

HD 2. del studiet i Regnskab og Økonomistyring
Aalborg Universitet
8. semester 2015



INVESTERINGSEJENDOMME

Analyse af indregning til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger
og dagsværdi.



Opgaveløser: Kamilla Kristensen

Vejleder: Per Vestergaard Andersen

Forord

Denne afhandling er skrevet af Kamilla Kristensen som afsluttende projekt på Aalborg Universitet HD 2. del i regnskab og økonomistyring. Opgaven er skrevet i foråret 2015 og er skrevet i faget ekstern regnskab samt virksomhedens finansielle planlægning og skal afspejle den tillagte viden, som er opnået på studiet.

Opgaven omhandler den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, herunder modeller til opgørelse af værdi på investeringsejendomme.

Tak til min vejleder Per Vestergaard Andersen for god vejledning.

Aalborg, maj 2015

Kamilla Kristensen

Indholdsfortegnelse

Forord	2
Summary	4
Kapitel 1 Indledning	6
1.1 Idegrundlag	8
1.2 Problemstilling	8
1.3 Afgrænsning	9
1.4 Metode	11
Kapitel 2 Regnskabsteori	15
2.1 Regnskabsteori	15
2.2 Årsregnskabsloven	16
Kapitel 3 Investeringsejendomme	23
3.1 Anlægsaktiver	23
3.2 Hvad er en investeringsejendom?	24
3.3 Indregning af investeringsejendomme	25
3.4 Definition af dagsværdi	27
Kapitel 4 Metoder for opgørelsen af dagsværdi	29
4.1 Vurdering fra ekstern vurderingsmand	29
4.2 Grundlæggende begreber	29
4.3 Den afkastbaserede model	32
4.4 DCF-modellen	36
4.5 Sammenligning af værdiansættelsesmetoder	39
4.6 Sammenholdelse af kostprisen med fradrag for akk. afskrivninger og dagsværdi	40
4.7 Delkonklusion	41
Kapitel 5 Analyse af investeringsejendomme indregnet til kostpris og dagsværdi	43
5.1 Selskaber, der benytter kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger	43
5.2 Selskaber der benytter dagsværdi	48
5.3 Følsomhedsanalyse	52
Kapitel 6 Afkastkrav	54
6.1 Colliers MarkedsPLUS	54
6.2 WACC	58
6.4 Alternative investeringer og afkast	66
6.5 Hvad bør afkastet på en investeringsejendom være?	70
6.6 Sammenholdelse af kostprisen med fradrag for akk. afskrivninger og dagsværdi?	72
Kapitel 7. Konklusion	75
Kapitel 8. Perspektivering	77
Litteraturliste	78
Bilag I	80
Bilag II	81
Bilag III	82

Summary

This thesis deals with investment properties with a view to valuating the properties. More specifically, the thesis focuses on whether investment properties recognised at cost with deduction of accumulated depreciation are recognised at a too high value compared to investment properties recognised at fair value and which method provides the most true and fair view.

An enterprise's financial statements consist of a profit and loss account and a balance sheet, which can be divided into income, expenses, assets and liabilities. Investment properties most often belong to the category "Property, plant and equipment", which belongs to the category "Assets". In the Danish Financial Statements Act, an asset is defined as a "resource subject to the control of the enterprise, as a result of prior events and from which future economic benefits are expected to flow to the enterprise" and property, plant and equipment as a physical asset subject to the control of the enterprise.

As stated above, investment properties are categorised as property, plant and equipment. According to the accounting standards, an investment property is a property the purpose of which is investment to generate a return on the capital invested by way of continuing return and/or resale.

It is enterprise's primary activities that decide whether the properties can be recognised as investment properties. i.e. enterprises whose main purpose is investment. On initial recognition, an investment property shall be recognised in the financial statements at cost. Subsequently, the properties may continue to be recognised at cost less accumulated depreciation or at fair value.

The accounting standards define fair value as the amount at which the property can change hands between two independent parties. Thus, the fair value is the market value of the property, which can be fixed based on an active market with equivalent assets or it can be fixed based on equivalent assets without an active market, or the fair value can be estimated on the basis of the return-based model or the DCF model.

The return-based model and the DCF model are used to estimate the fair value of investment properties. The return-based model is based on a normal year multiplied by a required rate of return. The DCF model is based on a budget period for the property and discounts income and expenses in the budget period at a discounted value, which is then multiplied by a required rate of return fixed by the investors. The required rate of return reflects the estimated return which the investor expects on the capital invested and reflects the risk involved with investment in properties. Both methods require the enterprise to examine certain elements in order to be able to use the methods. The risks, among other elements, are to be assessed, i.e. the market risks as well as requirements of return etc.

The return-based model is a more simple model and is therefore easy to use. The DCF model, on the other hand, takes more circumstances into consideration such as inflation, future modernisation, etc. The model, however, is much more resource demanding.

This thesis is based on a hypothesis that investment properties recognised at cost less accumulated depreciation are generally recognised at a too high value and do therefore not present a true and fair view. To assess whether this hypothesis is correct, the calculated return in two companies recognising investment properties at cost less accumulated depreciation has been compared with the return in two companies recognising at fair value.

Furthermore, the used required rates of return have been compared with different indicators of what the required rates of return should be. These indicators consist of Colliers Marked-sPLUS, which is a report of the expected required rates of return on the different types of properties, the company's WACC and the return realised on the sale of the investment properties.

Based on the annual reports of the companies examined in this thesis, the hypothesis that investment properties recognised at cost less accumulated depreciation have been recognised at a too high value cannot be confirmed, but it can be confirmed that it does not present the most true and fair view.

Kapitel 1 Indledning

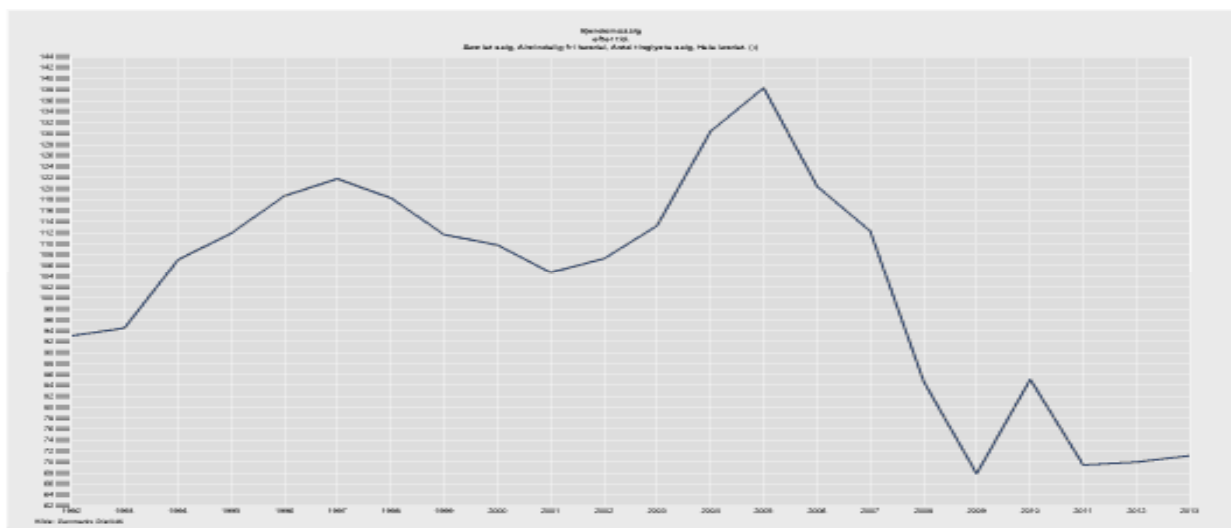
Siden 1990'erne har ejendomsmarkedet udviklet sig meget. Op gennem 1990'erne steg bruttonationalproduktet og dermed steg forbruget i Danmark også. Dette medførte også, at handlen med ejendomme steg op gennem 1990'erne og fortsatte i det 21. århundrede. Med den stigende handel steg priserne på ejendomme, hvilket medførte at nogle lånte store summer til køb af ejendomme.

I 2008 ramte finanskrisen, hvilket havde meget stor påvirkning på ejendomshandlen. Fra den ene dag til den anden faldt priserne på ejendomme, hvilket betød, at flere ikke havde råd til at blive boende pga. en stor gæld i ejendommene. Mange huse gik på tvangsaktion, og i Danmarks yderområder blev det meget svært at låne penge til at købe huse, da bankernes risikovillighed også faldt i takt med finanskrisen.

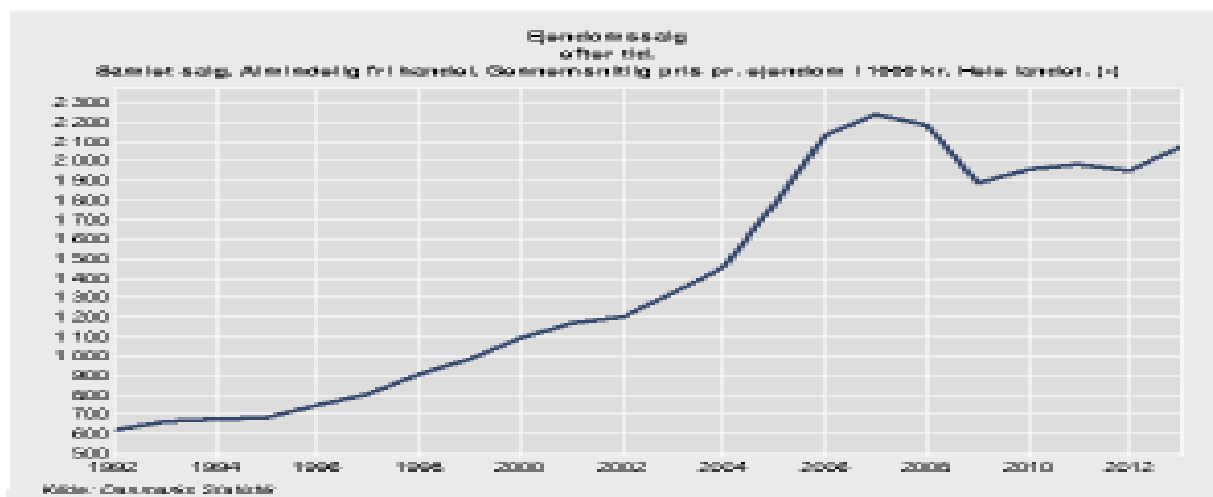
Den seneste tid har man i nyhederne kunne høre om, at ejendomspriserne igen stiger – især i Danmarks største byer. Yderområderne er ikke helt kommet med. Ejendomsværdierne er dog langt fra på samme niveau som før finanskrisen, men priserne er stigende.¹

Nedenstående grafer viser henholdsvis antallet af tinglyste salg fra 1990-2013 samt den gennemsnitlige udvikling i prisen i samme periode. Det ses her, at op gennem 1990'erne og 2000'erne steg antal handler voldsomt og ligeledes steg den gennemsnitlige pris. Det viser også, hvor hårdt ejendomsmarkedet blev ramt af finanskrisen, hvor man i 2009 er helt nede og ramme omkring 68.000 solgte boliger, og når efterspørgslen falder så voldsomt falder priserne på boligerne også. Som det ses, at nedenstående grafer er antal handler dog de seneste år begyndt at stige igen og dermed også priserne på ejendommene.

¹ <http://bolignyheder.boligsiden.dk/2015/01/bedringen-breder-sig-saa-smaat-ud-paa-boligmarkedet-men-polariseringstendenserne-bestaar/>



Figur 1 – Antal handler i Danmark²



Figur 2 – Gennemsnitlig pris pr. solgt ejendom i t.kr.³

De svingende priser viser hvor svært det er at værdiansætte ejendomme. Endvidere er det kommet frem, at de offentlige ejendomsværdier i en periode har været værdiansat forkert.⁴ Dette har blot gjort det endnu sværere at vurdere, hvad en ejendom er værd. Erhvervsstyrelsen har derfor stor fokus på den regnskabsmæssige behandling af ejendomme.⁵ Dette skyldes, at Erhvervsstyrelsen er opmærksom på, at selskaber ofte ikke er interesseret i at nedskrive på ejendomme, da ejendomme kan fylde en stor del af balancesummen og nedskrivninger kan have negativ påvirkning på årets resultat i det pågældende år.

² <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/selectvarval/saveselections.asp>

³ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/selectvarval/saveselections.asp>

⁴ <http://politiken.dk/oekonomi/bolig/ECE2096058/fakta-sagen-om-de-fejlagtige-ejendomsvurderinger/>

⁵ Notat fra Erhvervsstyrelsen af 3. april 2009

1.1 Idegrundlag

De svingende priser har medført stor fokus på, hvordan selskaber indregner ejendomme i årsrapporter. Medierne har stor fokus på, at ejendomsmarkedet udvikler sig hele tiden. Den seneste tid har medierne fokuseret på, at priserne på ejendommene igen er begyndt at stige. Samtidig har Erhvervsstyrelsen haft stor fokus på, at ejendommene er indregnet korrekt herunder om ejendommene er indregnet til ejendommens reelle værdi.

1.2 Problemstilling

Værdiansættelse af ejendomme giver en del udfordringer, da mange eksterne forhold spiller ind på prisen af en ejendom. I forbindelse med mit arbejde som revisor har jeg oplevet de udfordringer, der er ved værdiansættelse af en ejendom. Årsregnskabsloven tillader at en ejendom, hvor selskabets hovedaktivitet er investeringsaktiver, kan indregnes til dagsværdi eller til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger.

Indregning til dagsværdi giver mulighed for, at man ikke løbende skal foretage afskrivninger, hvorved man forringer resultatet i selskabet. Det betyder dog, at man hvert år skal foretage en vurdering af, hvad dagsværdien er på investeringsejendommene, hvilket kan være utroligt svært med de svingende priser på markedet. Alternativet er at indregne ejendommen til kostpris og løbende foretage afskrivninger, der skal afspejle værdiforringelsen af ejendommen. Endvidere skal man vurdere, om der er indikator på nedskrivningsbehov, men der er ikke krav om, at man skal vurdere om der er behov for opskrivninger. Denne metode er let at opgøre, men lever den op til årsregnskabslovens grundlæggende princip om at give et retvisende billede?

Det vil derfor være interessant at se på, om indregning til kostpris med fradrag for akkumulerede afskrivninger reelt er udtryk for værdien af ejendomme og dermed giver et retvisende billede. Endvidere vil det være interessant at se på, om ejendomme indregnet til dagsværdi giver et mere retvisende billede af værdien på ejendommen.

1.2.1 Problemformulering

Årsregnskabsloven giver både mulighed for at indregne en investeringsejendom til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger samt til ejendommens dagsværdi. Giver reglerne i årsregnskabsloven omkring indregning til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger mulighed for indregning af investeringsejendomme sker til for høj en værdi samt er indregningsmetoden i overensstemmelse med årsregnskabslovens grundlæggende princip om et retvisende billede?

Jeg vil arbejde ud fra følgende hypotese:

”Muligheden for indregning til kostpris med akkumulerede afskrivninger giver mulighed for at indregningen sker til for høj en værdi i forhold til dagsværdien af ejendommen med henblik på at indregne investeringsejendomme til et retvisende billede. ”

For at be- eller afkræfte ovenstående hypotese opstilles følgende underspørgsmål:

Hoveddel 1: Det teoretiske afsnit

- Hvordan skal en investeringsejendom indregnes efter årsregnskabsloven og regnskabsvejledninger?
- Hvilke teoretiske metoder kan benyttes til opgørelse af en investeringsejendoms værdi?

Hoveddel 2: Det undersøgende afsnit

- Hvilken betydning har valget af indregningsmetode for den indregnede værdi for investeringsejendomme?
- Hvilke forhold skal medtages ved opgørelsen af ejendommens værdi i forhold til det retvisende billede?

1.3 Afgrænsning

Formålet med denne opgave er at finde ud af, om investeringsejendomme indregnes retvisende i årsrapporterne med de metoder, som årsregnskabsloven giver mulighed for. Grundet omfanget af opgaven vil der blive afgrænset fra nedenstående områder, da indregning af investeringsejendomme er et bredt område. På trods af nedenstående begrænsning kan nedenstående begreber stadig blive nævnt i løbet af opgaven, men der vil ikke blive gået i dybden med områderne.

I opgaven er det forudsat, at læseren har kendskab til fagudtryk, som er almindelige på HD-studiet. Fagudtryk, som ikke er almindelig for HD-studie vil blive forklaret i løbet af opgaven.

Endvidere forudsættes det, at læseren har et overordnet kendskab til regnskaber.

I problemstillingen og problemformuleringen er problemet fokuseret til indregning af investeringsejendomme. Det er også muligt at indregne domicilejendomme, ejendomme under udførsel, leasede ejendomme, eller øvrige kategorier af ejendomme. Klassifikationen af en ejendom har stor betydning for, hvordan indregningen og præsentationen af ejendommen skal være i årsrapporten. Opgaven vil derfor ikke omfatte indregning af disse ejendomme, da disse ejendomme indregnes efter andre regler. Opgaven vil heller ikke berøre problemstillingerne ved indregning af blandet benyttede ejendomme.

Som nævnt i problemstillingen vil der i opgaven blive fokuseret på indregning efter årsregnskabsloven. Opgaven vil derfor ikke omhandle FASB, da dette vedrører de internationale regnskabsstandarder. Opgaven afgrænses også fra virksomheder, som indregner efter anden lovgivning end årsregnskabsloven herunder fonde, foreninger mv.

Ofte vil der være en gældspost knyttet til investeringsejendomme. Ved indregning af investeringsejendomme til dagsværdi skal gældsposten også indregnes til dagsværdi. I denne opgave vil der ikke ses på, hvordan virksomhederne indregner den tilhørende gældsforpligtelse. Endvidere vil sammenhængen mellem gældens størrelse og investeringsejendommens værdi ikke belyses i denne opgave.

Ved indregning af investering af investeringsejendomme forekommer en del moms- og skatteforhold. I denne opgave vil der ikke blive taget højde for specifikke skattemæssige og momsmæssige forhold, herunder hvilke muligheder virksomheder har for at afskrive mv. herpå. Det vurderes ikke, at de skattemæssige og momsmæssige forhold har påvirkning på, hvad den regnskabsmæssige værdi udgør.

Opgaven vil fokusere på virksomheder der aflægger årsrapport efter regnskabsklasse B, C og D, da regnskabsklasse A ikke skal aflægge efter årsregnskabsloven.

Grundet omfanget af opgaven vil der i den analyserende del af opgaven blive taget udgangspunkt i selskaber, hvor ejendommene ligger i Aalborg-området. Dette skyldes, at der er stor forskel på forrentningskravene alt efter, hvor investeringsejendommene er placeret. For at gøre forrentningskravene sammenlignelige er der derfor valgt at fokusere for investerings-ejendomme inden for samme geografiske område.

1.4 Metode

Dette afsnit vil benyttes til at redegøre for hvilke metoder, der vil blive anvendt i opgaven til at besvare problemstillingen og dermed er med til at sikre validiteten for opgaven.

Ved valg af metode er det vigtigt at fastlægge opgavens formål, da det har stor betydning for metodevalget i opgaven.⁶ Ifølge Ib Andersens bog ”Den skinbarlige virkelighed” er der 5 mulige formål med beskrivelsen af en opgave, som ses nedenfor:⁷

- Beskrivende
- Eksplorativ, problemidentificerende og diagnosticerende undersøgelser
- Forstående og forklarende formål
- Problemløsende/normative undersøgelser
- Den interventionsorienterede undersøgelse.

Formålet med denne opgave vil hovedsagelig være problemidentificerende, hvilket betyder, at opgaven vil udforske et problem, hvor formålet er at frembringe interessante spørgsmål, som kan undersøges nærmere.⁸ Opgavens formål er at identificere de problemstillinger, der er i forbindelse med indregning til henholdsvis kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger og dagsværdi.

Yderligere er formålet med denne opgave at afslutte HD-R på Aalborg Universitet, hvorfor opgaven er udarbejdet efter de retningslinjer, som er fastsat, herunder opgavens omfang.

⁶ Ib Andersen, ”Den skinbarlige virkelighed”, side 16

⁷ Ib Andersen, ”Den skinbarlige virkelighed”, side 21

⁸ Ib Andersen, ”Den skinbarlige virkelighed”, side 22

1.4.1 Dataindsamlingsmetode

Til besvarelsen af problemformuleringen vil der blive anvendt indsamlet data, som både kan bestå af kvalitativ og kvantitativ art. I opgaven vil der primært blive benyttet kilder af sekundær art herunder artikler, publikationer, bøger, søgning på nettet mv.

Den teoretiske del af opgaven vil bestå af lovgivning og regnskabsstandarder, hvorfor der i denne del af opgaven mest vil være kvalitativ data. Teoridelen vil blive brugt til at understøtte den undersøgende del af opgaven, om hvordan investeringsejendomme skal indregnes i årsrapporten.

Anden del af opgaven vil blive den analyserende del. Her vil opgaven tage udgangspunkt i sekundært data i form af udvalgte selskabers årsrapporter for perioden 2009-2013 grundet ikke alle selskaber har aflagt årsrapport for 2014 endnu.

Den benyttede data fra årsrapporterne vil primært bestå af kvantitativ data.

1.4.2 Kildekritik

I forbindelse med valg af kildemateriale vil der blive anvendt kildekritiske overvejelser inden brugen af materialet. Kildematerialet i opgaven vil hovedsagelig bestå af følgende:

- Faglige teoribøger, som er benyttet i forbindelse med undervisningen på HD, hvorfor det vurderes, at validiteten er høj.
- Årsregnskabsloven og andre regnskabsvejledninger, som er udarbejdet til revisors brug, hvorfor validiteten også vurderes høj her.
- Materiale fra internettet, hvor det inden brugen er vurderet om forfatteren bag vurderes at være objektiv/har faglig viden på området.
- Årsrapporter for udvalgte selskaber, som alle er påtegnet med en erklæring fra en uafhængig revisor, hvorfor validiteten vurderes høj.

