budgetperioden, og er udtryk for, at indtægterne og udgifterne er blevet stabile og konstante.

Terminalværdien beregnes ud fra de forventede gennemsnitlige indtægter fratrukket de gennemsnitlige udgifter. Dvs. hvis der skal skiftes vinduer hvert 20 år skal omkostningen indregnes med 1/20 i terminalåret.

Da det er de gennemsnitlige udgifter og indtægter, som skal estimeres medfører det også en større risiko, da det vedrører en periode langt ud i fremtiden. Problemstillingen ligger i, at terminalværdien ofte udgør en stor andel af opgørelsen af dagsværdien af en investeringsejendom.

Når cash flowet er beregnet, skal det holdes op mod et forrentningskrav, og det sker ved at anvende diskonteringsfaktoren som et realt forrentningskrav dvs. uden inflation, hvilket er meget lig opgørelsen fra normalindtjeningsmetoden.

14.2.4 Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag

Når terminalværdien er beregnet, skal den tilbagediskonteres til nutidsværdi, og der skal den diskonteringsfaktor fra året før terminalåret anvendes. Den tilbagediskonterede værdi vil herefter være den, som skal indgå i beregningen af ejendommens værdi.

14.2.5 Bestemmelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier

Ejendommens værdi kan herefter beregnes som summen af de enkelte tilbagediskonterede værdier i budgetperioden tillagt den tilbagediskonterede terminalværdi fra terminalåret.

14.2.6 Sammenfatning af DCF-modellen

I budgetperioden tager DCF-modellen meget hensyn til indtægter, udgifter og investeringer, da de skal opdeles meget detaljeret i de enkelte budget år. Modellen er derfor god, hvis ejendommen skal gennemgå en udvikling, hvor der skal investeres i forbedringer på ejendommen, og med deraf følgende lejeforhøjelser. Det kunne også være større vedligeholdelsesarbejder, der er nødvendige for at fastholde lejere.

Udviklingen i ejendommen skal dog gerne afsluttes i budgetperioden, ellers skal omkostningen indregnes som gennemsnit i terminalperioden.

I en situation hvor ejendommen hviler i sig selv, vil DCF-modellen derimod være mindre god. Der vil cost benefit betragtning være, at nytteværdien af det tidskrævende detaljerede budgetarbejde i budgetperioden være at skyde over målet, da ejendommens cash flows er konstante.

Hvis der er et stort ønske om at DCF-modellen anvendes, så kan budget perioden reduceres, så en passende periode kan anvendes så cost benefit betragtningen bedre kan retfærdiggøres ved at anvende DCF-modellen contra den afkastbaserede model. Det skal dog bemærkes, at hvis budgetperioden reduceres, så skal terminalperioden stadigvæk være et pålideligt udtryk for at de fremtidige cash flows vil være normaliseret og konstante i den fremtidige periode.

Planlægningsmæssigt og likviditetsmæssigt giver DCF-modellen dog et godt overblik, på baggrunden af detaljeringsgraden i budgetperioden. Det skal bemærkes, at inflationen medtages direkte i DCF-modellen.

Risikoen i diskonteringsrenten DCF-modellen er mindre i forhold til den afkastbaserede model, pga. at i DCF-modellen er der en budget periode (anslået 5-10 år), og derfor er de meste kendte risici være indregnet i budgetperioden.

14.2.7 Interessenternes informationsbehov

Interessenternes informationsbehov vil blive dækket ved den detaljerede gennemgang af indtægter, udgifter og investeringer i budgetperioden.

Større investeringer i ejendommen vil også blive indregnet i budgetperioden eller opført som f.eks. 1/20 i terminalåret, hvis det er tilbagevendende omkostninger hvert 20 år, da det er gennemsnitsbetragtninger, som anvendes i terminalåret.

Det er nytteværdien, der skal fokuseres på, idet der skal foretages en cost benefit betragtning i forhold til tærskelværdien nytteværdi contra omkostninger ved at være så godt informeret.

14.3 Sammenligning DCF-modellen og normalindtjenings metoden

Normalindtjeningsmetoden er mere simpel at anvende end DCF-modellen, da den er meget statisk. I budget perioden er DCF-modellen mere specifik end normalindtjeningsmetoden, hvilket reducerer risikoen for fejlvurdering af ejendommen. Forrentningskravet i den afkastbaserede model og diskonteringsrenten i budgetperioden for DCF-modellen kan ikke sammenlignes, da der i DCF-modellens diskonteringsrente er indregnet en inflationssats, og det er der ikke i den afkastbaserede model.

I normalindtjeningsmetoden regner man ikke med en inflationsstigningstakst, da indtægter og udgifter forudsættes konstante. Det betyder, at der ikke er inflation med i diskonteringsrenten (en real diskonteringsrente). Omvendt vil man typisk indeksere indtægter og udgifter i DCF-modellen. Derfor skal der også tages højde for inflationen i diskonteringsrenten (en nominel diskonteringsrente).[87]

Opgørelsen af terminalværdien i DCF-modellen kan sammenlignes med opgørelsen i normalindtjeningsmodellen, da værdien af ejendommen i terminalåret opgøres uden inflation, og det forudsættes, at indtægter og udgifter vil være konstante efterfølgende.

Ejendomme, som skal udvikles herunder renovering eller modernisering, bør efter min mening anvende DCF-modellen, idet den detaljerede gennemgang i budgetperioden vil give en mere korrekt værdiansættelse.

Normalindtjeningsmetoden vil være den mest korrekte model at anvende, når der antages en cost benefit betragtning og ejendommen, hviler i sig selv, og dermed er indtægter og udgifter konstante.

[87] Ejendomsforeningen Danmark, Værdiansættelse af fast ejendom- en introduktion til DCF-modellen, side 11

14.4 Ekstern vurderingsmand

I de foregående afsnit har der været fokus på, at værdiansættelsen er sket internt, det er dog også muligt at få en ekstern vurdering af ejendommen. Det sker, når virksomheden ikke selv besidder de kompetencer og har den viden om ejendomsmarkedet, som er nødvendig til at lave en pålidelig værdiansættelse af ejendommen.

Det kan også være, at virksomheden har den fornødne viden om ejendomsmarkedet og lokalområdet for den pågældende ejendom, men mere gerne vil tjekke om deres egen værdiansættelse stemmer overens med en uafhængig valuars. En uafhængig valuar værdiansættelse vil give mulighed for at lave begrundede korrektioner til værdiansættelsen af ejendommen.

Selvom det er en uafhængig valuar, som anvendes, kan uafhængigheden dog diskuteres, idet der kan opstå en interessekonflikt, når valuaren aflønnes af en virksomhed, som gerne vil have en høj vurdering. Valuarens uafhængighed kan dog sammenlignes med revisors uafhængighed, og derfor bør der ikke opstå interessekonflikter i de eksterne vurderinger af ejendomme.

En ekstern valuars vurdering af en ejendom vil derfor have større troværdighed end en intern værdiansættelse. Det skyldes, som nævnt ovenfor at valuaren er uafhængig og dermed ikke er interesseret i at lave en useriøs vurdering, som fremmer et bestemt resultat, der tilgodeser ejeren af ejendommen.

For at opretholde en vis form for objektivitet i værdiansættelsen og til ændringer på ejendomsmarkedet, bør alle ejendomme med jævne mellemrum værdiansættes af en ekstern uafhængig valuar.

15.0 Analyse af værdiansættelse i forskellige risikoscenarier

Normalindtjeningsmetoden og DCF modellen blev i de foregående kapitler gennemgået, og fordelene og ulemperne i metoderne blev belyst. For at synliggøre de forskellige problemstillinger, som opstår når en ejendom skal værdiansættes, er der i nedenstående kapitel opstillet en case, hvor forskellige scenarier ligger til grund for værdiansættelsen.

