



Investerings ejendomme

Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme med fokus på det retvisende billede.

Maj 2020

HD 2. Del – Regnskab og økonomistyring

Aalborg Universitet

Opgaveløsere:

Thomas Daniel Sørensen

Poul Lynggaard Sønderup

Vejleder:

Mads Madsen

Abstract

Investment property has been given a great deal of attention in recent years, especially after the financial crisis. This is mainly due to the financial crisis affecting the financial sector in particular and giving the real estate market a big scar. In this connection, the auditor's focus was increased in the preparation of annual reports. The certainty of the statement was suddenly questioned, and after the financial crisis came several cases, where auditors had not done their job satisfactorily enough.

We therefore take a closer look at valuation models, as well as which fair value measurements give the most accurate picture. In Denmark, the majority of the accounts are presented in accordance with the Danish Financial Statements Act.

Estimates of fair values can be based on several different methods. The fair values of investment properties can be calculated based on the comparison of prices of similar properties with similar assumptions, external appraiser and recognized and common valuation methods.

In the assignment, we created a fictional company named "PS&TS Ejendomme A/S". The company owns an investment property, which is recognized according to:

- Cost minus depreciation statements Act §36 and §40
- The fair value method, including
 - o Normal earnings method
 - o DCF method

The sensitivity analysis has been used in relation to the interest rate requirement, terminal growth, operating costs and gross rent. The sensitivity analysis has been used to assess the importance of error budgeting, and the value of a value adjustment, these factors having a bearing on fair value. These factors have been calculated with a certain amount of estimation and uncertainty, as the assessments made in the market reports are also influenced by various assessments.

The account reader's desire for what the accounts should be used for is crucial to the true picture. Based on the preparation of the assignment, it is our assessment that fair value gives the true and fair view.

Indhold

1	Indledning:	4
1.1	Problemstilling:	6
1.2	Problemformulering:	6
1.3	Afgrænsning:	7
1.4	Metode:	9
2	Grundlæggende om regnskabsteori og lovgivning	13
2.1	Regnskabspligt	13
2.2	Opbygning af ÅRL	13
2.3	Krav til rapporten	15
2.4	Brugernes informationsbehov og kvalitetskrav	16
2.5	Årsregnskabets elementer (aktiver, forpligtelser, indtægter, omkostninger)	16
2.6	Indregning og måling	17
2.7	Delkonklusion	19
3	Investeringssejendomme	19
3.1	Materielle anlægsaktiver	20
3.2	Ejendomsstyper	21
3.3	Delkonklusion	25
4	Regnskabsmæssige behandling af investeringssejendomme	26
4.1	Indregning og måling af investeringssejendomme	26
4.2	Delkonklusion	29
5	Værdiansættelse af investeringssejendomme til kostpris	30
5.1	Kostpris	30
5.2	Delkonklusion	33
6	Værdiansættelse af investeringssejendomme til dagsværdi	34
6.1	Dagsværdi	34
6.2	Kostpris kontra dagsværdi	43
7	Værdiansættelsesmetoder	44
7.1	Eksternvurderingsmand	44
7.2	Afkastbaseret model	46
7.3	DCF-modellen	50
7.4	Delkonklusion	54

8	Ændringer til ÅRL vedrørende investeringsejendomme	54
8.1	Ændringer til årsregnskabsloven 2015	55
8.2	Ændringer til årsregnskabsloven 2018	59
8.3	Delkonklusion	60
9	PS&TS Ejendomme A/S.....	61
9.1	Beskrivelse PT&TS Ejendomme A/S.....	61
9.2	Gælden (Amortiseret kostpris).....	64
9.3	Analyse af forudsætninger	65
9.4	Sammenligning af indregningsmetoder	74
9.5	Analyse af normalindtjeningsmodel og DCF-model	77
9.6	Delkonklusion	86
10	Det retvisende billede	87
11	Konklusion	90
12	Perspektivering.....	93
13	Kilde- og litteraturliste.....	95
13.1	Hjemmesider	95
13.2	Artikler.....	95
13.3	Publikationer:	96
13.4	Bøger:	99
14	Bilag	100

1 Indledning:

Investeringssejendomme er blevet tillagt en stor overvågenhed de seneste år, især efter finanskrisen. Dette skyldes primært, at finanskrisen ramte særligt den finansielle sektor, og gav ejendomsmarkedet et stort ar. Salget er stort set gået i stå, og medførte en lavere efterspørgslen på investeringssejendomme.

Revisorens fokus blev i den forbindelse større ved udarbejdelsen af årsrapporter. Erklæringens sikkerhed blev pludselig betvivlet, og efter finanskrisen kom der flere sager, hvor revisorer ikke havde gjort deres arbejde tilfredsstillende nok. Dette gav stramninger i den finansielle sektor, og gav investorer problemer med refinansiering, samt midler til finansiering af nye investeringer.

For nogle fik det den betydning af de måtte frasælge ejendomme med store tab for at kunne overleve - Blandt andet på grund af presset fra den finansielle sektor.

I juni 2008 udarbejdede Erhvervsstyrelsen et notat om måling af investeringssejendomme. Notatets formål var at ændre den regnskabsmæssige behandling af opreguleringer på investeringssejendomme¹.

En af problematikkerne i opgørelsen af dagsværdien har været vurderingen fra de eksterne vurderingsmænd. Erhvervsstyrelsen har oplevet, at der i vurderingerne er medtaget fremtidige investeringer og dermed er værdierne på disse ejendomme opgjort for højt. En anden problematik i opgørelsen af dagsværdien er, at virksomheder har anvendt et for lavt forrentningskrav og dermed opnået en højere værdi².

Efter nutidens standarder er værdiansættelsen af investeringssejendomme altafgørende for regnskabsbrugernes billede for det retvisende regnskab. Regnskaberne bliver brugt til vurdering i forbindelse med investering i virksomheder eller ved lånefinansiering. Dermed er der nogle oplysninger, regnskabsbrugerne skal bruge for at kunne vurdere virksomhedernes økonomiske situation.

¹ Notat om måling (værdiansættelse af ejendomme), Erhvervsstyrelsen, 3. april 2009

² Notat om måling (værdiansættelse af ejendomme), Erhvervsstyrelsen, 3. april 2009

Disse oplysninger er blandt andet omkring opgørelsesmetode for investeringsejendomme og hvilke forudsætninger samt skøn, der er brugt til opgørelse af dagsværdien.

Investeringsejendomme kan blive opgjort til meget forskellige værdier alt efter hvilken indregningsmetode og måling, der er valgt.

Ledelsen kan have den opfattelse af, hvad ejendommen skal indregnes til i balancen, og finde begrundelsen for deres skønnede værdi.

Regnskabsbrugernes informationsbehov prioriteres i højere grad end tidligere, og dette har været fokuset bag udarbejdelsen af IFRS 13 "Fair Value Measurement"³.

Formålet med IFRS 13 er at give en ramme for måling til dagsværdi, samt at informere om de nødvendige oplysninger ved dagsværdimålinger. Dermed omfatter denne ikke kun dagsværdimålinger for investeringsejendomme, men generelt set for alle dagsværdimålinger.

Efter IFRS 13 reglernes indtræden blev regnskabsbrugernes informationsbehov forbedret i de første regnskaber i foråret 2014. Dette er derfor også spændende om coronaens (COVID-19) indvirkning kunne skærpe kravene yderligere, og øge regnskabsbrugernes informationsbehov. FSR har allerede informeret revisor samt ledelse om mulige usikkerheder ved regnskabsaflæggelse for 31-12-2019.

Opgørelse af dagsværdier kan ske på baggrund af flere forskellige metoder.

Dagsværdierne på investeringsejendomme kan opgøres ud fra sammenligning af priser på lignende ejendomme med lignende forudsætninger, ekstern vurderingsmand samt anerkendte og almindelige værdiansættelsesmetoder.

Ved brug af værdiansættelsesmodeller vil ledelsen skulle lave en del skøn til brug for input i værdiansættelsesmodellerne og dermed vil skønnene påvirke den opgjorte dagsværdi. Opgørelsen af dagsværdien kan derfor afhænge af ledelsens kompetencer og kendskab til ejendomsmarkedet. Det er ledelsen, der aflægger regnskabet og er dermed dem, der skal opgøre dagsværdien.

³ IFRS 13 - (Dagsværdimåling), Udgivet af Deloitte, 2015

En vurdering fra en ekstern vurderingsmand kan underbygge ledelsens værdiansættelse, men vurderingen kan ikke stå alene.

Derudover er der nogle vigtige problematikker i forbindelse af værdiansættelse og fare parametre vedrørende investeringsejendomme, som kan analyseres for at opnå større informationsbehov til regnskabsbrugerne.

Ovenstående problematikker har givet inspiration til problemstillingen. Problemstillingen skal bruges til at udforme problemformuleringen for projektet.

1.1 Problemstilling:

Som beskrevet i indledningen i afsnit 1 er værdiansættelsen af investeringsejendomme præget af væsentlige regnskabsmæssige skøn og dermed stor usikkerhed.

Skøn på faktorer som har væsentlig betydning i forhold til årsregnskabslovens krav om det retvisende billede i en virksomheds årsrapport.

Vi kigger derfor nærmere på værdiansættelsesmodeller, samt hvilke indregning/måling, der giver det mest retvisende billede. I Danmark er størstedelen af de regnskaber, der bliver aflagt efter årsregnskabsloven. Årsregnskabsloven kan henvises til diverse regnskabsstandarder, og vil derfor også indgå som supplement i opgaven. Vi mener derfor relevansen for dette emne er stor.

1.1.1 Arbejdstitel:

Det retvisende billede ved indregning og måling af investeringsejendomme.

1.2 Problemformulering:

"Hvilken metode for indregning og måling af investeringsejendomme, samt den tilknyttede gældsforpligtelse, giver det mest retvisende billede i den eksterne årsrapport, og hvilke risici og usikkerheder er der forbundet med værdiansættelsen af en investeringsejendom?"

Til besvarelse af ovenstående problemformulering, har vi udarbejdet nogle undersøgelsesspørgsmål:

- Hvad vil det sige at den eksterne årsrapport skal give et retvisende billede?
- Hvilke muligheder giver årsregnskabsloven i forhold til indregning af investeringsejendomme og tilknyttede gældsforpligtelser? Og hvilke krav stiller den til oplysningskrav, herunder anvendt regnskabspraksis og noteoplysninger.
- Hvilke regnskabsmæssige konsekvenser har den ene metode ift. til den anden.
- Hvilke forhold påvirker værdiansættelsen af en investeringsejendom?

Herunder:

- Klassificering af ejendomme
- Dekomponering af ejendomme
- Vedligeholdelse contra forbedringer
- Ejendomsrelaterede risici
- Makroøkonomiske forhold

1.3 Afgrænsning:

Hensigten med dette afsnit er at informere læseren omkring de forhold og problemstillinger, som vores problemformulering vil give anledning til, men som ikke vil blive behandlet yderligere.

Investeringsejendomme er et stort område, og derfor vil der være områder, som ikke blive behandlet i denne opgave. Opgavens indhold vil primært være med fokus på den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Behandlingen af moms- og skattemæssige forhold ift. investeringsejendomme, vil derfor ikke blive behandlet og den tilhørende lovgivning omkring moms og skat vil ligeledes ikke blive behandlet.

Der vil derfor blive foretaget en generel introduktion til teori, der ligger til grund for årsregnskabet, og udvalgte elementer af årsrapport, samt behandling af anlægsaktiver, herunder med særligt fokus på investeringsejendomme. Derudover vil der blive foretaget

en kortfattet introduktion til øvrige ejendomsstyper, herunder handel, domicilejendomme, og ejendomme under opførsel.

I udgangspunktet vil reglerne og kravene i årsregnskabsloven være det grundlæggende for projektet. Årsregnskabsloven bliver løbende reguleret til bestemmelserne i de internationale regnskabsstandarder (IFRS). Igennem rapporten vil der flere gange blive nævnt og omtalt om bestemmelserne efter IFRS.

Den fiktive virksomhed 'PS&TS Ejendomme A/S' er en klasse B virksomhed, og dermed afgrænses opgaven til små virksomheder. Klasse A er kun vedrørende personligt ejet virksomheder, og dette vil derfor ikke være omfattet af denne opgave. B mikro har ikke mulighed for, at indregne til dagsværdi. Mellemstore og børsnoterede virksomheder vil ikke blive omfattet af denne opgave.

Behandlingen af investeringsejendomme i koncernregnskab vil ikke blive udarbejdet i denne opgave.

PS&TS Ejendomme A/S ejer et erhvervslejemål, som består af fem kontorlejemål, som er udlejet til erhverv. Fokusset vil derfor være erhvervslejemål, og ikke boliglejemål. Valget mellem erhvervslejemål og boliglejemål har ikke nogen regnskabsmæssig betydning, da momsen, som tidligere nævnt, er blevet afgrænset.

Der vil, i opgaven, blive foretaget en beskrivelse, samt en analyse af de to afkastbaserede modeller til måling af dagsværdier. *Normalindtjeningsmodellen og discounted Cash flow modellen (DCF-modellen)*.

Beregninger af dagsværdien i PS&TS Ejendomme A/S vil blive foretaget til brug i analysen af dagsværdien og det retvisende billede - Der vil ikke blive foretaget en matematisk gennemgang af modellerne.

I opgaven anvendes der blandt andet markedsrapporter fra de store mæglerhuse, som grundlag for vores beregninger. Der vil ikke blive foretaget en analyse af ejendomsmarkedet, som helhed.

Det er forudsat i udarbejdelsen af projektet, at læseren af projektet, er bekendt med almindelige regnskabs- og revisionstermer, som der er blevet undervist i på HD-studiet.

1.4 Metode:

Metodeafsnittet vil belyse, hvilke fremgangsmåder og metodikker, der er foretaget i forbindelse med besvarelsen af problemstilling, og derudover redegøre for hvilke overvejelser, der ligger til grund for problemformuleringen og strukturen på opgaven.

1.4.1 Metodevalg

Til besvarelse af problemstillingen samt problemformuleringen vil der blive anvendt sekundært empiri, da vi vil bruge allerede valideret viden og anerkendte kilder fra fagpersoner, organisationer m.v. til at analysere og konkludere på vores problemstilling.

Vi anvender hovedsageligt følgende kilder:

- Lovsamlinger (Årsregnskabsloven)
- Notater og afgørelser fra erhvervs- og selskabsstyrelsen
- Publikationer fra anerkendte revisionsfirmaer, ejendomsmæglerkæder, ejendomsforeninger og lignende.
- Fagbøger
- Fagartikler

Opgaven vil blive inddelt i følgende afsnit:

- Teoretisk gennemgang
- Analyserende afsnit
- Diskuterende afsnit
- Konkluderende afsnit
- Perspektiverende afsnit

Opgavens omdrejningspunkt vil blive at redegøre, analyse og vurdere på baggrund af opgavens fiktive selskab "PS&TS Ejendomme A/S". Et regnskabsklasse B selskab, som ejer en ejendom, der drives som erhvervslejemål.

Vi tager udgangspunkt i "PS&TS Ejendomme A/S", hvor vi indregner samme ejendom efter henholdsvis kostpris minus afskrivninger efter ÅRL § 36 og § 40, samt indregning til dagsværdi efter ÅRL §38. Tallenes formål er at blive anvendt til at belyse effekten i regnskaberne.

Opgavens indledende redegørelse, vil indledningsvis indeholde en overordnet og grundlæggende gennemgang af lovgivningen inden for regnskab - Herudover det retvisende billede. Hertil vil anvendes årsregnskabsloven og udgivet publikationer herom.

Derefter vil der indledningsvist ske en behandlingen af investeringsejendomme, klassificering af ejendomstyper, samt definitionen af aktiver og behandling af materielle anlægsaktiver, med fokus på investeringsejendomme og indregningsmetoder. Hvor der vil blive anvendt årsregnskabsloven og tilhørende publikationer.

Herefter vil teorien til hver af de to indregningsmetoder blive beskrevet.

Til indregning af ejendom til kostpris minus afskrivninger vil der blive beskrevet om, dekomponering, vedligeholdelse og forbedringsomkostninger. Ligeledes vil der til indregning af ejendommen til dagsværdi blive beskrevet om de grundlæggende begreber herunder markedsmæssige – samt de specifikke risici.

Til analysen af ÅRLS 38 dagsværdi vil der blive kigget på væsentlige faktorer og risici, som kunne have betydning på værdiansættelsen.

Følgende metoder vil blive gennemgået og analyseret:

- Normalindtjeningsmetoden
- DCF-modellen

Dertil blive sammenlignet i forhold til hinanden.

Derudover vil de forskellige ændringer fra 2015 til 2018 i årsregnskabsloven i forhold til investeringsejendomme blive beskrevet.

Der vil der komme en beskrivelse af vores fiktive selskab "PS&TS Ejendomme A/S".

Herudover vil vi beskrive og analysere de væsentligste usikkerheder i forbindelse med beregning af dagsværdi. Her vil det være interessant at se på de faktorerne, som blandt andet huslejeindtægter, tomme lejemål, og driftsomkostninger m.v.

I analysedelen tages der udgangspunkt i to de indregningsmetoder:

- Indregning af ejendom til kostpris minus afskrivninger ÅRL § 36 og § 40
- Indregning af ejendom til dagsværdi ÅRL §38

For besvarelse af problemformulering vil en sammenligning af de tre regnskaber for "PS&TS Ejendomme A/S" blive vurderet - Herefter vil der blive foretaget en diskussion af det retvisende billede på baggrund af fordele og ulemper ved de to regnskabsaflæggelser. Herudover en diskussion om det retvisende billede ændrer sig fra de to metoder i forhold til interessenter og deres forskellige krav til et årsregnskab.

Opgavens konkluderende afsnit skal være med til at samle de oplysninger, som er opnået gennem teori og analyseafsnittene for, at til slut at konkludere på problemformuleringen.

Opgavens perspektiverer afsnit skal opstille de yderligere problemstillinger, som gennem udarbejdelsen af opgaven er blevet identificeret. De identificerede problemstillinger kan undersøges yderligere, for at opnå bedre forståelse for emnet.

1.4.2 Kildekritik

Til at redegøre og analysere den teoretiske del, er der taget udgangspunkt i lovgivning- og standarder, som må betegnes som en troværdige kilder.

Regnskabshåndbøger fra de store og anerkendte revisionshuse vil efter egentlige lovtekster og standarder blive rangeret troværdig, dog vil disse kilder være med en større grad af holdninger og erfaringer, da håndbøger fortolker de enkelte bestemmelser og regler.

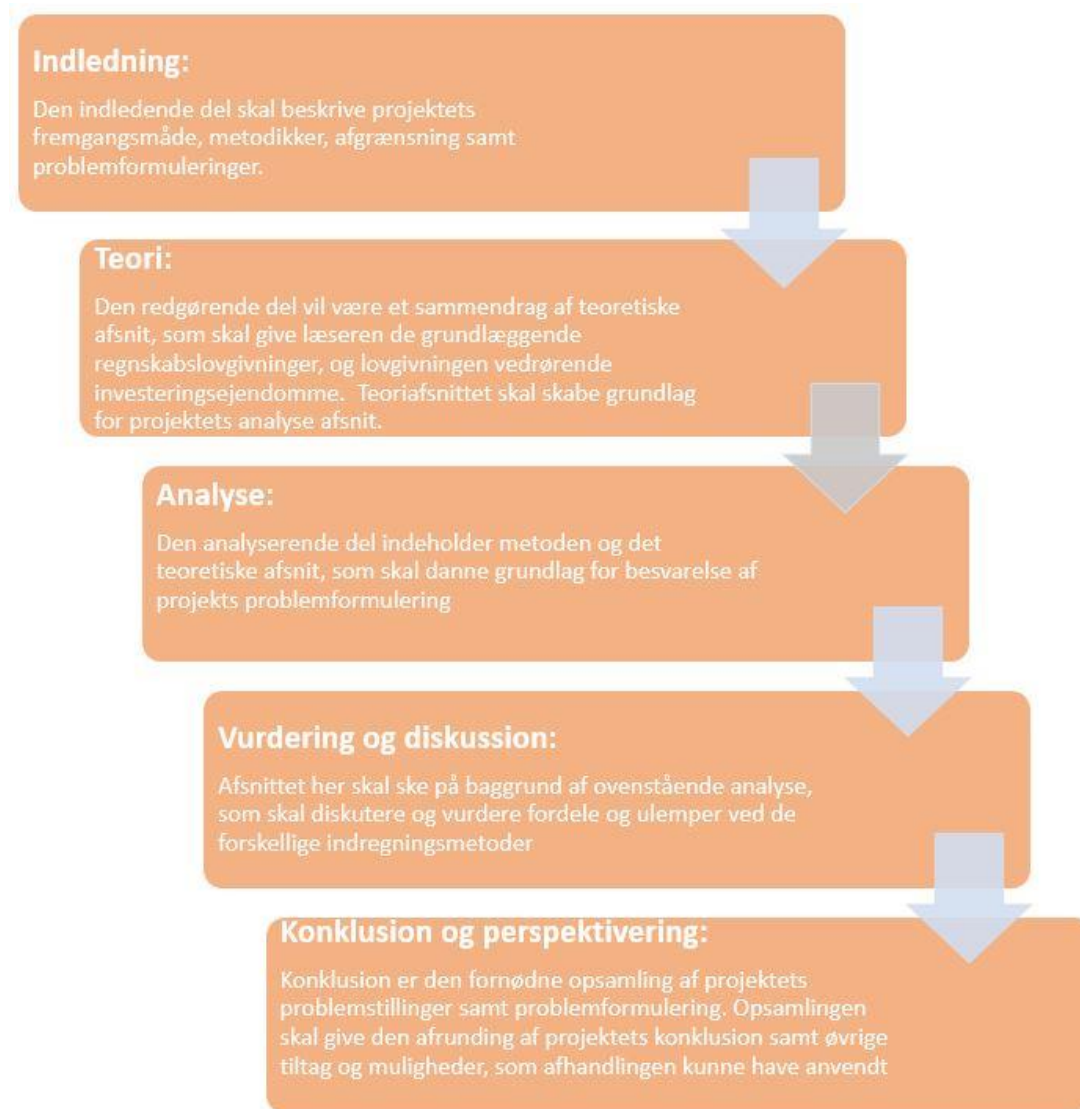
I projektet vil der blive anvendt flere regnskabshåndbøger fra forskellige udgivere, til at bekræfte påstande fra flere kilder.