1.4.3 Disposition

Dette afsnit vil have til formål at beskrive opgavens fremgangsmåde, hvorved opgavens problemformulering besvares. Afsnittet skal beskrive, hvorledes jeg kommer fra problemstillingen til konklusionen herpå.

Opgaven er opdelt i 3 hovedafsnit: det teoretiske afsnit, det undersøgende afsnit og det konkluderende afsnit.

Det teoretiske afsnit vil som tidligere nævnt blive brugt som grundlag til det undersøgende afsnit. Afsnittet vil beskrive teorien bag de grundlæggende regler for aflæggelse af årsrapporten herunder årsregnskabsloven og regnskabsstandardernes krav til indregning af investeringsejendomme.

Afsnittet vil give læseren indsigt i, hvilke forhold som skal overholdes ved indregning af investeringsejendomme, herunder hvilke problemstillinger der er i forbindelse med indregningen.

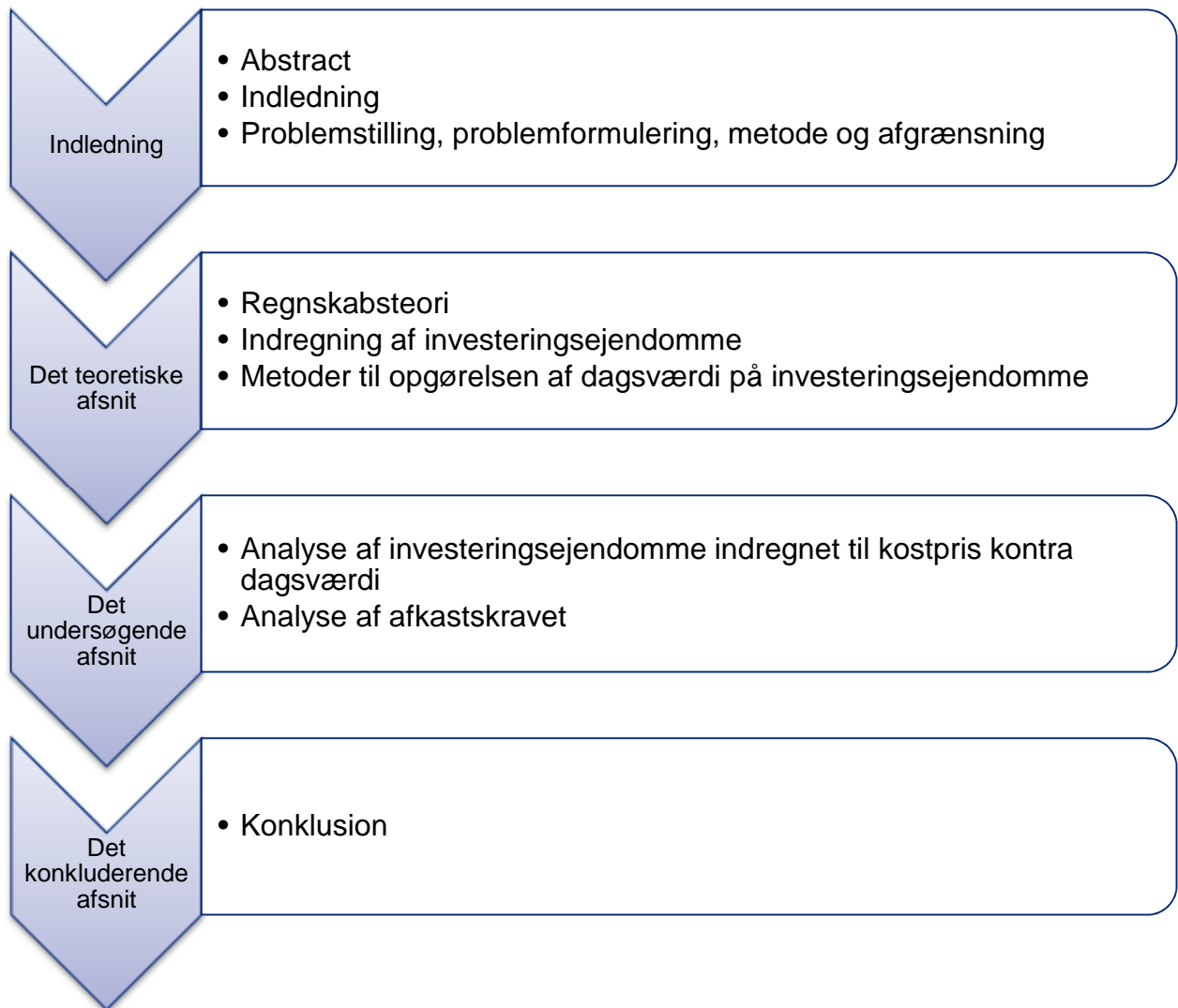
Det undersøgende afsnit vil blive brugt til at undersøge, hvad konklusionen er på problemstillingen. Der vurderes på problemstillingerne i forbindelse med indregning af investeringsejendomme, herunder hvad der er mest retvisende. I det undersøgende afsnit vil der blive taget udgangspunkt i konkrete årsrapporter og metoder, der er benyttet til indregning af investeringsejendomme.

Det undersøgende afsnit vil blive afsluttet med en diskussion af de problemstillinger, som man er stødt på i forbindelse med opgaven.

Til sidst vil der blive konkluderet på problemformuleringen.

1.4.4 Opgavens struktur

Nedenstående figur skal give et overblik på opgaven:



Figur 3 - opgavestruktur

Kapitel 2 Regnskabsteori

I dette afsnit vil den grundlæggende lovgivning for aflægning af regnskaber samt indregning af investeringsejendomme blive belyst. Der findes to grundlæggende regnskabsprincipper: den resultatorienterede og den formueorienterede regnskabsteori.

2.1 Regnskabsteori

Den resultatorienterede regnskabsteori tager udgangspunkt i at resultatopgørelsen er den vigtigste del af regnskabet. Teorien betragter virksomheden som en transformationsproces, hvor strømmen af transaktioner i virksomheden betragtes som indtægter, omkostninger og overskud, som måles i resultatopgørelsen. Indtægter, omkostninger og overskud beskrives således i den resultatorienterede teori:⁹

Indtægter = Salg

Omkostninger = Ressourceforbrug

Overskud = Pengestrømskabende evne

I resultatopgørelsen skal indregnes det ressourceforbrug, som er benyttet til at skabe periodens salg. Derved bliver balancens formål at samle de ressourcer, som ikke er forbrugt i perioden.¹⁰

Den formueorienterede regnskabsteori tager modsat den resultatorienterede regnskabsteori udgangspunkt i balancen. Virksomheden ses som et væksthuis for aktiver. I den formueorienterede regnskabsteori er resultatopgørelsen stort set ligegyldigt. Virksomhedens aktivitet måles ud fra balancen, hvorved resultatopgørelsen reduceres til at afbilde de transaktioner og begivenheder, som medfører ændringer i aktiver, egenkapital og forpligtelser fra primo til ultimo.¹¹ Indtægter, omkostninger og overskud beskrives således i den resultatorienterede teori:¹²

Indtægter = stigning i nettoaktiver/egenkapital

⁹ Finansiell rapportering – Teori og regulering 3. udgave, Jens O. Elling, side 42-45

¹⁰ Finansiell rapportering – Teori og regulering 3. udgave, Jens O. Elling, side 42-45

¹¹ Finansiell rapportering – Teori og regulering 3. udgave, Jens O. Elling, side 142-143

¹² Finansiell rapportering – Teori og regulering 3. udgave, Jens O. Elling, side 42-45

Omkostninger = fald i nettoaktiver/egenkapital

Overskud = Værdiskabende evne = nettostigning i nettoaktiver/egenkapital

Årsregnskabsloven er opbygget omkring den formueorienterede regnskabsteori, hvorfor balancelinierne er det væsentligste i regnskabet.¹³

2.2 Årsregnskabsloven

Afsnittet vil belyse, hvilke grundlæggende krav årsregnskabsloven stiller generelt til aflægelse af årsrapporter herunder lovgivningen for indregning af investeringsejendomme.

Alle danske erhvervsdrivende virksomheder er omfattet af årsregnskabsloven medmindre virksomheden er underlagt regnskabsregler udstedt af Finanstilsynet og offentlige virksomheder, som er underlagt lov om statens regnskabsvæsen.¹⁴ Årsregnskabsloven er opbygget omkring 4 regnskabsklasser: A, B, C og D, hvor regnskabsklasse A er de mindste virksomheder, hvor der hæftes med personligt/ubegrænset ansvar. Fastsættelsen af hvilken regnskabsklasse virksomheden tilhører bestemmes ud fra størrelsen af omsætningen, balancesummen og antal ansatte. Hvis man krydser grænserne på 2 af ovenstående punkter i 2 på hinanden følgende år skal man skifte regnskabsklasse. Virksomheden skal altid følge reglerne for den regnskabsklasse, som selskabet hører under, men kan frit vælge, at følge regler for højere regnskabsklasser.

¹³ Finansiell rapportering – Teori og regulering 3. udgave, Jens O. Elling, side 42-45

¹⁴ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 22.

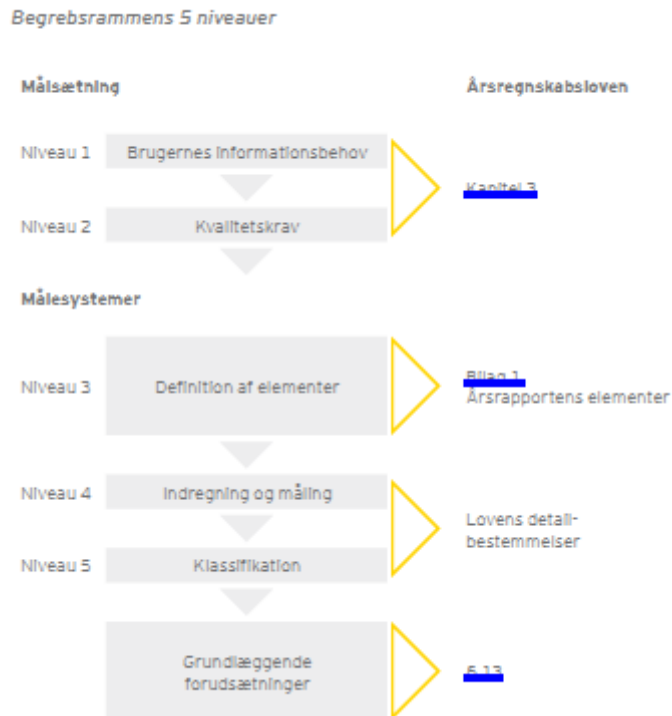
Klasse D Børsnoterede og statslige aktieselskaber	Børsnoterede og statslige aktieselskaber uanset størrelse
Klasse C Store og mellemstore virksomheder	<p>Store virksomheder Balance >143 mio. kr. Omsætning >286 mio. kr. Ansatte >250*</p> <p>Mellemstore virksomheder Balance 36-143 mio. kr. Omsætning 72-286 mio. kr. Ansatte 50-250*</p>
Klasse B Små virksomheder	<p>Små virksomheder Balance 0-36 mio. kr. Omsætning 0-72 mio. kr. Ansatte 0-50*</p>
Klasse A Virksomheder med personligt ansvar	Virksomheder med personligt ansvar og små virksomheder med begrænset ansvar

*Der skal skiftes klasse, hvis 2 af de 3 kriterier overskrides i 2 på hinanden følgende år.

Figur 4: Byggeklodsmodellen, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 27.

Årsregnskabslovens indeholder en generalklausul, der er udtryk for den overordnede målsætning med loven. Generalklausulen siger, at regnskabsaflæggelsen generelt skal være udtryk for det retvisende billede ifølge ÅRL § 11.¹⁵ Der er fastlagt begrebsrammer, som er lavet for at understøtte kravet om det retvisende billede. Begrebsrammen er opdelt i 5 niveauer som ses nedenfor:

¹⁵ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 26.



Figur 5 - Begrebsrammen¹⁶

De ses af figuren at begrebsrammerne er opdelt i to hovedgrupper: målsætning og målesystemer.

Niveau 1 – Brugerens informationsbehov:

Hovedformålet med en årsrapport er at regnskabsbrugere får den information, som de har behov for, for at foretage beslutninger omkring fremtidig investering/finansiering i virksomheden. Der er en lang række brugere til et regnskab herunder aktionærer, anpartshavere og långivere, kreditorer, debitorer mv. Årsrapporten skal kunne bruges til regnskabsbrugers økonomiske og virksomhedspolitiske beslutninger om virksomheden.¹⁷

Niveau 2 – Kvalitetskrav

Under niveau 2 er de kvalitative elementer i årsrapporten. Kvalitetskravet skal sikre, at oplysningerne i årsrapporten er relevante og pålidelige. Hvis informationerne i årsrapporten har relevans, men ikke er pålidelige har det ingen nytteværdi for regnskabsbrugeren ligesom det ingen nytteværdi har, hvis informationerne er pålidelige, men ikke er relevante for regnskabs-

¹⁶ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 47

¹⁷ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 50-52.

brugere.¹⁸ Relevante oplysninger skal medtages uanset hvad, også selvom der ikke kan sættes et beløb på oplysningen.¹⁹

Relevans er udtryk for, at oplysningerne skal kunne gøre en forskel for regnskabsbrugeren. Dette betyder, at informationen skal have betydning for om regnskabsbrugeren vil handle anderledes, hvis den pågældende information ikke var medtaget.²⁰

Pålidelighed betyder at den information der er indregnet i årsrapporten er troværdig. Det betyder, at oplysninger i årsrapporten skal kunne efterprøves i et vist omfang. Dermed må årsrapporten ikke indeholde urealistiske og usandsynlige oplysninger som derved kan give regnskabsbrugeren et forkert indtryk.²¹

Endvidere indeholder kvalitetskravet også at årsrapporten skal være sammenlignelig. Dette betyder både, at årsrapporten skal være sammenlignelig med andre årsrapporter og at posterne i årsregnskabet skal være sammenlignelige.²²

Niveau 3 – Definition af elementer

Lovens definitioner vedrører hovedsageligt balanceposternes elementer, hvorfor resultatopgørelsen er baseret herpå:²³

- Aktiver: *”Ressource, der er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden.”*
- Forpligtelser: *”Eksisterende pligter for virksomheden opstået som resultat af tidligere begivenheder, og hvis indfrielse forventes at medføre afståelse af fremtidige økonomiske fordele.”*
- Indtægter: *”Stigning i økonomiske fordele i regnskabsperioden i form af tilgang eller værdistigning af aktiver eller fald i forpligtelser, som medfører stigninger i egenkapitalen. I indtægter indgår dog ikke indskud fra ejere.”*

¹⁸ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave, Jens O. Elling, side 204-212

¹⁹ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 51.

²⁰ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave, Jens O. Elling, side 205

²¹ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 51.

²² Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 51.

²³ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 52-53.

- Omkostninger: *Fald i økonomiske fordele i regnskabsperioden i form af afgang eller værdiforringelse af aktiver eller stigning i forpligtelser, som medfører fald i egenkapitalen. I omkostninger indgår dog ikke udlodning eller uddelinger til ejere.*”

Niveau 4 – Indregning og måling

Årsregnskabslovens § 33, stk. 1 og 2 siger at aktiver og forpligtelser skal indregnes, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilfalde virksomheden og at posten kan måles pålideligt. Kravet om pålidelighed begrænser de aktiver og forpligtelser, der kan indregnes.²⁴

Niveau 5 – Klassifikation

Der er overordnet altid 2 kriterier, som skal overholdes for enhver form for klassifikation:²⁵

- Kriterier og egenskaber, som danner grundlag for klassifikationen skal være relevante.
- Transaktioner og begivenheder skal klassificeres, så der dannes homogene klasser.

Bilag 2 i årsregnskabsloven indeholder skematiske krav til præsentation til, hvordan resultatopgørelsen og balancen skal opstilles. Skemakravene er tilpasset de forskellige regnskabsklasser.²⁶

Grundlæggende forudsætninger

Der er i ÅRL § 13 defineret 10 grundlæggende forudsætninger, som en årsrapport skal aflægges efter.²⁷

- Klarhed
- Substans
- Væsentlighed
- Going concern
- Neutralitet
- Periodisering

²⁴ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 53-54.

²⁵ Finansiell rapportering – teori og regulering, 3. udgave, Jens O. Elling, side 219-220

²⁶ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 57-58.

²⁷ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 52

- Konsistens
- Bruttoværdi
- Formel kontinuitet
- Reel kontinuitet

Ovenstående 10 forudsætninger er med til at sikre at årsrapporten aflægges sådan, at regnskabsbrugeren får størst forståelse for årsrapporten. Forudsætningerne sikrer, at årsrapporten er pålidelig og sammenlignelig år fra år, hvilket giver regnskabsbrugeren mulighed for at sammenholde udviklingen i virksomheden samt sammenholde virksomheden med andre virksomheder.

2.2.1 Krav til årsrapporten

En årsrapport er en rapport, som samler virksomhedens årsregnskab, beretninger og påtegninger og skal som minimum indeholde nedenstående medmindre andet er oplyst i den enkelte regnskabsklassers lovbestemmelser²⁸:

- Ledespåtegning
- Revisionserklæring
- Ledelsesberetning (Kan undlades i selskaber, som aflægger efter regnskabsklasse B)
- Anvendt regnskabspraksis
- Årsregnskab
 - Resultatopgørelse
 - Balance
 - Egenkapitalopgørelse
 - Pengestrømsopgørelse
 - Noter

Som nævnt ovenfor er årsregnskabsloven opbygget efter den formueorienterede regnskabs-teori, hvilket betyder, at loven hovedsageligt er rettet mod balancens elementer, hvorefter resultatopgørelsen er udtryk for reguleringer i målingen af balanceposterne.²⁹

²⁸ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 51.

²⁹ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 55.

Regnskabsvejledningen definerer et aktiv som en ressource, der er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden. Man skal opdele et selskabs aktiver efter om aktivet er til vedvarende brug i virksomheden, hvor det skal præsenteres som anlægsaktiver, eller øvrige aktiver, som skal præsenteres som omsætningsaktiver.³⁰

Passiver består af egenkapitalen, minoritetsinteresser, hensatte forpligtelser og gældsforpligtelser. Egenkapitalen er forskellen mellem selskabets aktiver og passiver og som det fremgår af navnet er det den del af selskabets kapital, som selskabet selv finansierer. En forpligtelse er en eksisterende pligt for virksomheden, som er opstået som resultat af tidligere begivenheder, og hvis indfrielse forventes at medføre afståelse af fremtidige økonomiske fordele.³¹

³⁰ Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder 2013, FSR – danske revisors regnskabstekniske udvalg, side 88

³¹ Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder 2013, FSR – danske revisors regnskabstekniske udvalg, side 88

Kapitel 3 Investeringsejendomme

I ovenstående kapital er de generelle regler for aflæggelse af årsrapporter ifølge årsregnskabsloven gennemgået. I dette kapitel vil årsregnskabsloven og regnskabsvejledningernes forhold omkring materielle anlægsaktiver blive gennemgået herunder investeringsejendomme.

3.1 Anlægsaktiver

Grundlæggende skal aktivet ifølge årsregnskabsloven indregnes i virksomhedens balance, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden.³²

Aktiver opdeles i omsætningsaktiver og anlægsaktiver. Aktiver er klassificeret som anlægsaktiver, når et aktiv er bestemt til vedvarende eje og brug for virksomheden. Omsætningsaktiver vedrører aktiver, som ikke hører under anlægsaktiver. Omsætningsaktiver består af fx varebeholdninger, tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser, likvide midler mv.³³

Anlægsaktiver opdeles i følgende grupper:

- Immaterielle anlægsaktiver
- Materielle anlægsaktiver
- Finansielle anlægsaktiver

Immaterielle anlægsaktiver er identificerbare, ikke-monotære aktiver uden fysisk substans. Aktiver, som kan indregnes som immaterielle anlægsaktiver, kan indeholde goodwill, erhvervede rettigheder, udviklingsprojekter mv.³⁴

Definitionen på et materiel anlægsaktiv er et fysisk aktiv, som virksomheden besidder. Aktivet skal bruges til produktion eller distribution af varer eller tjenesteydelser eller med henblik på udlejning eller til administrative formål og som forventes anvendt i mere end én regnskabsperiode.³⁵ Materielle anlægsaktiver opdeles i kategorier som grunde og bygninger, produktionsanlæg, andre driftsmidler osv. Det er under materielle anlægsaktiver investerings-

³² Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 225

³³ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 204.

³⁴ Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder 2013, FSR – danske revisors regnskabstekniske udvalg, side 89

³⁵ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 225.

ejendomme indregnes, hvis investeringsejendommen er til vedvarende eje og brug i virksomheden.

Finansielle anlægsaktiver er aktiver, som vedrører pengebindinger fx aktier, obligationer, pantebreve mv.

En investeringsejendom kan både klassificeres som omsætningsaktiv og et anlægsaktiv ud fra hvad hensigten med investeringsejendommen i virksomheden er.

3.2 Hvad er en investeringsejendom?

Som nævnt ovenfor er grunde og bygninger en del af materielle anlægsaktiver. Grunde og bygninger inddeles ydermere i forskellige typer af ejendomme herunder domicilejendomme, handelsejendomme, ejendomme under udførsel og investeringsejendomme. Årsregnskabsloven definerer ikke de forskellige ejendomsstyper, men Regnskabsvejledning 16 præciserer, hvilke ejendomme, som kan klassificeres som investeringsejendomme.