For overskuelighedens skyld vil der i det enkelte scenarie kun være fokus på en enkelt problemstilling ad gangen. Risikoscenariet vil blive behandlet i både normalindtjeningsmodellen og DCF modellen, for at vise hvordan risikoscenariet behandles i den enkelte model.

Der er taget udgangspunkt i de oplyste risikoer, som finansanalytikernes forening påpeger, er vigtige.[88]

Risikoscenarierne kan opdeles i:

1. Behandling af forskellige tomgangs procenter
2. Behandling af forbedringsarbejder
3. Afkastkravets følsomhed
4. Modellernes følsomhed

Forudsætninger for hvert scenarie i casen vil blive oplistet, men selve beregningerne kan findes i bilagene 1-9.

Generelle forudsætninger:

Det er en kontorejendom placeret i København.
Driftsudgifter budgetteres til 8 % af lejeindtægten
Vedligeholdelsesudgifter budgetteres til 4 % af lejeindtægten
Administrationsudgifter budgetteres til 2 % af lejeindtægten
For afkastkravet antages det, at ejendommen er udlejet på en 10 årig kontrakt.[89]
Afkastkrav (standard) 5,5 %[90]

[88] Anbefalinger og nøgletal, Finansanalytikernes forening, afsnit 4,3 Ejendomsselskaber
[89] Colliers, MarkedsPULS>3. kvartal 2013, side 3

Lejeareal 2.000 M2

Markedsleje (standard) pr. m2 kr. 1.300[91]

15.1 Behandling af forskellige tomgangsprocenter

Efterspørgslen efter kontorlokaler hænger tæt sammen med beskæftigelse, specielt i serviceerhvervene. Lokalt varierer tomgangen meget i f.eks. København er der således områder med mange ledige kontorer.[92] Det er derfor interessant at se, hvordan der korrigeres for tomgang i værdiansættelsen, når der er positive forventninger.

15.1.1 Normalindtjeningsmetoden

Tomgangs scenarier: bilag 1

1. Der er ingen tomgang
2. På baggrund af forbedrede konjunkturer forventes en tomgang på ca. 5 %.
3. Tomgangen i ejendommen er historisk 9,5 %,[93] men forventes at falde til ca. 5 %

Når normalindtjeningsmetoden anvendes på ejendommen, og der ingen tomgang er i ejendommen, så estimeres dagsværdien til ca. kr. 40.655.000. Dette er maks. dagsværdi for ejendommen ved denne model.

Forventes tomgangen at være 5 %, så falder dagsværdien til ca. kr. 38.291.000.

Anvendes den historiske tomgang på 9,5 %, så falder dagsværdien til ca. kr. 36.400.000.

Forskellen mellem en fuld udlejet ejendom, og en med historiske tomgang er kr. 4.255.000. Ejendommen vil dermed være overvurderet med ca. 10,5 %, hvis der ikke tages hensyn til tomgangen. Det er en stor forskel, og derfor skal man være opmærksom på, at det er den rette tomgangsprocent, som indgår i beregningen.

---

[90] Colliers, MarkedsPULS>3. kvartal 2013, side 3
[91] Colliers, MarkedsPULS>3. kvartal 2013, side 3
[92] Colliers, Status, 3. kvartal 2013, side 4
[93] Colliers, MarkedsPULS>3. kvartal 2013, side 3

Tomgangsprocenten skal, som tidligere nævnt opgøres som et forsigtigt skøn, og i forhold til hvad der reelt vil være tomgangsprocenten i fremtiden, som i dette tilfælde vil være 5 %. Det vil derfor være mest realistisk, at anvende forudsætningerne oplyst i scenarie nr. 2. Scenarie 2 vil være det, som er fremadrettet, og vil give mest informations værdi til beregningen, da den er baseret på fremadrettede data.

15.1.2 DCF modellen

Tomgangs scenarier: bilag 2-4

1. Der er ingen tomgang
2. På baggrund af forbedrede konjunkturer forventes en tomgang på ca. 5 %.
3. Tomgangen i ejendommen er historisk 9,5 %,[94] men forventes at falde til ca. 5 %

Når DCF metoden anvendes på ejendommen, og der ikke laves en korrektion på ejendommen, så estimeres dagsværdien til ca. kr. 41.900.000. Dette er maks. dagsværdi for ejendommen ved denne model.

Forventes tomgangen at være ca. 5 %, så falder dagsværdien til ca. kr. 39.803.000.

Anvendes den historiske tomgang på 9,5 %, men faldende mod ca. 5 % som er den forventede tomgang, så falder dagsværdien til ca. kr. 39.365.000.

Dagsværdien vil være højest under scenarie nr.1 uden korrektion, men dagsværdien vil ikke være reel, idet der ikke tages hensyn til den historiske eller forventede tomgang, og dermed vil ejendommen blive overvurderet.

I scenarie 2 anvendes den forventede procentvise tomgang, hvilket i DCF modellen indebærer, at der skal tages hensyn til tomgangsprocenten hvert år i budget perioden, og derfor bør der ikke anvendes et løbende gennemsnit. Der er derfor i casen valgt en svingende % sats, men gennemsnittet for den samlede budgetperioden er dog stadig 5 % for sammenlignelighedens skyld. Ved at forholde sig kritisk til de enkelte år i budgetperioden bliver den estimerede dagsværdi mere realistisk.

[94] Colliers, MarkedsPULS>3. kvartal 2013, side 3

Udgangspunktet i scenarie 3 er anvendelse af den historiske tomgang. Dette udgangspunkt er mindre godt i forhold til scenarie 2, da den historiske tomgang kun er svagt faldende over budgetperioden for at nå den forventede tomgang på 5 %. Ejendommen undervurderes dermed, da scenarie 3 er mere pessimistisk i sin dagsværdiopgørelse, idet udgangspunktet for tomgangen er historisk høj. Det modsatte vil selvfølgelig gøre sig gældende hvis den historiske tomgang var lav, og forventningen til tomgangen er stigende.

15.1.3 Sammenligning tomgang i normalindtjeningsmetoden og DCF modellen

Når der ikke tages hensyn til en forudsat forventet eller historisk tomgang, så vil dagsværdien på en ejendom blive overvurderet.

Når der anvendes en historisk høj tomgang, men den forventede tomgang er lavere, så vil det medføre, at dagsværdien vil blive undervurderet. Det sker i begge modellerne i scenarie 3, og derfor anbefales det ikke, at anvende den historiske tomgang, men i stedet den forventede tomgangsprocent i scenarie 2.

I scenarie 2 tages der i begge modeller hensyn til den fremtidige tomgangs procent, som skal anvendes til beregningen af dagsværdien. Dette scenarie, mener jeg for begge modeller, giver det mest retvisende billede af dagsværdien. Forskellen mellem de 2 modeller er kr. 1.512.000, og omregnet i procent er forskellen 3,8 %. Det er DCF modellen, som estimerer dagsværdien højest, og jeg anser det som en væsentlig difference. Det skyldes, at laves der en cost benefit betragtning, så kan der aflønnes medarbejdere for kr. 1.512.000 til at anvende DCF modellen, før nytteværdien bliver lavere end ved at anvende normalindtjeningsmetoden. For at undgå overvurdering, skal medarbejderen, som udarbejder værdiansættelsen, også sikre, at DCF værdien giver et retvisende billede i forhold til vurderingen af andre sammenlignelige ejendomme i området.

15.2 Behandling af forbedringsarbejder

Der skal laves en forbedring på ejendommen hurtigst muligt, og denne forbedring er værdiansat til kr. 2.000.000.

Det skal bemærkes, at scenarierne nedenfor kun omhandler forbedringsomkostninger, og der er derfor ikke indregnet effekten af forbedringen på huslejeindtægterne, idet formålet med dette scenarie isoleret set kun omhandler, hvordan en større omkostning vil påvirke værdiansættelsen.