Artikler, bøger og lignende udgivet af enkeltpersoner eller få forfattere anvendes med en vis kildekritik, da disse udgivelser i højere grad vil være påvirket af subjektivitet.

Analysen af risici og faktorer, der har sin indflydelse ved måling til dagsværdi, vil tage udgangspunkt i det fiktive selskab "PS&TS Ejendomme A/S". Analysen vil være præget af opstillede ønske scenarier - og derfor ikke nødvendigvis afspejler den fulde sandhed i forhold til værdiansættelsen til markedsværdi.

1.4.3 Opgavestruktur

Opgaven vil blive struktureret efter nedenstående illustration - Den har til hensigt, at klarlægge opgavens struktur, og fremvise opgavens anvendelse.



Figur 1: Opgavestruktur

2 Grundlæggende om regnskabsteori og lovgivning

Årsregnskabsloven er, som udgangspunkt gældende for alle danske erhvervsdrivende. Dog kan der være undtagelser med finansielle virksomheder samt visse offentlige virksomheder.

2.1 Regnskabspligt

Årsregnskabslovens bestemmelser gælder for alle erhvervsdrivende, trods juridiske form. Regnskabspligten er noget for sig. Dette er ikke gældende for alle virksomheder.

§ 3 i Årsregnskabsloven indeholder de regnskabspligtige virksomheder, heraf kapitalselskaber, erhvervsdrivende fonde, interessentselskaber, kommanditselskaber, samt virksomheder med begrænset ansvar. § 4-5 fremviser de undtagende virksomheder for de erhvervsdrivende virksomheder, kommanditselskaber, interessentskaber, som kan undlade at aflægge årsrapport. De førnævnte selskaber, som er undtaget for at aflægge årsrapport, skal dog indsende en undtagelseserklæring til erhvervsstyrelsen.

2.2 Opbygning af ÅRL

Loven rummer regnskabsreglerne for alle erhvervsdrivende virksomheder, og overskueligheden kan hurtigt mistes. Derfor er loven opbygget efter en struktur, kaldet "byggeklodsmodellen".

Modellen skal bruges til at inddele de erhvervsdrivende virksomheder i en af de fire regnskabsklasser jf. nedenfor:

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

Figur 2: Byggeklodsmodellen - Udklip fra EY - Indsigt i årsregnskabsloven 2018-2019⁴

Balance, omsætning og gennemsnitligt antal ansatte er de tre inddelingskriterier, som man tager udgangspunkt i, ved inddeling i regnskabsklasser. Anskueligheden bliver overkommelig, da regnskabsklassen afgøre, hvilke generelle krav regnskabsaflægger er underlagt.

Størrelsen på de forskellige kriterier er i princippet, det afgørende for, hvor mange og hvor detaljeret kravene er. Det vil sige, at store virksomheder har flere krav, og kravene er høje, og versus de små virksomheder, som har færre, og lempelige krav. Virksomheden vil have mulighed for, at aflægge efter årsrapporten efter en anden regnskabsklasse end den oprindelig. Hvis de overskrider to ud af tre af størrelsesgrænser på hinanden to følgende år jf. figur 2. Byggeklodsmodellen indeholder fire regnskabsklasser (A, B, C og D).

Regnskabsklasse kan dog opdeles i store og mellemstore virksomheder. Årsrapport kan altid aflægges efter en højere regnskabsklasse eller tilvælge enkelte bestemmelser fra højere regnskabsklasser, såfremt virksomheden ønsker at implementerer disse jf. ÅRL § 7, stk. 6.

Til dette kan der tilføjes, at generalklausulen vil blive inddraget i regnskabet, som regnskabsaflæggeren altid skal tage særligt hensyn til.

⁴ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2018-19, side 29

Generalklausulen er beskrevet i ÅRL § 11, som foreskriver:

”Årsregnskabet og et eventuelt koncernregnskab skal give et retvisende billede af virksomhedens og koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet. Ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse for de forhold, som beretningen omhandler”

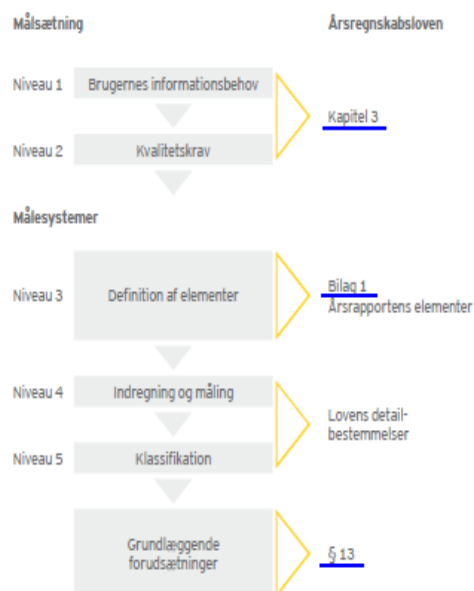
Jf. stk. 2. skal yderligere oplysninger med i årsregnskabet, hvis anvendelsen af bestemmelserne i denne lov, ikke er tilstrækkelig til at give et retvisende billede, som nævnt i stk. 1.

Fravigelse skal ske, hvis anvendelsen af bestemmelserne i denne lov i særlige tilfælde vil stride mod kravet i stk. 1. 1. pkt., således at dette krav opfyldes.

2.3 Krav til rapporten

Årsrapportens grundlæggende krav er præciseret i en begrebsramme, som understøtter ovenfor nævnte generalklausul, om et retvisende billede i årsrapporten. Begrebsrammen er inddelt i 5 niveauer, som kan ses på figuren nedenfor:

Begrebsrammens 5 niveauer



Figur 3 - Begrebsrammens fem niveauer⁵

⁵ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2018/19, side 58

Begrebsrammen skal give de generelle retningslinjer for, hvordan en årsrapport skal udformes, så den giver de fornødne informationer til regnskabsbrugere.

Begrebsrammens niveau vil blive beskrevet i efterfølgende afsnit:

2.4 Brugernes informationsbehov og kvalitetskrav

Årsrapportens formål er at tilgodese de regnskabsbrugere, som har behov for finansiel og ikke-finansiel information om en virksomhed.

Det retvisende billede skal, i årsrapporten, være indrettet efter regnskabsbrugernes typiske informationsbehov. De typiske brugere omfatter virksomhedsdeltagere, medarbejdere, alliancepartnere, långivere, leverandører, kunder, skattemyndigheder og tilskudsmyndigheder.

Regnskabsbrugere skal kunne benytte årsrapporten, som et egnet grundlag til opbakning i form af økonomiske og virksomhedspolitiske beslutninger.

For at opfylde regnskabsbrugernes informationsbehov skal årsrapporten have den ene forudsætning af informationer i årsrapporten:

- Er indrettet til at kunne anvendes til formålet, og
- Er tilstrækkeligt pålidelig i forhold til, hvad regnskabsbrugere normalt forventer.

2.5 Årsregnskabet elementer (aktiver, forpligtelser, indtægter, omkostninger)

Årsrapportens balance samt resultatopgørelse er fokusområder i årsregnskabsloven. Balancens elementer er målgrundlag for indregning af resultatopgørelsen, og dermed et resultat.

Lovens definitioner af elementer er følgende⁶:

Definition af aktiver: *"Ressourcer, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden"*

⁶ Årsregnskabsloven – Bilag 1c

Definition af forpligtelser: *"Eksisterende pligter for virksomheden, opstået som resultat af tidligere begivenheder, og hvis indfrielse forventes at medføre afståelse af fremtidige økonomiske fordele"*

Definition af 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"*

Definition af 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 uddeling til ejere."*

2.6 Indregning og måling

Hvornår aktiver og forpligtelser skal indregnes i balancen, defineres i Årsregnskabsloven § 33 stk. 1,2,3 og 4.

Pålidelighed og sandsynlighed, er de to centrale begreber ifølge årsregnskabsloven. I ÅRL § 33 fremgår det, at aktiver samt forpligtelser som opfylder deres definitioner herfor, skal indregnes i balancen, når værdien kan måles pålideligt, samt når det er sandsynligt, at økonomiske fordele vil tilgå eller fragå virksomheden.

Første indregning af aktiver og forpligtelser sker til kostpris jf. ÅRL.

De øvrige bestemmelser i loven fastsætter den efterfølgende måling efter hvilken type af aktiver og forpligtelser. I opgaven vil disse førnævnte krav i henhold til materielle anlægsaktiver, herunder investeringsejendomme samt de dertil krav blive behandlet og beskrevet i de kommende afsnit. Behandling af de øvrige aktiver og forpligtelser vil ikke blive behandlet yderligere.

2.6.1 Klassifikation

Årsrapporten klassificeres primært efter de fire elementer i årsrapporten, herunder i de enkle regnskabsposter. Årsregnskabslovens bilag 2 indeholder et skema for balance i kontoform for de enkelte regnskabsklasser⁷. Disse krav til opstilling af balancen skal overholdes, og det skal regnskabsaflæggeren være opmærksom på i forbindelse med

⁷ Hjemmeside, "skemaer for balancer og resultatopgørelser, Udgivet af elov.dk

aflæggelsen af årsrapporten. Kravene har også til henblik, at give årsrapporten det retvisende billede.

2.6.2 Grundlæggende forudsætninger

Årsregnskabslovens § 13 indeholder de grundlæggende krav, og de grundlæggende krav består af følgende⁸:

- 1) *Den skal udarbejdes på en klar og overskuelig måde (klarhed).*
- 2) *Der skal tages hensyn til de reelle forhold frem for formaliteter uden reelt indhold (substans)*
- 3) *Alle relevante forhold skal indgå i årsrapporten, medmindre de er ubetydelige (væsentlighed). Anses flere ubetydelige forhold tilsammen for at være betydelige, skal de dog indgå.*
- 4) *Driften af en aktivitet formodes at fortsætte (going concern), medmindre den ikke skal eller ikke antages at kunne fortsætte. Afvikles en aktivitet, skal klassifikation og opstilling samt indregning og måling tilpasses med denne afvikling.*
- 5) *Indregning og måling skal ske på et forsigtigt grundlag, herunder skal regnskabsmæssige skøn være underbyggede og neutrale. Enhver værdiregulering skal indregnes, uanset om årsregnskabet udviser over- eller underskud.*
- 6) *Transaktioner, begivenheder og værdiændringer skal indregnes, når de indtræffer, uanset tidspunktet for betaling (periodisering).*
- 7) *Indregningsmetoder og målegrundlag skal anvendes ensartet på samme kategori af forhold (konsistens).*
- 8) *Hver transaktion, begivenhed og værdiændring skal indregnes og måles hver for sig, ligesom de enkelte forhold ikke må modregnes med hinanden (bruttoværdi).*
- 9) *Primo balancen for regnskabsåret skal svare til ultimo balancen for det foregående regnskabsår (formel kontinuitet).*

Stk. 2.: Regnskabsår, opstilling og klassifikation, konsolideringsmetode, indregningsmetode og målegrundlag samt den anvendte monetære enhed må ikke ændres fra år til år (reel kontinuitet)."

⁸ Hjemmeside, "Årsregnskabsloven § 13, Udgivet af Danske love

Regnskabsaflæggeren skal anvende de overstående forudsætninger for, at kunne aflægge en retvisende årsrapport. Disse forudsætninger giver netop regnskabslæseren mulighed for, at kunne vurdere året der gik for virksomheden, og muligheden for at kunne sammenligne mellem forskellige regnskabsår. Det giver samtidig også mulighed for at kunne sammenligne med konkurrerende virksomheder.

2.7 Delkonklusion

Årsregnskabsloven omhandler de krav og regler, som gælder for alle erhvervsdrivende, med visse undtagelser. Byggeklodsmodellen er strukturen på årsregnskabsloven, hvor virksomhederne bliver inddelt i de fire regnskabsklasser. Værdien af henholdsvis omsætning, balancesum samt antal ansatte afgøre, hvilken regnskabsklasse virksomheden tilhører.

Generalklausulen jf. ÅRL § 11 omhandler alle virksomheder, som er omhandlet af årsregnskabsloven. Årsrapporten skal være retvisende jf. generalklausulen, og derfor kan en eventuel fravigelsen af generalklausulen ikke ske.

Begrebsrammen jf. ÅRL skal være med til at sikre at de grundlæggende krav overholdes. Elementerne er brugernes informationsbehov, kvalitetskrav, definition af elementer, indregning og måling, klassifikation, og grundlæggende forudsætninger.

Opbygning af årsrapporten skal følge de grundlæggende forudsætninger. Disse forudsætninger gør, at klarheden, gennemsigtigheden, væsentligheden samt det kontinuerlige bliver medtaget, og dermed giver det retvisende billede.

3 Investerings ejendomme

I dette afsnit vil der blive gennemgået de specifikke krav, som vedrører anlægsaktiver, mere bestemt investeringsejendomme. Gennemgangen af definitionerne vil være på henholdsvis aktiver, anlægsaktiver, materielle anlægsaktiver og investeringsejendomme. I gennemgangen vil indgå en beskrivelse af de forskellige ejendomstyper, samt en ændring i anvendelsen af ejendomstypen.

3.1 Materielle anlægsaktiver

Definitionen på aktiver er defineret jf. Årsregnskabsloven bilag 1 C således:

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

Aktiver bliver i årsrapporten inddelt i henholdsvis anlægsaktiver og omsætningsaktiver. I opgaven vil der kun blive behandlet anlægsaktiver. Årsregnskabsloven definerer ligeledes anlægsaktiver som:

”Aktiver der er bestemt til vedvarende eje eller brug for virksomheden.”

Jf. skemakravene i Årsregnskabsloven inddeles anlægsaktiver i følgende kategorier:

- Materielle anlægsaktiver
- Immaterielle anlægsaktiver
- Finansielle anlægsaktiver

Den regnskabsmæssige behandling af materielle anlægsaktiver vil blive behandlet i opgaven. Der vil således ikke ske behandling af de øvrige anlægsaktiver.

Materielle anlægsaktiver defineres som:

”Fysiske aktiver, der besiddes af virksomheden til brug i produktionen eller distributionen af varer eller tjenesteydelser eller med henblik på udlejning eller til administrative formål, og som forventes anvendt i mere end en regnskabsperiode”⁹.

Anskaffelsen af materielle anlægsaktiver sker typiske med henblik på opnåelse af fremtidige økonomiske fortjenester, ved benyttelse af aktivet.

Herunder er de regnskabsmæssige krav for materielle anlægsaktiver oplistet.

⁹ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2019-20, side 278-79

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

Figur 4 - Skemakrav materielle anlægsaktiver fra EY - Indsigt i Årsregnskabsloven¹⁰

Ud fra overstående figur bliver materielle anlægsaktiver, som udgangspunkt indregnet til kostpris. Virksomheder har dog muligheden for at indregne materielle anlægsaktiver til dagsværdi jf. ÅRL § 41.

For virksomheder, der besidder investeringsaktiver er ÅRL § 41 særlig relevant, da fokuset for dem, er værdien af deres investeringsaktiver. Selskaber, der besidder investeringsejendomme vil have et fokus på investeringsafkastet. Ved benyttelse af ÅRL § 41, vil der i egenkapitalen fremgå en post "Reserve for opskrivninger", hvor virksomheden skal binde beløbet svarende til opskrivningen på investeringsaktivet.

3.2 Ejendomsstyper

I overstående afsnit blev hovedreglen for materielle anlægsaktiver gennemgået. Regnskabsmæssigt indregnes de til kostpris, med mulighed for anvendelse af andre indregningsmetoder for et aktiv. For investeringsaktiver er det muligt at anvende alternative måder for indregning, hvis de ejes med afkast for øje. Det kunne f.eks. være indregning til dagsværdi, hvor opskrivningen bindes på egenkapitalen.

I Årsregnskabsloven fremgår der ikke en entydig bestemmelse af ejendomsstyper, men som hovedregel opdeles ejendomme i følgende¹¹:

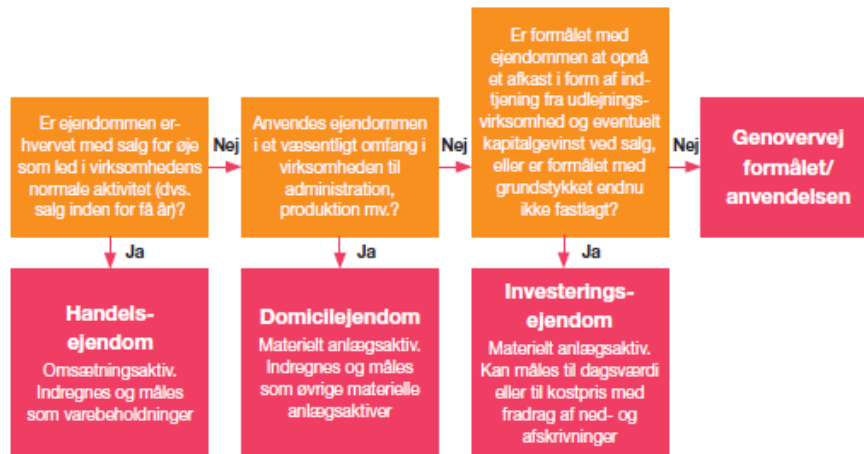
- Domicilejendomme
- Handelsejendomme
- Ejendomme under opgørelse

¹⁰ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2019-20, side 278

¹¹ Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder, side 75. afsnit 15.2.2+2.3

- Investerings ejendomme

For at kunne skelne mellem de forskellige typer af ejendomme, og den regnskabsmæssige klassifikation af dem. Så kan følgende beslutningstræ anvendes:



Figur 5 - Beslutningstræ til vurdering af ejendomstyper¹²

3.2.1 Domicilejendomme

Domicilejendomme er ejendomme der besiddes med henblik på at indgå i virksomhedens produktion eller administration. Ejendommene ejes dermed uden at have henblik på et egentligt driftsafkast, men er anskaffet for at understøtte virksomhedens primære aktiviteter. Det kunne f.eks. være til brug for administrationen eller produktionsfaciliteterne i virksomheden.

Behandlingen af ejendommene regnskabsmæssigt foretages i henhold til hovedreglen for materielle anlægsaktiver, og indregnes til anskaffelsessummen og afskrives over den fastsatte brugstid.

3.2.2 Handelsejendomme

Handelsejendomme er ejendomme der besiddes med henblik på videresalg inden for en kortere årrække. Ejendommene vil regnskabsmæssigt blive klassificeret, som varelager, og bliver derfor behandlet efter reglerne herfor.

¹² PwC regnskabshåndbog 2020, side 186

3.2.3 Ejendomme under opførelse

Ejendomme under opførelse, er ejendomme som endnu ikke står klar, til at blive taget i brug. Den regnskabsmæssig behandling skal derfor ske særskilt. Ved færdiggørelsen af ejendomme under opførelse og ved klar ibrugtagningen, skal de efterfølgende indgå i en af de øvrige kategorier. Hvis ejendommen opføres til formål at være investeringsejendom, kan den indregnes, som investeringsejendom før den er færdiggjort og klar til brug.

3.2.4 Investeringsejendomme

Opgaven kommer til at tage udgangspunkt i regnskabsvejledningen og definitionen fra IAS 40, da årsregnskabsloven ikke indeholder en klar definition for investeringsejendomme.

Af IAS 40 fremgår definitionen således:

"Investeringsejendomme er ejendomme, grunde eller bygninger, eller en del af en bygning, eller både grunde og bygninger, som besiddes af indehaveren eller en leasingtager gennem en finansiel leasingkontrakt for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele, frem for ejendomme,

som:

a) anvendes i produktionen, til levering af varer eller tjenesteydelser eller til administrative formål,

eller b) videresælges som led i det normale forrentningsforløb"

I regnskabsvejledningen defineres investeringsejendomme således:

"Investeringsejendomme besiddes med henblik på at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast og/eller langsigtet kapitalgevinst ved videresalg."

Dertil indeholder regnskabsvejledningen også følgende eksempler på ejendomme, som er investeringsejendomme¹³:

”

- *Grunde og ejendomme, der er udlejet.*
- *Grunde og ejendomme, der er tomme, men ejet med henblik på udlejning.*
- *Grunde, hvor den fremtidige anvendelse endnu ikke er fastlagt.*
- *Ejendomme under opførelse, der forventes anvendt som investeringsejendomme.*
- *Investeringsejendomme, der er under ombygning, renovering mv. med henblik på at sikre fortsat anvendelse som investeringsejendom.*
- *Investeringsejendomme, der udbydes til salg, og som ikke ombygges eller renoveres med henblik på salg, forbliver investeringsejendomme. Investeringsejendomme overføres derimod til handelsejendomme, når ejendommen i væsentligt omfang ombygges eller renoveres med henblik på salg.*
- *Leasingtagers finansielt leasede investeringsejendomme, der er videreudlejet på operationelle leasingvilkår.”*

Regnskabsvejledningen og IAS 40 definerer begge investeringsejendomme, som ejendomme der besiddes med henblik på at modtage afkast. I IAS 40 definitionen fremgår der også, at investeringsejendomme ikke kan være domicil- eller handelsejendomme.

3.2.5 Ændring i anvendelse

Formålet med ejendommen i virksomheden kan ændres, og ændringen medfører at ejendomstypen overføres til den retvisende balancepost. Det kunne f.eks. være en investeringsejendom, der ændrede sig til en domicilejendom. Ændringer af sådan karakter vil medføre ændringer i klassifikationen i regnskabet.

Fra og med 2018 er der kommet større krav til virksomhedens dokumentationen for overgangen mellem de forskellige kategorier. Ændringen af ejendommen sker først, når der har været en faktisk ændring af ejendommens anvendelse, samt der foreligger

¹³ Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder, side 75. afsnit 15.2.2

dokumentation vedrørende ændringen af ejendommen. Det er ikke længere tilstrækkeligt med ledelsesintention om ejendommen¹⁴.

3.3 Delkonklusion

Årsregnskabslovens definition på aktiver er blevet gennemgået, som er defineret på følgende måde:

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

Fokusset faldt derefter på materielle anlægsaktiver, der defineres som:

“Fysiske aktiver, der besiddes af virksomheden til brug i produktionen eller distributionen af varer eller tjenesteydelser eller med henblik på udlejning eller til administrative formål, og som forventes anvendt i mere end en regnskabsperiode”.

Under materielle anlægsaktiver, indgår ejendomme, herunder investeringsejendomme. Dertil blev der gennemgået de forskellige definitioner og indregningsmetoder på de forskellige ejendomstyper, der kan indgå i selskabets årsrapport.