3.2.1 Domicilejendomme

Ejendomme, som selskabet selv benytter til administration, produktion eller i forbindelse med salg klassificeres som domicilejendomme. Domicilejendomme er ejendomme, som virksomheden selv benytter til sin daglige drift og er ikke anskaffet med henblik på ejendommen direkte skal realisere indtægter til virksomheden.

Domicilejendomme er anskaffelse til vedvarende brug og eje for virksomheden og behandles som et materiel anlægsaktiv.

3.2.2 Handelsejendomme

Hvis ejendomme er anskaffet med henblik på at sælge dem videre inden for en kort årrække betragtes ejendommen som varebeholdninger, som er et omsætningsaktiv.

3.2.3 Ejendomme under opførsel

Ejendomme under opførsel er som navnet hentyder til en ejendom, som ikke står færdig endnu. Ifølge regnskabsvejledningen kan ejendomme under opførsel ikke betragtes som investeringsejendomme, da investeringsejendomme skal være færdige.

3.2.4 Investeringsjendomme

Regnskabsvejledningen definerer investeringsejendomme således:

”Investeringsjendomme er investering i grunde, bygninger, en del af en bygning eller både grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende afkast og/eller kapitalgevinst ved videresalg”³⁶

Regnskabsvejledningen definerer en ejendom som investeringsejendom, hvis formålet med at eje ejendommen er løbende at opnå et afkast af ejendommen. Afkastet kan bestå af lejeindtægter fratrukket de omkostninger, som er i forbindelse med at drive udlejning.

Da investeringsejendomme defineres som ejendomme, som ejes med henblik på løbende afkast, kan det derved udelukkes at domicilejendomme, handelsejendomme og ejendomme under opførelse klassificeres som investeringsejendomme.

3.3 Indregning af investeringsejendomme

Virksomheder med investeringsejendomme har 2 muligheder for indregning af investeringsjendomme:

- Virksomheden kan benytte de almindelige regler for materielle anlægsaktiver, hvor man har følgende muligheder³⁷:

- Kostpris med fradrag for akkumulerede afskrivninger
- Dagsværdi efter ÅRL § 41, hvor opskrivningen indregnes på egenkapitalen og der af- og nedskrives på både ejendommen og opskrivningen.

- Dagsværdig efter ÅRL § 38, hvor værdireguleringen indregnes over resultatopgørelsen. Hvis denne benyttes betyder det, at den tilhørende forpligtelse også skal indregnes til dagsværdi.³⁸

³⁶ Revisorhåndbogen 2012 – Regnskabsvejledning 16

³⁷ Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder 2013, FSR – danske revisors regnskabstekniske udvalg, side 112

³⁸ Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder 2013, FSR – danske revisors regnskabstekniske udvalg, side 112

3.3.1 Indregning til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger

Materielle anlægsaktiver skal altid indregnes til kostpris ved første indregning. Ved kostpris menes alle de omkostninger, som er i forbindelse med anskaffelsen af anlægsaktivet.³⁹ Herefter er hovedreglen, at materielle anlægsaktiver skal indregnes til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger.⁴⁰ Afskrivninger er et udtryk for den værdiforringelse, som et aktiv undergår i aktivets levetid. Afskrivningen nedskriver værdien på aktivet og modregnes som en omkostning i selskabets resultat. Ved anskaffelsen af et anlægsaktiv, skal virksomheden derfor opgøre, hvor lang en brugstid, som det pågældende aktiv har. Hvis aktivet består af flere delkomponenter, skal man opgøre brugstiden for det enkelte delkomponent. Brugstiden skal fastsættes på det tidspunkt, som aktivet tages i brug og de oplysninger, som man har på det pågældende tidspunkt. Ofte vil brugstiden være det samme som aktivets økonomiske levetid. Brugstiden for aktivet er individuel for hvert selskab og i forbindelse med opgørelsen af brugstiden vil forhold som teknisk forældelse, aktivitetens kapacitet, reparations- og vedligeholdelsesprogram mv. indgå.⁴¹

Hvis virksomheden mener, at aktivet stadig har en værdi, når brugstiden for virksomheden er udløbet fastsættes en scrapværdi. Scrapværdien er udtryk for den værdi aktivet har, når virksomheden ikke kan benytte aktivet mere og skal fastsættes ved brugstidspunktets begyndelse.⁴²

3.3.2 Indregning til dagsværdi efter de normale regler for materielle anlægsaktiver

Selskabet kan vælge at indregne de materielle anlægsaktiver til dagsværdi i stedet for kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger. Hvis virksomheden vælger at indregne til dagsværdi, skal der løbende ske værdireguleringer på forskellen mellem den regnskabsmæssige værdi og dagsværdien. Ved opskrivninger skal opskrivningen være gældende for alle aktiver under den pågældende regnskabskategori fx for alle virksomhedens grunde og bygninger. Der er krav om, at opskrivningen skal revurderes i takt med at dagsværdien ændres, hvilket betyder, at det er forskelligt fra aktiv til aktiv, hvor ofte der er krav om revurdering. Der skal i lighed med resten af ejendommen afskrives på opskrivningen over den resterende brugstid. Opskrivnin-

³⁹ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 225.

⁴⁰ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 224.

⁴¹ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 225-227.

⁴² Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 227

gen skal indregnes direkte på egenkapitalen, så opskrivningen ikke påvirker resultatet det pågældende år. Opskrivningen skal bindes på egenkapitalen som en opskrivningshenlæggelse, hvorved der ikke kan udloddes udbytte af opskrivningen.⁴³

3.3.3 Indregning til dagsværdi ÅRL §38

Hvis en virksomhed har investeringsaktivitet som hovedaktivitet, kan virksomheden vælge at indregne aktivet til dagsværdi. Ved første indregning måles investeringsaktiverne til kostpris i lighed med indregning af almindelige materielle anlægsaktiver. Herefter indregnes investeringsaktivet til dagsværdi.

Ved indregning til dagsværdi skal den tilknyttede forpligtelse også indregnes til dagsværdi. Hvis en virksomhed, hvis hovedaktivitet er investeringsejendomme, har tilknyttet en prioritetsgæld til ejendommen, skal prioritetsgælden i lighed med ejendommen indregnes til dagsværdi. Som sagt er det en forudsætning at virksomhedens hovedaktivitet er investeringsaktivitet. Virksomheden må kun have én hovedaktivitet og investering som hovedaktivitet betyder, at man anbringer virksomhedens midler i forskellige værdipapir og ejendomme og andre aktiver med det formål at fordele investeringsrisikoen, hvorefter virksomhedens ejere kan drage fordel af det resultat virksomhedens aktiver bidrager til. Hvis selskabet har investeringsaktiver, men det ikke er virksomhedens hoved formål, må virksomheden ikke benytte reglerne for indregning til dagsværdi efter ÅRL §38. Ved tilvalg af indregning til dagsværdi skal alle investeringsaktiver inden for samme kategori samt den tilhørende forpligtelse indregnes til dagsværdi.⁴⁴

Ved indregning til dagsværdi efter ÅRL § 38 skal værdireguleringen føres i resultatopgørelsen og reguleringen bliver ikke bundet på egenkapitalen. Endvidere betyder indregning til dagsværdi, at der ikke skal afskrives på aktiverne.⁴⁵ Herved vil en værdiregulering have betydning for årets resultat og betydning for, hvor meget der kan udloddes til ejerne.

3.4 Definition af dagsværdi

Ovenfor er årsregnskabslovens regler om mulighed for indregning af investeringsaktiver samt den tilhørende forpligtelse til dagsværdi. Regnskabsvejledningen 16 defineres således:

⁴³ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 221-222

⁴⁴ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 225-227

⁴⁵ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 225-227

”Dagsværdi er det beløb, som en investeringsejendom forventes at kunne omsættes til i en kontant handel mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter.”⁴⁶

Ved opgørelse af dagsværdien kan man opdele det i 3 niveauer for pålideligheden af dagsværdien, hvor niveau 1 er den mest pålidelige opgørelse.⁴⁷

Niveau 1:

Ved nogle aktiver findes et aktivt marked, hvor aktivet handles løbende, hvorved målingen kan tage udgangspunkt heri uden det er nødvendigt at foretage reguleringer.⁴⁸

Niveau 2:

Det er muligt, at der findes et marked for lignende aktiver, som dagsværdismålingen kan tage udgangspunkt i eller ved seneste markedstransaktioner, hvis der ikke er store udsving på markedet.⁴⁹

Niveau 3:

Det er ikke altid muligt at tage udgangspunkt i et aktivt marked eller benytte seneste markedstransaktioner, hvis der er store udsving på markedet. Når det ikke er muligt at benytte et aktivt marked ved dagsværdismålingen anvendes i praksis ofte DCF-modeller eller afkastbaserede modeller. Dagsværdismålingen af investeringsejendomme vil ofte ligge i niveau 3, da der ikke findes et aktivt marked.⁵⁰

Opgørelsen af dagsværdien skal laves ud fra de faktiske forhold og der må ikke tages hensyn til fremtidige forventninger.⁵¹

⁴⁶ Revisorhåndbogen 2012 - Regnskabsvejledning 16

⁴⁷ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 225-227

⁴⁸ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 227

⁴⁹ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 227

⁵⁰ Indsigt i årsregnskabsloven, EY's Praktiske Guide til forståelse af loven 2014/15, side 227

⁵¹ Notat fra Erhvervsstyrelsen af 3. april 2009

Kapitel 4 Metoder for opgørelsen af dagsværdi

Som beskrevet ovenfor er det ikke muligt at finde et aktivt marked for investeringsejendomme, hvorfor dagsværdien opgøres på niveau 3. Nedenfor ses modeller til opgørelse af dagsværdien på investeringsejendomme.

Erhvervsstyrelsen har i notat af 3. april 2009 skrevet, om problemstillingerne ved opgørelsen af dagsværdi. Erhvervsstyrelsen har kommenteret på 2 metoder til opgørelsen:⁵²

- Vurdering fra ekstern vurderingsmand
- Opgørelse efter afkastbaseret model

De seneste år er der dog også flere som benytter DCF-modellen til opgørelse af dagsværdien, hvorfor denne model også vil blive gennemgået.

4.1 Vurdering fra ekstern vurderingsmand

Ved vurdering af en ekstern vurderingsmand vil der ofte være tale om en vurdering fra en ejendomsmægler. En vurdering fra en ekstern ejendomsmægler vil ofte blive betragtet som en pålidelig vurdering, da det er deres hovedbeskæftigelse.⁵³

Erhvervsstyrelsen skriver, at dagsværdien skal opgøres fra de på balancedagen faktiske forhold.⁵⁴ Det betyder, at ved opgørelsen af dagsværdien må der ikke tages højde for fremtidige forbedringer, forventninger til det fremtidige marked, fremtidig indtjening mv. Ved en vurdering fra en ejendomsmægler tager ejendomsmægler fremdige forhold med i sin opgørelse af handelsværdien på ejendommen. Derfor mener Erhvervsstyrelsen ikke, at en værdiansættelse fra en ekstern vurderingspart opfylder kravene til opgørelsen af dagsværdien.

4.2 Grundlæggende begreber

Inden gennemgang af den afkastbaserede model og DCF-modellen vil der blive gennemgået nogle grundlæggende begreber, som vil blive brugt både i den afkastbaserede model og DCF-modellen.

⁵² Notat fra Erhvervsstyrelsen af 3. april 2009

⁵³ Notat fra Erhvervsstyrelsen af 3. april 2009

⁵⁴ Notat fra Erhvervsstyrelsen af 3. april 2009

Forrentningskrav:

Grundlæggende for både den afkastbaserede model og DCF-modellen er forrentningskravet. Forrentningskravet er udtryk for den compensation en investor skal have for sin investering. Det betyder også at jo højere risikoen ved investeringen er, jo større er bliver forrentningskravet også.⁵⁵

Forrentningskravet kan sammenholdes med den risikofri rente plus en markedsrisikopræmie, der er specifik for investeringsejendommen. Det er risikopræmien, der ofte har den store betydning for forrentningskravet, og det kan være meget kompleks at opgøre risikopræmien.⁵⁶

Fastlæggelsen af risikoen

Fastlæggelsen er risikoen for en investeringsejendom er besværligt for det er forskellig fra investor til investor, hvad der er fokus på, når risikopræmien skal opgøres. Forholdene, som en investor kan have fokus på, kan være indtjeningsbehov, markedsforventning og ejendoms-specifikke forhold, som individuelle synspunkter ofte vil have betydning for, hvor høj risikoen er.⁵⁷

De risikofaktorer, som kan spille ind, kan opdeles i to grupper; Markedsrisici og specifikke risici.⁵⁸

Markedsrisici

Markedsrisici er udtryk for de risici som er på det generelle marked for investeringsejendomme og de risici, som investor ikke kan påvirke, men må tilpasse sig efter. Af markedsrisici kan nævnes følgende:⁵⁹

- Likviditet ved salg: Risikoen ligger i, at køb af ejendomme ofte kræver finansiering af realkreditinstitutter, hvilket ikke alle har mulighed for at låne denne sumstørrelse samt det tager tid at få tilladelse af kreditforeningen, hvilket trækker processen ud.

⁵⁵ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav", side 7

⁵⁶ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav", side 7

⁵⁷ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav", side 9

⁵⁸ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav", side 10-13

⁵⁹ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav", side 10-13

- Markedsleje forventninger: Der er altid en vis usikkerhed, når man skal forudsætte, hvad markedsløjen er i fremtiden, da markedsløjen er afhængig af udbud og efterspørgsel, hvor det er svært at udtale sig om fremtiden.
- Beliggenhed: Når man snakker om ejendomme benævnes ofte beliggenhed som den vigtigste faktor. Risikoen ved beliggenheden er at opfattelsen for en beliggenhed kan ændre sig. Fx kan det have betydning, hvis udsigten er væsentlig for ejendomme, men der så bygges en bygning foran.
- Værdiforringelse pga. strukturelle ændringer: Af strukturelle ændringer kan nævnes finanskrisen, hvor alle ejendomspriser faldt over en kort periode. Forhold som finanskrisen er utrolig svære at tage højde for, ved opgørelse af risikopræmien.
- Lovændringer: Lovændringer inden for udlejning kan have betydning for, hvor meget en virksomheden fremadrettet kan tjene på ejendommen.

Specifikke risici

Specifikke risici er risici som er gældende for netop denne investeringsejendom. Specifikke risici kan være følgende:⁶⁰

- Manglende lejebetalinger: På trods af at en ejendom er fuldt udlejet kan udlejen ikke altid være sikker på, at lejeren har likvide midler til at betale huslejen.
- Manglende mulighed for genudlejning: Ved balancedagen kan ejendommen være fuldt udlejet, men hvor let er det at finde en ny lejer, hvis den nuværende lejer opsiger kontrakten? Det er meget forskelligt fra ejendom til ejendom, hvor stor risikoen er. Fx kan ejendommen være specifik bygget/indrettet til den gamle lejer eller kan man let tilpasse ejendommen til en ny lejer?
- Omkostninger ved driften af ejendommen: Omkostningerne til ejendommen kan svinge fx hvor mange omkostninger der skal bruges på vedligeholdelse, da der kan komme uforudsete omkostninger.
- Forskellige lejestrukturer: Lejestruktureren er udtryk for den sammensætning der er mellem de lejere, man har i ejendommen/ejendommene samt om der er ophold i lejeperioderne. Herunder er prisniveauet på lejen også. Hvis man har en langtidskontrakt på lejen kan man risikere, at lejen er sat for lavt og man har ikke mulighed for at regulere lejen.

⁶⁰ Ejendomsforeningen Danmark, "Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav", side 10-13

Den risikofrie rente

Den risikofrie rente er udtryk for det investor kunne have fået for sin investering, hvis de var placeret i en investering uden særlig risiko hvilket ofte udtrykkes i obligationer. Helst skal renten på en obligation være med tilsvarende varighed som den forventede ejerperiode på investeringsejendommen.⁶¹

Ovenfor er gennemgået de grundlæggende begreber i den afkastbaserede model og DCF-modellen. Nedenfor vil de to modeller blive gennemgået.

4.3 Den afkastbaserede model

Den afkastbaserede model bliver også kaldet normalindtjeningsmodellen. Modellen er den mest simple metode af den afkastbaserede metode og DCF-modellen og af samme grund er modellen meget anvendt. Modellen tager udgangspunkt i et driftsresultat for det kommende år. Driftsresultatet divideres herefter med et fastsat forrentningskrav i %.⁶²

Forudsætningen for at benytte den afkastbaseret model er, at det afkast, som ejendommen genererer, forventes at være stabilt i en uendelig periode samt at alle forudsætninger i opgørelsen holdes konstante.⁶³ Den afkastbaserede model kan inddeles i 3 punkter:

- Opgørelsen af driftsafkastet for ejendommen
- Opgørelsen af forrentningskravet
- Opgørelsen af dagsværdien for ejendommen

Opgørelsen af driftsafkastet for ejendommen

Driftsafkastet skal opgøres for et ”normalår.” Driftsafkastet skal som udgangspunkt afspejle en 12 måneders periode. Driftsafkastet består af lejeindtægterne fratrukket de omkostninger, der er i forbindelse med driften af ejendommen.⁶⁴ Ofte tages der udgangspunkt i de seneste 12 måneders realiserede tal eller et budget for det kommende år. Hvis der tages udgangspunkt i

⁶¹ Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav, Ejendomsforeningen Danmark

⁶² <http://dn-erhverv.dk/saelg-investeringsejendom/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

⁶³ <http://dn-erhverv.dk/saelg-investeringsejendom/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

⁶⁴ <http://dn-erhverv.dk/saelg-investeringsejendom/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

de seneste 12 måneders realiserede tal er det vigtigt at regulere for omkostninger, som ikke er normalindtjening.

Opgørelse af driftsafkastet
+ Lejeindtægter
- Vedligeholdelsesomkostninger
- Administrationsomkostninger
- Driftsomkostninger
= Driftsafkastet for ejendommen

Figur 6 - Opgørelse af driftsafkast for ejendomme.⁶⁵

Lejeindtægten vil som udgangspunkt bestå af den faktiske husleje. Hvis det vurderes, at huslejen er betydelig forskellig fra markedslejen, bør det overvejes om det er markedslejen eller huslejen der skal benyttes. Ved markedslejen skal forstås den leje, som man ville kunne genudleje ejendommen til inden for 6 måneder. Hvis der foreligger en langtidskontakt med en stabil lejere taler det for, at den faktiske husleje skal benyttes, men hvis lejeren kan opsiges kontrakten fra den ene dag til den anden vil det være mest retvisende at benytte markedslejen.⁶⁶

Vedligeholdelsesomkostninger består af de omkostninger, som benyttes til at holde ejendommen i en normal tilstand. Vedligeholdelsesomkostninger kan svinge meget fra år til år, da man et år kan have nogle store omkostninger, hvorefter man i en årrække ingen væsentlige vedligeholdelsesomkostninger har. Derfor skal vedligeholdelsesomkostningerne bestå af de gennemsnitlige vedligeholdelsesomkostninger.⁶⁷

Administrations- og driftsomkostninger består som udgangspunkt af de budgetterede omkostninger for det kommende år. Hvis virksomheden ikke har eksterne administrations- og driftsomkostninger skal omkostningerne fastsættes ud fra, hvad markedsprisen på disse omkostninger ville være. Herunder vil ejendomsskatter, afgifter og øvrige omkostninger tilknyttet drif-

⁶⁵ <http://dn-erhverv.dk/saelg-investeringsejendom/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

⁶⁶ <http://dn-erhverv.dk/saelg-investeringsejendom/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

⁶⁷ <http://dn-erhverv.dk/saelg-investeringsejendom/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

ten af udlejningsvirksomhed ligge. I virksomhedens driftsafkast må ikke indgå renter til finansiering af lånet ved køb af ejendommen.⁶⁸

Opgørelse af forrentningskravet

Ovenfor er forrentningskravet beskrevet, hvor det konstateres, at forrentningskravet skal være den forrentning, som investoren modtager som udbytte for de risici investoren løber ved sin investering.

Forrentningskravet skal fastsættes efter bedste skøn og således at det afspejler de handler, der har været på ejendomsmarkedet i perioden op til fastsættelsen dog korrigeret for særlige forhold på den pågældende ejendom.⁶⁹

Opgørelsen af dagsværdi

For at opgøre dagsværdien divideres driftsafkast med forrentningskravet, hvorefter den kapitaliserede værdi fremkommer.⁷⁰

I opgørelsen af driftsafkastet er der taget udgangspunkt i et normalår, hvilket betyder at der ikke er taget højde for særlige forhold ved ejendommen. Derfor skal der reguleres for disse særlige forhold ved ejendommen efterfølgende. Disse forhold kan være:

- Regulering for tomgang, hvis der er perioder i løbet af normalåret, hvor ejendommen ikke er udlejet.
- Hvis virksomheden har udskudt nogle vedligeholdelsesomkostninger fra tidligere år, men man måtte forvente, der skulle afholdes i forbindelse med et salg af ejendomme enten ved afslag i prisen eller udførsel af den manglende vedligeholdelse. Dette kan fx være udskiftning af tag mv.
- I forbindelse med udskiftning af lejerer kan der være omkostninger ved indretning af ejendommen, hvis den nye lejer ikke kan benytte ejendommen på den måde, som den gamle lejere havde indrettet ejendommen.

⁶⁸ <http://dn-erhverv.dk/saelg-investeringsejendom/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

⁶⁹ <http://dn-erhverv.dk/saelg-investeringsejendom/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

⁷⁰ <http://dn-erhverv.dk/saelg-investeringsejendom/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

- Lejeren har ofte indbetalt et depositum for lejemålet, hvor virksomheden opnår et afkast af i form af renteindtægter. I opgørelsen af dagsværdien kan den kapitaliserede værdi af dette afkast indgå.