15.2.1 Normalindtjeningsmetoden

Forbedringsscenarier: bilag 1

1. Der foretages ingen korrektion
2. Der foretages korrektion af forbedringen under særlige forhold
3. Der foretages korrektion af forbedringen, under driftsafkastet, som et gennemsnit over 5 år.

Når normalindtjeningsmetoden anvendes på ejendommen, og der ikke laves en korrektion på ejendommen, så estimeres dagsværdien til ca. kr. 40.655.000. Dette er maks. dagsværdi for ejendommen ved denne model.

Indregnes korrektionen som forbedring under særlige forhold, så falder dagsværdien til ca. kr. 38.655.000.

Laves korrektionen under opgørelsen af driftsafkastet, som et gennemsnit på 5 år, så falder dagsværdien til ca. kr. 33.382.000.

Dagsværdien vil være højest under scenarie nr.1 uden korrektion, men dagsværdien vil ikke være reel, idet der ikke tages hensyn til forbedringen, og dermed vil ejendommen blive overvurderet.

Dagsværdien vil være lavest i forudsætning nr. 3, hvor korrektionen sker som en periodisering over 5 år. Baggrunden for den lave dagsværdi skyldes, at omkostningen er indeholdt i driftsafkastet, og dermed vises det reelle driftsafkast ikke. Det lavere driftsafkast påvirker dagsværdien, når det holdes op mod afkastkravet, og dermed bliver ejendommen undervurderet.

Når forbedringsomkostningen indregnes under de særlige forhold i scenarie nr. 2, så påvirkes dagsværdien ikke gennem driftsresultatet og afkastkravet. Ved at placere forbedringen under særlige forhold tages der hensyn både til driftsafkastet og forbedringen. Placeringen af forbedringen under særlige forhold vil derfor efter min mening være den mest korrekte placering.

15.2.2 DCF modellen

Forbedringsscenarier: bilag 2+6-7

1. Der foretages ingen korrektion
2. Der foretages korrektion af forbedringen primo
3. Der foretages korrektion af forbedringen medio

Når DCF metoden anvendes på ejendommen, og der ikke laves en korrektion på ejendommen, så estimeres dagsværdien til ca. kr. 41.900.000. Dette er maks. dagsværdi for ejendommen ved denne model.

Indregnes korrektionen primo, så falder dagsværdien til ca. kr. 39.900.000.

Indregnes korrektionen medio, så vil dagsværdien blive opgjort til ca. kr. 40.403.000, hvilket værdiansættelsesmæssigt ligger mellem scenarie 1 og 2.

Ved anvendelse af scenarie nr. 1 vil ejendommen, ligesom i normalfordelingsmetoden blive overvurderet, når der ikke tages hensyn til forbedringen.

Sammenlignes scenarie 1 og 2, når forbedringsomkostningen indregnes, så opstår der en forskel i dagsværdien på kr. 503.000 mellem indregningen af forbedringsomkostningerne i primo og medio. Denne forskel skyldes isoleret set, at når forbedringsomkostningen

indregnes i medio perioden, så skal den også tilbagediskonteres, og det påvirker dagsværdien i scenarie 2.

Den korrekte dagsværdi efter forbedringen afhænger af, hvornår den præcist skal indregnes i budgetperioden. I scenariet er der lagt op til hurtigst muligt, hvilket vil betyde, at det er forbedringsomkostningen ført i primo, som bør anvendes.

15.2.3 Sammenligning normalindtjeningsmetoden og DCF modellen

I scenarie 1 overvurderer begge modeller dagsværdien i forhold til scenarie 2 og 3, hvilket skyldes, at der ikke tages hensyn til forbedringen i scenarie 1. Der tages heller ikke hensyn til, at forbedringen vil kunne resultere i lejeforhøjelser, da dette scenarie kun isoleret set omhandler, hvordan en større omkostning vil påvirke værdiansættelsen, og derfor vil scenarie 1, derfor alt andet lige give en højere værdiansættelse.

I scenarie 2 er der for, at skabe sammenlignelighed mellem normalindtjeningsmodellen og DCF modellen, valgt at lave en korrektion under særlige forhold i normalindtjeningsmetoden, som i dette tilfælde skal holdes op mod en primo forbedring i DCF modellen.

I normalindtjeningsmetodens scenarie 3 laves der også en korrektion i normalindtjeningsmetoden, hvor forbedringen indregnes som et gennemsnit over 5 år. Denne korrektion skal sammenlignes med DCF metoden, hvor forbedringsomkostningen placeres medio år 5, som herefter tilbagediskonteres.

For bedst at opfylde forudsætning om indregning af forbedringsomkostningen i metoderne i både scenarie 2 og 3, så bliver det mere en diskussion i normindtjeningsmetoden om, hvor omkostningen skal placeres i driftsafkastet eller under særlige forhold. I DCF modellen er det mere det tidsmæssige placerings aspekt, som gør sig gældende mellem scenarierne.

I scenarie 2 er det min vurdering, at begge modeller hver for sig fremkommer med den mest retvisende værdiansættelse. Det skyldes, at forudsætningen bedst vil blive opfyldt, både af placeringsmæssige årsager og tidsmæssige. Forskellen mellem værdiansættelser

i normalindtjeningsmetoden og DCF metoden vil være kr. 1.245.000, og omregnet i procent er forskellen 3,12 %. Det er DCF modellen, som estimerer dagsværdien højest, og jeg anser det som en væsentlig difference. Det skyldes, at laves der en cost benefit betragtning, så kan der aflønnes medarbejdere for kr. 1.245.000 til, at anvende DCF modellen før nytteværdien bliver lavere end ved at anvende normalindtjeningsmetoden. For at undgå overvurdering så skal medarbejderen, som udarbejder værdiansættelsen, også sikre, at DCF værdien giver et retvisende billede i forhold til vurderingen af andre sammenlignelige ejendomme i området.

15.3 Afkastkravets følsomhed

Afkastkravet indeholder forskellige risikofaktorer, og disse er mange gange skønsmæssigt opgjort, og dermed bliver afkastkravet meget følsomt. I ejendomsmæglerfirmaet Colliers har de i forhold til ejendommens kvalitet rangordnet afkastkravet i tre kategorier som bedste, standard og under middel. [95]

15.3.1 Normalindtjeningsmetoden

Afkastkravets følsomhed scenarie: bilag 1

1. Bedste 5,25 %
2. Standard 5,5 %
3. Under middel 5,75 %

Ved scenarie nr.1 som er den bedste vil ejendommens dagsværdi kunne estimeres til ca. kr. 42.590.000, og hvis afkastkravet er standard, så vil dagsværdien kunne estimeres til ca. kr. 40.655.000. Det betyder i kroner, at når afkastkravet sænkes fra bedste til standard, så vil ejendommen blive vurderet kr. 1.935.000 mindre.

Det vil i procent betyde en nedgang i dagsværdien på ca. 4.54 %, hvilket umiddelbart ikke virker meget, men når det sættes i forhold til, at det oprindeligt var afkastkravet, som blev ændret med 0,25 %, så betyder det i dette tilfælde, at ændringens effekt er steget med 1716 % på den endelige opgjorte dagsværdi.

[95] Colliers, Status, 3. kvartal 2013, side 4

Ved scenarie nr. 2 som er standard vil ejendommens dagsværdi kunne estimeres til ca. kr. 40.665.000, og hvis afkastkravet er under middel, så vil dagsværdien kunne estimeres til ca. kr. 38.887.000. Det betyder i kroner, at når afkastkravet sænkes fra standard til under middel, så vil ejendommen blive vurderet kr. 1.768.000 mindre.

Det vil i procent betyde en nedgang i dagsværdien på ca. 4.35 %, hvilket umiddelbart ikke virker meget, men når det sættes i forhold til, at det oprindeligt var afkastkravet, som blev ændret med 0,25 %, så betyder det i dette tilfælde, at ændringens effekt er steget med 1640 % på den endelige opgjorte dagsværdi.