Der findes 4 typer af ejendomme; domicilejendomme, handelsejendomme, ejendomme under opførelse og investeringsejendomme. Anvendelsens formålet af ejendommene kan ændres over tid, og derfor skifte imellem de omtalte ejendomstyper. Ændringen medfører tilpasning af måling og indregningsmetode i årsrapporten.

I henhold til det retvisende billede, så kan ændringen fra dagsværdi til kostpris kun ske, hvis dagsværdien ikke længere kan opgøres pålideligt.

¹⁴ EY-indsigt i årsregnskabsloven 2019-20, side 298-299

4 Regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme

I det kommende afsnit vil den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme blive gennemgået og beskrevet. Afsnittet vil herudover gennemgå de forskellige krav til indregning, måling samt klassificering af investeringsejendomme.

4.1 Indregning og måling af investeringsejendomme

Investeringsejendommens erhvervelse sker på det tidspunkt, hvor fordelene og risici er overgået til erhverver. Det er på det tidspunkt, hvor investeringsejendommen må indregnes i balancen.

Det gør sig også gældende for indregningen, at erhverver skal have retten til at modtage indtægter, samt afholde ejendomsomkostninger tilknyttet med ejendommen

Indregning af investeringsejendommen skal ske til kostpris ved første indregning. Kostprisen indebærer de omkostninger, som direkte kan henføres til erhvervelsen af ejendommen. Det kunne være renteomkostninger, mægleromkostninger m.v.

Selskabet skal ved efterfølgende måling, vælge hvilken regnskabspraksis, der ønskes at anvendes ved indregning af investeringsejendomme. Jf. § 38 i ÅRL kan aktiver løbende reguleres til dagsværdi efter første indregning. Ved § 38 er det ikke et krav, at foretage en binding af opskrivning på egenkapitalen.

De transaktionsomkostninger, som ved efterfølgende indregning ikke kan indeholdes til dagsværdi, vil blive værdireguleret over resultatopgørelsen.

Selskabet har også mulighed for at indregne efter reglerne for anlægsaktiver, som tidligere nævnt kan indregnes til kostpris fratrasket af- og nedskrivninger jf. § 38, eller vælge § 41, hvor opskrivninger bindes direkte til egenkapital via reserve for opskrivninger.

Investeringsejendomme har ligesom øvrige materielle aktiver, herunder domicilejendomme, men bortset fra grund, en begrænset økonomisk levetid. Den værdiforringelse, der finder sted, efterhånden som en investeringsejendom værdiforringes, vil blive afspejlet i investeringsejendommens måling til dagsværdi, og ikke gennem løbende afskrivninger.

Hvis ledelsen foretrækker en ændring af regnskabspraksis, kan dette kun ske, hvis den nye metodes hensigt er, at gøre det mere retvisende eller ved ændring af loven. Ved ændring af regnskabspraksis, så skal sammenligningstallene rettes, og effekten af disse, posteres direkte på egenkapitalen, hvormed den beløbsmæssige effekt af ændringen skal beskrives og begrundes jf. ÅRL § 51.

Disse ændringer af sammenligningstallene kan undgås, hvis der allerede indregnes efter reglerne omkring investeringsejendomme, og derefter gør anvendelse af ÅRL § 41.

Behandlingen af investeringsejendommen vil ske i nedenstående afsnit, hvor blandt andet dagsværdi samt indregning af investeringsejendomme vil ske.

4.1.1 Præsentation og oplysning

De elementer, som årsrapporten indeholder, vil der flere steder fremgå investerings-ejendomme i årsrapporten. Til disse enkelte elementer vil der i ÅRL fremgå forskellige krav, som virksomheder skal tage hensyn til. I det kommende afsnit vil disse elementer, som fremgår i årsrapporten gennemgås.

4.1.2 Balance

Investeringsejendomme vil blive fremvist under aktiver i virksomhedens balance. Den føromtalte skemakrav jf. årsregnskabsloven vil ikke direkte have en præcis regnskabspost for investeringsejendomme. Dog vil investeringsejendomme, i praksis, anvender en separat regnskabspost.

4.1.3 Resultatopgørelse

Indtægter og omkostninger vil indgå i resultatopgørelsen, hvis de er forbundet med investeringsejendomme. Værdireguleringer, op- og nedskrivninger samt af- og nedskrivninger vil samtidig også fremgå i resultatopgørelsen. I resultatopgørelsen vil dagsværdireguleringen have en særskilt linje.

4.1.4 Anvendt regnskabspraksis

ÅRL § 53 fremsiger at:

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

Med andre vil det betyde, at værdiansættelsesmetoder og –teknikker, som er blevet anvendt i forbindelse med opgørelsen af værdien på investeringsejendommen.

Under anvendt regnskabspraksis vil dette netop fremgå, om investeringsejendommen er værdiansat til kostpris eller dagsværdi. Her vil sidstnævnte værdiansættelsesmetode også beskrive, hvad de har anvendt til beregning af dagsværdien.

4.1.5 Noteoplysning:

Regnskabsklasse B virksomheder med anlægsaktiver skal vurdere, om det retvisende billede jf. generalklausulen i ÅRL i forhold til årsrapporten kan aflægges uden note på anlægget.

I ÅRL § 58a fremstår dette:

"Måles aktiver eller forpligtelser til dagsværdi, jf. §§ 37-38, og måles dagsværdien ikke på grundlag af observationer på et aktivt marked, skal der oplyses om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen.

Stk. 2. Oplysningerne i stk. 1 kan gives samlet for en kategori eller en gruppe af aktiver, hvis de centrale forudsætninger for dagsværdiberegningen i henholdsvis kategorien og gruppen af aktiver ikke afviger væsentligt indbyrdes"

Hvis der opskrives til dagsværdi på en investeringsejendomme jf. § 38, så vil virksomheden være nødt til at oplyse, i forbindelse med de centrale forudsætninger, som virksomheden har taget anvendelse af, ved fastsættelsen af investeringsejendommen til dagsværdi. Minimumskravene til det førnævnte har fagpersoner samt revisionshuse givet deres bud på, da de centrale forudsætninger ikke har en klar definition.

Til opfyldelse af kravene, bør man have følgende med, som minimum jr. bogen fra EY "indsigt i årsregnskabsloven"¹⁵:

"→ Den eller de anvendte målemetoder til opgørelse af dagsværdier (valuarvurdering, DCF-model, afkastbaseret modeller, sammenlignelige transaktioner mv.)

→ Centrale forudsætninger til opgørelse af dagsværdier herunder:

- *afkastkrav eller diskonteringsfaktorer*
- *forventede inflationsrater*
- *Principper for opgørelse af afkast- eller diskonteringsgrundlag (fx tomgang, lejerreserve, vedligeholdelsesomkostninger, deposita)*
- *Diskonteringsperiode (ved DCF)*
- *terminalværdi (Ved DCF model) "*

4.1.6 Ledelsesberetningen

I ledelsesberetningen skal der fremstå usikkerhed ved f.eks. indregning og måling af investeringsejendomme i balancen. Ledelsen vil beskrive usikkerheden, hvis det har en betydning for forståelse af regnskabet. Derudover vil der også skulle medtages begivenheder, som er sket efter balancedagen. Dette kunne være køb eller salg af nye investeringsejendomme.

4.2 Delkonklusion

Samlet set har dette afsnit behandlet de to indregningsmetoder for dagsværdi, som virksomheden kan bruge til måling af investeringsejendomme. Ved indregning til dagsværdi kan man indregne efter ÅRL § 38 og efter ÅRL § 41.

¹⁵ EY-indsigt i årsregnskabsloven 2018-19, side 282-283

Den primære forskel mellem de to paragraffer er binding af eventuelle opskrivninger. I § 38 bindes opskrivning i resultatopgørelsen, hvor opskrivning bindes på egenkapitalen jf. § 41. Ved besiddelse af en investeringsejendom vil der være forskellige præsenterings- og oplysningskrav, som kræver opmærksomhed. Elementerne i årsrapporten vil indeholde krav, som blandt andet kræver til præsentation i resultatopgørelse og balancen, samt oplysninger i noter, ledelsesberetningen og anvendt regnskabspraksis¹⁶.

5 Værdiansættelse af investeringsejendomme til kostpris

I dette afsnit vil der blive gennemgået, hvordan virksomheder opgør kostprisen af virksomhedens investeringsejendomme. Der vil i afsnittet blive beskrevet kostprisbegrebet helt grundlæggende. Dertil vil der være en beskrivelse af opgørelsen af dekomponering for ejendomme, samt en gennemgang af afskrivninger. Til sidst vil der være en gennemgang af vedligeholdelse kontra forbedringer, og hvilken påvirkning, det har på kostprisen.

5.1 Kostpris

I afsnit 3.1 omkring materielle anlægsaktiver blev det fastlagt, at hovedreglen for indregning er kostpris med fradrag af ned- og afskrivninger, herunder investerings-ejendomme. Jf. regnskabsvejledningen opgøres kostprisen ved erhvervelsen af et materielt anlægsaktiv til købsprisen med omkostninger, der direkte er tilknyttet aktivet frem til ibrugtagning. Vejledningen har udarbejdet eksempler på direkte omkostninger, som er følgende¹⁷:

- Told og afgifter
- Leverings- og transportomkostninger
- Installationsomkostninger
- Honorarer til arkitekter og ingeniører
- Nedtagelses-, bortskaffelses- og retableringsomkostninger, hvis disse samtidig opfylder betingelserne for indregning som hensat forpligtelse.

Hvis virksomheden selv opfører et anlægsaktiv helt eller delvis, vil kostprisen indeholde omkostninger, der tilknytter sig opførelsen. Dette kunne f.eks. være en ejendom med henblik på udlejning, så vil kostprisen indeholde købsprisen på materialer,

¹⁶ EY-indsigt i årsregnskabsloven 2018-19, side 298-99

¹⁷ Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder, 2020. S. 53 afsnit 13.1.2+1.3

arbejdslønninger, finansieringsomkostninger, der knytter sig til byggeriet¹⁸. Dertil skal honoraret for faglig assistance også medtages¹⁹.

Indregning og måling af materielle anlægsaktiver skal første gang indregnes til kostpris jf. ÅRL § 36:

”Aktiver og forpligtelser skal på tidspunktet for første indregning måles til kostpris. Efter første indregning skal aktiver måles til kostpris og forpligtelser til nettorealisationsværdi, medmindre andet følger af denne lov”.

5.1.1 Dekomponering

I ovenstående afsnit, blev der oplyst, at aktiver første gang skal indregnes til kostpris. Ved første indregningen skal aktivet ligeledes opdeles efter enkelte elementer, hvis de enkelte elementer har væsentlig brugstid²⁰. Opdelingen er et krav for alle regnskabsklasser.

Det specifikke krav om dekomponering fremgår af IAS 16. I årsregnskabsloven fremgår det, ved den generelle definition af aktiver og anlægsaktiver, da man ved systematiske afskrivninger af materielle anlægsaktier med begrænset brugstid følger ÅRL. § 43 stk. 2.

Ved opdelingen af kostprisen i væsentlige elementer, skal der fastsættes en brugstid for hver af elementerne, da de skal afskrives hver for sig. Opdelingen af elementerne skal foretages, da indregningen af afskrivninger i resultatopgørelsen i det enkelte regnskabsår, kan være væsentlig forskellige i forhold til, hvis der ikke var foretaget dekomponering, da restværdien af enkelte elementer påvirker afskrivningerne²¹.

Herunder fremgår der et eksempel på en dekomponeringen af en ejendom. Det kan ses af opgørelsen, at anskaffelsessummen er inddelt i følgende elementer. Grund, bygning, tagkonstruktion, installationer og vinduer²².

¹⁸ Regnskabsvejledningen 2020. S. 53 afsnit 13.16+1.8

¹⁹ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2019-20 S. 285

²⁰ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2019-20 S. 279

²¹ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2019-20 S. 280

²² EY Indsigt i årsregnskabsloven 2019-20 S. 261

Bestandsdel	Kostpris	Restværdi	Brugstid
Grund	2.000.000	2.000.000	Uendelig
Fundament og mursten	4.000.000	0	70 år
Vinduer	500.000	0	20 år
Tagkonstruktion	2.000.000	0	15 år
Installationer	1.500.000	900.000	5 år
Ejendom i alt	<u>10.000.000</u>	<u>2.900.000</u>	

Figur 6 - EY - Eksempel på dekomponering

Brugstiden for aktivet fastsættes på ibrugtagningstidspunktet, med de oplysninger der er tilgængelig på tidspunktet. Brugstiden opgøres i praksis efter aktivets økonomiske levetid, dog bør forskellige forhold medtages i fastlæggelsen af brugstiden, for eksempel erfaringer fra tilsvarende anlæg, aktivets kapacitet og forventede produktion, samt forventet slitage mv²³.

Restværdien er aktivets forventede værdi efter endt brugstid. Jf. ÅRL § 43 stk. 2.

Restværdien bliver i praksis også kaldt scrapværdi. Restværdien fastsættes ved brugstidens begyndelse, og skal løbende revurderes, i forhold til inflation og konjunkturer, som kan have betydelige ændringer i den forventede restværdi. Revurderingen af restværdier er meget relevant for ejendomme, da de typiske opgøres over en økonomisk levetid på 50 år²⁴. Dette så vi tydeligt under finanskrisen, hvor ejendomsmarkedet var påvirket. I sammenligning med regler fra den gamle årsregnskabslov, så skulle restværdien fastsættes ved køb af et aktiv.

5.1.2 Afskrivninger

Jf. ÅRL § 43. skal der ved indregning til kostpris ske systematiske afskrivninger over aktivernes brugstid. Dette er således kun gældende for investeringsejendomme, der måles til kostpris. Investeringsejendomme, der måles til dagsværdi, afskrives der ikke over ejendommens levetid, da værdiforringelsen bliver afspejlet i målingen til dagsværdi, og ikke ved løbende afskrivninger.

²³ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2019-20 S. 280

²⁴ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2019-20 S. 281

Som nævnt i dekomponeringen, så opdeles ejendomme i delelementer, efter de enkelte elementernes levetid, for at ramme et pålideligt afskrivningsgrundlag.

5.1.3 Vedligeholdelse contra forbedringer

Ved anvendelse af kostprismetoden skal omkostninger vedrørende vedligeholdelse eller reparationer udgiftsføres i det omkostningen afholdes. Vedligeholdelse og reparationer, der foretages løbende, er med til, at ejendommen holder den ønskede brugstid. Løbende vedligeholdelsesomkostninger er nemlig forudsat ved fastlæggelsen af brugstiden.

Omkostninger vedrørende forbedringer er med til at øge nytteværdien på ejendommen og skal tillægges ejendommens anskaffelsessum. Forbedringer kan forøge ejendommens brugstid, kapaciteten eller reducere fremtidige omkostninger.

Omkostninger kan indregnes som et aktiv, når det er sandsynligt, at udgiften medfører yderligere fremtidige økonomiske fordele, og kostprisen kan måles pålideligt.

Hvis der i dekomponering ved første indregningen af investeringsejendommen bliver udskiftet enkelte dele, som stadig har en regnskabsmæssige værdi, skal der foretages en afgang af disse, og de nye dele indregnes som en tilgang på aktivet. Afskrivningen af de nye dele foretages over den forventede brugstid, hvor der tages hensyn til en eventuel restværdi ²⁵.

Omkostninger til vedligeholdelse ved måling til dagsværdi medfører ikke en stigning i huslejen. Forbedringer øger derimod huslejeindtægten, da forbedringen vil betegnes, som en investering, og derfor øge cash-flowet. Dette vil medføre at beregningen af dagsværdi i en positiv retning, så dagsværdi af ejendommen stiger.

Ved indregning til kostpris eller dagsværdi er sondringen mellem vedligeholdelse og forbedringer således forskellige.

5.2 Delkonklusion

Ved opgørelsen af kostprisen ved erhvervelse af et materielt anlægsaktiv, skal direkte omkostninger tilknyttet aktivet frem til ibrugtagning medtages i kostprisen. Materielle anlægsaktiver skal ved første indregning ske til kostpris efter ÅRL. § 36. Ligeledes skal der ved første indregning ske en opdeling af de enkelte elementer i aktivet, ud fra brugstiden

²⁵ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2019-20 S. 282

på elementerne. Brugstiden fastsættes på ibrugtagningstidspunktet, og opgøres efter aktivets økonomiske levetid. Restværdien er aktivets forventede værdi efter endt brugstid, og skal løbende revurderes. Afskrivninger vil ske systematiske over aktivets brugstid.

Vedligeholdelsesomkostninger udgiftsføres, når omkostningen afholdes. Forbedringer indregnes som et aktiv, når det er sandsynligt, at udgiften medfører yderligere fremtidige økonomiske fordele, og kostprisen kan måles pålideligt.

Omkostninger til vedligeholdelse ved måling til dagsværdi medfører ikke en stigning i huslejen. Forbedringer øger derimod huslejeindtægten, da investeringen vil øge cash-flowet.

6 Værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi

Hensigten i afsnittet er, at behandle opgørelsen af virksomhedens investeringsejendomme til dagsværdi. Grundlæggende vil afsnittet beskrive dagsværdi som begreb, og alt hvad det indebærer.

6.1 Dagsværdi

Definitionen fra årsregnskabslovens bilag 1, D, nr.2, formidles som følgende:

"Dagsværdien er det beløb, hvormed et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse kan udlignes ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter."

Dagsværdi, i henhold til investeringsejendomme skal afspejle den værdi, som to uafhængige parter vil handle ejendommen til. Uafhængigheden mellem de to parter er det centrale her. Dette giver regnskabet det retvisende billede, så vurderingen af dagsværdien ikke indeholder øvrige forhold, som de to handlende eventuelt har aftalt.

Ved anvendelse af ÅRL § 38 og § 41, og dermed dagsværdi som målegrundlag, skal virksomheden kunne opgøre dagsværdien pålideligt. Virksomheden vil derfor have til opgave kunne redegøre for, at deres regnskabsmæssige værdi afspejler aktivets dagsværdi.

Dagsværdien skal vurderes ud fra de faktiske forhold på balancedagen. Sådan præsenteres det både i EY's "indsigt i årsregnskabsloven", samt "Notat om måling af ejendomme" fra Erhvervsstyrelsen fra 3. april 2009.

Det er derfor at, fremtidige anlægsinvesteringer, som ville kunne forbedre ejendommen, eller sikre fremtidige økonomiske aktivitet fra disse investering, ikke skal afspejles i dagsværdien.

Definitionen af anlægsaktiver foreskrives som følgende jf. ÅRL:

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

Dette skal skabe klarhed over definitionen. Det skal være af tidligere begivenheder, og dermed ikke fremtidige. Ingen fremtidige investeringer skal ikke indregnes i virksomhedens ejendomme.

De specifikke metoder til fastsættelse af dagsværdi på investeringsejendomme eller øvrige materielle anlægsaktiver kan ikke findes i ÅRL, da der ikke er én bestemt måde eller metode at opgøre dagsværdien på. Metoden til værdiansættelse skal anvendes, så det afspejler det bedste estimat på en dagsværdi.

ÅRL § 37, samt IFRS 13 kan give gode instrukser på indregning af investeringsejendomme til dagsværdi. ÅRL § 37 indeholder et hierarki i forhold til værdiansættelse af finansielle instrumenter.

Hierarkiet for dagværdi jf. ÅRL er som følgende:

1. Salgsværdi på et aktivt marked
2. Salgsværdi for enkelte bestanddele
3. Kapitalværdi, som beregnes ved brug af almindelige accepterede værdiansættelsesmodeller og –teknikker.
4. Kostpris er sidste undtagelse i lovens regler – Anvendes såfremt der ikke kan opgøres en pålidelig salgsværdi.

Virksomheden skal forsøge at opnå det højest mulige trin ved opgørelsen af dagsværdi, hvor 1 er det højest og 4 er det laveste.

Dette er kun gældende for finansielle instrumenter, og ikke sammenlignelige investeringsejendomme.

IFRS 13 kan dog vurderes mere retvisende i forbindelse med opgørelse af dagsværdi.

IFRS 13 benytter sig af tre metoder til at opgøre dagsværdien.

1. Aktivt reguleret marked
2. Sammenlignelige transaktioner
3. Værdiberegninger el. anvendelse af vurderingsmand.

Niveau 1 i IFRS 13 er markedsmetoden – Metoden tager udgangspunkt i et aktivt reguleret marked med nøjagtig de samme aktiver, dog uden behov for justeringer. Metoden er dog ikke aktuel for investeringsejendomme, da et aktivt reguleret marked ikke vil være praksis for disse ejendomme.

Niveau 2 i IFRS 13 er sammenlignelige transaktioner. Omdrejningspunktet for dagsværdimålingen er markedspriser for lignende aktiver. Aktualiteten er større blandt investeringsejendomme end niveau 1, da man med stor sandsynlighed kan finde tilsvarende ejendomme, og derfor vurdere dagsværdien på baggrund af transaktionerne for disse ejendomme. Niveau 2 har sine begrænsninger i form af, at investeringsejendomme aldrig er 100 procent ens i form af beliggenhed, stand og lejekontrakter m.v., hvilket gør det svært at finde ens transaktioner.

Derfor vælger man ofte niveau 3, når man skal have værdiansat investeringsejendomme.

Hvis niveau 1 og niveau 2 ikke er aktuelle, eller ikke er retvisende, så må man anvende værdiberegninger eller anvende en vurderingsmand. I praksis vil værdiberegninger være en DCF- eller en normalindtjeningsmodel.

De førnævnte forhold er blot få ud af flere forhold, som har indflydelse på forrentningskravet, og det vil derfor kræve en stor og dybdegående analyse samt beregning til at skabe det mest retvisende forrentningskrav for ejendommen.

Den førnævnte vurdering foretages til det specifikke aktiv, dermed for ejendommen i selskabet. I praksis anvender virksomhederne typisk de samme værdiansættelsesmetoder for hele deres portefølje. Beliggenhed, stand, anvendelse, størrelse, byggeår m.v. er

nogen af de variable, som der skal tages udgangspunkt ved det specifikke aktiv, når man skal værdiansætte en investeringsejendom.

Som tidligere beskrevet skal dagsværdien afspejle det beløb, som de to uafhængige parter vil udveksle det til. Dette vil give en såkaldt hypotetisk transaktion, som skal sammenligne en regulær transaktion, og dermed tage udgangspunkt i den nuværende markedssituation, som er gældende på balancetidspunktet.