Ved reguleringen af særlige forhold må der ikke reguleres for forhold, som er væsentlige for den enkelte investor, men kun forhold som vil påvirke den kontante markedsværdi på ejendommen. Efter reguleringen for disse særlige forhold er den kapitaliserede værdi for ejendommen beregnet.

Nedenfor vises et eksempel på den afkastbaserede model for at vise, hvordan modellen er opbygget:

Den afkastbaserede metode	
	t.kr.
Driftsafkastet	
Lejeindtægter	1500
Omkostninger	
Vedligeholdelsesomkostninger	110
Administrationsomkostninger	40
Driftsomkostninger	20
Omkostninger i alt	170
Driftsafkast	1330
Forrentningskravet	
Forrentningskravet	7%
Opgørelse af dagsværdi	
Værdi af ejendom før reguleringer	19.000,00
Regulering for tomgang 1 måned	-150
Regulering for udskudte vedligeholdelsesomkostninger	-300
Regulering for indretningsomkostninger	-50
Værdi af ejendom efter reguleringer	18.500,00

Figur 7: Den afkastbaserede metode, egen produktion

Fordele og ulemper ved den afkastbaserede model

Modellen er som sagt ovenfor simpel at udføre, da den er opdelt i to simple faser: beregningen af driftsafkastet og opgørelse af forrentningskravet. Beregningen af driftsresultatet vil ofte være simpelt at opgøre, da man tager udgangspunkt i de realiserede tal eller budgetter for den kommende 12 månedersperiode.

Ulemperne ved modellen er, at opgørelsen tager udgangspunkt i, at forholdene ved beregningen af driftsafkastet er gældende i en uendelig periode, hvilket sjældent vil være tilfældet. Det er svært at opgøre, hvad lejeindtægten og omkostningerne forbundet med udlejningen vil være i uendelig tid. Derved mangler opgørelsen tilbagekonteringselementet og dette kan give væsentlige fejl ved opgørelsen.

Endvidere kan opgørelsen af forrentningskravet mangle at tage højde for forhold, som ledelsen simpelthen ikke har været opmærksom på giver en risiko. Dette betyder, at forrentningskravet er sat for lavt, da man har risici, som forrentningskravet ikke opvejer.

4.4 DCF-modellen

Som alternativ til den afkastbaserede metode kan DCF-modellen benyttes. DCF -modellen opgør den tilbagediskonterede værdi af fremtidige pengestrømme i modsætning til den afkastbaserede model, der bruger driftsresultatet. Den tilbagediskonterede værdi af fremtidige pengestrømme er svarende til det fremtidige driftsafkast. DCF -modellen kan opdeles i 2 hovedelementer: Den tilbagediskonterede værdi af pengestrømmene, som bestemmer hvad ejendommens værdi er i en budgetteret periode og den tilbagediskonterede værdi af terminalperioden, som er værdien på ejendommen, som ligger efter terminalperioden.⁷¹

DCF-modellen kan opdeles i 5 faser:⁷²

- Bestemmelse af pengestrømme i budgetperioden
- Tilbagediskontering af pengestrømme til nutidsværdi i budgetperioden
- Bestemmelse af terminalværdien
- Tilbagediskontering af terminalværdien til nutidsværdi

⁷¹ Gabriel Hawawini og Claude Viallet, Finance for executives – Managing for Value Creation, side 407-412

⁷² Inspirationskilde: Finanstilsynets bekendtgørelse for finansielle rapporter og fondsmæglerselskaber af 8. august 2011, bilag 9.

- Bestemmelse af ejendommens værdi

Bestemmelse af pengestrømme i budgetperioden

I første fase skal pengestrømmene for budgetperioden opgøres. Ved opgørelse af pengestrømmene kræves der en generel viden om ejendommen. Ved gennemgang af de realiserede værdier de seneste 3-5 år får man et kendskab til virksomheden samt hvad ejendommen tidligere har realiseret af pengestrømme.⁷³ Dette er vigtigt, da det ved opgørelsen af dagsværdien er vigtigt, at de pengestrømme der fastsættes i budgetperioden er realistiske. Ved gennemgang af tidligere års realiserede pengestrømme får man en identifikation af, hvad ejendommen kan realisere.

Ved opgørelsen af pengestrømmene i budgetperioden skal indtægter og omkostninger for hvert år opgøres. I indtægterne skal indregnes alle lejeindtægter, som ejendommen genererer herunder hvis der forventes lejereguleringer.

Omkostningerne der skal indgå i opgørelsen er i lighed med den afkastbaserede model de omkostninger, der er i forbindelse med udlejningsvirksomheden. I modsætning til den afkastbaserede model er det i DCF-modellen de faktisk forventede omkostninger og ikke de gennemsnitlige omkostninger. Det vil sige, at hvis man et år forventer at lave forbedringer på ejendommen, som bidrager til lejeforhøjelser, skal disse også indregnes i pengestrømmene.

I denne fase skal budgetperioden også fastsættes. Budgetperioden er perioden frem til at de frie pengestrømme stabiliseres, hvorved der ikke genereres overnormal indtjening længere. Den overnormale indtjening (også kaldet EVA) vil oftes kun kunne opretholdes over en kortere årrække, da konkurrencen på markedet herefter vil have neutraliseret ejendommens fordel. Budgetperioden skal dog være så lang, at det kan indeholde udsving i markedet, så der tages højde for både op- og nedgang i markedet.⁷⁴ I budgettet er indregnet inflation i hele budgetperioden og der skal også budgetteres med forandringer i lejeniveauet på markedet.

⁷³ Køb og salg af virksomheder og aktier, Værdiansættelser, værdiskabelse og værdioptimering, Per Vestergaard Andersen, side 13-15

⁷⁴ Køb og salg af virksomheder og aktier, Værdiansættelser, værdiskabelse og værdioptimering, Per Vestergaard Andersen, kap. 6-7

Tilbagediskontering af pengestrømme til nutidsværdi i budgetperioden

Når pengestrømmene for en virksomhed er opgjort tilbagediskonteres pengestrømmene. Tilbagediskonteringen sker for at regulere for inflationen i samfundet, hvilket vil sige, at det man kan købe for 1.000 kr. i dag vil man ikke kunne købe for 1.000 kr. om 5 år. Tilbagediskonteringen sker ved hjælp af diskonteringsrenten. Der finde både den reelle diskonteringsrente, som blev benyttet ved den afkastbaserede model og den nominelle diskonteringsrente, som er ejendommens nominelle forrentningskrav hvilket vil sige afkastkravet er inklusiv inflation.⁷⁵ I beslutningen om, hvad diskonteringsrenten skal være, skal de samme forhold som under forrentningskravet ved den afkastbaserede metode medtages i betragtningen.

Bestemmelse af terminalværdien

Efter budgetperioden vil pengestrømmene som nævnt ovenfor stabiliseres. Herefter fastlægges terminalværdien, som er udtryk for den værdi ejendommen har fra budgetperioden ender og tiden derefter. Terminalværdien kan beregnes således:⁷⁶

$$T = \frac{PSt}{(DKF - INF)}$$

Hvor:

T = Terminalværdien

PSt = Pengestrømme i terminalåret

INF = Inflation

DKF= Diskonteringsfaktoren

Tilbagediskontering af terminalværdien til nutidsværdi

På samme måde som budgetperioden skal terminalværdien også tilbagediskonteres. Ved tilbagediskonteringen findes nutidsværdien af terminalværdien og dermed hvad terminalværdien er i dag.

⁷⁵ Ejendomsforeningen Danmark, ”Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav”, side 7

⁷⁶ Ejendomsforeningen Danmark: Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen

Bestemmelse af ejendommens værdi

Den sidste del af modellen er at fastsætte værdien af investeringsejendommen. Værdien af ejendommen findes ved at lægge den tilbagediskonterede værdi af budgetperioden sammen med den tilbagediskonterede værdi af terminalperioden.

Fordele og ulemper ved DCF-modellen

Fordelene ved DCF-modellen er at den tager udgangspunkt i pengestrømmene for ejendommen i stedet for driftsresultatet som den afkastbaserede model tager udgangspunkt i. Dette er en fordel, fordi det er forholdsvis let at manipuleres med driftsresultatet, hvilket er sværere ved pengestrømmene.⁷⁷

Derudover tager DCF-modellen også højde for, at der kan være udsving i indtægter og omkostninger fra år til år samt der kan ske udsving i samfundsmæssige forhold som fx inflation mv. DCF-modellen er derved en fleksibel model, hvor det er muligt at tage højde for løbende udvikling på ejendommen og på markedet.

Ulemperne ved DCF-modellen er, at der ligger en masse forudsætninger til grund for modellen. Dette kræver at man skal have stort kendskab til både virksomheden og til markedet. Endvidere er beregningen for DCF-modellen en hel del mere besværlig end den afkastbaserede metode, hvilket også gør den sværere at gennemskue.

4.5 Sammenligning af værdiansættelsesmetoder

Ovenfor er den afkastbaserede model og DCF-modellen gennemgået samt fordele og ulemper ved metoderne er vurderet. Begge modeller er anerkendte efter den danske lovgivning. I praksis er det ofte den afkastbaserede model der anvendes grundet, at modellen er mere simpel end DCF-modellen.

Ved vurdering af hvilken model man skal benytte skal man altid tage højde for omkostningerne, der er forbundet med metoden. Omkostningen for udarbejdelsen af modellen skal holdes op med det udbytte, som man ender med. Grundet kompleksiteten i DCF-modellen kræver det mange ressourcer at opføre denne korrekt. Modellen kræver, at alle forholdene/forudsætningerne for de fremtidige pengestrømme er opgjort korrekt for at man får et ret-

⁷⁷ Køb og salg af virksomheder og aktier, Værdiansættelser, værdiskabelse og værdioptimering, Per Vestergaard Andersen, side 37

visende billede ud af modellen. Det vil også sige, at hvis man ikke bruger de krævede ressourcer er resultatet af modellen ikke meget værd. Derimod kan man forholdsvis simpelt opstille et driftsafkast ved den afkastbaserede model, hvorved modellen er knap så ressourcekrævende.

Derfor skal man lave en opvejning af omkostningerne mod det resultat du kommer ud med. Hvis man derfor kun har en ejendom eller en meget lille ejendomsportefølje, hvor driftsresultatet er forholdsvis stabil dvs. at selskabet ikke i perioder har store vedligeholdelsesomkostninger eller at huslejen svinger meget kan den afkastbaserede model ofte være tiltrækkelig. Derimod vil det for selskaber med investeringsejendomme, hvor man har en store ejendomsportefølje og omkostningerne er meget svingende vil det sandsynligvis kunne betale sig at bruge de krævede omkostninger på en DCF-model.

4.6 Sammenholdelse af kostprisen med fradrag for akk. afskrivninger og dagsværdi

Fordelene ved kostprismetoden med fradrag for akkumulerede afskrivninger er at det er nemt at opgøre, hvad kostprisen udgør. Ved opgørelsen af kostprisen bliver beløbet opgjort pålideligt og der er ikke samme usikkerheder som ved dagsværdisopgørelsen, hvor der opsættes mange forudsætninger, som er svære at udtale sig om. Ulempen ved kostpris metoden er, at kostprisen kun over en kort periode rent faktisk afspejler dagsværdien, som er udtryk for ejendommens reelle værdi. Ved store udsving mellem kostprisen fratrukket akkumulerede afskrivninger og handelsværdien kan det diskuteres, om kostprisen fratrukket akkumulerede afskrivninger er i overensstemmelse med det retvisende billede.

Fordelene ved dagsværdismetoden er, at metoden afbilleder handelsværdien for ejendommen, hvilket betyder, at ejendommen reelt er indregnet til den værdi, som ejendommen er værd, hvilket er med til at vise det retvisende billede. Ulemperne ved dagsværdismetoden er, at det sjældent er muligt at indregnes investeringsaktiverne efter niveau 1 og 2 på andet end børsnoterede værdipapir, hvor man opnår den største sikkerhed ved værdiansættelsen. Derved er man nødt til at benytte modeller til opgørelsen af dagsværdien på ejendommen. Ved benyttelse af disse modeller er der opstillet en masse forudsætninger og forhold, som handler om fremtiden, hvilket der altid vil være en vis usikkerhed forbundet med. Endvidere skal der afsættes et forrentningskrav, som virksomheden skal opnå. Dette forrentningskrav har stor indflydelse på, hvad den kapitaliserede værdi af ejendommen bliver, hvorfor dette er vigtig at det fastsættes korrekt. Dog vil der ofte ved opgørelsen af forrentningskravet være en subjektiv

vurdering, hvorfor der også er en del usikkerhed ved opgørelsen af denne. Når dette er sagt bygger dagsværdimetoden mere op omkring det grundlæggende krav i årsregnskabsloven om et retvisende billede, fordi dagsværdien løbende opgøres til den reelle værdi af ejendommene. I indledningen viste graferne, at ejendomspriserne svinger meget løbende, hvorfor kostprisen fratrukket akkumulerede afskrivninger ikke repræsenterer udviklingen på markedet.

4.7 Delkonklusion

Alle danske, erhvervsdrivende virksomheder er omfattet af årsregnskabsloven. Årsregnskabsloven indeholder en generalklausul om, at årsrapporten altid skal vise et retvisende billede. Der er fastlagt en begrebsramme, for at støtte op om generalklausulen i årsrapporten, som er opbygget på 5 niveauer: brugerens informationsbehov, kvalitetskrav, definition af elementer, indregning og måling og klassifikation. Ydermere er der opstillet 10 grundlæggende forudsætninger, som en årsrapport skal overholde.

Årsrapporten skal indeholde en ledelsespåtegning, en revisorregning, ledelsesberetning, anvendt regnskabspraksis og årsregnskabet herunder resultatopgørelsen, balancen, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse og noter. Balancen er opdelt i aktiver og passiver, hvor investeringsejendomme er indregnet som et materiel anlægsaktiv, hvis ejendommen er til vedvarende eje og brug for virksomheden. Ellers indregnes ejendommen som et omsætningsaktiv.

Materielle anlægsaktiver indregnes som hovedregel til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger. Kostprisen udgør de omkostninger der er i forbindelse med anskaffelsen af aktivet. Anlægsaktivet skal afskrives over brugstiden fratrukket en eventuel scrapværdi. Som et tilvalg kan man vælge at indregne anlægsaktivet til dagsværdi efter § 41. Hvis man indregner til dagsværdi skal der løbende ske revurdering af opskrivningen i takt med at dagsværdien ændrer sig. På trods af indregningen til dagsværdi skal der stadig ske afskrivning på ejendommen og ydermere skal der afskrives på opskrivningen. Opskrivningen skal indregnes på egenkapital på en bundet post, hvorved der ikke kan udloddes udbytte på grundlag af opskrivningen.

Hvis virksomhedens hovedaktivitet er investeringsaktivitet kan investeringsejendommen indregnes til dagsværdi efter § 38. Forskellen til ovenstående er at der ikke skal ske afskrivninger på ejendommen eller en eventuel opskrivning, når den indregnes efter § 38. Værdiregulerin-

gen indregnes i resultatopgørelsen og påvirker dermed årets resultat. Ved en opskrivning bindes den ikke på egenkapitalen, hvorved der kan udloddes udbytte på baggrund af en opskrivning. Ved indregning til dagsværdi skal den tilhørende forpligtelse også indregnes til dagsværdi.

Til indregning af dagsværdi er der 3 niveauer. Niveau 1 er indregning efter et aktivt marked. Niveau 2 er indregning efter et lignende marked, som man kan tage udgangspunkt i. Niveau 3 er DCF-modeller eller afkastbaserede modeller. Værdiansættelse af investeringsejendomme vil ofte ligge på niveau 3. Erhvervsstyrelsen har d. 3. april 2009 udarbejdet et notat om indregning af investeringsejendomme, hvori de nævner 3 metoder: ekstern vurderingsmand, den afkastbaserede model og DCF-modellen. En værdiansættelse skal ske på baggrund af de faktiske forhold på balancedagen, hvorfor en vurdering fra ekstern vurderingsmand ikke kan benyttes, da fremtidige forhold oftest indregnes. Den afkastbaserede model tager udgangspunkt i driftsafkast som divideres med et forrentningskrav, hvorved værdien på ejendommen kommer frem. DCF-modellen tager udgangspunkt i to grundelementer: den tilbagediskonterede værdi af budgetperioden og den tilbagediskonterede værdi af terminalværdien. Den afkastbaserede model er en del mere simpel end DCF-modellen, hvilket også betyder, at DCF-modellen tager højde for flere forhold som fx inflation. Ligeledes kræves det også i den afkastbaserede model, at forholdene i driftsafkastet skal være uændrede i en uendelig periode, hvilket ofte ikke er tilfældet.

For begge opgørelser er den største udfordring at opgøre det afkastkrav, som ejendommen skal give. Der er mange forhold som spiller ind på denne beregning og ofte kan investorer have individuelle præferencer, som kan påvirke opgørelsen heraf.

Indregning efter kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger har den fordel, at det er let at opgøre kostprisen, hvorefter der løbende skal ske afskrivninger. Derimod vil kostprisen fratrukket akkumulerede afskrivninger sjældent vise det retvisende billede, da der kan være stor forskel på kostprisen fratrukket akkumulerede afskrivninger og den reelle værdi af ejendommen, som det retvisende billede viser. Dette krav lever indregning til dagsværdi op til, men der er mange faktorer indblandet, når man skal opgøre dagsværdien, hvor der er tilknyttet en vis usikkerhed, hvorfor den er svær at opgøre præcis. Dog må det stadig konkluderes, at den mest retvisende metode at indregne investeringsejendomme efter er dagsværdi.

Kapitel 5 Analyse af investeringsejendomme indregnet til kostpris og dagsværdi

Ovenfor er den teoretiske gennemgang af indregning af investeringsejendomme gennemgået, hvor det er konkluderet, at dagsværdi er den mest retvisende måde at indregne investeringsejendomme. Dog er dette ikke det der altid sker i praksis, hvor investeringsejendomme også indregnes til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger. Nedenfor vil nogle udvalgte årsrapporter for virksomheder med investeringsejendomme blive gennemgået for at se, om det retvisende billede er overholdt.

Ved gennemgangen af årsrapporterne vil der være fokus på afkastkravene, som ejendommene er indregnet til. Afkastkravene skal være udtryk for den forrentning, som en villig og uafhængig part må forventes at ville kræve for investeringen.⁷⁸ Som skrevet under beskrivelsen af dagsværdimetoderne er investeringsejendommens beregnede dagsværdi direkte påvirket af afkastkravet.

I Erhvervsstyrelsens notat af 3. april 2009 skriver man følgende:

*”Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har konstateret, at visse virksomheder ved brug af den afkastbaserede metode anvender et forrentningsniveau, som ligger væsentlig under niveauet for de indikationer, som er beskrevet ovenfor – herunder særligt den risikofrie rente. Det er dog altid nødvendigt med en individuel vurdering af hvert tilfælde.”*⁷⁹

Erhvervsstyrelsen har altså oplevet, at der benyttes et for lavt afkastkrav, hvorved den beregnede dagsværdi på investeringsejendommen bliver for høj.

Nedenfor er derfor udvalgt 4 selskaber, hvor selskabets hovedaktivitet er investeringsaktivitet herunder udlejning af ejendomme. Der er udvalgt 2 selskaber, hvor investeringsejendommene indregnes til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger og 2 selskaber, hvor investeringsejendommene indregnes til dagsværdi beregnet efter en afkastbaseret model.

5.1 Selskaber, der benytter kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger

For at kunne sammenholde investeringsejendommen med hinanden er det nødvendigt at sammenholde afkastkravet med hinanden. I de selskaber, hvor investeringsejendommene er

⁷⁸ Notat fra Erhvervsstyrelsen af 3. april 2009

⁷⁹ Notat fra Erhvervsstyrelsen af 3. april 2009

indregnet til kostpris er der ikke anvendt et afkast. For at gøre investeringsejendommene sammenlignelig er der beregnet et afkast for investeringsejendommene, der er indregnet til kostpris. Afkastet er beregnet ud fra følgende formel:⁸⁰

$$A = \frac{\text{Driftsafkast}}{\text{BFV Ejendom}}$$

Hvor:

- A = afkastet
- *Driftsafkastet* = Driftsafkastet er beregnet som det gennemsnitlige driftsresultat for de seneste 5 år reguleret for afskrivninger taget fra årsrapporten. Da driftsafkastet beregnes som det gennemsnitlige driftsresultat for de seneste 5 år, vurderes dette for et normalt år. Der er reguleret for afskrivningerne i driftsresultatet, da der ikke afskrives på investeringsejendomme, hvorfor det ikke vil indgå i driftsafkastet. Driftsresultatet kan kun benyttes, hvis der ikke er andre indtægter eller omkostninger end dem, som vedrører driften af ejendommen. Derfor skal de udvalgte selskaber ikke have anden aktivitet, der påvirker driftsresultatet.
- *BFV Ejendom* = Den bogførte værdi, som investeringsejendommen står indregnet til i årsrapporten.

Der er en del usikkerheder forbundet med denne opgørelse, hvorved beregningen af afkastet ikke er helt korrekt, men vurderes ok for en sammenligning af de afkastkrav, som virksomhederne benytter.

De to selskaber, hvor investeringsejendomme er indregnet til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger er:

- Fauerholdt Jensen ApS
- Wagner Ejendomme ApS

Selskaberne er interessante, da det ene selskab kun indeholder en ejendom, mens det andet selskab indeholder en stor portefølje af ejendomme, hvorved man ser begge situationer.