Det beviser, at afkastkravet er meget følsomt overfor ændringer, og at det derfor er meget nødvendigt, at være meget opmærksom på at de faktorer, som indgår i afkastkravet er opgjort korrekt.

Påvirkningen af ændringen i afkastkravet mindskes jo højere afkastkravet er oprindeligt, men det har mere en matematisk forklaring

15.3.2 DCF modellen

Afkastkravets følsomhed scenarie: bilag 7

1. Bedste 5,25 %
2. Standard 5,5%
3. Under middel 5,75 %

Ved scenarie nr.1 som er den bedste vil ejendommens dagsværdi kunne estimeres til ca. kr. 43.809.000, og hvis afkastkravet er standard vil dagsværdien kunne estimeres til ca. kr. 41.900.000. Det betyder i kroner, at når afkastkravet sænkes fra bedste til standard, så vil ejendommen blive vurderet kr. 1.909.000 mindre.

Det vil i procent betyde en nedgang i dagsværdien på ca. 4.36 %, hvilket umiddelbart ikke virker meget, men når det sættes i forhold til, at det oprindeligt var afkastkravet, som blev ændret med 0,25 %, så betyder det i dette tilfælde at ændringens effekt er steget med 1644 % på den endelige opgjorte dagsværdi.

Ved scenarie nr. 2 som er standard vil ejendommens dagsværdi kunne estimeres til ca. kr. 41.900.000, og hvis afkastkravet er under middel, vil dagsværdien kunne estimeres til ca. kr. 40.159.000. Det betyder i kroner, at når afkastkravet sænkes fra standard til under middel, så vil ejendommen blive vurderet kr. 1.741.000 mindre.

Det vil i procent betyde en nedgang i dagsværdien på ca. 4.16 %, hvilket umiddelbart ikke virker meget, men når det sættes i forhold til, at det oprindeligt var afkastkravet, som blev ændret med 0,25 %, så betyder det i dette tilfælde, at ændringens effekt er steget med 1564 % på den endelige opgjorte dagsværdi.

Det beviser, at afkastkravet er meget følsomt overfor ændringer, og at det derfor er meget nødvendigt, at være meget opmærksom på, at de faktorer som indgår i afkastkravet er opgjort korrekt.

Påvirkningen af ændringen i afkastkravet mindskes jo højere afkastkravet er oprindeligt, men det har mere en matematisk forklaring

15.3.3 Sammenligning normalindtjeningsmetoden og DCF modellen

I dette scenarie testes afkastkravets følsomhed i hver af modellerne, og der skal derfor ikke udvælges et scenarie, som giver et mere retvisende billede end et andet.

Det blev bevist i begge modeller, at det gælder, at afkastkravet er meget følsom overfor ændringer i afkastkravet. Hvor en ændring i afkastkravet på 0,25 %, vil resultere i en ændring i dagsværdien på gennemsnitlig ca. 4,35 %.

Effekten på dagsværdien af ændringen i afkastkravet havde den største procentuelle indvirkning i normalindtjeningsmodellen i alle sammenlignings scenarierne med DCF modellen

Ud fra ovennævnte kan det konstateres, at normalindtjeningsmodellen er den mest følsomme model overfor ændringer i afkastkravet, når der sammenlignes med DCF modellen.

15.4 Metodernes følsomhed

For at teste metodernes følsomhed vil der i nedenstående scenarie både i afkastkravet og driftsafkastet samt cash flowet blive ændret i procenterne.

Afkastkravets følsomhed følger Colliers afkasts kategorier, som tidligere er gennemgået. Driftsafkastet og cash flowet vil blive påvirket med ± 0.25 %, hvilket også er den samme procentændring, som anvendes i afkastkravet.

Når afkastkravets og driftsafkastets samt cash flowets følsomhed kombineres vil der opstå ni forskellige dagsværdier. For overskuelighedens skyld vil der primært blive fokuseret på yderpunkterne i beregningerne, hvilket vil være den højeste og laveste beregnede dagsværdi, men der vil også være fokus på, hvad der påvirker dagsværdien mest afkastkravet eller driftsafkastet.

15.4.1 Normalindtjeningsmetoden

Metodens følsomhed: bilag 1

1. Bedste 5,25 %
2. Standard 5,5 %
3. Under middel 5,75 %

Driftsafkastets følsomhed:

1. Ændring + 0.25 %
2. Uændret
3. Ændring – 0.25 %

Den højeste dagsværdi fremkommer, når afkastkravet er 5,25 %, og driftsafkastet påvirkes positivt med 0,25 %. Dagsværdien som fremkommer når de to kombineres er ca. kr. 42.697.000.

Den laveste dagsværdi fremkommer, når afkastkravet er 5,75 %, og driftsafkastet påvirkes negativt med 0,25 %. Dagsværdien som fremkommer når de to kombineres er ca. kr. 38.790.000.

Når driftsafkastet øges, og det er det bedste afkastkrav, som anvendes, er det naturligt, at denne kombination vil give den højeste dagsværdi. Denne sammenligning gør sig modsat gældende ved nedgang i driftsafkastet og et afkastkrav, som er under middel.

Forskellen mellem den højeste og lavest dagsværdi udgør kr. 3.907.000, hvilket er en forskel på ca. 9.15 %. Det er en væsentlig forskel, og det er derfor vigtigt at anvende det rigtige afkastkrav og være sikker på sin opgørelse af driftsafkastet.

Under afkastkravets følsomhed blev det konstateret, at en ændring fra bedste til standard i afkastkravet på 0.25 % ville resultere i en ændring på kr. 1.935.000 i dagsværdien.

Når det kombineres med driftsafkastets positive påvirkning med 0.25 %, så ændrer det dagsværdien med kr. 1.941.000 fra kr. 42.697.000 til kr. 40.756.000. Sammenholdes begge ændringer i dagsværdien, så er ændringen mellem de to ændringer kr. 6.000. Denne ændring er ikke nok til at påvirke den tidligere opgjort procentuelle forskel på 4.54 % signifikant, og dermed bevises det, at afkastkravet er mere følsomt end driftsafkastet.

15.4.2 DCF modellen

Metodens følsomhed: bilag 2+8-9

4. Bedste 5,25 %
5. Standard 5,5 %
6. Under middel 5,75 %

Cash flowets følsomhed:

4. Ændring + 0.25 %
5. Uændret
6. Ændring – 0.25 %

Den højeste dagsværdi fremkommer, når afkastkravet er 5,25 %, og cash flowet påvirkes positivt med 0,25 %. Dagsværdien, som fremkommer, når de to kombineres er ca. kr. 43.919.000.

Den laveste dagsværdi fremkommer, når afkastkravet er 5,75 %, og cash flowet påvirkes negativt med 0,25 %. Dagsværdien som fremkommer, når de to kombineres, er ca. kr. 40.103.000

Når cash flowet øges, og det er bedste afkastkrav, som anvendes, er det naturligt, at denne kombination vil give den højeste dagsværdi. Denne sammenligning gør sig modsat gældende ved nedgang i cash flowet og et afkastkrav, som er under middel.

Forskellen mellem den højeste og lavest dagsværdi udgør kr. 3.816.000, hvilket er en forskel på ca. 8.69 %. Det er en væsentlig forskel, og det er derfor vigtigt at anvende det rigtige afkastkrav og være sikker på sin opgørelse af cash flowet.

Under afkastkravets følsomhed blev det konstateret, at en ændring fra bedste til standard i afkastkravet på 0.25 % ville resultere i en ændring på kr. 1.909.000 i dagsværdien.