Beregningsmodellerne, DCF og normalindtjening og deres værdiansættelser vil blive forklaret og beskrevet i det følgende afsnit.

6.1.1 Grundlæggende begreber

De grundlæggende begreber vil i dette afsnit blive beskrevet. De efterfølgende begreber vurderes nemlig til at være de centrale i dagsværdimetoderne.

- Forrentningskrav
 - Risikofri rente
 - Markedsmæssige risici
 - Specifikke risici
- Diskonteringsrente og diskonteringsfaktor

6.1.1.1 Forrentningskrav

Forrentningskravet er det grundlæggende i både DCF-, og normalindtjeningsmodellen, da man anvender et forrentningskrav eller et afkastkrav til at opføre dagsværdien.

Definition af forrentningskravet formuleres som følgende:

*"Forrentningskravet er det afkast, der kompenserer investors risici"*²⁶.

Med andre ord vil det betyde, at compensation bør stige tilsvarende, som risikoen stiger. Dette vil også i sidste ende afspejle i forrentningskravet. Sammenligning vil kunne drages imellem en alternativ risikofri investering med et risikofaktortillæg, og forrentningskravet.

Forrentningskravet vil typisk fremkomme i forbindelse med en ejendom, som følgende:

+ Den risikofrie rente

²⁶ Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav

+ Tillæg, markedsmæssige risici

+ Tillæg, specifikke risici

= Forrentningskravet

6.1.1.1.1 Den risikofrie rente

Hvis man skulle prøve at drage paralleller mellem den risikofrie rente og virkeligheden, så vil det være oplagt at bruge den danske statsobligation. I praksis anvendes ofte den effektive rente på en 10-årig statsobligation. Dette anbefaler FSR i deres værdiansættelsesnotat, og dette kan skattestyrelsen også tilslutte sig. Vurderingen af den danske statsobligationsrente er nærmest risikofrit i normale samfundstilstande. Dette vil så danne grundlag for den alternative investering, hvor risikoen er enten begrænset eller ikke eksisterende. Dog skal løbetiden også være en parameter i investeringen, da risikoen vil stige betydelig, jo længere løbetiden er. Statsobligation anses som risikofrit på kort sigt, men hvis man binder en investering, som en længerevarende, så vil risikoen være højere.

6.1.1.1.2 Ejendomsrelaterede risici

Markedet skaber også risici, herud kaldet ejendomsrelaterede risici. Disse typer af risici er påvirket af andre processor, parter samt lovgivning. Ikke investor eller enkelte markedsdeltagere.

De vigtigste markedsrisici vil blive nævnt senere i dette afsnit, men disse risici er mange, og de ændrer sig hele tiden.

De vigtigste risici er som følgende og vil kort blive beskrevet i efterfølgende afsnit.²⁷

- Forlængede transaktionsperioder
- Fremtidige lejeindtægter
- Beliggenhed
- Strukturelle ændringer
- Lovændringer

²⁷ Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav

6.1.1.1.2.1 Forlængede transaktionsperioder

Handlen med ejendomme kan være en længerevarende affære, og det må anses som større investeringer, hvilket må give sælger, køber, mægler og andre parter den tid, som det tager, da det vil indebære planlægning m.v. En større investering kræver et stort kapital, og herunder mange administrative opgaver, hvilket skal ses på den måde, at alle parter skal have tid til at indsamle informationer, give tilbud m.v. Dette gør processen omfatteligt, og derfor vil transaktionsperioden være lang. Risikoen ved disse lange transaktionsperioder er mere forhøjet end normalt. Både sælger og køber har den fornødne tid til at gennemse handlen for fejl og mangler.

6.1.1.1.2.2 Fremtidige lejeindtægter

Efterspørgsel og udbud har stor betydning for udviklingen af markedet, herunder påvirkning af de fremtidige lejeindtægter. Lejeniveauets udvikling vil derfor være svær at forudsige. Usikkerhed og ustabilitet vil være de to faktorer, som risikoen er afhængighed af.

6.1.1.1.2.3 Beliggenhed

"Beliggenhed, beliggenhed, beliggenhed". Det er ofte udmelding fra diverse mægler omkring værdien af en ejendom. Beliggenheden af ejendommen har betydning for både forrentningskravet og huslejeindtægter, da en attraktiv beliggenhed giver en højere husleje, samt et lavere forrentningskrav.

Med tiden ændrer en god beliggenhed sig. Dette kan skabe en mindre usikkerhed for, om en bestemt beliggenhed altid vil være god eller ej.

Det er relevant for vurderingen af beliggenheden og ejendomstyperne, at sammenligne markedsrapporterne, eftersom de fordeler ejendomsmarkedet i områder og dermed viser hvordan situationen er i de forskellige områder, da ejendomsmarkedet i København og Aalborg ikke er ens.

Beliggenhedens omgivelse kan også være en faktor for, hvad beliggenhedens status er. Dette kunne f.eks. være, hvis beliggenheden pludselig får bedre mulighed for transport eller bedre indkøbsmuligheder.

6.1.1.1.2.4 Strukturelle ændringer

En væsentlig faktor i forhold til den markedsmæssige risiko er samfundets økonomiske situation. Her skal man have beskæftigelsen i tankerne. Hvis der sker store ændringer hos folks løn, så vil det automatisk ændre deres forbrug. Dette forbrug skal medregnes i risikobetragtningen, da lejen på ejendomme kan blive for høj i forhold til, hvad folk kan betale. Dette vil automatisk give vanskeligheder i form af potentielle lejere, og kan give en større tomgang. Dette ovenstående er tænkt i forhold til det private, men hvis vi skal se det fra et erhvervsmæssigt synspunkt, så vil det også give problemer i form af, at butikkerne skal lukkes eller flyttes.

I forhold til det erhvervsmæssige kunne man kommentere på, at åbne kontorlandskaber er blevet eftertragtet de seneste år, og det kan give andre krav til ejendommens konstruktion. Disse tendenser kan ændre sig inden for en kort årrække.

6.1.1.1.2.5 Lovændringer

I dette afsnit vil det være det politiske aspekt, som kan være en risiko. Risikoen gælder forskellige sektorer, og nogen i højere grad end andre. En sektor, som er reguleret og har stramninger markedsmæssigt er beboelsessektoren. Ejendomme inden for beboelsessektoren kan være en stor risiko for investorer samt villigheden, da reguleringer ofte er væsentlige. Derudover kan der være ændringer og stramninger i loven, i form af afgifter, beskatning m.v., som direkte påvirker investoren.

6.1.1.1.3 Specifikke risici

De specifikke risici inden for ejendomme er forbundet direkte til ejendommen eller ejendommene, og ejerens egen påvirkning. Der vil komme nogle eksempler på specifikke risici, som har samme karakteristika som ejendomsrelaterede risici. Hvilket var, at de også kan ændre sig løbende.

6.1.1.1.3.1 Manglende lejebetalinger

Manglende betaling af leje vil være en risiko, hvor ejeren har mulighed for at aftale sig ud af det med lejeren. Risikoen er altså lejeren af ejendommen, og hvad lejerens evner til at betale i fremtiden er. Den offentlige sektor vil derfor kunne betegnes, som en bedre lejebetaler, hvilket minimere risikoen.

6.1.1.1.3.2 Tomgang

En anden specifik risiko, som vil opstå i forbindelse med endt lejemål, og det er genudlejning.

En anden, mere kalkuleret tomgang er i forbindelse med renovering og modernisering, men den kan også være usikker, og vil være individuelt fra ejendom til ejendom. Det varierer alt efter tendenser, samt lejerers fremtidige krav.

6.1.1.1.3.3 Ejerudgifter

Ejerudgifter vil være omkostninger direkte forbundet til den specifikke ejendom, og hermed også usikkerheden bag dem. Dette vil være ejeromkostninger, vedligeholdelse og administration og her kan opgørelsen af disse have stor betydning for forrentningskravet. Herudover kan en post, som vedligeholdelse være en svær post at opgøre pålideligt, da DCF-modellen skal bruge en årlig estimeret pris, hvor vedligeholdelsesposten typisk vil være større udskiftninger som sker hver 5.- eller 10. år. Hvilket gør det svært at give et estimat for den årlige pris. Usikkerheden kan også være skader, som ikke er medregnet som vedligeholdelse på ejendommen.

6.1.1.1.3.4 Forskellige lejestrukturer

Længden på lejekontrakten kan omfatte en risiko. Længerevarende kontrakter følger nødvendigvis ikke markedsudviklingen, trods faste reguleringer.

6.1.1.1.3.5 Øvrige forhold

Ejendommens forrentningskrav fastsættes efter hvad det forventes, efter en 6 måneders varighed med salgsbestræbelser, at blive realiseret til. Dette skal gøres efter bedste skøn, og der tages forbehold for ejendommens særlige forhold, som der samtidig har fundet sted på ejendomsmarkedet ved vurderingstidspunktet²⁸.

De førnævnte forhold er blot få ud af flere forhold, som har indflydelse på forrentningskravet. Det vil kræve en stor og dybdegående analyse samt beregning til at skabe det mest retvisende forrentningskrav for ejendommen. Ledelsen kan bruge diverse rapporter, og analyser fra forskellige eksperter på området i forbindelse med deres egen vurdering. De markedets ledende inden for investeringsejendomme vil være Ejendomsforeningen Danmark, Colliers og Nordicals, og med deres mange ejendomssalg

²⁸ Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl.

og dagsværdioppgørelser kunne der betros stor tillid og præcision af deres analyser af tomgang, markedsleje og afkastkrav m.v.

De førnævnte rapporter i forhold til markedet giver et grundlag for sammenligning til eksempelvis forrentningskrav, antal handler, gennemsnitlig lejepris m.v., som kan være nyttige for regnskabslæseren og regnskabsaflæggeren. Ejendommens beskrivelse er vigtigt i forhold til regnskabslæseren. Hvis beskrivelsen af beliggenheden, ejendomstype, standen m.v. er fyldestgørende, så har regnskabslæseren mulighed for at sammenligne og også mulighed for at forstå de forskellige markedsrapporter, herunder hvilket afkast, som er taget i brug.

6.1.1.1.3.6 Diskonteringsrente og diskonteringsfaktor

Definition af diskonteringsrente er beskrevet som følgende:

“Diskonteringsrenten er ejendommens benchmark afkast ... Forrentningskravet efter den afkastbaserede model før reguleringer er som udgangspunkt lig diskonteringsrenten fratrullet inflation”

Diskonteringsrenten skal afspejle de konkrete risici, og renteniveauet generelt, og det skal opgøres før skat.

Til fastsættelsen af diskonteringsrenten er det nødvendigt at anvende WACC (Weighted average cost of capital), som er rettesat til det generelle kapitalstruktur på markedet. Derudover er det en mulighed at bruge CAPM (Capital asset pricing model), hvilket er en forrentningskrav. Denne model tager højde for følsomheden på det aktuelle aktiv, hvilket også kaldes beta. Jo højere beta-værdien, jo større udsving vil der være i værdien, hvis der samtidig er fluktuationer i samfundsøkonomien. Diskonteringsrenten og afkastkravet er ikke det samme. De forskellige risici vil blive indregnet i forrentningskravet, hvor i DCF vil blive indregnet direkte i driftsafkastet, også kaldet cash-flow. Desuden vil en faktor som inflation også blive medregnet i diskonteringsrenten i DCF-modellen.

Definition af diskonteringsfaktor er beskrevet som følgende:

“Diskonteringsfaktoren afspejler tidsværdien af penge ved en given diskonteringsrente. Diskonteringsfaktoren bruges således til at beregne nutidsværdien af fremtidige pengestrømme”

Kapitalværdien af fremtidig pengestrømme afspejles af diskonteringsfaktoren. De forbundne risici i pengestrømmene er dog ikke afspejlet heri.

6.2 Kostpris kontra dagsværdi

I tabel 1 er der lavet en sammenligning mellem kostpris og dagsværdi. Her er et par enkle eksempler på, hvilke fordele og ulemper, der kan være ved indregning til henholdsvis kostpris og dagsværdi.

	Kostpris	Dagsværdi
Fordele	• Simpel måling • Få skøn og estimer	• Løbende værdiregulering af investeringsejendommen. Regnskabet spejler derfor alt andet lige den reelle værdi • Indregning af værdireguleringer sker i resultatopgørelsen
Ulemper	• Investeringsejendommens reelle værdi kommer ikke til udtryk. • Værdiforringelse i forbindelse med afskrivninger • Nedskrivningstest	• Usikkerhed ved måling • Urealiserede værdistigninger på investeringsejendommen skal bindes på egenkapitalen. • Forskellige opgørelse af dagsværdier, ved forskellige værdiansættelses-modeller • Mange skøn og estimer • Stor oplysningskrav til årsrapporten.

Tabel 1 - Egen tilvirkning - Fordele og ulemper (kostpris kontra dagsværdi)

I forhold til måling, så er indregning til kostpris forholdsvis simpel i forhold til dagsværdi. Groft sagt, så skal indregning blot ske til anskaffelsessum sammenlagt med direkte omkostninger forbundet med købet.

Ved opgørelsen af dagsværdien skal man se på, hvad ejendommen har af salgsværdi på et aktivt marked. Hvis dette ikke er muligt, så tager man salgsværdien af de enkelte bestanddele. Hvis dette heller ikke er muligt, så tager man kapitalværdien, hvor man evt. kunne bruge normalindtjening- eller DCF-modellen. Hvis de tre førnævnte muligheder ikke er mulige, så må man benytte sig af den sidste mulighed, kostprisen.

Indtjening i kostprisen indikerer virksomhedens faktiske indtjening. Ved forudsigelse af fremtidig indtjening er kostprisen den bedste prognoseværdi. Dette skyldes at påvirkning af urealiserede værdireguleringer ikke finder sted i resultatet. Indtægter og omkostninger følger matchingprincippet. Modellen for kostprisen kan derfor anvendes til at måle indsatsen af virksomheden, og det kan regnskabsbrugeren bruge til at vurdere om virksomheden lever op til forventningerne eller ej.

Modellen for dagsværdien måler og indregner værdireguleringer i resultatopgørelsen løbende. Dette medfører at fremtidig indtjening ikke kan forudsiges med resultatet. Dagsværdien opgøres dog på fremtidige pengestrømme.

Det vurderes, på baggrund af ovenstående, at dagsværdimodellen giver det mest retvisende billede i årsrapporten.

7 Værdiansættelsesmetoder

Til værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi, er der nogle anerkendte værdiansættelsesmodeller, som i praksis ofte anvendes. De tre mest benyttede metoder, er anvendelsen af en ekstern vurderingsmand, beregning ved hjælp af en afkastbaseret model eller beregning ved hjælp af en DCF-model. Metoderne vil i afsnittet blive gennemgået, samt fordelene og ulemperne ved hver enkelt af dem.

7.1 Eksternvurderingsmand

Virksomhedens investeringsejendom kan værdiansættes på baggrund af en ekstern uafhængig ekspert. Der er ikke formelle krav om, at få foretaget en vurdering fra en ekstern uafhængig ekspert, jf. ISA pkt. 32., men det opfordres. Ved udarbejdelse skal ledelsen dog altid tage stilling til de anvendte parametre og forudsætninger, som vurderingsmanden har gjort brug af. Vurderingsmanden vil, i nogle af forudsætninger være nødsaget til at bruge virksomhedens oplysninger, såsom nettoleje, omkostninger mv. Troværdigheden på vurderingsmanden kan afhænge af, om han er medlem af det

internationale forbund for valuarer, også kaldet RICS. Dette er ikke et krav, men det tilskyndes at personen er.

Den eksterne uafhængig ekspert må i sin metode ikke inddrage fremtidige investeringer, da værdien på ejendommen skal være dagsværdien pr. balancedagen, og ikke med fiktive forudsætninger eller fremtidige forhold fra investeringer.

IAS 40, pkt. 51 definere det således:

”Investerings ejendommens dagsværdi afspejler hverken fremtidige anlægsinvesteringer, som vil forbedre ejendommen, eller de tilknyttede fremtidige fordele af disse fremtidige investeringer”.

I et notat fra erhvervsstyrelsen fra 2009 blev det konkluderet, at i nogle tilfælde har dette været en udfordring for selskaberne.²⁹

En rapport fra en vurderingsmand kan ikke stå alene for en dagsværdi opgørelse. Den skal ses i sammenhængen med enten den afkastbaseret model eller DCF-modellen.

7.1.1 Fordele og ulemper ved anvendelse af ekstern vurderingsmand

Fordelen ved at anvende en ekstern vurderingsmand, er at den udarbejdede vurdering af ejendommen betragtes, som uafhængig, og baseret på kendskabet til branchen. Hvis valuaren vurderer ejendommen til en forkert værdi, på baggrund for pres fra ledelsen til, at anvende forkerte værdier.

Ved udarbejdelsen af en vurdering er der således ingen krav, om at der underskrives en erklæring, om oplysningerne er korrekte, som er på niveau med revisors erklæring på årsrapporten. Valuaren kan ikke anklages for en ukorrekt vurdering, selvom den ikke er udarbejdet uafhængigt. Dette er en ulempe set for offentligheden og revisors synspunkt.

Når der er foretaget en vurdering fra ekstern vurderingsmand, så skal det oplyses i årsrapporten, hvordan den er opgjort. Det er, i praksis, ikke altid lige nemt at få udleveret oplysningerne og forudsætninger, der benyttes i rapport. Derudover skal

²⁹ Notat om måling (værdiansættelse af ejendomme, Erhvervsstyrelsen, 3. april 2009

opmærksomheden også været for reglerne i IAS 40, så fiktive forudsætninger eller fremtidige investeringer ikke bliver medtaget i beregningen.

En ulempe ved brug af ekstern vurderingsmand er, at vurderingen ikke kan stå alene.

Til sidst er det værd at nævne at vurderingen fra ekstern vurderingsmand, er meget omkostningstung, og derfor typisk bliver brugt af større ejendomsselskaber.

7.2 Afkastbaseret model

Den afkastbaseret metode er en af flere metoder for fastsættelse af dagsværdien. Det er den mest fortrukne model for mindre selskaber, da den betragtes som den mest simple, ift. til DCF-modellen, som er mere krævende.

Afkastmetoden går også under navnet normalindtjeningsmetoden, da den tager udgangspunkt i virksomhedens normale indtjening på et år, hvor forventede omkostninger til administration og vedligeholdelse indregnes.

”Den normale indtjening” bliver også kaldt driftsafkastet for ejendommen, og den fastsætter dagsværdien for ejendommen, sammen med det opgjorte forrentningskrav, også kaldet afkastprocenten. Man opnår nutidsværdien af ejendommens driftsafkast med uendelig annuitet³⁰. Jf. nedenstående, fremgår formlen inden eventuelle reguleringer.

$$\text{Dagsværdi} = \frac{\text{Driftsafkast} * 100}{\text{Afkastprocent}}$$

Dagsværdiopgørelsen med den afkastbaserede model har følgende trin ³¹:

1. Opgørelse af driftsafkast
2. Opgørelse af ejendommens forrentningskrav
3. Eventuelle korrektioner af dagsværdien

³⁰ Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl

³¹ Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl

7.2.1 Opgørelse af driftsafkastet

Driftsafkastet opgøres som følgende:

+ Lejeindtægt
- Vedligeholdelsesomkostninger
- Administrationsomkostninger
- Driftsomkostninger
= Driftsafkast

Tabel 2 - Opgørelse af driftsafkast, jf. Finanstilsynet³²

Opgørelsen af driftsafkastet har dog sine udfordringer, da alle poster skal opgøres for en 12 måneders periode.

Dette er ligetil med lejeindtægter, da man kan tage udgangspunkt i de allerede indgåede lejekontrakter, og derfor medtage de faktiske forventede lejeindtægter for de kommende 12 måneder. Hvis lejen afviger væsentlig (+/- 10 %) fra markedslejen, så anvendes markedslejen i stedet for den kontraktfastsatte leje.

Udfordringen kommer ved opgørelse af vedligeholdelsesomkostninger, da der her skal anvendes de gennemsnitlige årlige omkostninger, for at holde ejendommen i normaltilstand. Dette er ikke ligetil, da man gerne skal have lidt erfaring og fagkundskab inden for branchen samt ejendomme, for at kunne fastlægge den gennemsnitlige vedligeholdelse.

I administrations- og driftsomkostninger tages der udgangspunkt i de budgetteret 12 måneder. Der vil blive estimeret omkostninger ud fra markedsmæssige vilkår, hvis der ikke betales honorar til forvaltning af ejendommen. Finansielle omkostninger indgår ikke i driftsomkostningerne.

7.2.2 Forrentningskrav

Der henvises til afsnit 6.1.1.1 "Forrentningskrav".

³² Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl

7.2.3 Eventuel korrektion af dagsværdi

Det vil ofte være nødvendigt at korrigere den værdi, der fremkommer på baggrund af tidligere formel. Korrektioner kan f.eks. være³³:

”

- *Tillæg for forudbetalinger deposita*
- *Tillæg for merleje*
- *Fradrag for udlejede arealer (Tomgang)*
- *Fradrag for mindre leje*
- *Fradrag for udskudte vedligeholdelsesarbejder.*
- *Fradrag for nødvendige udgifter til indregning”*

Indarbejdningen af korrektioner i driftsafkastet kan være svært, og derfor opgøres værdien af korrektionen mest hensigtsmæssig, som en regulering.

7.2.4 Eksempel på beregning efter normalindtjeningsmetoden

Nedenstående er der opstillet et eksempel på beregningen af dagsværdi efter normalindtjeningen. Tallene er fiktive og kun til brug for eksemplet.

³³ Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl

Eksempel - Normalindtjeningsmodel	
	t.kr
Lejeindtægter	400
Omkostninger	
Vedligeholdelse	-100
Administration	-75
Driftsomkostninger	-50
Omkostninger I alt	-225
Beregnet driftsafkast	175
Forrentningskrav	4%
Beregnet dagsværdi før reguleringer	4.375
Reguleringer for tomgang	-50
Reguleringer for udskudt vedligeholdelse	-100
Dagsværdi for investeringsejendom	4.225

Tabel 3 - Egen tilvirkning - Eksempel på Normalindtjeningsmodel

Ud fra tabel 3, ses det, at den foreløbig værdi ved beregning af driftsafkast og forrentningskravet er på t.kr. 4.375. Ved reguleringen af tomgang og vedligeholdelsesarbejde på t.kr. 150, så ender dagsværdien på t.kr. 4.225, på baggrund af de fastsatte forudsætninger.