⁸⁰ Inspiration taget fra (egen produktion): http://93.176.78.166/AttachedFiles/%7B78110a38-c123-4862-a6b3-a04ad09c09a6%7D.%7B7a023e85-75bc-44db-93dc-dc82cf68597e%7D.BEK_281_260314.pdf

5.1.1 Fauerholdt Jensen ApS

Selskabets hovedaktivitet er udlejning af en ejendom og er hjemmehørende i Aalborg. Ifølge selskabets anvendte regnskabspraksis indregnes deres investeringsejendom til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger. Der afskrives over en periode på 40 år for bygningerne, men der afskrives ikke på grunde. Investeringsejendommene nedskrives til genindvindingsværdi, hvis denne er lavere end den regnskabsmæssige værdi.⁸¹

Ved en gennemgang af årsrapporten ses, at selskabet ikke har andre aktiver end investeringsejendommen samt et tilgodehavende. Passiverne består af gæld til kreditinstitutter samt skyldig skat og anden gæld. På baggrund af dette vurderes det, at selskabet ikke har anden aktivitet end hovedaktiviteten, hvorfor driftsresultatet kan benyttes til opgørelsen af afkastet.

Nedenfor ses et uddrag af årsrapporterne for de seneste 5 år:

Fauerholdt Jensen Holding ApS	2013/14	2012/13	2011/12	2010/11	2009/10
CVR-nr. 12 09 37 80	DKK	DKK	DKK	DKK	DKK
Driftsresultat	175.430,00	175.430,00	183.410,00	181.411,00	184.111,00
Afskrivninger	-67.570,00	-67.570,00	-67.570,00	-67.569,00	-67.569,00
Investeringsejendomme	1.695.933,00	1.763.503,00	1.831.073,00	1.898.643,00	1.966.212,00
Egenkapital	883.044,00	775.139,00	722.166,00	626.064,00	549.143,00
Driftsresultat fratrukket afskrivninger	243.000,00	243.000,00	250.980,00	248.980,00	251.680,00
Gennemsnitlig driftsresultat	247.528,00				
Forrentning ved bogført værdi	14,60%	14,04%	13,52%	13,04%	12,59%

Figur 8: Uddrag af offentliggjorte årsrapporter for 2009/10-2013/14.⁸²

Som det ses af ovenstående er den eneste udvikling på investeringsejendommene, at de falder med årets afskrivninger. Det beregnede afkast stiger over den 5 årige periode, hvilket skyldes, at ejendommens værdi falder med afskrivningen hvert år.

5.1.2 Wagner Ejendomme ApS

Wagner Ejendomme ApS har 106 velbeliggende erhvervslejemål og ca. 200 boliglejemål. Ejendommene er af høj standart og flot renoverede, samt mange af lejemålene har store terrasser mv. Ejendommene henvender sig til lejere, som værdsætter og respektere den høje

⁸¹ Årsrapport for Fauerholdt Jensen ApS, CVR-nr. 12 09 37 80

⁸² Årsrapporter for Fauerholdt Jensen ApS, CVR-nr: 12 09 37 80

standart på lejemålet.⁸³ Ved en gennemgang af selskabets ejendomsportefølje ses det, at selskabets ejendomme er beliggende i Aalborg.⁸⁴

På hjemmesiden oplyses det, at man også administrerer husleje og udlejning for andre ejendomsselskaber. Det er ikke oplyst om indtægterne i forbindelse med dette er indregnet i Wagner Ejendomme ApS' årsrapporter, men i årsrapporter står der under anvendt regnskabspraksis for andre driftsindtægter/-omkostninger følgende:

”Andre driftsindtægter og andre driftsomkostninger omfatter regnskabsposter af sekundær karakter i forhold til selskabets hovedaktivitet, herunder avance og tab ved salg af materielle anlægsaktiver”⁸⁵

Det er ikke muligt ud fra årsrapporten at regulere for andre driftsindtægter, da de er en del af bruttofortjeneste/tab. Derimod er det muligt at regulere for andre driftsomkostninger, hvilket er gjort.

Der har tidligere været en opskrivning på ejendommen, hvilket ses af noten for materielle anlægsaktiver. Opskrivningen er dog sket før nedenstående 5 årsoversigt, hvorfor det ikke påvirker disse tal.

Wagner Ejendomme ApS CVR-nr. 37 27 76 14	2013/14 DKK	2012/13 DKK	2011/12 DKK	2010/11 DKK	2009/10 DKK
Driftsresultat	28.160.905,00	28.815.667,00	26.823.678,00	27.352.183,00	29.182.583,00
Afskrivninger	-10.780.364,00	-10.739.825,00	-10.763.251,00	-10.838.868,00	-10.867.362,00
Andre driftsomkostninger	-225.116,00	0,00	-1.173.270,00	0,00	0,00
Investeringsjendomme	514.475.275,00	523.907.502,00	535.898.032,00	547.047.328,00	558.698.170,00
Til- og afgang	1.198.239,00	-3.936.026,00	-800.377,00	-1.055.836,00	-648.431,00
Egenkapital	99.419.404,00	77.767.731,00	75.800.998,00	112.349.325,00	113.048.489,00
Driftsresultat fratrukket afs og andre driftsomk.	38.716.153,00	39.555.492,00	36.413.659,00	38.191.051,00	40.049.945,00
Gennemsnitlig driftsresultat	38.585.260,00				
Forrentning ved bogført værdi	7,50%	7,36%	7,20%	7,05%	6,91%
Ændring i procentpoint	0,14%	0,16%	0,15%	0,15%	
Ændring i procent	1,83%	2,29%	2,08%	2,13%	

Figur 9: Uddrag af offentliggjorte årsrapporter for 2009/10-2013/14.⁸⁶

⁸³ http://www.wagnerejendomme.dk/dk/om_wagner.htm

⁸⁴ <http://www.wagnerejendomme.dk/dk/ejendomme.htm>

⁸⁵ Årsrapport for Wagner Ejendomme ApS. CVR-nr: 37 27 76 14

⁸⁶ Årsrapporter for Wagner Ejendomme ApS. CVR-nr: 37 27 76 14

Som det ses af ovenstående stiger afkastkravet i perioden i lighed med selskabet Fauerholdt Jensen ApS. Dette også på trods af, at der er til- og afgang på investeringsejendommene i Wagner Ejendomme ApS. Det ses af ovenstående, at afkastet stiger med omkring 2% hvert år, hvilket er svarende til afskrivninger over 50 år, hvilket anvendt regnskabspraksis viser, at selskabet benytter.⁸⁷ Dette viser, at på trods af køb og salg af investeringsejendommene er det stadig afskrivningerne, som er største betydning for udviklingen i afkastet.

5.1.3 Fauerholdt Jensen ApS vs. Wagner Ejendomme ApS

Afkastet for Wagner Ejendomme ApS ligger betydeligt lavere end afkastet for Fauerholdt Jensen ApS. Selvom ejendommene er indregnet til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger giver den lavere afkast mening, da sammensætningen af investeringsejendomme i Wagner Ejendomme ApS er ejendommene, som er nyrenoverede og af høj standart. Det betyder selvfølgelig også noget, at Wagner Ejendomme ApS løbende opkøber nye investerings-ejendomme, hvorimod Fauerholdt Jensen ApS kun har en ejendom. Dette betyder, at Wagner Ejendomme ApS har ejendomme, hvorpå der næsten ikke er afskrevet, mens der på ejendommen i Fauerholdt Jensen ApS minimum afskrevet 5 år og sandsynligvis længere. Dette giver en lavere regnskabsmæssig værdi på ejendommen i Fauerholdt Jensen ApS og derved et lavere afkast.

Dermed kan det ses, at hvis et selskab indregner til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger på sigt vil give et højere og højere afkast. Lever dette op til det grundlæggende krav om et retvisende billede? Afkastet skal selvfølgelig justeres i takt med udviklingen på de risici, der er i forbindelse med drift af en ejendom. Dog virker det ikke realistisk, at afkastkravet løbende gennem hele ejendommens brugstid vil stige og derved vil ejendommens værdi falde. Ydermere må det forventes, at hvis der var foretaget en nedskrivning, ville det være vist i anlægsnoten, hvilket ikke var tilfældet i nogle af selskaberne. Derved ses det, at på trods af krisen på ejendomsmarkedet er der ikke foretaget yderligere nedskrivninger på investeringsejendommene i den 5 årige periode. Dermed har ledelsen i både Fauerholdt Jensen ApS og Wagner Ejendomme ApS vurderet, at på trods af det store fald i ejendomsmarkedet har der ikke

⁸⁷ Årsrapporter for Wagner Ejendomme ApS. CVR-nr: 37 27 76 14

været behov for nedskrivning på deres investeringsejendomme. Dette er med til at bygge op om den faktor, at kostpris-metoden ikke støtter op om det retvisende billede.

5.2 Selskaber der benytter dagsværdi

Ovenfor er gennemgået to selskaber, som indregner deres investeringsejendomme til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger. Nedenfor vil to selskaber, som indregner investeringsejendomme til dagsværdi blive gennemgået.

De to selskaber, hvor investeringsejendomme er indregnet til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger er:

- Ørbæk Ejendomme ApS
- Boligselskabet Vigen ApS

5.2.1 Ørbæk ejendomme ApS

Ifølge selskabets årsrapport er selskabets hovedaktivitet at drive handel og investering samt udlejning af erhvervsmaal.

Ørbæk Ejendomme ApS oplyser det gennemsnitlige afkastkrav for alle ejendommene i selskabet. Selskabet indregner i henhold til årsregnskabsloven § 38 dagsværdireguleringen over resultatopgørelsen. Dagsværdireguleringerne vedrører både dagsværdireguleringen på investeringsejendommen og dagsværdireguleringen på den tilhørende forpligtelse.

Ørbæk Ejendomme ApS CVR-nr. 26 15 49 01	2013 DKK	2012 DKK	2011 DKK	2010 DKK	2009 DKK
Dagsværdireguleringer	6.907.740,00	103.109,00	998.284,00	1.785.668,00	-405.186,00
Afkastkrav i %	4,71%	4,42%	5,11%	4,10%	4,90%
Investeringsejendomme	87.878.345,00	69.302.510,00	67.305.654,00	48.858.434,00	46.680.756,00
Til- og afgang	11.622.992,00	0,00	17.347.220,00	744.133,00	11.780.756,00
Egenkapital	25.090.999,00	17.870.918,00	17.637.433,00	16.598.596,00	15.969.217,00
Investeringsejendomme reguleret for til- og afgang	58.164.000,00	51.211.157,00	49.214.301,00	48.114.301,00	46.680.756,00

Figur 10: Uddrag af offentliggjorte årsrapporter for 2009-2013.⁸⁸

⁸⁸ Årsrapporter for Ørbæk Ejendomme ApS. CVR-nr: 26 15 49 01

Selskabets investeringsejendomme har lagt mellem 4,10% og 5,11% i de seneste 5 aflagte årsrapporter. Den indregnede værdi på investeringsejendommene stiger i 2011 og i 2013, hvilket skyldes store investeringer i nye investeringsejendomme. Det ses, at afkastkravet er højest de år, hvor man har store investeringer i nye ejendomme. Dagsværdisreguleringerne viser, at der ikke er sammenhæng mellem de år, hvor der er højest afkast og de år, hvor der er foretaget de største dagsværdisreguleringer, hvilket tyder på, at de tilkøbte investeringsejendomme giver et højere afkast end de investeringer, som selskabet havde inden. Det ses af ovenstående model at selvom til- og afgang holdes ude er værdien af investeringsejendommen siden 2009 alligevel steget fra 46.681 t.kr. til 58.164 t.kr., hvilket er udtryk for den førte dagsværdisregulering i perioden. Samtidig ses det af afkastkravene, at de har været lidt svingende, men ikke enstydigt mod en lavere forrentning, hvorfor stigningerne i investeringsejendommene er udtryk for at driftsresultaterne af investeringsejendommene forventes forbedrede og dermed at investeringsejendommene er mere værd.

Værdireguleringen for 2013 afviger væsentlig fra værdireguleringen for de øvrige 4 år. Det ses af årsrapporten af værdireguleringen på investeringsejendommen udgør en indtægt på 6.953 t.kr.⁸⁹ Det ses også, at afkastet er steget med 0,29 procentpoint, hvilket betyder, at stigningen på investeringsejendommene ikke skyldes et lavere afkast. Deri kan lægges to ting: At selskabs ledelse forventer betydelige bedre driftsafkast på de investeringsejendomme selskabet havde tidligere år, eller at man mener dagsværdien på de tilkøbte ejendomme er steget betydeligt siden opkøbet af ejendommene.

Det ses endvidere af oversigten, at egenkapitalen øges i takt med at dagsværdireguleringer indtægtsføres. Det ses her, hvor stor betydning det har for selskabets soliditet, at dagsværdireguleringen indregnes over egenkapitalen, hvorved opskrivningen bliver en fri reserve.

5.2.2 Boligselskabet Vigen ApS

Boligselskabet Vigen ApS' hovedaktivitet er udlejning og administration af erhvervs- og boligejendomme.

⁸⁹ Årsrapport for 2013 for Ørbæk Ejendomme ApS. CVR-nr: 26 15 49 01

Boligselskabet Vigen ApS viser et interval, som afkastet for investeringsejendommene i selskabet ligger mellem i modsætning til Ørbæk Ejendomme ApS, hvor den gennemsnitlige afkast var vist. Boligselskabet Vigen ApS har kun oplyst afkastkravet for de seneste 3 år, hvorfor det kun har været muligt at vise disse. I modsætning til de øvrige årsrapporter er Boligselskabet Vigen ApS' årsrapporter aflagt i t.kr.

Boligselskabet Vigen ApS CVR-nr. 19 43 41 33	2013 t.DKK	2012 t.DKK	2011 t.DKK	2010 t.DKK	2009 t.DKK
Dagsværdireguleringer	6.617,00	2.469,00	-8.493,00	-426,00	-2.310,00
Afkastkrav i %	5-5,5%	5-5,5%	5-5,5%	ej oplyst	ej oplyst
Investeringsejendomme	260.670,00	276.449,00	280.555,00	286.307,00	273.337,00
Til- og afgang	-14.981,00	-7.422,00	-5.730,00	8.400,00	9.508,00
Egenkapital	36.395,00	30.099,00	27.848,00	34.449,00	36.830,00
Investeringsejendomme reguleret for til- og afgang	280.403,00	281.201,00	277.885,00	277.907,00	273.337,00

Figur 11: Uddrag af offentliggjorte årsrapporter for 2009-2013.⁹⁰

Boligselskabet Vigen ApS har haft et forrentningskrav på 5-5,5% i perioden 2011-2013, hvor afkastet er oplyst. I modsætning til Ørbæk Ejendomme ApS er værdien af investeringsejendommene faldende i hele perioden på nær fra 2009 til 2010, hvor ejendommene steg med 12.970 t.kr. Afkastkravene er ikke oplyst for disse år, hvorfor det ikke vides, hvor meget der vedrører stigning i driftsafkast og hvor meget der vedrører stigning i forrentningskrav, men det ses, at hvis til- og afgang holdes ude, stiger værdien fra 273 mio. kr. til 278 mio. kr., hvorfor der i hvert fald er en værdiregulering herpå.

I perioden 2011-2013, hvor afkastet er oplyst, falder værdien af de indregnede investeringsejendomme. Det ses også, at der har været afgang i hele perioden, hvilket faldet i investeringsejendommene er udtryk for. Det ses nemlig, at hvis der reguleres for til- og afgang, vil værdien stadig være stigende, hvilket betyder, at der i 2012 har været en værdistigning og i 2013 et værdifald.

5.2.3 Ørbæk Ejendomme ApS vs. Boligselskabet Vigen ApS

Ørbæk Ejendomme ApS har haft en nettostigning i investeringsejendomme mens Boligselskabet Vigen ApS har haft en nettonedgang. Ved en nærmere gennemgang ses det dog, at

⁹⁰ Årsrapporter for Boligselskabet Vigen ApS. CVR-nr: 19 43 41 33

begge selskaber har indregnet positive dagsværdisreguleringer i årsrapporterne over de seneste 5 år – dog har Ørbæk Ejendomme ApS haft en del større indtægter end Boligselskabet Vigen ApS.

Ørbæk Ejendomme ApS har haft et gennemsnitligt afkast, der ligger mellem 4,10% og 5,11% i den 5 årige periode, hvor Boligselskabet Vigen ApS har haft et afkast mellem 5% og 5,5% i de 3 år, hvor selskabet har oplyst afkastet. Dette viser, at Ørbæk Ejendomme ApS' ledelse mener, at ejendommene er bedre, end ledelsen i Boligselskabet Vigen ApS mener deres ejendomme er. Dette kan dog ikke understøttes af noget, da der ikke er kendskab til, hvilken type og stand ejendommene er i. Senere vil selskaberne blive sammenholdt med en publikation fra Colliers, hvor Colliers hvert kvartal offentliggør, hvad de mener afkastkravet skal være. Heri ses det, at generelt er afkastkravet større ved erhvervsejendomme end boligudlejning.⁹¹ Ørbæks Ejendomme ApS har udelukkende erhvervsejendomme, men Boligselskabets Vigen ApS har begge dele. Derfor går dette mod de lave afkast i Ørbæk Ejendomme ApS, hvorved de lave afkastkrav må være udtryk for standen på ejendommene eller andre individuelle forhold i selskabet.

Når ovenstående er sagt ligger forrentningskravet på de to selskaber forholdsvis på samme niveau og for begge selskaber ligger afkastet under afkastet ved selskaberne, som indregner efter kostpris. Det kan være udtryk for forskellige ting: at ejendommene, som er indregnet til kostpris er placeret dårligere end de andre ejendomme, at ejendommene er af dårligere stand, hvilket det dog ikke tyder på ud fra bekræftelsen af ejendommene i Wagner Ejendomme ApS. Derudover kan det også være et udtryk for, at ejendomme indregnet til kostpris blot er indregnet til en lavere værdi end ejendomme, der er indregnet til dagsværdi. Dertil må det tilføjes, at det beregnede afkast for investeringsejendommene stiger i takt med afskrivningerne. Derfor har det stor betydning, hvor lang tid, selskabet har haft investeringsejendommen. Hvis analysen havde omfattet et selskab, som havde købt investeringsejendommen inden for de seneste 5 år, ville udfaldet sandsynligvis have været noget andet.

⁹¹ http://www.colliers.com/-/media/Files/EMEA/Denmark/brochures/PDFer/MarkedsPULS/MarkedsPULS_1_2015

5.3 Følsomhedsanalyse

Ved gennemgangen af den afkastbaserede model og DCF-modellen blev det konstateret at fastsættelsen af afkastkravet er af stor betydning for, hvad opgørelsen af dagsværdien bliver. Det er dog også afkastkravet som er det sværeste at opgøre, da mange forhold spiller ind på opgørelsen og det er svært at vurdere, hvad en villig og uafhængig person ville kræve. Derfor kan man udarbejde en følsomhedsanalyse.⁹²

En følsomhedsanalyse viser hvor meget fx værdien på ejendommen ændrer sig, hvis afkastet ændres – altså viser analysen, hvor følsom beregningen er for usikkerheder og ændringer på markedet. Følsomhedsanalysen kan også omfatte andre faktorer end værdien på ejendommen.

Nedenfor ses et uddrag af årsrapporten for Boligselskabet Vigen ApS, hvor man har vist en følsomhedsanalyse i en note.

Selskabet værdiansætter investeringsejendomme til dagsværdi. Ejendommene er værdiansat ud fra en forrentningsfaktor på 5-5,5 % for primært beboelsesejendomme.

For at illustrere følsomheden og effekten ved ændringer i forrentningsfaktorerne på selskabets investeringsejendomme i 2013 er i nedenstående matrix vist værdi af ejendomme, egenkapital og resultat før skat ved ændringer på +/-0,25 %:

tkr.	<u>-0,25 %</u>	<u>Anvendt</u>	<u>+0,25 %</u>	
Værdi af ejendomme	274.203	260.670	248.638	
Egenkapital	46.613		36.395	27.439
Resultat før skat	20.873		7.273	-4.692

Figur 12: Uddrag af årsrapport fra Boligselskabet Vigen ApS 2014, CVR.nr: 19 43 41 33

Boligselskabet Vigen ApS har valgt at vise, hvor følsom værdien for ejendommene, egenkapital og resultatet før skat er ved en ændring af afkastet på +/- 0,25%. Ved Boligselskabet Vigen ApS ses det, at hvis afkastkravet blot havde været 0,25% mindre ville værdien af ejendommene falde med 12.032 t.kr., hvorved egenkapitalen også ville være 8.956 t.kr. mindre. Det viser, hvor stor en betydning det har om afkastet sættes korrekt. Hvis afkastet skulle have været 0,25% lavere, men stadig er indregnet til den anvendte afkastkrav, ville ledelsen i Boligselskabet Vigen ApS have mulighed for at udlodde udbytte af 8.956 t.kr. mere end selskabet rent faktisk har af frie midler. Dermed kan meget små fejl i den anvendte afkast betyde, at selskabets egenkapital falder drastisk ved salg af ejendommen, fordi den ikke er udtryk for dags-

⁹² <http://www.beierholm.dk/publikationer/regnskab/aarsregnskabsloven/eksempler/investeringsejendomme.html>

værdien på ejendommen, hvorved man har et tab i forbindelse med salget. Hvis selskaber har udloddet udbytte af de opskrivninger, som er foretaget tidligere år kan der opstå en situation, hvor selskabernes egenkapital ikke kan bære et tab/nedskrivning, der kunne komme ved et salg.