Når det kombineres med cash flowets positive påvirkning med 0.25 %, så ændrer det dagsværdien med kr. 1.914.000 fra kr. 43.919.000 til kr. 42.005.000. Sammenholdes begge ændringer i dagsværdien, så er ændringen mellem de to ændringer kr. 5.000. Denne ændring er ikke nok til at påvirke den tidligere opgjort procentuelle forskel på 4.36 % signifikant, og dermed bevises det, at afkastkravet er mere følsomt end driftsafkastet.

15.4.3 Sammenligning normalindtjeningsmetoden og DCF modellen

Det er den samme kombination af laveste afkastkrav på 5,25 % og en positiv påvirkning af driftsafkastet samt cash flowet, som er gældende for den højeste og laveste beregnede dagsværdi.

Det er også gældende for både normalindtjeningsmetoden og DCF modellen, at afkastkravet er mere følsomt overfor procentmæssige ændringer, end de procentmæssige ændringer, som sker i driftsafkastet.

16.0 Konklusion

Definitionen på en investeringsejendom efter IAS, er en investering i grunde eller bygninger – eller en del af en bygning eller begge dele, for at opnå lejeindtægter eller en kapitalgevinst eller begge dele. Den eneste væsentlige forskel i definitionen af investeringsejendomme mellem årsregnskabsloven og IAS ligger i, at grunde også medregnes som investeringsejendom ved brug af IAS.

Indregning af investeringsejendomme som et aktiv skal ske, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden, og investeringsejendommens værdi kan måles troværdigt. Årsregnskabsloven og IAS er enige i behandlingen af indregningen af investeringsejendomme.

Den første indregning af investeringsejendomme skal ske til kostpris. Det er efterfølgende frivilligt at anvende kostprisen, men anvendes kostprisen, skal den også afskrives. Den lineære afskrivningsmetode vil informationsmæssigt give regnskabet kontinuitet, og vil derfor være den bedste metode at anvende. Opgørelse af scrapværdien skal revurderes hvert år ifølge IAS, men det er ikke nødvendigt i årsregnskabsloven. Forskellen betyder, at der tages hensyn til inflationen, når der aflægges årsrapport efter IAS.

I årsregnskabsloven kan efterfølgende målinger ske til dagsværdi, men kun hvis investeringsaktiviteten er en hovedaktivitet. Dette skelner IAS ikke imellem, og dermed er IAS lempeligere end årsregnskabsloven på dette punkt, da alle investeringsejendomme ifølge IAS kan indregnes til dagsværdi.

Behandlingen af værdireguleringer er ens mellem årsregnskabsloven og IAS. Værdireguleringerne til dagsværdi skal indregnes i årets resultat for det regnskabsår, hvori værdireguleringen opstår. Værdireguleringen føres via overskudsdisponeringen over på en særlig "reserve for opskrivninger" under egenkapitalen. Nedskrivningerne omkostningsføres i resultatopgørelsen og opskrivningerne under egenkapitalen modregnes.

Der er flere forskellige metoder der kan anvendes, når en investeringsejendom skal værdiansættes. Den mest optimale dagsværdiansættelse sker ved, at sammenligne aktuelle priser på sammenlignelige ejendomme. Hvis denne metode ikke kan anvendes, kan alternative afkastbaserede modeller, såsom normalindtjeningsmetoden og DCF modellen, anvendes.

Normalindtjeningsmetoden er en god simpel model at anvende til værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi. Det skyldes, at modellen kan tilpasses den enkelte ejendom, når der taget hensyn til de samfundsmæssige og individuelle forhold, som har betydning for dagsværdien. Den er simpel på grund af at de data, som skal anvendes i modellen, er forholdsvis skønsmæssige, og tidshorisonten som anvendes kun er 1 år. Omkostningerne ved at anvende modellen er dermed også lavere end ved andre modeller.

DCF-modellen tager i budgetperioden på 5-10 år meget hensyn til indtægter, udgifter og investeringer, da de skal opdeles meget detaljeret i de enkelte budgetår. Modellen er derfor god, hvis ejendommen skal gennemgå en udvikling, hvor der skal investeres i forbedringer på ejendommen, og med deraf følgende lejeforhøjelser. Det kunne også være større vedligeholdelsesarbejder, der er nødvendige for at fastholde lejere. Udviklingen i ejendommen skal dog være afsluttet i budgetperioden, ellers skal omkostningen indregnes som et gennemsnit i terminalperioden.

Budgetperiodens og terminalværdiens cashflow tilbagediskonteres herefter med en diskonteringsfaktor, som har taget højde for de forskellige risikofaktorer, som DCF modellen indeholder. Summen af de enkelte tilbagediskonterede værdier er herefter ejendommens værdi.

Forskellen mellem normalindtjeningsmetoden og DCF modellen er kompleksiteten og datagrundlaget, som er meget forskelligt. Ejendommens kompleksitet skal derfor ved hver værdiansættelse fastlægges. Det skyldes, at ved simple opgaver, hvor driftsafkastet er konstant, så vil normalindtjeningsmodellen give et retvisende billede, og nytteværdien vil være større end omkostningerne. Dette kan sammenlignes med DCF modellen, hvor det er en kompliceret opgave, der skal løses, så vil denne metode give et mere retvisende

billede, idet datagrundlaget er større. Omkostningerne ved at bruge DCF modellen skal dog holdes op mod nytteværdien.

Ved valg af værdiansættelsesmetoden er det vigtigt at holde fokus på et retvisende billede, herunder, om det er kostprisen eller dagsværdien, som skal anvendes. Kostprisen kan opgøres pålideligt, og viser et retvisende billede på kort sigt, men ikke på lang sigt pga. afskrivninger. Dagsværdimetoderne er dog mere relevante, og bør derfor anvendes i stedet for kostprisen. Af dagsværdimetoder kan nævnes salgsværdien, som vil være retvisende, samt værdiansættelse efter enkeltaktiver som også er retvisende, men det er en meget omkostningstung proces. Normalindtjeningsmodellen og DCF modellen giver begge et retvisende billede, og er i praksis de mest anvendte værdiansættelses modeller, men der er forskel på i hvilke situationer, de skal anvendes.

Anvendes normalindtjeningsmetoden og DCF modellen under samme forudsætninger, vurderer DCF modellen ejendommen ca. 3-4 % højere end normalindtjeningsmetoden. Dagsværdiafvigelsen er væsentlig, og laves der en cost benefit betragtning, så vil de 3-4 % kunne aflønne en medarbejder til at anvende DCF modellen, før nytteværdien bliver lavere end ved at anvende normalindtjeningsmetoden. For at undgå overvurdering skal medarbejderen, som udarbejder værdiansættelsen, sikre at DCF værdien giver et retvisende billede i forhold til vurderingen af andre sammenlignelige ejendomme i området.

Dagværdien påvirkes også af ændringer i driftsafkastet/cash flow og afkastkravet, og for at analysere hvad der påvirker dagsværdien mest, blev der udarbejdet en følsomhedsanalyse. Under følsomhedsanalysen blev det bevist, at afkastkravet er mere følsomt overfor ændringer end driftsafkastet. Hvor en ændring i afkastkravet på 0,25 % resulterede i en ændring i dagsværdien på gennemsnitlig ca. 4,35 %, og en ændring i driftsafkastet på 0.25 % ingen signifikant indvirkning havde på dagsværdien. Dette var gældende for både normalindtjeningsmodellen og DCF modellen.

Ved at analysere normalindtjeningsmetoden og DCF modellens følsomhed fandt jeg ud af at, normalindtjeningsmetoden er mere følsom end DCF modellen, idet effekten på dagsværdien af ændringen i afkastkravet, havde den største procentuelle indvirkning i normalindtjeningsmodellen i alle sammenlignings scenarierne med DCF modellen.