7.2.5 Fordele og ulemper ved normalindtjeningsmetoden

Fordelen ved benyttelse af den afkastbaserede model er, at den er relativt simpel at gå til, og derfor bliver den også brugt af mange aktører til beregning af dagsværdi på investeringsejendomme. Informationer til beregningen af normalindtjeningsmetoden er ofte let tilgængelige, og er derfor fordelagtig for mange virksomheder.

Nu hvor modellen kun opgøres for en 12 måneders periode, så er det vigtigt at tages højde for eventuelle reguleringer af vedligeholdelse eller tomgang m.v.

Ved fastsættelse af afkastkravet er det oftest her svært at opgøre værdien, da der skal tages højde for forskellige risikofaktorer og foretages skøn. Det er oftest her der indhentes ekstern dokumentation, i form af markedsrapporter og lignende fra f.eks. Colliers og Nybolig. Ejendommene skal dog opgøres særskilt, da det ikke er uden betydning, hvilket forrentningskrav, der bliver benyttet. En lille ændring kan få stor betydning for værdien.

I notatet fra Erhvervsstyrelsen i 2009 blev det konstateret, at nogle virksomheder anvendte et forrentningskrav, som lagde væsentlig under niveau ift. hvad virksomhederne reelt skulle ligge på, og dermed opnåede en højere værdi af ejendommen på et forkert grundlag. I samme forbindelse blev der udmeldt følgende om forrentningskravet:

"Forrentningskravet skal repræsentere den forrentning af investeringen, som det må forventes, at en villig og uafhængig part vil kræve ved køb af ejendommen".

Der skal derfor foretages en konkret vurdering af forrentningskravet for hver enkel ejendom.

7.3 DCF-modellen

DCF-modellen er ligesom den afkastbaseret model en anerkendt model til opgørelse af dagsværdien på en investeringsejendom. Den er dog mere teknisk og nøjagtig i sin opgørelse af dagsværdien. Modellen er ikke kun anvendelige på investeringsejendomme, men også på aktiver, der generer en pengestrøm, eller ved værdiansættelse af en virksomhed. Metoden er dog forbundet med flere skøn og er derfor svære at anvende i praksis. Dagsværdien for en ejendom findes ved diskonteringen af de fremtidige pengestrømme, heraf kommer navnet Discounted Cash Flow, også kaldet DCF.

For at opgøre dagsværdien skal følgende trin følges:

- Opgørelse af pengestrømme i planlægningsperioden
- Estimering af diskonteringsfaktoren
- Tilbagediskontering af pengestrømme
- Opgørelse af terminalværdien
- Tilbagediskontering af terminalværdien
- Opgørelse af ejendommens værdi

7.3.1 Opgørelse af pengestrømme i planlægningsperioden

En af de centrale faktorer i opgørelsen af dagsværdi ved hjælp af DCF-modellen, er opgørelsen af investerings pengestrømme i planlægningsperioden. Opgørelsen af pengestrømme kan foretages på samme måde, som i den afkastbaserede model, dog over en 5-10-årige periode. Der skal dog tages højde for særlige forhold, der kan give udsving i pengestrømmene, såsom tomgang og vedligeholdelsesomkostninger m.v.

I tabel 2 for opgørelse af driftsafkastet kan også bruges til opgørelsen af forventede fremtidige pengestrømme i DCF-modellen. Der skal dog tilføjes en linje mere; investeringer.

Opgørelsen kunne se således ud:

+ Lejeindtægt
- Vedligeholdelsesomkostninger
- Administrationsomkostninger
- Driftsomkostninger
- Investeringer
= Cash flow

Tabel 4 - Egen tilvirkning - Opgørelse af fremtidige pengestrømme

7.3.2 Estimering af diskonteringsfaktor

Opgørelsen af diskonteringsfaktoren er gennemgået under afsnit 6.1.1, omkring grundlæggende begreber.

7.3.3 Tilbagediskontering af pengestrømme

Nu hvor de fremtidige pengestrømme er fundet, og der er estimeret en diskonteringsfaktor. Så skal der foretages en tilbagediskontering af de fremtidige pengestrømme. Der skal i diskonteringsfaktors medtages inflation, da indtægter og omkostninger man har i dag, ikke vil have den samme værdi i fremtiden.

7.3.4 Opgørelse af terminalværdien

I DCF-modellen arbejdes der i to periode, planlægningsperioden og terminalperioden. Terminalperioden er perioden efter udløbet af planlægningsperioden, og terminalåret er det første år i terminalperioden. Terminalværdien af ejendommen er den beregnede dagsværdi i terminalåret³⁴.

Terminalværdien beregnes således:

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

PSt = Pengestrømme på tidspunktet t

D = Diskonteringsfaktoren

INF = Inflation

7.3.5 Tilbagediskontering af terminalværdien

Ligesom for afsnittet vedrørende tilbagediskontering af pengestrømme, så skal terminalværdien også tilbagediskonteres til nutidsværdi. Den må antages, at have en anden værdi i dag, end i fremtiden. Planlægningsperioden var 5-10 år, så skal tilbagediskonteringen ske over den periode, da terminalværdien ligger efter det sidste planlægningsår.

7.3.6 Opgørelse af ejendommens værdi

Når de fem første trin er gennemført, kan investeringsejendommens dagsværdi findes, ved at lægge summen af nutidsværdien for planlægningsperiodens pengestrømme og nutidsværdien af terminalværdien.

³⁴ Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl.

7.3.7 Eksempel på beregning efter DCF-metoden

Nedenstående er der opstillet et eksempel på beregningen af dagsværdi efter DCF-modellen. Udgangspunktet er taget efter de samme forudsætninger i tabel 3, den afkastbaserede model. dvs. lejeindtægter, omkostninger, forrentningskrav mv.

I eksemplet tages der udgangspunkt i en planlægningsperiode på 8 år, samt et terminal år. Forrentningskravet er sat til 5,50% med en inflation på 1,5%. I forhold den nuværende inflation i Danmark, er det lidt lavere, men for Europaområdet er lidt højere³⁵.

Der fremhæves at, tallene og forudsætninger er fiktive og kun til brug for eksemplet af DCF-modellen.

DCF-modellen										
DKK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalværdi
Lejeindtægter		400.000	406.000	412.090	418.271	424.545	430.914	437.377	443.938	450.597
Tomgang			0	0	0	-50.000		0	0	0
Indtægter i alt		400.000	406.000	412.090	418.271	374.545	430.914	437.377	443.938	450.597
Driftsomkostninger		-50.000	-50.750	-51.511	-52.284	-53.068	-53.864	-54.672	-55.492	-56.325
Vedligeholdelse		-100.000	-101.500	-103.023	-104.568	-106.136	-107.728	-109.344	-110.984	-112.649
Administration		-75.000	-76.125	-77.267	-78.426	-79.602	-80.796	-82.008	-83.238	-84.487
Total omkostninger		-225.000	-228.375	-231.801	-235.278	-238.807	-242.389	-246.025	-249.715	-253.461
Driftsresultat		175.000	177.625	180.289	182.994	135.739	188.525	191.353	194.223	197.136
Investering		0	0	0	0	-75.000		0	0	0
Fri Cashflow		175.000	177.625	180.289	182.994	60.739	188.525	191.353	194.223	197.136
NPV Fri cash flow		165.877	159.588	153.537	147.716	46.473	136.727	131.543	126.555	
NPV Terminalværdien										3.211.343
Diskonteringsrente (inklusive inflation)	5,50%									
Vækst i terminalværdi	1,5%									
NPV frit cash flow (år 1 - år 8)	kr 1.068.015									
NPV terminalværdi	kr 3.211.343									
Dagsværdi af ejendom	kr 4.279.358									
Bogført værdi, jf. sidste årsrapport	kr 4.225.000									
Årets dagsværdiregulering	kr 54.358									

Tabel 5 - Egen tilvirkning - Eksempel på DCF-modellen

7.3.8 Fordele og ulemper ved DCF-modellen

For at kunne anvende DCF-modellen skal der inden brug, opgøres en del faktorer. Ift. normal-indtjeningsmodellen er DCF-modellen mere kompleks, da DCF-modellen kræver yderligere forudsætninger, hvilket giver bedre overblik over resultatet på årsbasis, da man forholder sig til udsving i driften.

Modellen er meget tidskrævende, da der skal foretages vurdering af hele planlægningsperioden, hvor normalindtjeningsmodellen forholder sig til 1 år.

³⁵ Danmarks statistik – Inflation i Danmark og EU, 23.marts 2020

Der bliver i DCF-modellen foretaget væsentlige flere skøn ved beregningen af dagsværdien. Det kan være en klar ulempe, da der er mange usikkerheder ved beregningen. Det er således ikke nemt at vurdere, hvordan ejendomsmarkedet og den generelle økonomi udvikler sig i planlægningsperioden, og det kan gøre det vanskeligt, at lave en skønsvurdering på inflationen.

7.4 Delkonklusion

De tre metoder for fastsættelse af dagsværdien er nu blevet gennemgået, og der er fordele og ulemper ved hver af dem.

Ved brug af en ekstern vurderingsmand skal der fra ledelsens side, tage stilling til de anvendte parametre og forudsætninger, som vurderingsmanden har gjort brug af. Der er oplysningspligt i regnskabets noter, for de grundlæggende forudsætninger ved opgørelsen. Anvendelse af metoden er en dyre affære, da vurderingsmanden kræver et honorar for udførelsen.

Normalindtjeningsmetoden er den mest fortrukne model for mindre selskaber, da den er simpel ift. DCF-modellen. Den tager udgangspunkt i et indtjeningssår, hvor den opgør dagsværdien ud fra tre trin, opgørelse af driftsafkast, opgørelse af forrentningskrav og eventuelle korrektioner af dagsværdien. Informationerne til beregningen af normalindtjeningen er ofte let tilgængelige, og er derfor fordelagtig for mange virksomheder.

Anvendelse af DCF-modellen er ikke kun anvendelig på investeringsejendomme, men på aktiver, der generer pengestrømme. DCF-modellen tager udgangspunkt i en indtjeningsperiode på 5-10 år, hvor den tilbagediskonterer pengestrømme for opnåelse af nutidsværdien. Investeringer og tomgang m.v. bliver der også taget højde for i modellen. Dette gør den mere kompleks end normalindtjeningsmetoden. DCF-modellen er velegnet til virksomheder, hvor der er større udsving i pengestrømmene.

8 Ændringer til ÅRL vedrørende investeringsejendomme

Siden indførelse af årsregnskabsloven i 1983, er den blev ændret mange gange. I de efterfølgende afsnit vil der blive opsummeret de ændringer, der er sket i ÅRL fra 2014 og 2019, som vedrører investeringsejendomme. Ændringerne startede dog i 2008, hvor virksomheder, der indregnede efter ÅRL § 38, indregnede dagsværdireguleringen, som en

bunden reserve på egenkapitalen, men med ændringen overgik til en fri reserve³⁶. I 2009 udgav Erhvervsstyrelsen et notat, med henblik på, at tydeliggøre reglerne for målingen af ejendomme. Der var nemlig efter finanskrisen usikkerhed på ejendomsmarkedet, da økonomien havde påvirket ejendomsværdierne. Fokusset på værdiansættelsen af ejendomme har siden været stort. Dette kan især ses ved ændringerne i ÅRL for 2015.

8.1 Ændringer til årsregnskabsloven 2015

Den 1. juni 2015 fik årsregnskabsloven en af sine større ændringer i nyere tid³⁷. Den gik ind og ændrede forskellige områder, mange af dem var relevante for virksomheder, der ejede investeringsejendomme. Vi vil lave en gennemgang af de ændringer, der var relevant for virksomheder med investeringsejendomme:

- Opgørelse af størrelsesgrænser
- Årlig revurdering af scrapværdier
- Indregning til dagsværdi efter §41
- Ændring af regler vedrørende virksomheders hovedaktivitet
- Indregning af gæld vedrørende investeringsejendomme.
- Ændring af oplysningskrav

8.1.1 Opgørelse af størrelsesgrænser

I forbindelse med ændringerne i Årsregnskabsloven d. 1. juni 2015 blev størrelsesgrænserne hævet for regnskabsklasser B og C. Det fik således betydning for de selskaber, der lagde på grænsen mellem regnskabsklasse B og C, se figur 2. Dette betød at flere virksomheder, som før aflagde efter regnskabsklasse C, nu kunne aflægge efter de lempeligere regler i regnskabsklasse B, og modsat.

Virksomhederne skulle dog ved fastsættelse af regnskabsklassen have to af enten nettoomsætningen, balancesum eller det gennemsnitlige antal ansatte, overskredet størrelsesgrænsen i to år i træk, før virksomheden kan ændre regnskabsklasse³⁸.

³⁶ FSR – Information om ændringer af årsregnskabsloven 3. juni. 2018

³⁷ Den >>nye<< årsregnskabslov, Udgivet af Beierholm, 2015-2016

³⁸ Den >>nye<< årsregnskabslov, Udgivet af Beierholm, 2015-2016

I relation til opgørelsen af regnskabsklassen, kom der også en ændring til, hvordan virksomheder skulle opgøre nettoomsætningen. Virksomheden skal efter ændringen også medregne finansielle indtægter og indtægter fra investeringsvirksomhed i nettoomsætningen. Dog skal indtægter kun tillægges nettoomsætningen, hvis de er lig med eller større end nettoomsætningen.

De særlige regler for opgørelse af nettoomsætningen har kun betydning i forhold til beregning af størrelsesgrænserne. Finansielle indtægter og indtægter fra investeringsvirksomhed skal ikke præsenteres under nettoomsætningen i resultatopgørelsen³⁹. I figur 7 herunder ses definitionen på finansielle indtægter og indtægter fra investeringsvirksomhed.

Regnskabspost	Indtægtstyper
Indtægter fra kapitalandele i tilknyttede virksomheder	Kostpris: udbytter og gevinst ved salg af kapitalandele Indre værdi: positive resultatandele og gevinst ved salg af kapitalandele Dagsværdi: positive dagsværdireguleringer og gevinst ved salg af kapitalandele
Indtægter fra kapitalandele i associerede virksomheder	Kostpris: udbytter og gevinst ved salg af kapitalandele Indre værdi: positive resultatandele og gevinst ved salg af kapitalandele Dagsværdi: positive dagsværdireguleringer og gevinst ved salg af kapitalandele
Indtægter af andre kapitalandele, værdipapirer og tilgodehavender, der er anlægsaktiver	Udbytter, kursgevinster, renteindtægter samt gevinster ved salg af andre kapitalandele (porteføjekapitalandele m.v.), værdipapirer og tilgodehavender
Andre finansielle indtægter fra tilknyttede virksomheder	Renteindtægter og lignende indtægter
Andre finansielle indtægter	Renteindtægter, udbytter, kursgevinster, valutakursgevinster, gevinster ved salg af andre kapitalandele og værdipapirer samt andre positive værdireguleringer af finansielle aktiver

Figur 7 - Finansielle indtægter og indtægter fra investeringsvirksomhed.⁴⁰

Den nye opgørelsesmetode fik stor betydning for, at flere holdingselskaber og ejendomsvirksomheder blev omfattet af regnskabsklasse C og derfor skulle udarbejde et koncernregnskab. Dette skyldes, at disse selskaber ofte havde store balancesummer og et

³⁹ Den >>nye<< årsregnskabslov, Udgivet af Beierholm, 2015-2016, side 15

⁴⁰ Den >>nye<< årsregnskabslov, Udgivet af Beierholm, 2015-2016, side 13

lavt antal ansatte. Nettoomsætningen fik således en afgørende rolle for, om selskabet rykkede en regnskabsklasse op.

8.1.2 Årlig revurdering af scrapværdier

Ved ændringen i 2015 blev det vedtaget, at selskaber løbende skal revurdere scrapværdierne på aktiver, der indregnes til kostpris. En revurdering af scrapværdien vil være relevant for investeringsejendomme, hvor der løbende er udsving i konjunkturerne. Ved løbende, at revurdere scrapværdien kan det få den konsekvens, at afskrivningsgrundlaget ændres, og dermed ændringer i afskrivninger i resultatopgørelsen. Ændringen er relevant for de virksomheder, der indregner deres ejendomme til kostpris⁴¹.

8.1.3 Indregning til dagsværdi efter § 41

Selskaber havde tidligere muligheden for, at indregne investeringsejendomme til dagsværdi efter §41, hvor opskrivningerne blev bundet over egenkapitalen. Ændringen medførte at, de bundne reserver på egenkapitalen løbende skulle reduceres med afskrivninger.

8.1.4 Ændring af regler vedrørende virksomhedens hovedaktivitet

Det var tidligere et krav, at virksomhedernes hovedaktivitet skulle være, at drive et investeringsvirksomheden, for at kunne anvende ÅRL § 38 for indregning af investeringsejendomme til dagsværdi. Med ændringen i loven blev dette fjernet. Anvendelsen af ÅRL § 38, blev nu mulig for selskaber, som ejede en investeringsejendom, men deres hovedaktivitet var produktionsvirksomhed, at indregne der investeringsejendom til dagsværdi. Dertil kom der også en skærping af § 38, således den kun kan anvendes på investeringsejendomme, hvor det tidligere også var muligt på alle typer investeringsaktiver⁴².

8.1.5 Indregning af gæld vedrørende investeringsejendomme

Før ændringen af ÅRL i 2015, var det et krav, at gældsforpligtelsen skulle indregnes og måles på lige fod med investeringsejendommen til dagsværdi over resultatopgørelsen. Dette blev ved ændringen af ÅRL fjernet. Det medførte, at alle virksomheder, der

⁴¹ Artikel: "Investeringssejendomme og ny årsregnskabslov" Revision og regnskabsvæsen, juli 2016

⁴² Artikel: "Investeringssejendomme og ny årsregnskabslov" Revision og regnskabsvæsen, juli 2016

indregnede investeringsejendomme til dagsværdi, fremover skulle indregne bank- og realkreditlån efter de almindelige regler i årsregnskabsloven for gældsforpligtelser, nemlig til amortiseret kostpris. Virksomheder, der anvendte § 38 på sine investeringsejendomme og gældsforpligtelser kunne anvende en overgangsregel, der medførte at dagsværdien på forpligtelsen i det seneste årsregnskab, kunne anvendes som ny kostpris. Ændringen medførte ikke ændring af sammenligningstal, men ved brug af overgangsreglen skulle anføres i en note⁴³.

8.1.6 Ændring af oplysningskrav

Der blev ved ændringen i 2015, vedtaget en udvidelse af oplysningskravene, når en virksomhed indregnede investeringsejendomme til dagsværdi. Før ændringen skulle der i anvendt regnskabspraksis oplyses om forudsætningerne for den valgte beregningsmetode. Ved den nye lovgivning blev det ændret, så virksomhederne skulle oplyse mere i anvendt regnskabspraksis om de centrale forudsætninger. Det blev anført, som et krav, at virksomhederne skulle oplyse regnskabslæserne omkring de værdiansættelsesmodeller og -teknikker, som var anvendt til beregning af dagsværdien.

8.1.7 Årsag til ændringer

Ved ændringer i årsregnskabsloven i 2015, blev det udtrykt at årsregnskabsloven skulle i et vist omfang tilpasse sig til de internationale regnskabsstandarder, rettere sagt IFRS. Standarderne i IFRS er mere detaljeret, end i årsregnskabsloven, hvilket kan ses i ovenstående afsnit.

Som tidligere nævnt udgav Erhvervsstyrelsen i 2009 et notat omkring værdiansættelsen af investeringsejendomme. Baggrunden for notatet skyldes det usikre ejendomsmarked, som finanskrisen medførte, samt indikationer på ejendomme i årsregnskaber, som var betydelige overvurderet⁴⁴. Notat for Erhvervsstyrelsen var en præcisering, omkring fokuset på værdisætningen af investeringsejendomme, og dermed en forbedring af kvaliteten på fastsættelse af dagsværdien og sikring af det retvisende billede.

Ved ændringerne i årsrapporterne med besiddelse af investeringsejendomme, vil det nu fra omverden bliver mere gennemskueligt, at få indsigt i de vurderinger, ledelsen i

⁴³ Artikel: "Investeringssejendomme og ny årsregnskabslov" Revision og regnskabsvæsen, juli 2016

⁴⁴ Notat om måling (værdiansættelse af ejendomme), Erhvervsstyrelsen, 3. april 2009

selskabet har foretaget ved de enkelte dagsværdier. Før ændringerne var det svært, for omverden at vurdere de fastsatte værdier, ud fra de givne oplysninger, og dermed vurdere det retvisende billede. Som skrevet i afsnittet over, så var der en tilbøjelighed til, at de fastsatte dagsværdier i årsrapporterne var vurderet for højt, jf. notat fra Erhvervsstyrelsen. De nye regler og oplysningskrav hjælper med, at sikre, at dagsværdireguleringerne ikke op- eller nedskrives for meget, og dermed sikrer et mere retvisende billede.

8.2 Ændringer til årsregnskabsloven 2018

Folketinget vedtog d. 20. december 2018 en ny ændring af årsregnskabsloven. Ændringen har til formål at tilpasse regnskabsstandards fra IFRS ind i årsregnskabsloven, ligesom i 2015. Ændringerne vil først træde i kraft for regnskabsåret, der begynder den 1. januar 2020 eller senere. Det var dog muligt at anvende reglerne i årsregnskaberne, der slutter d. 31.12.18 eller senere, hvis det skete systematisk og konsekvent⁴⁵.

Forsigtighedsprincippet kan defineres på følgende måde:

"En indtægt må først indregnes, når den er indtjent og et aktiv kan alene måles til dagsværdi, hvis dagsværdien kan måles pålideligt"

Forsigtighedsprincippet skal signalere, at virksomhederne skal udvise en fornøden forsigtighed, når de aflægger årsregnskabet. Virksomheden skal fortsat indregne efter bedste evne en reel dagsværdi, og dermed ikke indarbejdes overforsigtighed i form af skjulte reserver i balance til senere resultatudjævning⁴⁶.

I ændringen af årsregnskabsloven blev der vedtaget nogle ekstra krav om oplysninger om dagsværdimålinger, ved indregning efter ÅRL §§ 37-38. Ændringerne skal dog ses i sammenhæng med ændringerne fra 2015.