Ovenstående viser hvor vigtigt det er, at afkastkravet opgøres korrekt samt de hvor stor en information for regnskabsbrugeren det giver, at selskabet oplyser en følsomhedsanalyse, da dette kan have stor betydning for regnskabsbrugers beslutning.

Kapitel 6 Afkastkrav

Ved gennemgangen af de seneste 5 års årsrapporter for de ovenstående 4 selskaber er det konstateret, at i den udvalgte stikprøve har de selskaber som indregner til dagsværdi benyttet et lavere afkastkrav end de selskaber der indregner til dagsværdi. Det er også konstateret, at ”afkastkravet” i selskaber, som indregner efter kostprismetoden er meget afhængig af, hvor mange år selskabet har haft ejendommen og dermed hvor mange år der er afskrevet herpå.

Derudover er det vist at blot en lille fejl i fastlæggelsen af afkastkravet kan have stor betydning for, hvad den beregnede dagsværdi bliver. Men hvordan fastsættes den korrekte dagsværdi? Dette er der ikke et entydigt svar på. Nedenfor vil blive gennemgået nogle vejledende forhold som kan hjælpe med fastsættelsen af afkastkravet i en virksomhed.

De vejledende forhold, som vil blive gennemgået er:

- Colliers MarkedsPLUS
- WACC
- Alternative investeringsmuligheder og afkast

6.1 Colliers MarkedsPLUS

Colliers International er et erhvervsejendomsmægler- og rådgiversfirma med speciale i vurdering, udlejning og salg af bruger- og investeringsejendomme. Selskabet er det førende i verden og har 15.800 ansatte på verdens plan, hvoraf 80 er siddende i Danmark.⁹³

Selskabet udgiver hvert kvartal en publikation kaldet Colliers MarkedsNYT, hvor de seneste tendenser på ejendomsmarkedet bliver beskrevet. Heri er Colliers MarkedsPLUS, som er et vejledende redskab, som viser de forventede afkastkrav og markedsleje på investeringsejendomme. Afkastene er fastsat ud fra selskabets erfaring, markedskendskab, indgåede handler samt omtalen på markedet.⁹⁴

Afkastene i Colliers er opdelt på ejendomsstyper og på geografiske områder. For hver opgørelse er den yderligere opdelt efter ejendommens stand, som deles i bedste, standard og under

⁹³ <http://www.colliers.com/da-dk/denmark/about>

⁹⁴ http://www.colliers.com/-/media/Files/EMEA/Denmark/research/MarkedsNYT_8_2013_net.pdf

middel. Ved brugen af afkastene i Colliers er det vigtigt at vide, at afkastene kun er vejledende og derfor ikke kan stå alene.

Nedenfor er udvalgte tabeller hentet fra Colliers. Det er rapporten for 4. kvartal 2014, som tabellerne er hentet fra.

Nordjylland						
NYERE BOLIGUDLEJNINGSEJENDOMME						
	MARKEDSLEJE			AFKASTKRAV		
	Bedste	Standard	Under middel	Bedste	Standard	Under middel
Aalborg City	1.100	950	850	5,50%	5,75%	6,25%
Øvrige Aalborg	950	850	800	6,50%	7,00%	7,50%
Nørresundby	950	825	700	6,25%	6,75%	7,25%
Hjørring	950	775	600	6,50%	7,00%	7,75%
Frederikshavn	775	675	575	6,50%	7,00%	7,75%

Nordjylland			
ÆLDRE BOLIGUDLEJNINGSEJENDOMME			
	AFKASTKRAV		
	Bedste	Standard	Under middel
	4,50%	5,00%	6,50%
	5,00%	5,75%	6,50%
	5,25%	6,00%	6,75%
	6,25%	7,00%	7,75%
	6,75%	7,50%	8,25%

Nordjylland						
KONTOR/EJENDOMME						
	MARKEDSLEJE*			AFKASTKRAV		
	Bedste	Standard	Under middel	Bedste	Standard	Under middel
Aalborg City	1.000	850	700	5,70%	6,50%	7,00%
Øvrige Aalborg	825	725	625	6,25%	6,75%	7,25%
Nørresundby	775	650	575	7,25%	7,75%	8,75%
Hjørring	750	700	500	7,25%	8,00%	8,75%
Frederikshavn	700	600	500	7,50%	8,00%	8,75%

Nordjylland						
RETAIL/EJENDOMME						
	MARKEDSLEJE*			AFKASTKRAV		
	Bedste	Standard	Under middel	Bedste	Standard	Under middel
Aalborg City	4.500	2.500	1.500	5,50%	6,00%	6,50%
Øvrige Aalborg	1.300	1.000	700	6,25%	6,75%	7,50%
Nørresundby	1.000	700	550	7,00%	7,25%	7,75%
Hjørring	1.800	1.200	600	6,50%	7,00%	7,50%
Frederikshavn	1.800	1.100	575	6,75%	7,25%	7,75%

DAGLIGVAREBUTIKKER	
AFKASTKRAV	
Bedste	
	6,50%
	6,75%
	7,00%
	7,25%
	7,25%

Figur 13 – udvalgte tabeller fra Colliers MarkedsPLUS 4. kvartal 2013

Ovenstående tabeller er udvalgt med udgangspunkt i, at alle selskaberne på nær Fauerholdt Jensen ApS har helt eller delvist udlejning til erhverv. Fauerholdt Jensen har ikke oplyst, hvilken type investeringsejendom, som selskabet har.

Det ses af ovenstående, udvalgte uddrag af Colliers MarkedsPLUS, at afkastkravet for en erhvervsejendom generelt ligger lidt højere end afkastet for boligejendomme. Nedenfor vil de ovenstående selskabers ejendomme blive sammenholdt med Colliers MarkedsPLUS.

6.1.1 Fauerholdt Jensen ApS og Wagner Ejendomme ApS

Gennemgangen af afkastet i disse selskaber er foretaget samlet, da selskaberne indregner efter kostpris-metoden, hvorved afkastet ikke direkte kan sammenholdes med de vejledende afkastkrav i Colliers.

Fauerholdt Jensen ApS har, som beskrevet ovenfor, ikke oplyst hvilken type investerings-ejendom, som selskabet har, hvorfor det ikke er muligt at lave en direkte sammenligning. Selskabets beregnede afkast, som har lagt mellem 12,59% og 14,60% over de seneste 5 år er dog betydeligt højere end de vejledende afkastkrav i Colliers uanset hvilken ejendomstype eller hvilken stand, ejendommen har.

Ud fra Wagner Ejendommens ApS' hjemmeside ses det, at selskabet driver udlejning af boliger samt retail ejendomme. For Wagner Ejendomme ApS, hvor afkastet de seneste 5 år har lagt mellem 6,91% og 7,50%, som beskriver deres ejendomme med høj standart, ligger afkastet mere på niveau med det vejledende afkast fra Colliers. Afkastene ligger stadig en smule over de vejledende afkast fra Colliers, men afkastet ligger forholdsvist på niveau.

6.1.2 Ørbæk Ejendomme ApS

Ørbæk Ejendomme ApS har i den 5 årige periode haft et afkast mellem 4,10% og 5,11%. For 2013 lagde det gennemsnitlige afkast på 4,71%. Det har ikke været muligt at finde ud af ejendomsstypen yderligere end at der er tale om erhvervsudlejning. Standen på Ørbæk Ejendommens ejendomsportefølje vides der heller intet om, hvorfor der tages udgangspunkt i standard for kontor- og retailejendomme.

Uanset om ejendommene ligger i Aalborgs centrum eller i de andre store byer i Nordjylland er det anvendte afkastkrav i Ørbæk Ejendomme ApS under det vejledende afkastkrav fra Colliers, hvor afkastkravet ligger mellem 6-8%. Selvom selskabet ville begrunde, at ejendommene er i bedste stand ligger afkastet stadig under afkastkravene i Colliers.

6.1.3 Boligselskabet Vigen ApS

Boligselskabet Vigen ApS' afkast lagde mellem 5% og 5,5% i perioden 2011-2013. Boligselskabet driver i lighed en Wagner Ejendomme ApS udlejning af både erhvervs- og boligejendomme. Derfor sammenlignes selskabet også med boligudlejning og retail ejendomme, som

standen standard. Det ses af oversigten at afkastet i Boligselskabet Vigen ligger under det vejledende afkast fra Colliers. Afkastet nærmer sig dog mere den vejledende afkast end de anvendte afkast i Ørbæk Ejendomme ApS. Hvis selskabets ejendomme ligger i Aalborg City er det vejledende afkastkrav på 5,75%, hvilket umildbart er på niveau med de anvendte afkast i Boligselskabet Vigen ApS. Når det er sagt viste følsomhedsanalysen for selskabet, at 0,25%-point betyder ca. 12 mio. kr. for den beregnede dagsværdi, hvorfor det har stor betydning for den indregnede værdi.

6.1.4 Afkastkrav ifølge Colliers

Ovenfor er de benyttede afkast i årsrapporterne sammenholdt med Colliers for 2013, men hvordan ser udviklingen for afkastkravene ud? Nedenfor er det forventede afkast ifølge Colliers for 4. kvartal for de seneste 5 år. De valgte afkast er for Aalborg City for tilstanden standard, da vi for de fleste selskaber ikke har oplyst standen af ejendommene.

Colliers	2014	2013	2012	2011	2010
Boligejendomme	5,25%	5,75%	6,00%	6,50%	6,50%
Kontorejendomme	6,50%	6,50%	6,75%	6,75%	6,75%
Retaillejendomme	6,00%	6,00%	6,00%	5,75%	5,75%
Ørbæk Ejendomme ApS		4,71%	4,42%	5,11%	4,10%
Boligselskabet Vigen ApS		5-5,5%	5-5,5%	5-5,5%	ej oplyst

Figur 14: tal fra Colliers markedsrapporter.⁹⁵

Det ses på ovenstående at afkastkravene de sidste 5 år har været faldende, hvilket vil sige, at afkastkravene har været faldende siden udgivelsen af notatet fra Erhvervsstyrelsen d. 3. april 2009 for boligudlejning og for retailudlejning har afkastet været stabilt de seneste 3 år.

I forhold til afkastkravene i Ørbæk Ejendomme ApS svinger afkastet i Ørbæk Ejendomme ApS mere end de forventede afkast i Colliers, hvor de er stabile for erhvervsejendommene. Umildbart er der ikke en sammenhæng mellem udviklingen for afkastkravene i Colliers og de anvendte afkast i Ørbæk Ejendomme.

⁹⁵ Colliers MarkedsPLUS 4. kvartal 2010, Colliers MarkedsPLUS 4. kvartal 2011, Colliers MarkedsNYT, nr. 4, 2012, Colliers MarkedsNYT, nr. 8, 2013, Colliers MarkedsNYT, nr. 12, 2014, årsrapporter Ørbæk Ejendomme ApS og Boligselskabet Vigen ApS.

Boligselskabet Vigen ApS' har haft et stabilt afkast på 5-5,5%, de seneste 3 år, hvilket harmonerer bedre med udviklingen ved Colliers. I følge Colliers for 2014 er boligudlejning for 2014 nede på 5,25%, hvorved afkastet også ligger på niveauet med de anvendte afkast i Boligselskabet. På netop boligejendomme er afkastet dog faldet løbende gennem perioden, hvilket ikke afspejles i Boligselskabet Vigen's afkast, men da det ikke vides hvor stor en del af ejendomsporteføljen, som er boligudlejning og hvor meget der er erhverv, vides det ikke om afkastet burde være faldende.

Det er ovenfor konstateret at det beregnede afkast i selskaber, som indregner investeringsejendommene efter kostpris, er betydeligt højere end selskaber, der indregner efter dagsværdi og højere end afkastet i Colliers. Derimod ligger selskaberne, der indregner efter dagsværdi, med et afkast, der ligger under det vejledende afkast i Colliers. Afkastene ligger tættere på Colliers end ved kostpris, men de ligger generelt under.

6.2 WACC

Ved opgørelsen af hvad afkastkravet for en investeringsejendom skal være, kan der tages udgangspunkt i Wacc'en. Wacc'en betyder de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger og skal være en kompensation for den driftsmæssige risiko. WACC benyttes typisk ved værdiansættelse af virksomheder, men i virksomheder, hvor selskabets eneste aktivitet er investeringsejendomme, bør afkastkravet for investeringsejendommen svare til afkastkravet for hele virksomheden. Derfor kan WACC'en benyttes som afkastkravet for investeringsejendommene.

Formlen for WACC ser således ud:⁹⁶

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} * k_g$$

V_0^E = markedsværdi af egenkapital

V_0^{VFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

V_0^{NDA} = markedsværdi af virksomheden ($V_0^{NDA} = V_0^E + V_0^{NFF}$)

k_e = ejernes afkastkrav

k_g = finansielle omkostninger efter skat

Figur 15 – formel for WACC

⁹⁶ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave.

Formlen for WACC viser, at det afkast for investeringsejendommen findes gennem et vægdet gennemsnitligt afkast for henholdsvis ejerne og långiverne.

WACC kan opdeles i 4 faser, som vil blive gennemgået nedenfor:

- Fastsættelse af kapitalstrukturen
- Fastsættelse af ejernes afkastkrav
- Fastsættelse af långivernes afkastkrav
- Opgørelse af WACC

6.2.1 Fastsættelse af kapitalstrukturen

WACC skal som sagt findes ved den vægtede gennemsnitlige afkast mellem ejerne og långiverne. Derfor skal selskabets kapitalstruktur findes. Selskabets kapitalstruktur er udtryk for forholdet mellem selskabets egenfinansiering (egenkapital) og selskabets fremmedfinansiering (ved investeringsejendomme ofte prioritetsgæld). Ved opgørelsen heraf skal man dog være opmærksom på, at man ikke bare kan bruge balancens poster, men det skal være markedsværdien for henholdsvis egenkapital og gælden. Derudover skal det være den kapitalstruktur, som må forventes for den pågældende periode.

6.2.2 Fastsættelse af ejernes afkastkrav

Som beskrevet tidligere skal ejernes afkastkrav være udtryk for den risiko, som man har ved at investere sine penge i en investeringsejendom i stedet for alternative investeringer.

Til fastlæggelse af ejernes afkastkrav kan CAPM benyttes, som står for Capital Asset Pricing-Modellen. Modellen ser således ud:⁹⁷

$$R_i = R_F + (R_M - R_F) \times \beta_i$$

Hvor:

R_i = Investors afkastkrav

R_F = Risikofri rente

⁹⁷ Gabriel Hawawini og Claude Viallet, Finance for executives – Managing for Value Creation, side 335

$R_M - R_F =$ Markeds risikopræmie

$B_i =$ Beta = Systematisk risiko

Den risikofri rente

Den risikofrie rente er den rente, som man kan få ved at placere sine likvider i investeringer, hvor der ingen risiko er. Ifølge et fagligt notat fra FSR anbefales det at benytte den effektive rente for de 10 årige statsobligationer.⁹⁸ I figur 17 ses udviklingen på den 10 årige statsobligation, hvor det ses, at den har været stærkt faldende og ligger omkring 0% ultimo 2014/primo 2015.

Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie er et risikotillæg, der skal tillægges for den risiko, der er forbundet med investering i ejendomme i stedet for fx investering i statsobligationen. Når man ser på risikotillægget skal der skelnes mellem de generelle risici og de risici, som kun vedrører den pågældende investering i ejendommen – disse kaldes de systematiske risici og de usystematiske risici.

De systematiske risici er de risici, som påvirker alle virksomheder på markedet. En systematisk risici kan være, at inflationen ikke udvikler sig som man havde forventet, hvilket må forventes at ramme alle virksomheder. De usystematiske risici er de risici, som kun påvirker virksomheden, som opsigelse fra en vigtig og dygtig medarbejder. Dette er en risiko for virksomheden, men det påvirker ikke øvrige virksomheder. Ved opgørelsen af risikotillægget skal kun indgå de systematiske risici, hvilket skyldes at de usystematiske risici kan mindskes ved en spredning i investeringsporteføljen.⁹⁹

Risikotillægget kan udtrykkes således:

Risikotillæg = 0 → Investeringen er risikofri

Risikotillæg < 1 → Investeringen har en mindre risiko end resten af ejendomsmarkedet.

Risikotillæg = 1 → Investeringen har samme risiko som resten af ejendomsmarkedet.

⁹⁸ Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele.

⁹⁹ Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse, Bent Schack, 4. udgave, Jurist- og økonomforbundets Forlag, side 149-164

Risikotillæg > 1 → Investeringen har en større risiko end resten af ejendomsmarkedet.

6.2.3 Beta = Systematisk risiko

Ovenstående risikotillæg vil variere fra selskab til selskab, hvilket også ses i at nogle aktiers kurser svinger mere end andre aktiekurser. Dette skyldes to forhold: at virksomheder har forskellige driftsrisikoer, hvor nogle selskaber fx er mere konjunkturfølsomme end andre selskaber, samt at selskaber har forskellige gearinger i selskabet. Dermed er der en forskel på den systematiske risici i forskellige virksomheder, som udtrykkes i betaværdien. Betaværdien er udviklingen på investeringens kurs i forhold til kursen på det samlede marked.

Kun hvis ejendommen er i stand til at forrente ejendommen mere end WACC vil ejendommen skabe værdi for investorerne. Hvis afkastet er lig WACC er overskuddet svarene til 0 efter investorerne har forrentet deres indskud i virksomheden.

6.2.4 Fastsættelse af långivernes afkastkrav

Den sidste del af opgørelsen af WACC er långivernes afkast, som kan opgøres således:¹⁰⁰

$$r_g = (r_f + r_s) \times (1 - t_s)$$

Hvor:

r_g = Långivernes afkastkrav

r_f = Den risikofrie rente (gennemgået under investors afkastkrav)

r_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

t_s = Selskabsskatteprocent = 24,5%

Det selskabsspecifikke risikotillæg er udtryk for det risikotillæg, som kreditinstitutterne vil have for at låne penge til selskabet. Det er også et udtryk for den risiko der er for, at virksomheden ikke kan tilbagebetale lånet.

6.2.5 Sammenholdelse af WACC med benyttet afkast

Ovenfor er teorien ved WACC gennemgået, men hvordan passer det med de benyttede afkast i de udvalgte selskaber? Nedenfor vil afkastet for de forskellige selskaber blive sammenholdt med et beregnet WACC for selskabet.

¹⁰⁰ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave.

Ved opgørelsen af WACC er det nødvendigt at opstille visse forudsætninger, da det ikke er muligt at finde alle de nødvendige fakta.

- Forudsætning 1: Det er forudsat ved opgørelsen at den bogførte værdi af egenkapitalen og gælden også er udtryk for markedsværdien heraf.
- Forudsætning 2: Det er forudsat, at virksomhederne vil kunne låne i realkreditinstitutterne til 5%. Dette er ud fra Realkredit Danmarks hjemmeside, hvor man som privat kunne have et fastforrentet obligationslån på 3%.¹⁰¹ Banken vil sandsynligvis have en yderligere risikotillæg, da selskabet ikke hæfter for mere end selskabskapitalen, hvorfor der er anvendt en rentesats på 5%.
- Forudsætning 3: Den risikofrie rente der er taget fra figur 17, som en oversigt fra Danmarks Statistik viser, at renten på en 10 årig statsobligation er 0,56% ultimo 2014.
- Forudsætning 4: Grundet manglende kendskab til selskaberne er det ikke muligt at fastlægge et bestemt risikotillæg for de enkelte selskaber. Derfor fastsættes risikotillægget til 7% og betaværdien til 2 i denne opgørelse. Derfor bør man være opmærksom på at det ikke er realistisk at alle 4 selskaber har samme risikoprofil. Grundet usikkerheden hertil er der lavet en følsomhedsanalyse, hvor det vises, hvad WACC ville være, hvis risikotillægget var +/- et par procenter samt et følsomhedsanalyse på betaen.

6.3.1 Fauerholdt Jensen ApS

Fauerholdt Jensen ApS' WACC giver 9,39%, mens det beregnede afkast i årsrapporten for 2013/14 var 14,6%. I forhold til det beregnede afkast på 14,6% ligger afkastet stadig højere end WACC, men afkastet ligger tættere på WACC end afkastet lagde på de vejledende afkastkrav fra Colliers.

¹⁰¹ <https://www.rd.dk/da-dk/privat/koeb-bolig/Kurser-og-renter/Pages/aktuelle-kurser.aspx?valutakode=DKK>

Fauerholdt Jensen ApS		
Egenkapital =	883.044,00	52%
Gæld =	<u>828.724,00</u>	48%
	1.711.768,00	
Rente fra realkreditinstitut	5%	
Risikofri rente	0,56%	
Risikotillæg	7%	
Beta	2	
Ejernes afkastkrav	$0,56\% + (7\% - 0,56\%) * 2$	= 13,4%
WACC =	$(52\% \times 13,4\%) + (48\% \times 5\%)$	= 9,39%

Følsomhedsanalyse på Risikotillæg					
Risikotillæg	5%	6%	7%	8%	9%
WACC	7,31%	8,35%	9,39%	10,43%	11,47%

Følsomhedsanalyse på beta					
Beta	0	1	2	3	4
WACC	2,69%	6,04%	9,39%	12,74%	16,09%

Figur 16 – beregning af WACC

Det ses af ovenstående at WACC bliver meget påvirket af, at den finansielle struktur, hvor egenkapital og gælden udgør ca. halv/halv. Afkastet på egenkapitalen er betydeligt større end afkastet på gælden, hvorved WACC bliver høj.

Ved følsomhedsanalysen ses det, at hvis risikotillægget stiger med 1 procentpoint stiger WACC men 1,04 procentpoint. Derudover kan det ses, at hvis beta steg med 1 ville WACC stige med 3,35 procentpoint.