17.0 Litteraturliste

Forfatter	Titel	Forlag	Udgivelsesår
Bøger:			
Jens O. Elling	Finansiel rapportering -teori og regulering	Gjellerup	2009
Ole Sørensen	Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang	Gjellerup	2011
Jan Fedders og Henrik Steffensen	Årsrapport efter IFRS fra dansk praksis til IFRS	Thomson	2008
Kirsa S. Christiansen Tem V. Christiansen	Regnskabsmemo 11-12 Håndbog for praktikere	Magnus	2011
KPMG	Indsigt i årsregnskabsloven	KPMG	2012
PwC	Regnskabshåndbogen 2012	PwC	2011
IASB	IFRS	IASCF	2008
Jan-Christian Nilsen Lykke Skødt mfl.	Kommentarer til årsregnskabsloven	Karnov	2011
Publikationer:			
Den danske finans-analytikerforening	Anbefalinger & nøgletal 2010	Den danske finans-analytiker-forening	2010
KPMG – Ejendom og entreprise	Investeringsejendomme	KPMG	2008
Deloitte	IFRS 13, Fair Value Measurement	Deloitte	2011
Ejendomsforeningen Danmark	Værdiansættelse af investerings-ejendomme – anbefalinger til DCF	Ejendoms-foreningen Danmark	2010
Ejendomsforeningen Danmark	Værdiansættelse af fast ejendom-en introduktion til DCF-modellen	Ejendoms-foreningen	2006

		Danmark	
Ejendomsforeningen Danmark	Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber	Ejendoms-foreningen Danmark	2009
Colliers	MarkedsPULS 3. kvartal 2013	Colliers	2013
Colliers	Status 3. kvartal 2013	Colliers	2013

Artikler:

Morten Gottliebsen Deloitte	Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme	Inspi 7/8	2007
KPMG nyhedsbrev	Krav til dagsværdimåling af investeringsejendomme	KPMG	2012
KPMG nyhedsbrev	Afkastet på kontorejendomme i København marginalt faldende	KPMG	2013
Økonomisk ugebrev	Ejendomsselskabers afkastkrav kan koste 22 milliarder	Økonomisk ugebrev	2012

Love og vejledninger:

IAS 40

IAS 16

IFRS 13

Årsregnskabsloven

Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder

Lejeloven

Boligreguleringsloven

Afgørelser:

Fondsrådsafgørelse af 30. oktober 2006

Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme, E og S 3. april 2009

Årsrapporter:

Jeudan 2012

18.0 Bilag

18.1 Normalindtjeningsmetoden

18.1.1 Bilag 1 Normalindtjeningsmetoden (alle beregninger)

Normalindtjeningsmodellen.

Forudsætninger:		Eksempel 1	Eksempel 2	Eksempel 3
Inflation	2%			
m2	2.000,00			
m2 pris	1.300,00			
Drifts udgifter 8 % af lejeindtægten				
Vedligeholdelse 4 % af lejeindtægten				
Administration 2 % af lejeindtægten				
Tomgang 9,5% forventes at falde til 5 % indenfor kort tid				
Forrentningskrav 5,5 %				

Tomgang	**U/tomgang** Tomgang **0%**	**Gennemsnit** Tomgang **5%**	**Historisk** Tomgang **9,5%**
Lejeindtægt	2.600.000	2.600.000	2.600.000
Driftsudgifter	-208.000	-208.000	-208.000
Administration	-52.000	-52.000	-52.000
vedligholdelse	-104.000	-104.000	-104.000
Driftsafkast før korrigering	2.236.000	2.236.000	2.236.000
Ledige lokalers skønnede lejeindtægter	-	-130.000	-234.000
Driftsafkast efter korrigering	2.236.000	2.106.000	2.002.000
Beregnet værdi	40.654.545	38.290.909	36.400.000
Særlige forhold	-	-	-
Beregnet dagsværdi efter særlige forhold	40.654.545	38.290.909	36.400.000

Forbedringsomkostninger	**Uden** korrektion	**Særlig forhold** korrektion	**Fordelt 5 år** korrektion
Lejeindtægt	2.600.000	2.600.000	2.600.000
Driftsudgifter	-208.000	-208.000	-208.000
Administration	-52.000	-52.000	-52.000
Vedligholdelse	-104.000	-104.000	-104.000
Driftsafkast før korrigering	2.236.000	2.236.000	2.236.000
Forbedrings omkostning fordelt over 5 år	-	-	-400.000
Driftsafkast efter korrigering	2.236.000	2.236.000	1.836.000
Beregnet værdi	40.654.545	40.654.545	33.381.818
Særlige forhold	-	-2.000.000	-
Beregnet dagsværdi efter særlige forhold	40.654.545	38.654.545	33.381.818

		Eksempel 1	Eksempel 2	Eksempel 3
Afkastkravets følsomhed				
Lejeindtægt		2.600.000	2.600.000	2.600.000
Driftsudgifter		-208.000	-208.000	-208.000
Administration		-52.000	-52.000	-52.000
Vedligholdelse		-104.000	-104.000	-104.000
Driftsafkast før korrigering		2.236.000	2.236.000	2.236.000
Afkastkravetsfølsomhed				
Bedste	5,25%	42.590.476		
Standard	5,50%		40.654.545	
Under middel	5,75%			38.886.957
Særlige forhold		-	-	-
Beregnet dagsværdi efter særlige forhold		42.590.476	40.654.545	38.886.957
Modellens følsomhed				
Lejeindtægt		2.600.000	2.600.000	2.600.000
Driftsudgifter		-208.000	-208.000	-208.000
Administration		-52.000	-52.000	-52.000
Vedligholdelse		-104.000	-104.000	-104.000
Driftsafkast før korrigering		2.236.000	2.236.000	2.236.000
Korrigering af driftsafkast i %		0,25%	0%	-0,25%
Korrigering af driftsafkast i kr.		5.590	-	-5.590
Driftsafkast efter korrigering		2.241.590	2.236.000	2.230.410
Beregnede dagsværdier kombineret				
Bedste	5,25%	42.696.952	42.590.476	42.484.000
Standard	5,50%	40.756.182	40.654.545	40.552.909
Under middel	5,75%	38.984.174	38.886.957	38.789.739

18.2 DCF modellen

18.2.1 Bilag 2 DCF modellen uden ændringer

Opstilling af cash flow

Tomgang	0%
Inflation	2%
m2	2.000,00
m2 pris	1.300,00

Drifts udgifter 8 % af lejeindtægten
Vedligeholdelse 4 % af lejeindtægten
Administration 2 % af lejeindtægten

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal år
Lejeindtægt	2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Tomgang											
Bruttoleje	2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Driftsudgifter	208.000	212.160	216.403	220.731	225.146	229.649	234.242	238.927	243.705	248.579	253.551
Administration	52.000	53.040	54.101	55.183	56.286	57.412	58.560	59.732	60.926	62.145	63.388
Vedligeholdelse/rep.	104.000	106.080	108.202	110.366	112.573	114.824	117.121	119.463	121.853	124.290	126.775
Invest/forbedringer											
Udgifter i alt	364.000	371.280	378.706	386.280	394.005	401.885	409.923	418.122	426.484	435.014	443.714
Cash flow	2.236.000	2.280.720	2.326.334	2.372.861	2.420.318	2.468.725	2.518.099	2.568.461	2.619.830	2.672.227	2.725.672
Real diskonteringsfaktor		5,50%									49.557.664
Nominel diskonteringsfaktor		7,50%									

Tilbagediskonterede værdier

år 1	2.236.000
år 2	2.121.600
år 3	2.013.053
år 4	1.910.060
år 5	1.812.336
år 6	1.719.611
år 7	1.631.631
år 8	1.548.153
år 9	1.468.945
år 10	1.393.789
Sum af tilbagediskonterede værdier	17.855.178
Tilbagediskonteret terminalværdi	24.045.078
Ejendommens værdi	**41.900.256**