I ÅRL § 58 fremgår det, at aktiver og forpligtelser, der ikke kan måles til dagsværdi på grundlag af observationer på et aktivt marked, skal oplyse om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen. De centrale forudsætninger kunne oplyses samlet for en kategori eller gruppe af aktiver, hvis de ikke afveg væsentligt for hinanden. Det vil sige, aktiver som børsnoterede aktier kunne anses, som en kategori, hvorimod man ved

⁴⁵ Notat – Deloitte- Ændringer til årsregnskabsloven, 16. januar 2019

⁴⁶ Publikation – EY – "Indsigt i årsregnskabsloven (special edition)", Side 8, december 2018

investeringsejendomme skulle tjekke om ejendommens benyttelse, f.eks. boligejendomme og produktionsbygning ikke vil indgå under den samme kategori.

Der blev derfor i ændringen i 2018 tilføjet, at for hver kategori af aktiver, der blev indregnet til dagsværdi efter ÅRL §§ 37-38, skulle tilføje følgende oplysninger⁴⁷:

”

- *dagsværdien ultimo regnskabsåret,*
- *ændringer af dagsværdien indregnet i resultatopgørelsen og*
- *ændringer, der er indregnet i dagsværdireserven under egenkapitalen.”*

Ved de nye krav, vil regnskabslæseren få et indblik i, hvordan resultatet og egenkapitalen vil blive påvirket af urealiserede værdireguleringer.

Der vil i opgaven ikke blive foretaget yderligere vedrørende ændringer i 2018.

8.3 Delkonklusion

I ovenstående afsnit er der nu blevet gennemgået, de gennemførte ændringer i perioden 2014-2019, som var væsentlig for investeringsejendomme. De fleste ændringer kom i ÅRL i 2015, og vedrørte ændringen til opgørelse af størrelsesgrænser, årlig revurdering af scrapværdier, nedbringelse af opskrivningsreserven ved fortagende afskrivninger §41, ændringen af regler vedrørende virksomhedens hovedaktivitet §38, indregning af gæld vedrørende investeringsejendomme, samt ændring af oplysningskrav om metode og forudsætninger.

Ændringerne for 2018 skal ses i sammenhæng med ændringer for 2015. Der skal i investeringsejendomme efter ÅRL § 37-38, nu også oplyses dagsværdien ultimo regnskabsåret, ændringer af dagsværdien indregnet i resultatopgørelsen og ændringer, der er indregnet i dagsværdireserven under egenkapitalen.

Virksomheder skal bruge forsigtighedsprincippet med bedste evne ved aflæggelsen af årsregnskabet.

⁴⁷ Notat – Deloitte- Ændringer til årsregnskabsloven, 16. januar 2019

9 PS&TS Ejendomme A/S

I de følgende afsnit i rapporten vil der blive lavet en beskrivelse til vores fiktive selskab.

9.1 Beskrivelse PT&TS Ejendomme A/S

PS&TS Ejendomme A/S er et fiktivt selskab, som ejer en investeringsejendom.

Investeringsejendommen er købt d. 1. januar 2015. Ejendommen blev overtaget med de nuværende lejekontrakter, som består af fem erhvervslejemål. Ejendommen bliver drevet 100% erhvervsmæssigt i form af udlejning af kontor samt butik, hvormed ejendommen opfylder kravene til at være en investeringsejendom til erhverv.

I regnskabet for 2016 er der udarbejdet et anlægskartotek, se bilag 2, hvor der fremgår en dekomponering og brugstid på investeringsejendommen.

Ejendommen består af tre etager, hvoraf stueetage består af butik på 600 m², hvorefter første etage består af to lige opdelte kontorarealer med 300 m² hver. Det samme gælder for anden etage, altså to lige opdelte kontorarealer med 300 m² hver. Hvilket giver et samlet areal på 1.800 m². Der er fem erhvervslejemål i alt, hvor fire af dem er udlejet i 2016. Alle erhvervslejemålene har et opsigelsesvarsel på 6 måneder.

Ejendommens årlige huslejeindtægter udgør i 2016 kr. 3.960.000.

Fællesudgifter bliver betalt af lejerne.

Omkostningerne til salgs- og administrationsomkostninger afholder udlejer.

Til fremtidig vedligeholdelse er der afsat 200.000 kr.

Forrentningskrav er afsat til 5,0%

Depositum:

Kontor leje: $300 \text{ m}^2 * 1050 / 12 \text{ måneder} = 26.250 \text{ pr. måned}$

$26.250 * 6 \text{ måneder} * 3 \text{ kontor} = 472.500$

$26.250 * 6 \text{ måneder} * 4 \text{ kontorer} = 630.000$

Butik: $600 \text{ m}^2 * 4.500 / 12 \text{ måneder} = 225.000 \text{ pr. måned}$

$225.000 * 6 \text{ måneder} = 1.350.000$

I alt: 1.980.000 (2016)

Ejendommen har en beliggenhed i det centrale Aalborg. De nuværende lejere har været lejere siden ejendommens opførelse i år 2012. Ejendommen har vurderingen, klasse A, samt primær. Dette betyder, som førnævnt at ejendommen har en central placering, og ejendommen er nyopført i år 2012, hvilket må anses som fejlfri og i perfekt stand. Kigger man på markedsrapporterne fra Colliers, EDC og Nybolig ligger forrentningskravet på cirka 5%, hvilket passer godt overens med vores vurdering, se tabel 7.

9.1.1 Første indregning af ejendomme

I afsnittet omkring materielle anlægsaktiver blev der fastlagt, at investeringsejendomme skulle indregnes til kostpris ved første indregning. For at kunne sammenligne indregningsmetoder og det retvisende billede, er vi nødsaget til at fastholde indregning til kostpris, da denne regnskabspraksis også er relevant for investeringsejendomme.

PS&TS Ejendomme A/S købte i 2015 investeringsejendommen for 60 mio.kr.

I forbindelse med første indregning, skal der foretages en opdeling af de enkelte elementer i ejendommen, også kaldet dekomponering. Elementernes brugstiden er afgørende for afskrivningsgrundlaget, og derfor skal elementerne fastsættes separat.

Ejendommen består af følgende elementer i form af, grund, fundament og mursten, vinduer, og døre, tagkonstruktion og installationer.

Nedenstående tabel viser PS&TS Ejendomme A/S's dekomponering:

	Kostpris	Restværdi	Brugstid
Grund	8.000.000	8.000.000	∞
Fundament og mursten	39.000.000	19.500.000	70 år
Vinduer og døre	4.000.000	0	20 år
Tagkonstruktion	5.000.000	0	15 år
Installationer	4.000.000	0	20 år
Ejendommen i alt	60.000.000		

Tabel 6 - Egen tilvirkning - Dekomponering af investeringsejendom i PS&TS Ejendomme A/S

Ejendommen i PS&TS Ejendomme A/S blev, som tidligere nævnt, købt 1. januar 2015. Ejendommen blev opført i 2012. Der er ikke sket større tilbygninger eller vedligeholdelse af fundamentet, hvormed bygningens brugstid er vurderet til 70 år.

Vinduer og døre er vurderet til at have en brugstid på 20 år jf. normal regnskabspraksis. Det vil ikke være overraskende, hvis vinduer og døre skulle udskiftes før, da ejendommens placering vil øge sliddet på disse elementer. Det ovenstående vil også gøre sig gældende ved tagkonstruktionen, dog jf. regnskabspraksis har tagkonstruktioner en levetid på 15 år.

Stueetagen vil genere mere slid end de to øvrige etager, da stueetagen vil benyttes som butik, hvoraf de to øvrige etager vil blive benyttet til kontor.

Bygningens forventede restværdi er afsat til 50% af kostprisen. De 50% kan anses som lav ift. nyopførte ejendomme, men ejendommens placering gør også sin effekt på fundament og mursten. Værdien på grunden vil aldrig forsvinde, og dermed kan værdien vurderes, som den oprindelige kostpris.

Dette ovenstående afsnit er gældende for indregning af investeringsejendomme til, både kostpris samt dagsværdi. Første gangs indregningen af ejendommen samt dekomponering er dermed opgjort ensartet.

Jf. afsnit 5.1.2 omkring afskrivninger, så afskrives der på investeringsejendomme, som er indregnet til kostpris, mens værdiforringelsen ved dagsværdi bliver det afspejlet i målingen af dagsværdien på ejendommen.

Metoden er afgørende for hvilken regnskabsmæssige behandling af vedligeholdelse og forbedringer skal måles efter.

I år 2016 blev der foretaget mindre vedligeholdelse i forbindelse med dette tomme lejemål.

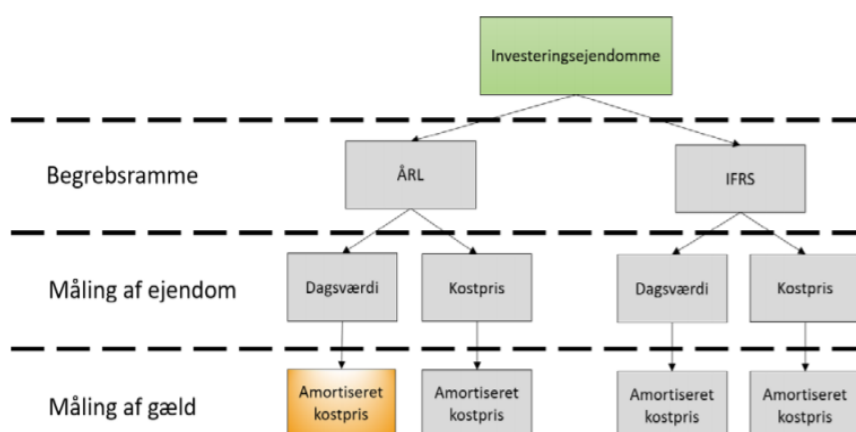
Det tomme lejemål har fået mindre reparationer samt vedligeholdelse, hvilket har kostet 150.000 kr. Vedligeholdelsen dækker omkostninger til malerarbejder, og reparationer ved enkelte småskader på diverse kontorer.

I forbindelse med købet af ejendommen blev ejendommen forhandlet ned, da der skulle foretages disse mindre reparationer samt vedligeholdelse fra overtagelsesdagen. Vedligeholdelsen samt reparationer på de enkelte småskader er blevet foretaget

jf. afsnit 5.1.3 omkring vedligeholdelse contra forbedringer, så skal der ved indregning til kostpris eller dagsværdi ske en sondringen mellem vedligeholdelse og forbedringer.

9.2 Gælden (Amortiseret kostpris)

Ved ændringen af årsregnskabsloven i 2015, blev der ændret på indregningen af gældsforpligtelsen ved en investeringsejendom. Det var ikke længere muligt at indregne gældsforpligtelsen til dagsværdi, men den skulle fremover indregnes til amortiseret kostpris. I nedenstående figur fremgår måling af gælden ift. ÅRL og IFRS.



Figur 8 - Måling af gæld vedrørende investeringsejendomme, EY - Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, side 312⁴⁸

⁴⁸ Måling af gæld vedrørende investeringsejendomme, EY - Indsigt i årsregnskabsloven, 2016/17, side 312

I opgaven er der medtaget inspiration fra virkeligheden. Opgavens forudsætninger kan være tendentiøse, og det kan derfor diskuteres om markedsværdien ifølge vores beregninger vil give den markedsværdi, som virkeligheden også vil have givet. Nuvel vil markedsværdien altid være en skønnede værdi, da det er to uafhængige parter, som bliver enige om en værdi.

Til opgørelse af dagsværdien på investeringsejendommen i PS&TS Ejendomme A/S, vil der blive foretaget en beregning for både normalindtjenings- og DCF-modellen, for at konstatere opgørelsen af modellerne vil give den samme dagsværdi på ejendommene.

9.3 Analyse af forudsætninger

I de kommende afsnit vil der blive beskrevet de forhold og overvejelser, der er brugt til beregningen af dagsværdien i normalindtjenings- og DCF-modellen for ejendommen i PS&TS Ejendom A/S.

9.3.1 Husleje

Til opgørelsen af huslejeindtægter i værdiansættelsen skal de faktiske lejeindtægter opgøres for perioden. Hvis lejen afviger fra markedslejen med +/- 10%, skal markedslejen anvendes. Reguleringen af dette vil ske i opgørelsen af driftsafkastet i normalindtjeningsmetoden og i terminalperioden i DCF-modellen, da det skal vise ejendommen i en normalsituation.

Til at sammenligne lejen i PS&TS Ejendomme A/S, sammen med markedslejen vil man tage udgangspunkt i IAS 40, hvor man skal sammenligne PS&TS's ejendom med en netop solgt ejendom, og som ligner PS&TS's ejendom. Dette kan måske være vanskeligt, da kombination af butik, samt kontorleje i klassen A, med en central og primær beliggenhed i Aalborg. Men det vil dog være muligt at kunne sammenligne med andre ejendommen med kontor med en god placering, samt samme størrelse og samme stand. Det vurderes mere hensigtsmæssigt at gøre brug af markedsrapporter, frem for at sammenligne.

Dog vil der blive anvendt markedsrapporter, som i afsnit 6.1.1.1.3.5 var beskrevet. Disse rapporters input vil kunne bruges til værdiansættelsen af PS&TS's ejendom, men disse rapporter er vurderinger, så derfor vil disse tal bruges som vejledning, og ikke som et facit.

I rapportererne er flere landsdele vurderet, og her har de forskellige mæglerhuse oplyst ejendomsleje, ejendomsklasser, tomgangsrate, typisk liggetid m.v. i de forskellige landsdele. Ejendommens lejen er vurderet i de større byer i de enkelte landsdele. Lejen svinger selvfølgelig efter hvilken klasse, de er vurderet til.

Klasserne A, B og C også kaldet primær, sekundær og tertiær skal være et pejlemærke, som tager udgangspunkt i, hvilken type ejendom er, hvilken stand ejendommen er i, hvor stor ejendommen er, hvilke faciliteter ejendommen har, og energimærke m.v.

A-klasse ejendomme er de ejendomme med den bedste beliggenhed i det pågældende område, med den højeste standard, nemme at udleje, og med en høj husleje. PS&TS Ejendomme A/S har en ejendom, som er vurderet i Klasse A eller primær.

I nedenstående tabel, er der opstillet en tabel for sammenligning af markedsrapporter fra Colliers, EDC og Nybolig erhverv for 2. halvår 2016 for Aalborg/Nordjylland.

	Markedsleje i kr. pr. år. pr. kvm (detail)	Markedsleje i kr. pr. år. pr. kvm (kontor)	Forrentningskrav	Tomgang i %	Klasse/Beliggenhed
Colliers	4.600	1.000	4,75% - 5,25%	7,50%	Klasse A / primær
EDC	4.250	1.000	5,75%	7,50%	Klasse A / primær
Nybolig Erhverv	3.500 - 4.500	900 -1.150	4,00% - 6,00%	4,50% -6,50%	Klasse A / primær

Tabel 7 - Egen tilvirkning - Opgørelse af markedsleje, tomgangsprocent og forrentningskrav

I tabellen ses det, at opgørelse af markedslejen er forskellig fra hvilken rapport, der anvendes. I rapporten fra Nybolig erhverv er Aalborg under Nordjylland, mens Colliers og EDC har opgjort Aalborg for sig selv. I rapportererne er markedslejen opgjort, som bruttogleje. Hvilket gør det muligt at sammenholde tabellen med lejeindtægterne fra PS&TS Ejendomme A/S.

I opgaven vil vi fremover bruge kr. 1.050 som bruttogleje pr. kvm for kontor, samt kr. 4.500 som bruttogleje pr. kvm for butik. Disse værdier er foretaget ud fra en vurdering af markedsrapporterne og dermed fastsat henholdsvis kr. 1.050 for kontor og kr. 4.500 for butik.

Ejendommens årlige huslejeindtægter udgør i 2016:

Bruttoleje (kontor): 1.050 x 1.200 m²: kr. 1.260.000.

Bruttoleje (butik): 4.500 x 600 m²: kr. 2.700.000.

Samlet: kr. 3.960.000

kr.pr.m²: kr. 2.200

Dette gennemsnit kan virke misvisende, da ejendommen indeholder kontor leje samt butiksleje, hvoraf prisen ikke kan sammenholdes med henholdsvis markedsleje for kontor eller markedsleje for butik.

Ved en opdeling efter kontor og butik, så vil markedslejen kunne udregnes således.

Husleje kontor kr. 1.260.000 / 1200 m² = kr. 1.050 pr. m².

Husleje Butik kr. 2.700.000 / 600 m² = kr. 4.500 pr. m².

For at kunne vurdere om der skal reguleres til markedslejen, sammenholdes de beregnede leje til markedslejen i markedsrapporterne. Lejen for hhv. butik og kontor ligger lidt over ift. markedsrapporterne i tabel 7. De opfylder dog +/- 10% reglen, hvilket ikke giver anledning til regulering til markedslejen⁴⁹. Ved beregningen af normalindtjenings- og DCF-modellen er der ikke medtaget fællesudgifter.

I forbindelse med overtagelsen af ejendommen i år 2015 blev lejekontrakterne bibeholdt i forhold til tidligere lejere. Jf. kontrakterne vil der ske huslejeregulering hvert andet år.

I forhold til normalindtjenings- samt DCF-modellen, så bliver der ikke taget højde for tomgang i normalindtjeningsmodel i år 2016, da vi lige har haft tomgang i år 2015, samt at normalindtjening kun bør tage højde for omkostninger et år frem, da evt. andet vil have en evigheds effekt, hvis det er medtaget.

I forhold til DCF-modellen har vi angivet en værdi af tomgang i år 2021, da der forventes at ske udløb af en lejekontrakt, hvilket samtidig også udløser en større vedligeholdelses-

⁴⁹ Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl.

omkostning i samme år. Det samlede cash flow vil have en mindre påvirkning af denne tomgang i år 2021, hvilket selvfølgelig har en indflydelse for den samlede dagsværdi, men vil dog anses som uvæsentligt. Den skal dog medtages, da DCF-modellen er typisk baseret på en periode fra 5 år til 10 år.

Ejendommens lejere har været tilknyttet ejendommen siden dens opførelse i 2012, og derfor er uopsigelsesperioden ikke længere aktuel. De har dog stadigvæk en opsigelse af lejemål på 6 måneder.

Normalindtjenings- og DCF-modellen indregner begge den faktiske leje i perioden.

I DCF-modellen vil der blive reguleret til markedslejen, hvor det medtages i pengestrømmen, og i normalindtjeningsmodel vil man have markedslejen med, som en regulering, efter man har beregnet "Markedsværdi før reguleringer". Lejen for PS&TS Ejendomme A/S skal dog ikke reguleres til markedslejen, da lejen ikke varierer væsentligt herfra. Det er derfor forudsat i DCF-modellen, at huslejeindtægterne stiger hvert andet år, dvs. at årene 2017, 2019, 2021 og 2023 vil have to procent stigning fra forrige år.

9.3.2 Driftsomkostninger:

I PS&TS Ejendomme A/S udgøre driftsomkostningerne for år 2016 et beløb på kr. 627.050. Dette omfatter ejendomsskatter, forbrugsudgifter, vedligeholdelse og administration m.v. Driftsomkostninger bliver opgjort så nogle af omkostninger er fællesudgifter, som lejerne betaler, mens resten bliver betalt af udlejer. Fællesudgifter medfører en nuleffekt, da omkostninger bliver faktureret på forbrug. De øvrige omkostninger er udlejerens omkostninger, der dækker vedligeholdelse og administrationsomkostninger, samt udgifter vedrørende tomgang.

I forhold til opgørelsen af driftsomkostninger er der en risiko, da man i DCF-modellen skal kunne opgøre dem over en længere periode, og ved normalindtjeningsmodellen skal der laves en gennemsnitlig fordeling. For at kunne opgøre omkostningerne troværdigt, kan der sammenlignes med ejendomme, der er sammenlignelige eller med tidligere års omkostninger. I PS&TS Ejendomme A/S er det ikke muligt at sammenholde med andre ejendomme, så derfor tages der udgangspunkt i foregående år.

I beregningen af normalindtjenings og DCF-modellen er der ikke medtaget fælles udgifter, da de udgør en nuleffekt i beregningerne. Derudover er det forudsat, at de forskellige omkostninger vil stige med en procent om året.

9.3.3 Inflations påvirkning

I de frie pengestrømme vil posterne huslejeindtægter samt driftsomkostninger blive pristalsreguleret i forhold til udviklingen i en aftalt kontrakt, men også ift. boligmarkedet. Reguleringen af husleje vil ske til nettoprisindekset, som følger den danske inflation. Udvikling af inflation har nærmest været lig med 0, og til og med deflation i årene omkring 2016⁵⁰.

0,3% lød inflationen på i år 2016, men målopsætning vil være, at komme på de 2%⁵¹.

I år 2016 lød strategien fra Nationalbanken at føre en fastkurspolitik i forhold til euroen, hvilket på sigt kan give de 2%. Det kan begrunde, hvorfor de 2% skal medtages i pristalsregulering i forhold til huslejeindtægter samt driftsomkostninger, som skal bruges i beregningen i DCF-modellen.

Dette inflationsniveau på 2% vil også tage sin anvendelse i terminalperioden, da man i terminalperioden tager højde for markedsvæksten i al evighed.

I normalindtjeningsmodellen vil disse 2% ikke blive medtaget, da værdien kun bliver taget et år i fremtiden. Driftsomkostninger samt huslejen vil blive reguleret år efter år, da normalindtjeningsmodellen, som tidligere nævnt kun tager et år ud i fremtiden.

9.3.4 Budgetperioden

Budgetperioden tager udgangspunkt i perioden op til ejendommens frie pengestrømme stabiliseres. Til beregningen af DCF-modellen er der taget udgangspunkt i en budgetperiode på 8 år. Perioden er opgjort for at kunne vurdere den beregnede

⁵⁰ Artikel, "2016 bød på laveste inflation i 63 år", Udgivet af Berlingske, tirsdag d. 10. januar 2017

⁵¹ Artikel, "Inflationen stiger efter år med historisk lave prisstigninger", Udgivet af Fyens Stiftstidende, 10 jan. 2018

markedsværdien, som er foretaget på baggrund af de forskellige forudsætninger, som er brugt i DCF-modellen.