Ud fra sammenholdelsen mellem WACC og det beregnede afkast står investeringsejendommen i Fauerholdt Jensen ApS indregnet til en for lav værdi i forhold til den beregnede dagsværdi ved at den er indregnet til kostpris.

6.3.2 Wagner Ejendomme ApS

Se opgørelsen af WACC samt følsomhedsanalyserne for Wagner Ejendomme ApS i Bilag I. De beregnede afkast for Wagner Ejendomme ApS lå på 7,5%, hvor den beregnede WACC lå på 6,52%. Derved er investeringsejendommene i Wagner Ejendomme i lighed med Fauerholdt Jensen ApS indregnet til en lavere værdi end dagsværdien ved benyttelse af WACC som afkast. Dog ligger det beregnede afkast og WACC ikke mere end 0,98 procentpoint fra hinanden. I følsomhedsanalysen blev det vist, at dette også kan have en stor betydning for dagsværdien, men forskellen er ikke så stor, som ved Fauerholdt Jensen ApS.

6.3.3 Ørbæk Ejendomme ApS

Ved beregningen af WACC for Ørbæk Ejendomme ApS viser den en WACC på 11,84%. Ørbæk Ejendomme ApS har i deres årsrapport anvendt et gennemsnitligt afkast på 4,71% i værdiansættelsen af deres ejendomme. Det ses, at ved beregning af WACC for selskabet er betydelig højere end det anvendte afkastkrav. WACC er 251% større end det anvendte afkast. Hvis risikotillægget for selskabet ligger på niveau med det anvendte, får selskabet altså ikke dækket deres afkastkrav, hvorved det ikke er en god investering for investorerne.

Ørbæk Ejendomme ApS		
Egenkapital =	25.090.999,00	81%
Gæld =	<u>5.891.919,00</u>	19%
	30.982.918,00	
Rente fra realkreditinstitut	5%	
Risikofri rente	0,56%	
Risikotillæg	7%	
Beta	2	
Ejernes afkastkrav	$0,56\% + (7\% - 0,56\%) * 2$	= 13,4%
WACC =	$(81\% \times 13,4\%) + (19\% \times 5\%)$	= 11,84%

Figur 17 – beregning af WACC

Selskabets WACC rammes hårdt af, at den store egenkapital skal have en høj forrentning, hvorved 81% skal forrentes med 13,4% mod 19% der skal forrentes med 5%.

Hvis investeringsejendommene var indregnet med det beregnede WACC ville investerings-ejendommene være indregnet til 34.958 t.kr., hvilket er svarende til en værdi der er 52.920 t.kr. lavere end den indregnede pr. 31.12.13. Dette ville betyde, at selskabet havde tabt deres egenkapital, som pr. 31.12.2013 udgjorde 25.091 t.kr. Hvis selskabet skal opnå dette afkast til ejerne vil ejendommens værdi sandsynligvis betyde, at selskabet ikke eksisterede i dag, da en negativ egenkapital på 27.829 t.kr. (25.091 - 52.920) vil kræve et meget stort indskud eller på anden måde reetablering af egenkapitalen, hvilket virker urealistisk.

Ejendommens værdi	
Bogført værdi	87.878.345,00
Driftsafkast	4.139.070,05
Værdi ved afkast på 11,84%	34.958.361,90
Forskel	52.919.983,10

Figur 17a – beregning af ejendommens værdi

Nedenfor ses følsomhedsanalysen på risikotillægget og på betaen. Det ses, at hvis risikotillægget stiger med 1 procentpoint ville WACC stige med 1,62 procentpoint. Ydermere ses det, at hvis beta stiger med 1, stiger WACC med 5,21 procentpoint.

Følsomhedsanalyse på Risikotillæg					
Risikotillæg	5%	6%	7%	8%	9%
WACC	8,60%	10,22%	11,84%	13,46%	15,08%

Følsomhedsanalyse på beta					
Beta	0	1	2	3	4
WACC	1,40%	6,62%	11,84%	17,05%	22,27%

Figur 17b – beregning af WACC

6.3.4 Boligselskabet Vigen ApS

Se opgørelsen af WACC samt følsomhedsanalyserne for Boligselskabet Vigen ApS i Bilag II. Selskabet har anvendt et afkast mellem 5% og 5,5% på beregningen af dagsværdien i årsrapporten. Selskabets WACC er beregnet til 6,35%, hvilket ligger forholdsvist på niveau med det anvendte afkast. Når det er sagt viste følsomhedsanalysen i årsrapporten, at hvis afkastkravet

for selskabets investeringsaktiver blev forrykket med +/- 0,25% ville det betyde en forskel på 12.032 t.kr. i forhold til den indregnede dagsværdi. Med det i betragtning er forskellen mellem det anvendte afkast og WACC betydeligt.

Følsomhedsanalysen på risikotillægget og på betaen viser, at hvis risikotillægget stiger med 1 procentpoint ville WACC kun stige med 0,32 procentpoint. Ydermere ses det, at hvis beta stiger med 1, stiger WACC med 1,03 procentpoint. Den lave effekt herpå skyldes selskabets høje gearing, hvor forholdet mellem egenkapitalen og gælden er 16%/84%. Derved har ændringerne på egenkapital forrentningen ikke den store betydning, da den kun fylder 16% af den samlede WACC.

6.3.5 Afkastet i forhold til WACC

I lighed med sammenholdelse med afkastkravene i Colliers ligger det beregnede afkast for investeringsejendommene, som er indregnet til kostpris over den beregnede WACC, mens det er modsat for investeringsejendommene, som er indregnet til dagsværdi. Modsat Colliers ligger WACC for det meste tættere på den beregnede afkast for ejendommene indregnet til kostpris end ejendommene til dagsværdi, hvilket kommer sig af, at ejendommene til kostpris havde et højere afkast og WACC var generelt højere end de vejledende afkast i Colliers.

På trods af at de samme forudsætninger var opsat for alle virksomhederne var WACC meget forskelligt fra selskab til selskab, hvilket udelukkende skyldes den finansielle struktur i selskabet. Det ses tydeligt ud fra de opsatte forudsætninger, at en høj andel af gæld betød, at WACC blev mindre. Dette havde Boligselskabet Vigen ApS stor "fordel" af, da forholdet mellem egenkapitalen og gælden var 16%/84%, hvorved det hovedsageligt var renten fra realkreditinstituttet, som havde betydning. Om ovenstående beregninger af WACC er sandsynlige, afhænger af risikoprofilen i de forskellige selskaber, men kravet til forrentning af egenkapitalen vil være større end forrentningen af fremmedkapital.¹⁰²

6.4 Alternative investeringer og afkast

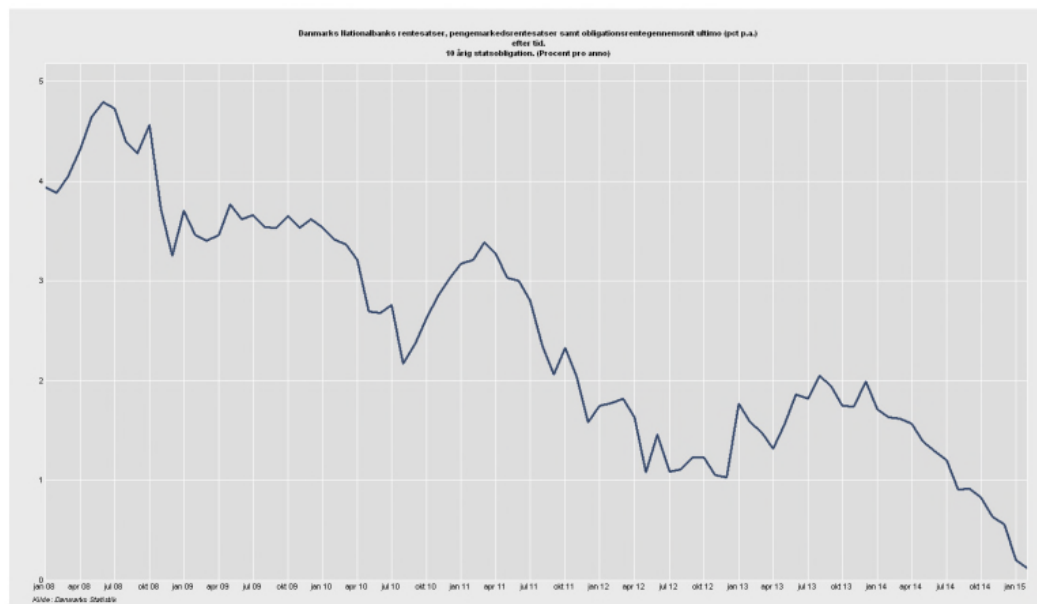
Ved indregning af en investeringsejendom kan man også se på, hvilket afkast alternative investeringsmuligheder ville give. Endvidere kan investeringsejendommens afkast holdes op mod

¹⁰² Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse, Bent Schack, 4. udgave, Jurist- og økonomforbundets Forlag, side 149-164

det afkast som selskabet ville have fået, hvis man solgte ejendommen. Derfor vil afkastet blive sammenholdt med afkastet for obligationsmarkedet samt med det afkast, som man kan opnå ved salg af ejendommen.

6.4.1 Afkast på obligationer

Afkastet ved salg af obligationer er interessant, fordi hvis investorerne ikke havde deres penge investeret i en ejendom, ville man sandsynligvis investere sine penge i noget andet. En alternativ investeringsmulighed er obligationer, hvor det afkast, man løbende modtager, består af renter. I slutningen af januar oplevede Danmark, at efterspørgslen på kronen steg voldsomt, da udenlandske investorer så en mulighed for, at Danmark ville bryde fastpriskursen over for euroen, hvorved kursen på den danske krone ville stige. For at holde prisen nede på den danske krone, så den fortsat var inden for grænsen på +/- 2,25% i forhold til euroen, gjorde Danske Bank alt hvad man kunne for ikke at gøre kronen mindre attraktiv at investere i. Midlerne til dette var et gøre udbuddet af kroner større samt sænke renten herpå.¹⁰³ Ved at sænke renten får de udenlandske investorer et lavere afkast, når de investerer i Danmark, men det betyder også, at renten på øvrige obligationer falder, hvorved afkastet for alle investorer falder. Derfor giver udviklingen på obligationsmarkedet en indikator for, hvilket niveau afkastkravet skal ligge på.



Figur 18: Danmark Nationalbanks rentesatser – 10 årig statsobligation.¹⁰⁴

¹⁰³ <http://newsroom.nordea.com/da/2015/02/09/tre-hurtige-om-den-historisk-lave-rente/>

¹⁰⁴ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1600>

Ovenfor ses udviklingen på renten på den 10 årige statsobligation, hvor det ses, at renten har være faldende siden 2008 og primo 2015 renten helt nede på 0,12%. Dette viser, at hvis en virksomhed havde bundet sine penge i obligationer i stedet, ville virksomheden stort set ikke opnå et afkast heraf. Dette betyder ikke, at afkastet for investeringsejendommen fremadrettet skal ligge omkring 0, da risikoen stadig er større ved investeringsejendomme, hvorfor risikotillægget skal tillægges. Men det betyder, at en investor måske vil være tilfreds med et afkast på 5%, hvis hans alternative investering kun ville give mellem 0%-1% i afkast. Hvis man ser bare i 2008 ville en investor ikke være tilfreds med en investering på 5%, da man kunne få et afkast på ca. 4,8% ved investering i obligationer, hvor der ingen risiko er forbundet med investeringen. Derfor viser den faldende obligationsrente, at i løbet af de seneste 7 år kan investorerne være mere villige til at investere i investeringsejendomme med et lavere afkast end tidligere, da de alternative investeringer med lav risiko stort set ikke giver et afkast.

6.4.2 Afkast ved salg af investeringsejendommene

I det teoretiske afsnit blev dagsværdien defineret således:

”Dagsværdi er det beløb, som en investeringsejendom forventes at kunne omsættes til i en kontant handel mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter.”¹⁰⁵

Ud fra ovenstående definition må det vurderes, at den værdi som en ejendom sælges til, er udtryk for dagsværdien, hvis det er en uafhængig part, som er køber. Derfor vil det være interessant at sammenholde de afkast, man opnår ved salg af en investeringsejendom med det afkast, der er benyttet i årsrapporterne. Nedenfor er udarbejdet en oversigt over investeringsejendomme, som er til salg på nuværende tidspunkt. Det er her muligt at se, hvilket afkast investeringsejendommen bringer med denne salgsværdi.

¹⁰⁵ Revisorhåndbogen 2012 - Regnskabsvejledning 16

Adresse	By	Ejendomstype	Afkast
Korsgade 46	Aalborg	Boligudlejning	3,77%
Kastetvej 74	Aalborg	Boligudlejning	3,12%
Boulevarden 22	Aalborg	Andre typer	6,03%
Estlandsgade 9	Aalborg	Boligudlejning	4,22%
Estlandsgade 9	Aalborg	Boligudlejning	4,22%
Nytorv 5-7	Aalborg	Kontor	5,80%
Estlandsgade 9	Aalborg	Boligudlejning	3,96%
Nytorv 5-7	Aalborg	Detailudlejning	5,80%
Estlandsgade 9	Aalborg	Boligudlejning	4,30%
Estlandsgade 1	Aalborg	Boligudlejning	4,16%
Reberbansgade 11	Aalborg	Detailudlejning	6,40%
Bispensgade 27	Aalborg	Detailudlejning	6,10%
Reberbansgade 2	Aalborg	Andre typer	6,55%
Hadsundvej 11	Aalborg	Boligudlejning	4,27%
Kastetvej 74	Aalborg	Boligudlejning	3,12%
Parkvej 18	Aalborg	Boligudlejning	3,30%
Gennemsnitlig afkast			4,70%
Gennemsnitlig afkast (Bolig)			3,84%
Gennemsnitlig afkast (Erhverv)			6,11%

Figur 19¹⁰⁶

Ved gennemgangen af afkastkravet i forhold til indregning af dagsværdi skal man, som tidligere nævnt, være opmærksom på, at ved fastsættelsen af dagsværdien skal det ske ud fra de faktiske forhold på balancedagen. Derfor er en ejendomsmæglers værdiansættelse ikke altid retvisende, da disse ofte tager fremtidige forhold med i deres opgørelse.¹⁰⁷ Dog er salgsværdien udtryk for den værdi en ejendom kan omsættes til ved uafhængige parter. Derfor vurderes afkastet i salgssituationer at give en god indikator for, hvilket niveau, afkastkravene bør ligge på.

Det ses af ovenstående, at afkastene ligger mellem 3,12% og 6,55% og at generelt ligger afkastet for boligudlejning under afkastet for erhvervsudlejning. Gennemsnitlig for de 16 investeringsejendomme, som er til salg vil afkastet ligge på 4,70%, mens det gennemsnitlige afkast for boligudlejning ligger på 3,84% mod 6,11% ved erhvervsnejendomme.

¹⁰⁶ Se bilag III

¹⁰⁷ Notat fra Erhvervsstyrelsen af 3. april 2009.

Ovenstående viser stadig, at Ørbæk Ejendomme ApS, som driver udlejning til erhverv, benytter et afkast, som ligger under det afkast, som erhvervsejendomme realiserer ved salg. Dette kan betyde, at ledelsen i Ørbæk Ejendomme ApS mener, at deres ejendomme er i bedre stand, bedre beliggende osv. end det generelle ejendomsmarked. I forhold til Boligselskabet Vigen ApS, hvor afkastet ligger mellem 5% og 5,5% kan man ikke sige det generelt, da selskabet både driver investering med boligudlejning og erhverv, men det kan siges, at hvis erhvervs-ejendommene indregnes med et afkast derimellem ligger dette også under det gennemsnitlige afkast ved salg af erhvervsejendomme, mens deres afkast for boligejendomme ligger over.

I forhold til Fauerholdt Jensen ApS og Wagner Ejendomme ApS ligger det beregnede afkast i begge tilfælde over gennemsnittet for de realiserede afkast, hvilket betyder, at begge selskaber sandsynligvis ville få en højere pris for ejendommene, hvis de blev solgt – dog under forudsætning af, at ejendommene ikke afviger betydeligt i stand, beliggenhed mv. fra det gennemsnitlige marked.

På trods af at afkastene fra ejendommene til dagsværdi i begge tilfælde ligger under de realiserede afkast ved salg, er det disse afkast, som ligger tættest på hinanden. Dette tyder også, at det er ejendommene til dagsværdi, som tilnærmelsesvis ligger tættest på en markedsværdi, hvis der tages udgangspunkt i ovenstående tabel.

6.5 Hvad bør afkastet på en investeringsejendom være?

Ovenstående er gennemgået 3 forhold, som kan være indikator for, hvad afkastkravet skal være for en investeringsejendom. Afkastkravet ved Colliers ligger forholdsvis på niveau med de afkastkrav, som man opnår ved salg af investeringsejendomme, selvom Colliers alligevel har 1-2 procentpoint højere afkastkrav. Derimod lagde den beregnede WACC betydeligt højere for de fleste af selskaberne.

WACC har den fordel i forhold til de øvrige indikatorer, at den er meget virksomhedsspecifik, hvorimod de øvrige indikatorer er forhold, som er generelle for hele markedet uden en stor beskrivelse af, hvad der er gældende for netop disse investeringsejendomme. Derfor er det svært at afgøre, hvad der passer til netop selskabets individuelle ejendomme. Fx ved Colliers, hvor man skal ligge investeringsejendommen i en kasse alt efter om standen er bedst, standard og middel, hvilket er en individuel vurdering. Hvornår er en ejendomme i bedste stand og

hvornår er den bare standard? Og under hvilket område placerer man investeringsejendommen, hvis den ikke hører til præcist under en af de nævnte geografiske områder. Colliers oplyser selv, at afkastene i deres MarkedsPULS udelukkende er vejledende, og på denne måde bliver afkastet meget usikkert. Colliers giver dog den fordel, at den er udarbejdet af specialister, som arbejder med ejendomsinvestering hver dag og ved hvordan markedet bevæger sig. Ydermere giver det et konkret sats, som giver én noget at arbejde videre med i stedet for at starte fra ingenting.

WACC er beregnet til og ud fra netop den pågældende virksomhed, hvorfor problemerne omkring de individuelle forhold ved ejendommene ikke er der. Derudover er WACC udtryk for det afkast som en investor i en virksomhed vil have for sin investering og hvis virksomhedens eneste aktivitet er investering med ejendomme bliver WACC udtryk for det afkast, som investor vil have. Derimod er WACC forholdsvis svært at opgøre, da man skal opgøre, hvad risikopræmien og betaværdien skal være, hvilket er faktorer, som kræver en del viden og erfaring for at opgøre. Derudover blev WACC virkelig høj for nogle af selskaberne, og hvis WACC skulle være udtryk for afkastet for investeringsejendommene ville en del af selskaberne sandsynligvis ikke eksistere i dag. Men lever WACC op til definitionen på dagsværdi, som siger, at dagsværdi er udtryk for *”det beløb, som en investeringsejendom forventes at kunne omsættes til i en kontant handel mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter?”*¹⁰⁸ Ud fra de afkast som er opstillet ved investeringsejendomme, som er til salg på nuværende tidspunkt, virker WACC i de fleste tilfælde betydeligt højere end det afkast, som der er ved realisation, hvorved WACC ikke bliver udtryk for det afkast, der giver den retvisende dagsværdi på investeringsejendommene.

Udviklingen på obligationsmarkedet de seneste år har vist, at renteniveauet har været konstant faldende og primo 2015 ligger renten omkring 0% grundet det store pres på den danske krone. Dette tyder på, at investorer også vil være tilfredse med et lavere afkast på andre investeringer, da de på nuværende tidspunkt ikke opnår et afkast ved investeringer, hvor der ingen risiko er. Derfor tyder obligationsmarkedet på, at investorer er villige til at nøjes med et lavere afkast på alternative investeringer herunder investeringsejendomme.

¹⁰⁸ Revisorhåndbogen 2012 - Regnskabsvejledning 16

Ved opgørelsen af afkastet bør man tage højde for alle ovenstående forhold, men ud fra Regnskabsvejledningen 16's definition af dagsværdien på investeringsejendomme, som det beløb en ejendom kan omsættes til i en kontant handel mellem kvalificerede, villige og uafhængige parter, må det antages, at et afkastkrav skal ligge på niveau med afkastet ved salg. Det er dog sjældent muligt at vide, hvad afkastet ved salg af en investeringsejendom vil være på det pågældende tidspunkt, da det som tidligere nævnt ikke er muligt at benytte en opgørelse fra fx en ejendomsmægler. Derfor er Colliers MarkedsPLUS en god indikator for, hvad afkastkravet skal være, men WACC vil stadig være et god indikator for, at afkastkravet sjældent skal ligge under Colliers anbefalinger, men nærmere over.

6.6 Sammenholdelse af kostprisen med fradrag for akk. afskrivninger og dagsværdi?

Efter beskrivelsen af det teoretiske afsnit blev det konkluderet, at indregning til dagsværdi bedst lever op til kravet om et retvisende billede i forhold til teorien. Men hvad er mest retvisende i forhold til den praktiske gennemgang? Dette afsnit vil derfor blive brugt til en diskussion af, om indregning til dagsværdi eller indregning til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger giver det retvisende billede. Udgangspunktet for den kommende diskussion vil være hvilken indregningsmetode, der giver det mest retvisende billede og hermed mest information til læseren.