18.2.2 Bilag 3 DCF modellen gennemsnit tomgang

Opstilling af cash flow

Tomgang gennemsnit	**5%**
Inflation	2%
m2	2.000,00
m2 pris	1.300,00
Drifts udgifter 8 % af lejeindtægten	
Vedligeholdelse 4 % af lejeindtægten	
Administration 2 % af lejeindtægten	

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal år
Lejeindtægt	2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Tomgang i %	5,00%	5,50%	5,00%	4,50%	5,00%	5,50%	5,00%	4,50%	5,00%	5,00%	5,00%
Tomgang	-130.000	-145.860	-135.252	-124.161	-140.716	-157.884	-146.401	-134.396	-152.316	-155.362	-158.469
Bruttoleje	2.470.000	2.506.140	2.569.788	2.634.979	2.673.607	2.712.727	2.781.621	2.852.187	2.893.999	2.951.879	3.010.916
Driftsudgifter	197.600	200.491	205.583	210.798	213.889	217.018	222.530	228.175	231.520	236.150	240.873
Administration	49.400	50.123	51.396	52.700	53.472	54.255	55.632	57.044	57.880	59.038	60.218
Vedligeholdelse/rep.	98.800	100.246	102.792	105.399	106.944	108.509	111.265	114.087	115.760	118.075	120.437
Invest/forbedringer											
Udgifter i alt	345.800	350.860	359.770	368.897	374.305	379.782	389.427	399.306	405.160	413.263	421.528
Cash flow	2.124.200	2.155.280	2.210.018	2.266.082	2.299.302	2.332.945	2.392.194	2.452.880	2.488.839	2.538.616	2.589.388
Real diskonteringsfaktor		5,50%									47.079.782
Nominel diskonteringsfaktor		7,50%									

Tilbagediskonterede værdier

år 1	2.124.200
år 2	2.004.912
år 3	1.912.400
år 4	1.824.107
år 5	1.721.719
år 6	1.625.033
år 7	1.550.050
år 8	1.478.486
år 9	1.395.498
år 10	1.324.100
Sum af tilbagediskonterede værdier	16.960.504
Tilbagediskonteret terminalværdi	22.842.824
Ejendommens værdi	**39.803.328**

18.2.3 Bilag 4 DCF modellen historisk tomgang

Opstilling af cash flow

Tomgang historisk	**9,5%**
Inflation	2%
m2	2.000,00
m2 pris	1.300,00
Drifts udgifter 8 % af lejeindtægten	
Vedligeholdelse 4 % af lejeindtægten	
Administration 2 % af lejeindtægten	

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal år
Lejeindtægt	2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Tomgang i %	9,50%	9,00%	8,50%	8,00%	7,50%	7,00%	6,50%	6,00%	5,50%	5,00%	5,00%
Tomgang	-247.000	-238.680	-229.928	-220.731	-211.074	-200.943	-190.321	-179.195	-167.547	-155.362	-158.469
Bruttoleje	2.353.000	2.413.320	2.475.112	2.538.410	2.603.249	2.669.667	2.737.701	2.807.388	2.878.767	2.951.879	3.010.916
Driftsudgifter	188.240	193.066	198.009	203.073	208.260	213.573	219.016	224.591	230.301	236.150	240.873
Administration	47.060	48.266	49.502	50.768	52.065	53.393	54.754	56.148	57.575	59.038	60.218
Vedligeholdelse/rep.	94.120	96.533	99.004	101.536	104.130	106.787	109.508	112.296	115.151	118.075	120.437
Invest/forbedringer											
Udgifter i alt	329.420	337.865	346.516	355.377	364.455	373.753	383.278	393.034	403.027	413.263	421.528
Cash flow	2.023.580	2.075.455	2.128.596	2.183.032	2.238.794	2.295.914	2.354.423	2.414.353	2.475.740	2.538.616	2.589.388
Real diskonteringsfaktor		5,50%									47.079.782
Nominel diskonteringsfaktor		7,50%									

Tilbagediskonterede værdier

år 1	2.023.580
år 2	1.930.656
år 3	1.841.944
år 4	1.757.255
år 5	1.676.410
år 6	1.599.239
år 7	1.525.575
år 8	1.455.263
år 9	1.388.153
år 10	1.324.100
Sum af tilbagediskonterede værdier	16.522.175
Tilbagediskonteret terminalværdi	22.842.824
Ejendommens værdi	**39.364.999**

18.2.4 Bilag 5 DCF modellen forbedring primo

Opstilling af cash flow
Forbedring primo

Inflation	2%
m2	2.000,00
m2 pris	1.300,00
Tomgang	0%
Drifts udgifter 8 % af lejeindtægten	
Vedligeholdelse 4 % af lejeindtægten	
Administration 2 % af lejeindtægten	

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal år
Lejeindtægt	2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Tomgang											
Bruttoleje	2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Driftsudgifter	208.000	212.160	216.403	220.731	225.146	229.649	234.242	238.927	243.705	248.579	253.551
Administration	52.000	53.040	54.101	55.183	56.286	57.412	58.560	59.732	60.926	62.145	63.388
Vedligeholdelse/rep.	104.000	106.080	108.202	110.366	112.573	114.824	117.121	119.463	121.853	124.290	126.775
Invest/forbedringer	2.000.000										
Udgifter i alt	2.364.000	371.280	378.706	386.280	394.005	401.885	409.923	418.122	426.484	435.014	443.714
Cash flow	236.000	2.280.720	2.326.334	2.372.861	2.420.318	2.468.725	2.518.099	2.568.461	2.619.830	2.672.227	2.725.672
Real diskonteringsfaktor		0,055									49.557.664
Nominel diskonteringsfaktor		0,075									

Tilbagediskonterede værdier

år 1	236.000
år 2	2.121.600
år 3	2.013.053
år 4	1.910.060
år 5	1.812.336
år 6	1.719.611
år 7	1.631.631
år 8	1.548.153
år 9	1.468.945
år 10	1.393.789
Sum af tilbagediskonterede værdier	15.855.178
Tilbagediskonteret terminalværdi	24.045.078
Ejendommens værdi	**39.900.256**

18.2.5 Bilag 6 DCF modellen forbedringer medio

Opstilling af cash flow

Forbedring medio

Inflation	2%
m2	2.000,00
m2 pris	1.300,00
Tomgang	0%

Drifts udgifter 8 % af lejeindtægten

Vedligeholdelse 4 % af lejeindtægten

Administration 2 % af lejeindtægten

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal år
Lejeindtægt	2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Tomgang											
Bruttoleje	2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Driftsudgifter	208.000	212.160	216.403	220.731	225.146	229.649	234.242	238.927	243.705	248.579	253.551
Administration	52.000	53.040	54.101	55.183	56.286	57.412	58.560	59.732	60.926	62.145	63.388
Vedligeholdelse/rep.	104.000	106.080	108.202	110.366	112.573	114.824	117.121	119.463	121.853	124.290	126.775
Invest/forbedringer					**2.000.000**						
Udgifter i alt	364.000	371.280	378.706	386.280	2.394.005	401.885	409.923	418.122	426.484	435.014	443.714
Cash flow	2.236.000	2.280.720	2.326.334	2.372.861	420.318	2.468.725	2.518.099	2.568.461	2.619.830	2.672.227	2.725.672
Real diskonteringsfaktor		0,055									49.557.664
Nominel diskonteringsfaktor		0,075									

Tilbagediskonterede værdier

år 1	2.236.000
år 2	2.121.600
år 3	2.013.053
år 4	1.910.060
år 5	314.735
år 6	1.719.611
år 7	1.631.631
år 8	1.548.153
år 9	1.468.945
år 10	1.393.789
Sum af tilbagediskonterede værdier	16.357.577
Tilbagediskonteret terminalværdi	24.045.078
Ejendommens værdi	**40.402.654**