9.3.5 Depositum

Betragtningen af depositum vil markeds-mæssigt være uden forrentning forbundet, men som likviditet vil det blive forrentet efter den risikofri rente, da den ekstra likviditet, som er tilføjet af ejeren vil anses som afkast. Statsobligation vil typisk være grundlaget for den risikofrie rente, hvormed løbetiden for statsobligationen skal være af samme tidsperiode, som lejernes lejekontrakts uopsigelsesperiode.

Trods en negativ rente i år 2016 endte obligationsrenten i december på 0,33%. I december 2017 forventede man et renteniveau på 1,15%⁵². Pengestrømmene vil blive påvirket negativ af den negativ rente, hvilket vil gøre det mere fordelagtigt for udlejerens at lejeren udsteder en bankgaranti, modsætningsvis at betale renter af indestående.

Depositummet vil ikke blive tillagt på ejendomsværdien ved anvendelse af normalindtjenings og DCF-modellen. Effekten af indregning af depositummet vil have en nuleffekt, da de udgøre samme værdistigning i begge modeller.

9.3.6 Forrentningskravet

Som nævnt tidligere er der intet effektivt marked for ejendommen i PS&TS Ejendomme A/S, hvilket gør forrentningskravet vanskeligt at fastsætte.

Til vurdering for fastsættelsen af værdien af forrentningskravet, kan markedsrapporter fra Colliers, EDC og Nybolig anvendes. I tabel 7 ses det at forrentningskravet er forskelligt fra rapport til rapport, da afkastet er et spænd mellem forrentningskravet på kontorejendomme og detailejendomme.

9.3.6.1 Markedsrelaterede risici

Udbud og efterspørgsel er de primære faktorer, som styrer forrentningskravet. I de perioder, hvor efterspørgslen overstiger udbuddet efter investeringsejendomme vil det give begrundelse for et lavere forrentningskrav, og dermed en højere ejendomsværdi.

⁵² Artikel, " Økonomer: Sådan går det med renten i 2017, Udgivet af Børsen, 29. dec 2016

Modsat hvis udbuddet overstiger efterspørgslen, så vil forrentningskravet bliver højere, og dermed en lavere ejendomsværdi.

I forlængelse af det ovenstående kan disse risici dog ikke stå selvstændigt. De ejendomsrelaterede risici vil også have sin indvirkning, fordi en periode med højkonjunktur med højere leje samt højere efterspørgsel. Dette vil derfor ikke entydig betyde at der er en lav forrentning. Den høje forrentningskrav kan stadig opstå, hvis ejendommens stand eller beliggenhed er dårlig i forhold til ejendommens formål.

9.3.6.1.1 BNP og beskæftigelse

Konjunkturer i Danmark påvirker ejendomsmarkedet, i en sådan grad, at ved en højkonjunktur er genudlejningsrisikoen lav. Da efterspørgslen efter butiks- eller kontorlokaler er højere, da økonomien går fremad. I en rapport fra Greens analyses institut, vises det at konjunkturer har en positiv fremgang i 2016 og 1 kvartal i 2017, men er ikke på de samme højder, som før finanskrisen⁵³. Udviklingen taler for en højere efterspørgsel, og dermed en lavere usikkerhed ved genudlejning af tomme lejemål.

9.3.6.1.2 Estimering af markedslejeforventninger

I normalindtjeningsmodellen vil inflation ikke blive medtaget, som en stigning i huslejeindtægterne. Dog vil dette ske i DCF-modellen, hvor de stigende huslejeindtægter afspejles til inflationen. Her kan dog stilles spørgsmålstejn til, om stigningen i markedslejen ikke også følger inflationen, hvilket allerede indgår i forrentningskravet⁵⁴.

Til vurdering af dette skal markedet undersøges fra et historisk perspektiv i form af udviklingen af markedet sammen med markedstendensen fremadrettet, samt de faktorer og forventninger, som er omtalt i de store mæglerhuses markedsrapporter.

Markedsforventningerne vil være svære at spå om, og kan skabe stor usikkerhed, og kendskabet til markedet skal være stort. Derudover kan man også sætte spørgsmålstejn til, om markedslejen afspejler inflationsudvikling, hvilket vurderes som sjældent. Disse markedsforventninger må anses som en større undersøgelse og analyse af markedet,

⁵³ Konjunkturundersøgelse, Publikation, Udgivet af Greens Analyseinstitut, 1. kvartal 2017

⁵⁴ Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, side 43

hvilket må igen anses som unødvendigt i forhold til opgavens omdrejningspunkt samt hovedfokus. Dette er derfor blevet afgrænset i opgaven.

9.3.6.1.3 Risiko ved lovændringer

Risikoen for lovændringer for en bestemt ejendomstype eller lejer, kan enten øge eller begrænse attraktiviteten på markedet. Ændringer i loven vil have samme risiko for alle ejendomstyper, og vurdering af risikoen for en lovændring kan derfor være svær.

9.3.6.2 *Ejendomsrelaterede risici*

9.3.6.2.1 Type af ejendom

Forholdet mellem bolig- og erhvervsejendomme har betydning for forrentningskravet. Der er ofte højere risiko for tomme lejemål i erhvervsejendomme end i boligejendomme. Risikoen for tomme lejemål i PS&TS Ejendomme A/S vurderes derfor højere, da ejendommen er erhverv.

Anvendelsen af ejendomme har også betydning for forrentningskravet, da forskel på produktion, butik og kontorbygninger. Ejendommen i PS&TS Ejendomme A/S er som beskrevet tidligere liggende i Aalborg centrum, med nem adgang til offentlig transport, samt en større parkeringsplads. Dette gør det mere attraktivt for lejere, og dermed medfører en lavere risiko for tomgang.

Dette medfører at i normalindtjeningsmodellen, at der skal reguleres for tomgang, mens tomgangen vil indgå i den budgetterede periode under opgørelse af lejeindtægter i DCF-modellen.

9.3.6.2.2 Beliggenhed

I markedsrapporterne udgør beliggenheden en væsentlig faktor, hvilket viser dens betydningen for forrentningskravet. Som tidligere nævnt, ligger PS&TS Ejendomme A/S's ejendom i Aalborg centrum, med nem adgang til offentlig transport, samt en større parkeringsplads, hvilket gør det mere attraktivt for lejere, og dermed medfører en lavere risiko for tomgang.

9.3.6.2.3 Lejernes manglende betalinger

En af de mange risici, som udlejerer tager, er blandt andet lejerens, og lejerens økonomiske situation. Risikoen kan undersøges og vurderes i forbindelse med

indflytningen samt løbende kontrol. PS&TS Ejendomme A/S har fire lejere i år 2016, hvilket gør det overkommeligt.

Risikoen for manglende betalinger hos PS&TS Ejendomme A/S kan vurderes som høj, da alle lejere er private virksomheder.

Dårlige lejere vil sige, at de er dårlige betalere samt eventuelt må flytte fra ejendommen, grundet eksempelvis konkurs. Disse dårligere betalere vil påvirke forrentningskravet, da risikoen for manglende betaling samt flytning er højere, hvilket direkte afspejles i forrentningskravet.

PS&TS Ejendomme A/S's lejere har været lejere siden ejendommens opførelse i 2012, og trods en enkelt tom lejemål, så må lejerne vurderes som gode og stabile lejere, hvilket kan begrunde en lav risiko for manglende betalinger.

9.3.6.2.4 Tomme lejemål

Risikoen for at lejere vil flytte vil altid være der. I PS&TS Ejendomme A/S har lejerne et opsigelsesvarsel på 6 måneder. Længden på et opsigelsesvarsel medfører en risiko ift. udlejer, da muligheden for genudlejning kan variere, hvis der er tale om en kort eller lang periode. Dertil skal der i betragtningen også medtages istandsættelsesomkostninger ved en fraflytning. Ejendommens beliggenhed har en stor betydningen for risikoen af tomme lejemål, samt genudlejning af disse. Efterspørgslen af erhvervsejendomme i Aalborg centrum medfører at genudlejningsrisikoen for tomme lejemål er lavere.

Ud fra vores vurdering ved værdiansættelsen for en ejendom, kan det konkluderes at mange faktorer har på en eller anden måde, en påvirkning. Der er i opgaven blevet foretaget beregninger for begge dagsværdi metoder, og her er der blevet taget udgangspunkt i de førnævnte forudsætninger. Beregninger kunne have været anderledes, hvis de blev udarbejdet efter en sammenlignelig ejendom, da der ville have været en anden vurdering af risiciene.

De nu førnævnte forudsætninger vil blive anvendt i næste afsnit til beregning af kostpris, dagsværdi, herunder normalindtjenings- samt DCF-modellen.

9.4 Sammenligning af indregningsmetoder

I bilag 3 til 5 er der opstillet regnskaber for regnskabsårene 2015 og 2016 for henholdsvis kostpris- og dagsværdi metoderne. Ud fra regnskaberne bliver der tydeliggjort forskellen ved opgørelse investeringsejendomme af de tre indregningsmetoder. Der vil i afsnittet blive kommenteret på regnskaber fra 2016.

Virksomhedstallene er skønnet værdier, og skal ikke vurderes mere konkret end det. De skal blot bruges til, at vise effekten af analysen.

I regnskabet for år 2016 er bruttofortjenesten for henholdsvis kostpris, dagsværdi (normalindtjening), og dagsværdi (DCF) på kr. 2.920.681. Så udgangspunktet er det samme for de tre indregningsmetoder.

Næste punkt i regnskabet er værdireguleringer samt afskrivninger, hvor man kan se de store forskelle i de forskellige indregningsmetoder.

	Kostpris	Dagsværdi (Normal)	Dagsværdi (DCF)
Bruttofortjeneste	2.920.681	2.920.681	2.920.681
+/- Værdireguleringer	0	5.992.182	5.874.846
Resultat før afskrivninger	2.920.681	8.912.862	8.795.526
- Afskrivninger	-1.011.904	0	0
Resultat af primær drift	1.908.777	8.912.862	8.795.526
Finansielle indtægter	2.750	958.375	958.375
Finansielle omkostninger	-1.314.411	-1.294.131	-1.294.131
Resultat før skat	597.116	8.577.106	8.459.770
Skat af årets resultat	-131.365	-1.886.963	-1.861.149
Årets resultat	465.750	6.690.143	6.598.621

Tabel 8 - Egen tilvirkning - Uddrag af resultatopgørelse for PS&TS Ejendomme A/S

Forskellene er tydelige i form af, at kostprismetoden kun har indregnet de regnskabsmæssige afskrivninger, hvor de to andre indregningsmetoder har indregnet dagsværdireguleringer. Resultat af primært drift kan ses i tabel 8. De store forskelle mellem kostprisen og dagsværdierne, skyldes at kostprisen afskriver kr. 1.011.904 årligt, mens der i normalindtjenings- og DCF-modellen sker en positiv dagsværdiregulering på henholdsvis kr. 5.992.182 og kr. 5.874.846. Forskellen mellem de to dagsværdier er de forskellige faktorer i opgørelserne.

Størrelsen på de finansielle udgifter ved kostprisen skyldes optagelse af realkreditlån samt banklån i forbindelse med købet af ejendommen i år 2015. Dette giver et resultat før skat for kostprisen på kr. 597.116.

De finansielle poster for dagsværdi er derimod noget anderledes.

Årsagen til at de finansielle indtægter i to dagsværdismetoder er forskellige, i forhold til kostprismetoden, skyldes at man i regnskabsåret har anvendt overgangsreglen fra lovændringen i 2015 for realkreditlån. Overgangsreglen tillader, at man kan benytte ultimo værdien for lånet i 2015, der var opgjort til dagsværdi. som den nye kostpris i 2016. I 2016 skal lånet dermed opgøres til amortiseret kostpris, hvilket medfører en finansielle indtægt på kr. 955.625.

I forhold til de finansielle omkostninger, så havde PS&TS Ejendomme A/S finansielle omkostninger på kr. 1.314.411 for kostpris, og kr. 1.294.131 for begge dagsværdimetoder. Dette skyldes, som tidligere nævnt, at man i regnskabet har anvendt overgangsreglen.

Skat af årets resultat er 22% af resultat før skat.

Årets resultat bliver for i 2016 således for de tre indregningsmetoder:

Kostpris:	kr. 465.750
Normalindtjeningsmodel:	kr. 6.690.143
DCF-model:	kr. 6.598.621

Under balancen har vi poster aktiver og passiver. Aktiver er domineret af investeringsejendommen, hvilket udgøre over 99 % for henholdsvis kostpris, normalindtjening samt DCF-modellen. Under passiver udgøre posterne realkreditlånene samt banklånene omkring de 68% hos alle tre indregningsmetoder.

Balance	Kostpris	Dagsværdi (Normal)	Dagsværdi (DCF)
Aktiver			
Investeringsejendomme	57.976.192	66.659.000	63.439.968
Anlægsaktiver	57.976.192	66.659.000	63.439.968
Passiver			
Realkredit gæld	-32.293.153	-31.499.663	-31.499.663
Bankgæld	-8.964.360	-8.964.360	-8.964.360
Langfristet gæld	-41.257.513	-40.464.023	-40.464.023
Realkredit gæld	-871.490	-846.246	-846.246
Bankgæld	-1.044.973	-1.044.973	-1.044.973
Depositum	-1.822.500	-1.822.500	-1.822.500
Kortfristet gæld	-3.738.963	-3.713.719	-3.713.719

Tabel 9 - Egen tilvirkning - Uddrag af balance for PS & TS Ejendomme A/S

Balancesummen for henholdsvis kostpris, normalindtjening- samt DCF-modellen kan ses i bilag 3-5. Der er således et spænd mellem kostprismetoden og normalindtjeningsmetoden på kr. 8.682.808.

Forskellene i realkreditlånet skyldes, som tidligere nævnt, overgangsreglen i lovændringen i 2015. Der blev i 2016 for normalindtjenings- og DCF-modellen anvendt en ny kostpris i forhold til ultimo i 2015.

I bilag 3 til 5 fremgår der noter omkring opgørelsen af materielle anlægsaktiver for kostpris og dagsværdi (normalindtjeningsmodel), samt hvilke forudsætninger der gjort brug af, ved beregning af dagsværdien.

Dertil er der udarbejdet noter for opgørelsen af den langfristede gæld for henholdsvis realkreditlånet og banklånet. Opgørelsen af realkreditlånet er opdelt efter kostpris og en fælles for normalindtjenings- og DCF-modellen.

Der er i bilag 5 også medtaget nogle følgende afsnit i anvendt regnskabspraksis.

- Ændring af regnskabspraksis (overgangsreglen)
- Investeringsejendomme
- Finansielle gældsforpligtelser

Analysen af følsomheden vil blive beregnet via de forskellige faktorer, som normalindtjenings- og DCF-modellen bruger til beregningen af dagsværdien. Vi vil derfor anvende PS&TS Ejendomme A/S's ejendom, som et eksempel til at understrege faktorernes indvirkning på dagsværdien, som vil blive analyseret og diskuteret.

9.5 Analyse af normalindtjeningsmodel og DCF-model

I det følgende afsnit vil de forskellige estimeret udsving i faktorerne til værdiansættelsen af en investeringsejendom, blive analyseret og afklaret. Analysen vil tage udgangspunkt både normalindtjenings og DCF-modellen. I normalindtjeningsmodellen vil der blive analyseret på følsomheden ved nettoleje/forrentningskravet og driftsomkostninger. I DCF-modellen vil der blive analyseret terminalvækst, driftsomkostninger, bruttoleje for henholdsvis kontor og butik.

9.5.1 Følsomhedsanalyse - Normalindtjening

9.5.1.1 *Nettoleje:*

I tidligere afsnit 9.3 omkring forudsætninger af investeringsejendomme er forrentningskravet og nettoleje beskrevet, som skønnede faktorer. I PS&TS Ejendomme A/S blev forrentningskravet og nettoleje vurderet i forhold til forrentningskravet og nettoleje i markedsrapporterne fra Colliers, EDC og Nybolig. Ved vurderingen blev det konstateret, at lejen ikke skulle reguleres til markedslejen, samt at forrentningskravet skulle ligge på de 5%.

Da værdien på en investeringsejendom ændres ved en regulering på nettolejen eller forrentningskravet, er det relevant at se på udviklingen. Da forrentningskravet og nettolejen er foretaget ud fra et skøn, og derfor kan medføre større ændringer i opgørelsen af dagsværdien på ejendommen. I nedenstående tabel vises der hvordan en ændring i forrentningskravet på 0,5%-point til 1%-point, samt en ændring i nettolejen på kr. 50.000-100.000 påvirker ejendomsværdien i kroner.

Dagsværdi af investeringsejendom					
Nettoleje	Forrentningskrav				
DKK	4,00%	4,50%	5,00%	5,50%	6,00%
3.232.950	80.823.750	71.843.333	64.659.000	58.780.909	53.882.500
3.282.950	82.073.750	72.954.444	65.659.000	59.690.000	54.715.833
3.332.950	83.323.750	74.065.556	66.659.000	60.599.091	55.549.167
3.382.950	84.573.750	75.176.667	67.659.000	61.508.182	56.382.500
3.432.950	85.823.750	76.287.778	68.659.000	62.417.273	57.215.833
Ændring i procent					
	4,00%	4,50%	5,00%	5,50%	6,00%
3.232.950	-21%	-8%	3%	12%	19%
3.282.950	-23%	-9%	2%	10%	18%
3.332.950	-25%	-11%	0%	9%	17%
3.382.950	-27%	-13%	-2%	8%	15%
3.432.950	-29%	-14%	-3%	6%	14%

Tabel 10 - Egen tilvirkning – Følsomhedsanalyse - Nettoleje og forrentningskrav

I tabellen ovenfor ses det, at ejendommens værdi i 2016 udgør t.kr. 66.659, ved en nettoleje på DKK. 3.332.950 og en forrentningskrav på 5%. Så ved en ændring på kr. 50.000 i nettolejen enten den ene eller den anden vej, så ændrer værdien på ejendommen med t.kr. 1.000. Ved opgørelse af dagsværdien i normalindtjeningsmodellen er nettolejen derfor en væsentlig faktor. Da ved en forkert skønnet leje eller driftsomkostning, kan medføre en regulering til markedslejen, hvilket kan få betydning for værdien på ejendommen.

I tabel 7 ses det, at markedslejerne er forbundet med stor usikkerhed, da opgørelsen af lejen fra de tre markedsrapporter spænder mellem 3.500 - 4.600 kr. for en butik og 900 - 1.150 kr. for et kontor. Det kan således medføre en større forskel i værdien på ejendommen, hvis man benytter de 3.500 kr., i forhold til de 4.600 og omvendt. Ved fastlæggelse af nettolejen skal der derfor konkluderes, at der skal tages udgangspunkt i mere end en markedsrapport.

Det ses dog også i tabellen at den største værdiændring sker ved en ændring i forrentningskravet. I tabellen ovenfor ses det, at ved en ændring på 0,5%-point fra 5% til 4,5%, så vil ejendommens værdi stige med DKK. 7.406.556, hvilket er en stigning på 11%. Ved et fald på 0,5%-point, så vil ejendommen falde med DKK. 6.059.909, som er et fald på 9%. Det har således en større betydning at benytte det rigtige forrentningskrav end

nettolejen, da en ændring på 0,5%-point kan medføre, at ejendomsværdien kan falde eller stige med millioner. Nettolejen har dog en betydning, da nettolejen er fundamentet til beregningen af dagsværdien på en ejendom.

Der skal ved opgørelsen derfor tages udgangspunkt i mere end en markedsrapport ved fastlæggelse af forrentningskravet. Da usikkerheden ved skønnet af forrentningskravet kan medføre, at investeringsejendommen ikke har den retmæssige værdi i regnskabet. Dette var således årsagen til Erhvervsstyrelsens notat fra 2009, da mange selskaber valgte det forkerte forrentningskrav, og gjorde værdien på deres ejendom højere end den reelt var⁵⁵.

9.5.1.2 Driftsomkostninger:

Ligesom ovenstående, så er der også udsving koblet til driftsomkostninger for en investeringsejendom. I nedenstående har vi taget udgangspunkt i "driftsomkostninger i alt". Det er i dette tilfælde underordnet om, det er for en post eller flere poster. Det er den samlede ændring, som har sin betydning. Driftsomkostninger indeholder som tidligere nævnt, blandt andet vedligeholdelse, administration og varmeregnskab m.v. Denne kombination af flere poster kan skabe disse udsving, som nævnt i indledning til dette afsnit. Disse poster er besværlige samt usikre at budgettere.

Budgetteringen er afgørende, og hvis der evt. sker fejl i form af for mange driftsomkostninger eller for lidt driftsomkostninger, kan dette have stor betydning for markedsværdien af ejendommen. Regnskabsåret 2016 for PS&TS Ejendomme A/S er opgjort til kr. 627.050, hvilket er markeret med rødt i nedenstående tabel. I tabellen er der forudsat intervaller fra +/- kr. 50.000, og +/- 100.000 fra den opgjorte værdi.

Driftsomkostninger			
DKK	Dagsværdi	Ændring i kr.	Ændring i %
kr 527.050,00	kr 64.659.000	-kr 2.000.000	-3,00%
kr 577.050,00	kr 65.659.000	-kr 1.000.000	-1,50%
kr 627.050,00	kr 66.659.000	kr 0	0,00%
kr 677.050,00	kr 67.659.000	kr 1.000.000	1,50%
kr 727.050,00	kr 68.659.000	kr 2.000.000	3,00%

Tabel 11 - Egen tilvirkning - Følsomhedsanalyse - Driftsomkostninger

⁵⁵ Notat om måling (værdiansættelse af ejendomme), Erhvervsstyrelsen, 3. april 2009

Værdien af de kr. 50.000 kan ses i tabellen at have en påvirkning på kr. 1.000.000, hvilket er svarende til plus/minus 1,50%. Denne ændring kan godt anses som lidt høj for markedsværdien, hvilket skyldes, at den samlede sum af driftsomkostninger kan udgøre en stor sum af normalindtjeningen. Dog kan der tilføjes at vedligeholdelsesposten vil efterhånden, som man har erfaring med ejendommen og den specifikke ejendom, blive budgetteret tæt på det realiseret, så det rigtige forhold mellem driftsomkostninger og indtægter bliver realistisk, hvilket giver et mere realistisk normalindtjeningssum.

9.5.2 DCF-model - Følsomhedsanalyse

9.5.2.1 *Vækst i terminalværdi*

Forrentningskravet er som tidligere nævnt en værdi, som indeholder en række af forskellige faktorer. Nogle af disse er renteniveauet, inflation, ejernes krav til afkast og risikopræmie.