Efter gennemgangen af de anvendte afkast i de udvalgte selskaber samt gennemgangen af forhold, som kan give en indikation på, hvad afkastet skal være på en investeringsejendom står det klart, at de selskaber, som indregnet til kostpris generelt har et beregnet afkast, som ligger over de indikationer på afkast, som er gennemgået. Dette betyder, at investeringsejendomme som er indregnet til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger har været indregnet til en lavere værdi end dagsværdien. Ved denne analyse har ingen af selskaberne, som benytter kostprismetoden købt hovedparten af deres ejendomsportefølje inden for de 5 år, som her er gennemgået. Det er klart, at hvis kostprisen afspejler dagsværdien, da man køber ejendommen, og der derefter sker løbende afskrivninger over 10-15 år, vil den indregnede værdi på ejendommene være en del lavere end købsprisen. Hvis ejendomsmarkedet var stabilt og var på samme niveau efter de 10-15 år, ville det beregnede afkast på ejendommen være højt. Det ses også på de beregnede afkast, at afkastet ved realisation ikke er i nærheden af at være lige så høje som afkastet ved Fauerholdt Jensen ApS og Wagner Ejendomme ApS.

Ejendommene, der indregner investeringsejendomme til kostpris, har i forhold til Colliers og afkastet ved de realiserede ejendomme lagt forholdsvis tæt på de vejledende afkastkrav. Generelt har det anvendte afkast lagt under de vejledende og de realiserede afkast, hvilket støtter op om Erhvervsstyrelsens notat af 3. april 2009 om, at virksomheder bruger et for lavt afkast.¹⁰⁹

Ved indregning til dagsværdi er den største risiko, at forsætningerne der opsættes ved beregningen af dagsværdien på en investeringsejendom ikke er de korrekte, hvorved opgørelsen af dagsværdien ikke bliver korrekt. Denne risiko mindskes betragtelig ved indregning til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger, da afskrivningerne sker systematisk over brugstiden. Herefter vil investeringsejendommene stå til den scrapværdi, der er vurderet for den enkelte ejendom.

Indregning til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger har dog ikke særlig stor informationsværdi for regnskabsbrugeren, da det ikke er udtryk for den reelle værdi på ejendommen, hvorved regnskabsbrugeren ikke har det reelle grundlag for, at fremtidige beslutninger måske ikke foretages på det korrekte grundlag. Denne problemstilling er der ikke ved dagsværdi, hvor regnskabsbrugeren får oplyst, hvad ejendommen er værd og dermed har et retvisende grundlag for fremtidige beslutninger.

Indregning til dagsværdi er dog en ressourcetung proces i forhold til indregning til kostpris og opgørelsen af dagsværdien bliver kun retvisende, hvis der benyttes de krævede ressourcer. Hvis en virksomhed ikke bruger de krævede ressourcer er den beregnede dagsværdi måske ikke udtryk for den reelle dagsværdi, hvorved de ikke giver brugbart information for regnskabsbrugeren.

Ydermere skal man være opmærksom på, at hvis investeringsejendomme indregnes til dagsværdi, giver det store udsving i resultatopgørelsen, da man løbende skal foretage en revurdering af dagsværdien. Dette ses for Ørbæk Ejendomme ApS i årsrapporten for 2013, hvor der er indregnet til dagsværdisregulering på 6,9 mio. kr., hvilket er en væsentlig post i selskabets resultat og dermed har stor påvirkning på egenkapitalen.

¹⁰⁹ Notat fra Erhvervsstyrelsen af 3. april 2009

Ved indregning til kostpris undgår man disse store udsving i resultatopgørelsen, da afskrivningerne er systematiske hvert år og man derved ved hvor meget resultatet påvirkes af investeringsejendommene.

Både ved gennemgangen af det teoretiske og gennemgangen af faktiske årsrapporter må indregning af investeringsejendomme til dagsværdi anses for den metode, der giver det mest retvisende billede og dermed giver regnskabsbrugeren det mest retvisende billede grundet indregning til dagsværdi er udtryk for den reelle værdi ejendommen har.

Indregning til dagsværdi er dog forbundet med en del usikkerhed pga. den måde dagsværdien opgøres. Derfor bør ledelsen oplyse i årsrapporten, hvilke grundlæggende forudsætninger der er benyttet til opgørelsen af dagsværdien samt en følsomhedsanalyse over de væsentligste parametre for selskabet. Dette er med til at støtte op om det retvisende billede, da regnskabsbrugeren ud fra disse oplysninger ved hvilken usikkerhed, der er forbundet med opgørelsen.

Kapitel 7. Konklusion

En ejendom klassificeres som en investeringsejendom, når formålet med ejendommen er at opnå afkast af den investerede kapital gennem løbende afkast og/eller gevinst ved videresalg. Hvis virksomheden har ejendomme til vedvarende eje og brug vil investeringsejendommen blive behandlet som et materielt anlægsaktiv, hvor ejendommen kan indregnes til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger eller til dagsværdi.

Ved indregning af investeringsejendommene til dagsværdi kan en opgørelse fra en ekstern tredjepart ofte ikke benyttes som grundlag for indregningen, da fremtidige forventninger til ejendommen ofte er medtaget i denne opgørelse. Værdien skal opgøres på grundlag af balancedagens forhold. Derfor benyttes ofte den afkastbaserede model eller DCF-modellen. Den afkastbaserede model er mere simpel at opgøre end DCF-modellen, grundet mange faktorer i DCF-modellen. Dette er derimod med til at gøre DCF-modellen mere dybtgående, hvorved der tages højde for mange flere forhold. Ved opgørelsen af dagsværdien skal man derfor opveje, hvor stor en merværdi DCF-modellen giver i forhold til den afkastbaserede model, som kræver færre ressourcer. Ofte vil den afkastbaserede model være tilstrækkelig, hvis driften på ejendommen er stabil og ejendomsporteføljen er ensartet, hvorimod en DCF-model må foretrækkes, hvis forholdene omkring ejendommene svinger meget.

Ved begge modeller er afkastkravet en vigtig faktor, da den viser, hvad en investor vil opnå i afkast for sin investering. Afkastkravet har derfor en betydelig påvirkning på den beregnede dagsværdi. Ved en sammenholdelse af det beregnede afkast på de udvalgte selskaber, som indregner deres investeringsejendomme efter kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger, ses det, at afkastet er betydeligt højere end det anvendte afkast på investeringsejendomme indregnet til dagsværdi. Yderligere har det beregnede afkast ved investeringsejendomme lagt højere end det vejledende afkast i Colliers, den beregnede WACC og højere end det gennemsnitlige realiserede afkast ved salg af investeringsejendomme. Alle indikationer har vist, at investeringsejendomme indregnet til kostpris i de udvalgte selskaber har været indregnet til en lavere værdi end dagsværdien. Derimod har de selskaber, som har indregnet investeringsejendomme til dagsværdi benyttet et afkast som har lagt lavere end de vejledende forhold nævnt tidligere. Dermed kan hypotesen i problemformuleringen, hvor det antages, at investerings-ejendomme til kostpris indregnes til en for høj værdi ikke bekræftes. Man skal dog være opmærksom på, at de udvalgte selskaber med investeringsejendomme indregnet til kostpris har

ejet ejendommene i minimum 5 år, hvorfor der har været foretaget en del afskrivninger. Resultatet kunne derfor være anderledes, hvis analysen havde indeholdt selskaber, som havde købt ejendommene inden for de seneste 5 år.

Analysen har dog også vist, at investeringsejendomme indregnet til kostpris har et betydeligt højere beregnet afkast end de vejledende afkast i Colliers og det realiserede afkast ved salg af investeringsejendomme. Her ses det, at investeringsejendomme indregnet til dagsværdi benytter et afkast, der er betydelig tættere på disse vejledende forhold, men det forholder sig modsat ved benyttelse af WACC som indikator for afkastkravet. Ud fra Regnskabsvejledningen 16's definition af dagsværdien på investeringsejendomme som det beløb en ejendom kan omsættes til i en kontant handel mellem kvalificerede, villige og uafhængige parter, må det antages, at et afkastkrav skal ligge på niveau med afkastet ved salg.

Indregning til dagsværdi er dog behæftet med en del usikkerheder i forbindelse med opgørelsen heraf, mens kostprisen fratrukket akkumulerede afskrivninger kan opgøres uden særlige usikkerheder. Indregningen til kostpris giver på trods af sikkerheden i opgørelse ikke nogen reel informationsværdi for regnskabsbrugeren, så på trods af at indregning til dagsværdi vil give svingende påvirkning på årets resultat i modsætning til indregning til kostpris, vil indregning til dagsværdi afbillede et mere retvisende billede.

Derfor afkræftes hypotesen omkring, at indregning af investeringsejendomme til kostpris generelt indregnes til en for høj værdi, da analysen har givet det modsatte billede, men hypotesen bekræftes i forhold til at investeringsejendomme indregnet til kostpris ikke er udtryk for et retvisende billede i samme omfang som investeringsejendomme indregnet til dagsværdi.

Kapitel 8. Perspektivering

Den tilgængelige information i de udvalgte årsrapporter har været varierende og har begrænset hvor dybdegående analysen er blevet. Det har ikke været muligt at indhente oplysninger om hvilke forudsætninger selskaberne har benyttet i deres værdiansættelse af investeringsejendommene, herunder de anvendte forudsætninger i estimeringen af dagsværdien. Årsrapporterne har ikke givet tilstrækkelige oplysninger eller oplyst ledelsens overvejelser og forudsætninger ved opgørelsen af dagsværdien. Hvis dette var oplyst havde det været muligt at gøre analysen af den indregnede værdi på investeringsejendomme mere dybdegående.

Ydermere har det ikke været muligt at vurdere, om det anvendte afkastkrav er retvisende og kun i et enkelt tilfælde var det muligt at se, hvor stor betydning små afvigelser vil betyde. Det ville være interessant at undersøge, hvordan følsomhedsanalysen havde været i andre tilfælde for at vurdere om så små afvigelser i afkastkravet altid har så stor påvirkning på den indregnede værdi.

Ved sammenholdelsen mellem værdien på investeringsejendomme indregnet til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger og dagsværdi har det ikke været muligt at opgøre det reelle "anvendte" afkast for kostpris-metoden. Dette skyldes at ved anvendelse af kostpris-metoden oplyses meget få oplysninger i årsrapporten vedrørende investeringsejendommene. Det ville have været interessant at sammenholde metoderne, hvis man havde flere oplysninger, hvorved analysen ville være mere grundig.

Analysen har omfattet to selskaber, som indregner investeringsejendomme til kostpris fratrukket akkumulerede afskrivninger og to selskaber, som indregner investeringsejendomme til dagsværdi. Det ville have været interessant at udvide analysen, så den indeholdte flere selskaber, hvorved det bedre kan vurderes om analysens udfald er en tilfældighed eller en tendens. Yderligere ville det være interessant, at analysen indeholdte selskaber, som benytter kostpris-metoden, som har opkøbt hovedparten af investeringsejendommene inden for de seneste fem år. Derved vil man kunne be- eller afkræfte forventningen om, at afkastkravet ville være lavere på de udvalgte investeringsejendomme indregnet til kostpris, hvis investeringsporteføljen er ny.

Litteraturliste

Love og standarder:

- Årsregnskabsloven
- Regnskabsvejledningerne

Bekendtgørelse:

- Finanstilsynets bekendtgørelse for finansielle rapporter og fondsmæglerselskaber af 8. august 2011

Bøger:

- Ib Andersen, 2008, *Den skinbarlige virkelighed – vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne*, Forlaget Samfundslitteratur,
- EY, 1. udgave 2014/15, *Indsigt i årsregnskabsloven*
- Jens O. Elling, 3. udgave, 1. oplag 2012, *Finansiel Rapportering – teori og regulering*, Gjel-lerup/Gads Forlag
- Karnov Group, 1. udgave, 1. oplag 2012, *Revisorhåndbogen 2012*, Forlaget Karnov Group
- Gabriel Hawawini og Claude Viallet, 4. udgave 2011, *Finance for executives – Managing for Value creation*, South-Western Cengage Learning
- Per Vestergaard Andersen, 1. Udgave, 1. oplag 2013, *Køb og salg af virksomheder og akti-er*, Jurist- og økonomiforbundets forlag
- FSR – danske revisors Regnskabstekniske Udvalg, 1. udgave, 1. oplag 2013, *Regnskabsvej-ledning for klasse B- og C- virksomheder*, Forlaget FSR – danske revisorer
- Bent Schack, 4. udgave, 2. oplag 2009, *Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse*, Ju-rist- og Økonomiforbundets Forlag

Hjemmesider:

- www.statestikbanken.dk
- www.dn-erhverv.dk
- www.bolignyheder.boligsiden.dk
- www.politiken.dk
- www.wagnerejendomme.dk
- www.colliers.com
- www.rd.dk
- www.deloitte.dk
- www.newsroom.nordea.com
- www.beierholm.dk
- www.nyboligerhverv.dk
- www.oline.dk

Publikationer:

- Notat fra Erhvervsstyrelsen af 3. april 2009
- Ejendomsforeningen Danmark, 2013, *Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav*
- Ejendomsforeningen Danmark, 2006, *Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen*
- Colliers MarkedsPLUS 4. kvartal 2010
- Colliers MarkedsPLUS 4. kvartal 2011
- Colliers MarkedsNYT, nr. 4, 2012
- Colliers MarkedsNYT, nr. 8, 2013
- Colliers MarkedsNYT, nr. 12, 2014

Årsrapporter:

- Fauherholdt Jensen ApS fra 2009/10 – 2013/14
- Wagner Ejendomme ApS fra 2009/10 – 2013/14
- Ørbæk Ejendomme ApS fra 2009-2013
- Boligselskabet Vigen ApS fra 2009-2013

Bilag I

WACC for Wagner Ejendomme ApS.

Wagner Ejendomme ApS		
Egenkapital =	99.418.404,00	18%
Gæld =	452.059.152,00	82%
	<u>551.477.556,00</u>	
Rente fra realkreditinstitut	5%	
Risikofri rente	0,56%	
Risikotillæg	7%	
Beta	2	
Ejernes afkastkrav	$0,56\% + (7\% - 0,56\%) * 2$	= 13,4%
WACC =	$(18\% \times 13,4\%) + (82\% \times 5\%)$	= 6,52%

Følsomhedsanalyse på beta					
Beta	0	1	2	3	4
WACC	4,20%	5,36%	6,52%	7,68%	8,84%

Følsomhedsanalyse på Risikotillæg					
Risikotillæg	5%	6%	7%	8%	9%
WACC	5,80%	6,16%	6,52%	6,88%	7,24%

Bilag II









WACC for Boligselskabet Vigen ApS












Boligselskabet Vigen ApS - t.kr.		
Egenkapital =	36.395,00	16%
Gæld =	<u>192.852,00</u>	84%
	229.247,00	
Rente fra realkreditinstitut	5%	
Risikofri rente	0,56%	
Risikotillæg	7%	
Beta	2	
Ejernes afkastkrav	$0,56\% + (7\% - 0,56\%) * 2$	= 13,4%
WACC =	$(16\% \times 13,4\%) + (84\% \times 5\%)$	= 6,35%

Følsomhedsanalyse på beta					
Beta	0	1	2	3	4
WACC	4,29%	5,32%	6,35%	7,38%	8,41%
Følsomhedsanalyse på Risikotillæg					
Risikotillæg	5%	6%	7%	8%	9%
WACC	5,71%	6,03%	6,35%	6,67%	6,99%

Bilag III

<http://www.oline.dk/investering>

	ANDRE TYPER Boulevarden 22, 9000 Aalborg Udlejet til Nadias Sandwich siden 1999	Husk <input type="checkbox"/>			
M2 39	AFKAST % 6,03	LEJE/M2 2.248	PRIS 1.125.000		MERE INFO SE HOS MÆGLER
	BOLIGUDLEJNING Estlandsgade 9, 9000 Aalborg Ejerlejlighed beliggende i ny ejendom	Husk <input type="checkbox"/>			
M2 50	AFKAST % 4,22	LEJE/M2 984	PRIS 870.000		MERE INFO SE HOS MÆGLER
	BOLIGUDLEJNING Estlandsgade 9, 9000 Aalborg Aalborg C - Ejerlejlighed i ny ejendom fra 2005	Husk <input type="checkbox"/>			
M2 50	AFKAST % 4,22	LEJE/M2 984	PRIS 870.000		MERE INFO SE HOS MÆGLER
	KONTOR Nytorv 5-7, 9000 Aalborg Sjældent udbudt investeringsejendom	Husk <input type="checkbox"/>			
M2 7161	AFKAST % 5,80	LEJE/M2 1.146	PRIS 117.000.000		MERE INFO SE HOS MÆGLER
	BOLIGUDLEJNING Estlandsgade 9, 9000 Aalborg Aalborg C - Lejligheden er udlejet!	Husk <input type="checkbox"/>			
M2 47	AFKAST % 3,96	LEJE/M2 996	PRIS 870.000		MERE INFO SE HOS MÆGLER
	DETAILHANDEL/BUTIK Nytorv 5-7, 9000 Aalborg Sjældent udbudt investeringsejendom	Husk <input type="checkbox"/>			
M2 7161	AFKAST % 5,80	LEJE/M2 1.152	PRIS 117.500.000		MERE INFO SE HOS MÆGLER
	BOLIGUDLEJNING Estlandsgade 9, 9000 Aalborg Aalborg C - Ejerlejlighed i ny ejendom fra 2005	Husk <input type="checkbox"/>			
M2 50	AFKAST % 4,30	LEJE/M2 1.052	PRIS 935.000		MERE INFO SE HOS MÆGLER

	BOLIGUDLEJNING Estlandsgade 1, 9000 Aalborg 4 ejerlejligheder beliggende i ny ejendom fra 2005	Husk <input type="checkbox"/>		
M2	AFKAST %	LEJE/M2	PRIS	MERE INFO SE HOS MÆGLER
197	4,16	1.004	3.545.000	
	DETAILHANDEL/BUTIK Reberbansgade 11, 9000 Aalborg Investerings ejerlejligheder	Husk <input type="checkbox"/>		
M2	AFKAST %	LEJE/M2	PRIS	MERE INFO SE HOS MÆGLER
155	6,40	1.947	3.850.000	
	DETAILHANDEL/BUTIK Bispensgade 27, 9000 Aalborg Beliggende i gågaden i Aalborg	Husk <input type="checkbox"/>		
M2	AFKAST %	LEJE/M2	PRIS	MERE INFO SE HOS MÆGLER
177	6,10	2.082	5.450.000	
	ANDRE TYPER Reberbansgade 2, 9000 Aalborg Investerings ejendom	Husk <input type="checkbox"/>		
M2	AFKAST %	LEJE/M2	PRIS	MERE INFO SE HOS MÆGLER
217	6,55	1.350	3.875.000	
	BOLIGUDLEJNING Hadsundvej 61, 9000 Aalborg Attraktivt beliggende ejendom med 7 lejemål	Husk <input type="checkbox"/>		
M2	AFKAST %	LEJE/M2	PRIS	MERE INFO SE HOS MÆGLER
538	4,27	731	7.000.000	
	BOLIGUDLEJNING Kastetvej 74, 9000 Aalborg Boligudlejningsejendom i Aalborg vestby	Husk <input type="checkbox"/>		
M2	AFKAST %	LEJE/M2	PRIS	MERE INFO SE HOS MÆGLER
1178	3,12	777	16.200.000	
	BOLIGUDLEJNING Parkvej 18, 9000 Aalborg Investerings ejendom med 10 boliger	Husk <input type="checkbox"/>		
M2	AFKAST %	LEJE/M2	PRIS	MERE INFO SE HOS MÆGLER
632	3,30	839	8.900.000	

<http://www.nyboligerhverv.dk/erhvervsoversigt/?sidenr=1&sortering=1&sorteringstype=s>

Nybolig Erhverv

[Ydelse](#) [Markedsinformation](#) [Tilbud](#) [Om os](#) [Kontakt](#)

Tid til at investere?

Nybolig

Ejendomspræsentation

Korsgade 46, 9000 Aalborg

11411-24



[Flere fotos](#) [Plantegninger](#) [Kort/luftfoto](#)

[Tilbage](#) | [Print](#)

Ejendomskategori

Boligudlej.

Kontantpris kr.	32.400.000	Årlig lejeindtægt	1.530.390
Etagereal	1.662 m ²	Årlig driftsudgifter	334.833
		Afkast i %	3,77

Nybolig Erhverv Aalborg



Kontakt mægler:

Kim Jacobsen
Direktør, partner, erhvervsrådgiver,
MDE, MRICS

Direkte tlf. 9631 9101
E-mail: kja@nybolig.dk



Kontakt sagsbehandler:

Jan Petersen
Kontorchef

Direkte tlf. 9631 9107
E-mail: jpe@nybolig.dk

[Salgsopstilling](#)

[Finansiering](#)

[Ny søgning](#)

Medlemsbetalt. Se mere information om medlemstilbud på [nybolig.dk](#)

Nybolig Erhverv

[Ydelse](#) [Markedsinformation](#) [Nyheder](#) [Om os](#) [Kontakt](#)

Tid til at investere?

Nybolig

Ejendomspræsentation

Kestelvej 74, 9000 Aalborg

11308-01



[Flere fotos](#) [Plantegninger](#) [Kort/luftfoto](#)

[Tilbage](#) | [Print](#)

Ejendomskategori

Boligudlej.

Kontantpris kr.	16.200.000	Årlig lejeindtægt	915.616
Etagereal	1.178 m ²	Årlig driftsudgifter	424.294
		Afkast i %	3,12

Nybolig Erhverv Aalborg



Kontakt mægler:

Kim Jacobsen
Direktør, partner, erhvervsrådgiver,
MDE, MRICS

Direkte tlf. 9631 9101
E-mail: kja@nybolig.dk



Kontakt sagsbehandler:

Jan Petersen
Kontorchef

Direkte tlf. 9631 9107
E-mail: jpe@nybolig.dk

[Salgsopstilling](#)

[Finansiering](#)

[Ny søgning](#)