18.2.6 Bilag 7 DCF modellen analyse af afkastkravs følsomhed

Opstilling af cash flow

Afkastkravets følsomhed

Inflation	2%
m2	2.000,00
m2 pris	1.300,00
Tomgang	0%
Drifts udgifter 8 % af lejeindtægten	
Vedligeholdelse 4 % af lejeindtægten	
Administration 2 % af lejeindtægten	

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal år
Lejeindtægt	2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Tomgang											
Bruttoleje	2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Driftsudgifter	208.000	212.160	216.403	220.731	225.146	229.649	234.242	238.927	243.705	248.579	253.551
Administration	52.000	53.040	54.101	55.183	56.286	57.412	58.560	59.732	60.926	62.145	63.388
Vedligeholdelse/rep.	104.000	106.080	108.202	110.366	112.573	114.824	117.121	119.463	121.853	124.290	126.775
Invest/forbedringer											
Udgifter i alt	364.000	371.280	378.706	386.280	394.005	401.885	409.923	418.122	426.484	435.014	443.714
Cash flow	2.236.000	2.280.720	2.326.334	2.372.861	2.420.318	2.468.725	2.518.099	2.568.461	2.619.830	2.672.227	2.725.672
Real diskonteringsfaktor											
Bedste		5,25%									51.917.553
Standard			5,50%								49.557.664
Under middel				5,75%							47.402.983
Nominel diskonteringsfaktor											
Bedste		7,25%									
Standard			7,50%								
Under middel				7,75%							

Tilbagediskonterede værdier

	år 1	2.236.000	2.236.000	2.236.000
	år 2	2.126.545	2.121.600	2.116.677
	år 3	2.022.449	2.013.053	2.003.723
	år 4	1.923.448	1.910.060	1.896.795
	år 5	1.829.293	1.812.336	1.795.574
	år 6	1.739.747	1.719.611	1.699.755
	år 7	1.654.585	1.631.631	1.609.049
	år 8	1.573.591	1.548.153	1.523.183
	år 9	1.496.562	1.468.945	1.441.899
	år 10	1.423.304	1.393.789	1.364.953
Sum af tilbagediskonterede værdier		18.025.524	17.855.178	17.687.609
Tilbagediskonteret terminalværdi		25.783.460	24.045.078	22.471.542
Ejendommens værdi		**43.808.985**	**41.900.256**	**40.159.151**

18.2.7 Bilag 8 DCF modellen analyse af modellens følsomhed (positiv)

Opstilling af cash flow

Modellens følsomhed + 0.25 % ændring i cashflow

Inflation	2%
m2	2.000,00
m2 pris	1.300,00
Tomgang	0%
Drifts udgifter 8 % af lejeindtægten	
Vedligeholdelse 4 % af lejeindtægten	
Administration 2 % af lejeindtægten	

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal år
Lejeindtægt		2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Tomgang												
Bruttoleje		2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Driftsudgifter		208.000	212.160	216.403	220.731	225.146	229.649	234.242	238.927	243.705	248.579	253.551
Administration		52.000	53.040	54.101	55.183	56.286	57.412	58.560	59.732	60.926	62.145	63.388
Vedligeholdelse/rep.		104.000	106.080	108.202	110.366	112.573	114.824	117.121	119.463	121.853	124.290	126.775
Invest/forbedringer												
Udgifter i alt		364.000	371.280	378.706	386.280	394.005	401.885	409.923	418.122	426.484	435.014	443.714
Cash flow før korrigering		2.236.000	2.280.720	2.326.334	2.372.861	2.420.318	2.468.725	2.518.099	2.568.461	2.619.830	2.672.227	2.725.672
Positiv påvirkning af cashflow	0,25%	5.590	5.702	5.816	5.932	6.051	6.172	6.295	6.421	6.550	6.681	6.814
Cash flow		2.241.590	2.286.422	2.332.150	2.378.793	2.426.369	2.474.896	2.524.394	2.574.882	2.626.380	2.678.908	2.732.486

Real diskonteringsfaktor				
Bedste		5,25%		52.047.347
Standard			5,50%	49.681.558
Under middel			5,75%	47.521.490
Nominel diskonteringsfaktor				
Bedste		7,25%		
Standard			7,50%	
Under middel			7,75%	

Tilbagediskonterede værdier				
	år 1	2.241.590	2.241.590	2.241.590
	år 2	2.131.862	2.126.904	2.121.969
	år 3	2.027.505	2.018.086	2.008.732
	år 4	1.928.256	1.914.835	1.901.537
	år 5	1.833.866	1.816.866	1.800.063
	år 6	1.744.097	1.723.911	1.704.004
	år 7	1.658.721	1.635.710	1.613.071
	år 8	1.577.525	1.552.023	1.526.991
	år 9	1.500.304	1.472.617	1.445.504
	år 10	1.426.862	1.397.274	1.368.366
Sum af tilbagediskonterede værdier		18.070.588	17.899.816	17.687.609
Tilbagediskonteret terminalværdi		25.847.919	24.105.190	22.527.721
Ejendommens værdi		**43.918.507**	**42.005.006**	**40.215.330**

18.2.8 Bilag 9 DCF modellen analyse af modellens følsomhed (negativ)

Opstilling af cash flow

Modellens følsomhed -0.25 % ændring i cashflow

Inflation	2%
m2	2.000,00
m2 pris	1.300,00
Tomgang	0%
Drifts udgifter 8 % af lejeindtægten	
Vedligeholdelse 4 % af lejeindtægten	
Administration 2 % af lejeindtægten	

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal år
Lejeindtægt		2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Tomgang												
Bruttoleje		2.600.000	2.652.000	2.705.040	2.759.141	2.814.324	2.870.610	2.928.022	2.986.583	3.046.314	3.107.241	3.169.385
Driftsudgifter		208.000	212.160	216.403	220.731	225.146	229.649	234.242	238.927	243.705	248.579	253.551
Administration		52.000	53.040	54.101	55.183	56.286	57.412	58.560	59.732	60.926	62.145	63.388
Vedligeholdelse/rep.		104.000	106.080	108.202	110.366	112.573	114.824	117.121	119.463	121.853	124.290	126.775
Invest/forbedringer												
Udgifter i alt		364.000	371.280	378.706	386.280	394.005	401.885	409.923	418.122	426.484	435.014	443.714
Cash flow før korrigering		2.236.000	2.280.720	2.326.334	2.372.861	2.420.318	2.468.725	2.518.099	2.568.461	2.619.830	2.672.227	2.725.672
Negativ påvirkning af cashflow	-0,25%	-5.590	-5.702	-5.816	-5.932	-6.051	-6.172	-6.295	-6.421	-6.550	-6.681	-6.814
Cash flow		2.230.410	2.275.018	2.320.519	2.366.929	2.414.268	2.462.553	2.511.804	2.562.040	2.613.281	2.665.546	2.718.857

Real diskonteringsfaktor				
Bedste	5,25%			51.787.759
Standard		5,50%		49.433.770
Under middel			5,75%	47.284.476
Nominel diskonteringsfaktor				
Bedste	7,25%			
Standard		7,50%		
Under middel			7,75%	

Tilbagediskonterede værdier				
	år 1	2.230.410	2.230.410	2.230.410
	år 2	2.121.229	2.116.296	2.111.386
	år 3	2.017.393	2.008.020	1.998.713
	år 4	1.918.639	1.905.284	1.892.053
	år 5	1.824.720	1.807.805	1.791.085
	år 6	1.735.398	1.715.312	1.695.505
	år 7	1.650.448	1.627.552	1.605.026
	år 8	1.569.657	1.544.282	1.519.375
	år 9	1.492.821	1.465.272	1.438.295
	år 10	1.419.746	1.390.305	1.361.541
Sum af tilbagediskonterede værdier		17.980.461	17.810.540	17.687.609
Tilbagediskonteret terminalværdi		25.719.002	23.984.965	22.415.364
Ejendommens værdi		**43.699.462**	**41.795.505**	**40.102.973**