Jo højere forrentningskrav, jo mere risiko er der forbundet med investeringen.

Forrentningskravet fastsættes simpelthen efter, hvor meget renten kunne være ved en anden investering, og kan blandt andet kaldes markedrenten.

I princippet bør forrentningskravet fastsættes efter lignende handler, men disse kan være besværlige at finde, da to investeringsejendomme sjældent vil have samme forudsætning.

Dette giver så anledning til at bruge de store erhvervsmægler-huses markedsrapporter, som grundlag for ens forrentningskrav. Disse rapporter bliver, som tidligere nævnt, udarbejdet for forskellige tidsperiode i løbet af året, hvor erhvervsmæglerne vil beskrive markedssituationer og tendenserne i forskellige områder i Danmark.

I forrentningskravet tager de højde for ejendommens klasse, ejendommens beliggenhed m.v. Dette gør forrentningskravet besværlig at fastsætte, da det er taget ud fra vurderinger på forskellige scenarier. I nedenstående tabellen er forrentningskrav for år 2016 de 7%, som er markeret med rødt. Senere vil der illustreres, hvad en ændring +/- 0,5%-point i forrentningskravet have af betydning for dagsværdien.

Dagsværdi af investeringsejendom					
Terminalvækst	Forrentningskrav				
	6,00%	6,50%	7,00%	7,50%	8,00%
1,00%	67.614.265	61.435.568	56.288.179	51.934.041	48.203.119
1,50%	72.754.072	65.485.490	59.538.992	54.584.029	50.391.761
2,00%	79.178.830	70.435.394	63.439.968	57.715.833	52.945.177
2,50%	87.439.233	76.622.775	68.207.828	61.473.998	55.962.850
3,00%	98.453.104	84.577.979	74.167.653	66.067.310	59.584.058
	Ændring i procent				
	6,00%	6,50%	7,00%	7,50%	8,00%
1,00%	7%	-3%	-11%	-18%	-24%
1,50%	15%	3%	-6%	-14%	-21%
2,00%	25%	11%	63.439.968	-9%	-17%
2,50%	38%	21%	8%	-3%	-12%
3,00%	55%	33%	17%	4%	-6%

Tabel 12 - Egen tilvirkning - Følsomhedsanalyse - Terminalvækst og forrentningskrav

I tabellen er "terminalvækst" en forkortelse af vækst i terminalperioden. Vækst i terminalperioden skal fremhæve den vækstrate, som forventes i al evighed. Denne vækstrate i terminalperioden bør svare til den langsigtede nominelle vækstrate i samfundet. Dvs. inflation tillagt realvækst.⁵⁶ Væksten i år 2016 var stærkt præget af finanskrisen, hvilket gør, at terminalvæksten er anslået til 2,0%. De 2,0% er jo en vækst for en fremtidig periode, hvilket gerne skulle udligne for finansielle kriser, samt være svarende til inflationsniveauet.

Tabel 12 skal illustrere, hvad der sker med dagsværdien for ejendommen hos PS&TS Ejendomme A/S, hvis forrentningskravet ændres med 0,5%-point. Dette skal ses på tabellen, at 7,0% er det fastsatte forrentningskrav i år 2016, som vi, ved hjælp af de føromtaltede markedsrapporter, har fastsat.

Et fald i forrentningskravet skal ses, at man flytter sig mod venstre i kolonnerne fra de 7,0%, og en stigning i forrentningskravet skal ses, at man flytter sig mod højre i kolonnerne fra de 7,0%

Terminalvækst er som tidligere nævnt fastsat til 2%, og her skal det ses, at hvis terminalvæksten stiger, så flytter man ned i kolonnerne, og omvendt, hvis den falder, så bevæger man sig op i kolonnerne i tabellen.

⁵⁶ Vejledning, "Vækst i terminalperioden", Udgivet af Skat, 21.januar 2019

I tabellen ovenfor ses det, at ejendommens værdi i 2016 udgør t.kr. 63.440, ved en terminalvækst på 2% og en forrentningskrav på 7%, hvor inflationen er inklusiv. Så ved en ændring på 0,5 %-point i terminalvækst vil dagsværdien henholdsvis stige, hvis terminalvæksten stiger, og modsætningsvis, hvis terminalvæksten falder, så vil dagsværdien falde.

Ved opgørelse af dagsværdien i DCF-modellen kan ændringer på 0,5%-point gøre, at vi snakker værdiforskelle i millionklassen. Både ved ændringer i %-point for forrentningskravet samt terminalvæksten.

Det vil betyde i kroner og øre, at hvis terminalvæksten stiger fra 2,0% til 2,5%, så vil dagsværdien stige fra t.kr. 63.440 til t. kr.68.208, hvilket er en stigning i kr. 4.767.860, hvilket er svarende til 8% stigning. Ved et fald i terminalvækst til 1,5%, så vil dagsværdien falde fra t.kr. 63.440 til t.kr. 59.539, hvilket er et fald i kr. på 3.900.976, hvilket er svarende til en fald i procent på 6%.

Hvis vi kigger på ændring i kroner og øre ved at ændre i forrentningskravet, så vil en stigning i forrentningskravet betyde, at dagsværdien vil falde, og modsætningsvis, at hvis forrentningskravet falder, så vil dagsværdien værdien stige. En ændring på 1 %-point i forrentningskravet er meget betydeligt i forhold til, hvilken værdi ejendommen bliver registreret til.

Hvis forrentningskravet stiger fra 7% til 8%, så vil det svare til en 17% fald, hvilket i kroner og øre er t.kr. 10.495. Hvis vi derudover har vurderet forrentningskravet til 6%, så vil det betyde, at ejendommen vil have en værdi på t.kr. 79.179, hvilket i kroner og øre er en stigning på t.kr. 15.739., hvilket er en procentmæssig stigning på 25%. Det må derfor anses at relative små ændringer i %-point, kan have store dagsværdireguleringer samt vækst og fald i procent.

Ved opgørelse af dagsværdien i DCF-modellen kan ændringer på 0,5%-point gøre, at vi snakker værdiforskelle i millionklassen. Både ved ændringer i %-point for forrentningskravet samt terminalvæksten.

9.5.2.2 Driftsomkostninger - Vedligeholdelse

Som skrevet i ovenstående afsnit om følsomheden i driftsomkostninger ved normalindtjeningsmodellen, så er budgetteringen af omkostninger vanskelig. Dette gør sig især gældende i DCF-modellen, da der skal budgetteres over en længere periode end i normalindtjeningsmodellen. Usikkerheden omkring vedligeholdelsesomkostninger frem i tiden gør dem svære at budgettere, samt man har en tilbøjelighed til at se mere positivt i forhold til fremtiden, da dette vil påvirke ejendommens værdi positivt og dermed en positiv indvirkning på virksomhedens økonomi. I tabellen nedenfor er tallene, som er markeret med rødt, vedligeholdelsesomkostningerne for regnskabsåret 2016 i DCF-modellen. De er opgjort til kr. 161.600.

I tabellen vises der hvordan dagsværdien på ejendommen reguleres ved en ændring i vedligeholdelsesomkostninger på +/- kr. 50.000 eller +/- kr.100.000. Det kan således ses, at ejendommen vil stige/falde med kr. 944.612 ved en ændring på kr. 50.000, hvilket svarer til en stigning/fald på 1,49%.

Ændringen af vedligeholdelsesomkostningerne vil dog ikke have den samme påvirkning, som ændring i forrentningskravet eller huslejeindtægterne. Dette skyldes at huslejeindtægter har et større påvirkning på det samlede cash flow end vedligeholdelsesomkostningerne. En budgetteringsfejl på op til 50% af vedligeholdelsesomkostninger vil derfor ikke have en ligeså stor påvirkning på dagsværdien, som en budgetterings fejl af huslejen eller forrentningskravet.

Vedligeholdelsesomkostninger			
DKK	Dagsværdi	Ændring i kr.	Ændring i %
kr 61.600,00	kr 61.550.744	-kr 1.889.224	-2,98%
kr 111.600,00	kr 62.495.356	-kr 944.612	-1,49%
kr 161.600,00	kr 63.439.968	kr 0	0,00%
kr 211.600,00	kr 64.384.580	kr 944.612	1,49%
kr 261.600,00	kr 65.329.192	kr 1.889.224	2,98%

Tabel 13 - Egen tilvirkning - Følsomhedsanalyse - Vedligeholdelsesomkostninger

9.5.2.3 Bruttoleje - Kontor

I ovenstående afsnittet omkring nettoleje og forrentningskravet blev det beskrevet, at huslejeindtægter i PS&TS Ejendomme A/S ikke skulle reguleres til markedslejen efter vurdering af markedsrapporterne fra Colliers, EDC og Nybolig. Der er derfor foretaget en beregning af den gennemsnitlig markedsleje for kontorejendomme, ud fra de tre markedsrapporter i tabel 7.

Udregning ser således ud:

Colliers: 1.000

EDC: 1.000

Nybolig: 900 - 1.150

I alt: 4.050

Gns.: $4.050 / 4 = 1.012,5$

Gennemsnitsprisen af markedsrapporter er: kr. 1.012,5

I nedenstående tabel er der foretaget en vurdering af huslejeændringer i forhold til gennemsnitsprisen på de kr. 1.012,5, og hvad det gør ved dagsværdien på ejendommen. De kr. 1.050 er den faktiske leje, mens ændringer i huslejen er på +/- 5% af gennemsnitsprisen, samt +/- 10% af gennemsnitsprisen.

Husleje (Kontor)			
DKK	Dagsværdi	Ændring i kr.	Ændring i %
kr 911	kr 60.258.703	-kr 3.181.265	-5,01%
kr 962	kr 61.419.435	-kr 2.020.533	-3,18%
kr 1.050	kr 63.439.968	kr 0	0,00%
kr 1.063	kr 63.740.899	kr 300.931	0,47%
kr 1.114	kr 64.901.630	kr 1.461.662	2,30%

Tabel 14 - Egen tilvirkning - Følsomhedsanalyse - Ændring af markedsleje (kontor)

De uregelmæssige ændringer i procenterne skyldes, at der tages udgangspunkt i den faktiske leje, mens ændringer i % er foretaget ud fra den gennemsnitlige leje fra markedsrapporterne. Ved et fald på 5% i forhold til gennemsnitsprisen, så vil dagsværdien

falde med kr. 2.020.533, hvilket udgør et fald på 3,18% i forhold til den faktiske leje. I DCF-modellen udgør huslejeindtægterne en væsentlig faktor, og får derfor stor betydning for beregningen af dagsværdien. Så når skønnet af leje bliver foretaget er det vigtigt, at det opgøres så korrekt, som muligt.

9.5.2.4 Bruttogleje - Butik

Som beskrevet i ovenstående afsnit om kontor, så skal huslejeindtægter i PS&TS Ejendomme A/S ikke reguleres til markedslejen efter vurdering af markedsrapporterne fra Colliers, EDC og Nybolig.

Her er der også foretaget en beregning af den gennemsnitlige markedsleje for kontorejendomme, ud fra de tre markedsrapporter i tabel 7.

Udregning ser således ud:

Colliers: 4.600

EDC: 4.250

Nybolig: 3.500 - 4.500

I alt: 16.850

Gns: $16.850 / 4 = 4.212,50$

Gennemsnitsprisen af markedsrapporter er: 4.212,50

I nedenstående tabel vil de kr. 4.212,50 blive brugt, som gennemsnitsprisen.

Gennemsnitsprisen har vi henholdsvis gange med +/- 5%, og gange med +/- 10%, så vi kan se udviklingen i ændringen i dagsværdien ud fra regulering af brutto lejen pr. kvm.

Vi kan se, at ændringerne i procent er uregelmæssigt, hvilket skyldes, at vi stadigvæk har taget udgangspunkt i den faktisk leje på kr. 4.500, som var vores anslåede bruttogleje for butik. Intervallerne viser henholdsvis max. lejen og min. lejen for gennemsnitsprisen.

Det er gjort for at vise effekten af ændring af bruttogleje, samt undgå regulering til markedslejen.

Husleje (butiksløje)			
DKK	Dagsværdi	Ændring i kr.	Ændring i %
kr 3.791	kr 55.314.845	-kr 8.125.123	-12,81%
kr 4.002	kr 57.729.454	-kr 5.710.514	-9,00%
kr 4.423	kr 62.558.672	-kr 2.414.609	-3,72%
kr 4.500	kr 63.439.968	kr 0	0,00%
kr 4.634	kr 64.973.281	kr 1.533.313	2,42%

Tabel 15 - Egen tilvirkning - Følsomhedsanalyse - Ændring af markedsleje (Butiksløje)

Ved et evt. fald på 5% i forhold til gennemsnitsprisen, hvilket giver kr. 4.002 i bruttoløje pr. kvm. Ejendomsværdien vil falde med kr. 2.414.609, hvilket er svarende til en ændring i procent på 3,72, i forhold til den faktiske løje på kr. 4.500. I DCF-modellen udgør huslejeindtægterne en væsentlig faktor, og får derfor stor betydning for beregningen af dagsværdien.

9.6 Delkonklusion

Vi kan konkludere på baggrund af ovenstående analyse, at mindre ændringer eller udsving i faktorerne til værdiansættelsesmodellerne vil med, stor sandsynlighed have en påvirkning på dagsværdien i større eller mindre omfang. Opgørelsen af dagsværdiens input skal dermed i så vidt et omfang opgøres så nøjagtigt og korrekt som muligt, hvis værdiansættelsen skal være troværdig.

IAS40 anbefaler, at PS&TS Ejendomme A/S's investeringsejendom skal sammenlignes med en anden ejendom af samme klasse, standard mv. Dette vil dog ikke kunne lade sig gøre i praksis, da vi har med en ejendom at gøre, som har en god placering og en typisk anvendelsesmetode i form af kontor samt butik.

Ejendommens dagsværdi i PS&TS Ejendomme A/S blev beregnet og analyseret ved hjælp af normalindtjenings- og DCF-modellen, hvor de forskellige faktorer såsom husleje, driftsomkostninger m.v. er blevet beregnet, anslået, skønnet, samt anvendt.

Til analyse er der anvendt analyseformen følsomhed.

Analysen af følsomheden er blevet anvendt i forhold til forrentningskravet, terminalvækst, driftsomkostninger samt bruttoløje. Følsomhedsanalysen er blevet brugt til at vurdere

betydning af fejlbudgettering, og hvor stor en værdiregulering, disse forhold har af betydning for dagsværdien.

I PS&TS Ejendomme A/S er konsekvenserne forskellige ud fra hvilken værdiansættelsesmetode der bliver brugt. For normalindtjeningsmodellen er der foretaget analyser af følsomheden for nettoleje, forrentningskravet og driftsomkostninger. I analyserne ses det, hvordan et forkert skøn/estimat har, af effekt på værdien af ejendommen.

For DCF-modellen er der yderligere tilføjelser til analysen af følsomheden. Her er blevet tilføjet faktorerne, såsom terminalvækst, samt bruttoleje for kontor samt butik.

Det er gældende for begge analyser af henholdsvis normalindtjenings og DCF-modellen, at netto-/bruttolejen samt forrentningskravet har størst indvirkning på dagsværdien. De to førnævnte inputs vil være påvirket af en vis form for skøn. I PS&TS Ejendomme A/S var bruttolejen inden for de +/- 10%, og var derfor ikke nødvendigt at ændre til markedslejen.

De markedsrelaterede og ejendomsrelaterede risici påvirker en række faktorer, som i sidste ende opgøre forrentningskravet. Opgørelse af disse faktorer er foretaget med en vis grad af skøn og usikkerhed, da vurderingerne foretaget i markedsrapporterne også er påvirket af forskellige vurderinger.

10 Det retvisende billede

I afsnit 2.2 bliver der nævnt årsregnskabsloven § 11, også kaldet generalklausulen. Efter § 11 skal årsrapporten give et retvisende billede af PS&TS Ejendomme A/S's aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultat. Ved udarbejdelse af årsrapporten efter årsregnskabslovens bestemmelser, skal værdierne i afsnit 2 anvendes.

Til den ovenstående bestemmelse finder man § 11 stk. 2, som er et suppleringskrav i ÅRL, der tilsiger, at hvis bestemmelserne ikke er tilstrækkelig ved lovens anvendelse, så skal der gives yderligere oplysninger i årsrapporten⁵⁷.

Jf. § 11, stk. 3 har virksomheder egentlig pligt til at fravige enkeltbestemmelser i loven, hvis anvendelsen af lovens bestemmelser strider imod kravet om et retvisende billede, og

⁵⁷ EY, Indsigt i årsregnskabsloven, 2018/19, side 59

det ikke er tilstrækkeligt at give yderligere oplysninger for at opfylde generalklausulen om det retvisende billede⁵⁸. Ift. PS&TS har det ikke været nødvendigt at opgive yderligere oplysninger i udarbejdelse af årsrapporten, samt har en fravigelse af enkeltbestemmelser ikke være påkrævet.

Det er ikke ensbetydende for regnskabet retvisende billede, at ovenstående krav og værdier er overholdt. Det retvisende billede forholder sig også til, hvem der er regnskabslæser. De forskellige regnskabslæsere for PS&TS er oplistet nedenfor:

- Ejerne
- Kunder
- Konkurrenter
- Långivere
- Leverandører/Kreditorer

Læseren af regnskabet vil ofte have en eller anden form for tilknytning til virksomheden. Denne tilknytning vil ofte have en interesse med sig, og vil gerne det bedste for virksomheden, hvilket skal give henblik på at tilgodese egne tilstræbelser ved eksempel långivere og leverandør.

I opgavens problemstilling var det til opgave at finde ud af, hvilken metode for indregning og måling af investering, samt den tilknyttede gældsforpligtelse, der giver det mest retvisende billede i den eksterne årsrapport.

Ændringen af årsregnskabsloven i 2015, medførte at flere selskaber kunne indregne deres investeringsejendomme til dagsværdi end før, da man sløjfede kravet om hovedaktivitet, og dermed give regnskabet et mere retvisende billede.

I ændringen af årsregnskabsloven i 2015, som nævnt i afsnit 8.1 kom der øget krav til årsrapporten i form af udvidede oplysningskrav. Her har PS&TS opgjort forudsætningerne for indregning af normalindtjeningsmetoden. Dette gør at årsrapporten bliver mere

⁵⁸ EY, indsigt i årsregnskabsloven 2018/19, side 59

gennemsigtig for regnskabslæseren, da de centrale forudsætninger for beregningen af værdiansættelsen er synlige, og dermed giver det et mere retvisende billede.

I PS&TS er det ikke muligt at opgøre dagsværdien ud fra et effektivt marked og er derfor opgjort efter normalindtjeningsmetoden. I noten omtales hvilken værdiansættelsesmetode, forrentningskrav og udlejningsgraden mv. der er anvendt til opgørelsen af dagsværdien.

Det er efter ændringen af årsregnskabsloven ikke længere muligt at indregne gældsforpligtelser, som er tilknyttet investeringsejendomme til dagsværdi. Jf. afsnit 9.4 har PS&TS anvendt amortiseret kostpris i forbindelse årsrapporten 2016. I forhold til det retvisende billede af årsregnskabet, kan det diskuteres om ændringen er et skridt tilbage.

Dagsværdien vil være det mest ansete at bruge jf. ÅRL. Dog vil amortiseret kostpris for de gældsforpligtelser, som er tilknyttet investeringsejendommen give et mere retvisende billede, da jf. ÅRL at gælden nu kan indregnes som de øvrige gældsforpligtelser.

Årsregnskabsloven fastslår, at dagsværdien vil give det mest retvisende billede, da det praktisk talt er umuligt at ændre regnskabspraksis tilbage til kostpris, hvis man først har indregnet til dagsværdi⁵⁹.

I afsnit 6.2 er kostpris og dagsværdi sammenlignet, og her blev det konkluderet at dagsværdien giver et mere retvisende billede. Dagsværdien måles ud fra ejendommens reelle værdi, mens ejendommen i kostprismetoden ikke vil medtage udvikling i markedet og samfundet.

Der er for investeringsejendommen i PS&TS Ejendomme A/S i bilag 4 - 5, fremstillet en noteoplysning og anvendt regnskabspraksis eksempel.

I forbindelse af udarbejdelse af opgaven, og efterprøvet indregning og måling af en investeringsejendom i PS&TS Ejendomme A/S, er vi kommet frem til at investeringsejendomme, der indregnes til dagsværdi, giver det mest retvisende billede.

⁵⁹ Indsigt i årsregnskabsloven, 2018/19, EY, side 271

11 Konklusion

Alle virksomheder, som aflægger efter årsregnskabsloven skal anvende § 11 generalklausulen. Generalklausulen skal sikre at virksomhedernes årsrapport viser det retvisende billede. De grundlæggende krav og elementer, såsom brugernes informationsbehov, kvalitetskrav m.v. jf. begrebsrammen i årsregnskabsloven, skal dermed være det retvisende billedes retningslinjer og forudsætninger for årsrapporten.

Årsregnskabslovens regler fremsiger, at investeringsejendomme skal indregnes i årsrapporten under materielle anlægsaktiver. Hovedreglen for første indregning jf. Årsregnskabsloven skal ske til kostpris. Opgørelsen af kostprisen skal indeholde de enkelte elementer i aktivet, og elementerne skal opdeles efter brugstiden. Brugstiden fastsættes på ibrugtagningstidspunktet, og opgøres efter aktivitetens økonomiske levetid. Forbedringer skal indregnes, når det er sandsynligt, at udgiften medfører yderligere fremtidige økonomiske fordele, og kostprisen kan måles pålideligt.

Ved indregning til dagsværdi kan man indregne efter ÅRL § 38 og efter ÅRL § 41. Indregning efter § 38 binder opskrivning i resultatopgørelsen, hvor opskrivning bindes på egenkapitalen jf. § 41. Ved anvendelse af § 38 og § 41 skal dagsværdien opgøres pålideligt, og afspejler ejendommens markedsmæssig værdi ved balancetidspunktet.

Hvis dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt, er det muligt tage salgsværdien af de enkelte bestanddele. Hvis dette ikke er tilfældet, må man anvende kapitalværdien, som kan opgøres ved brug af f.eks. normalindtjening-, DCF-modellen. Alternativt kan man gøre brug af en ekstern vurderingsmand. Hvis disse tre førnævnte anvendelser ikke kan ske pålideligt, skal indregning ske efter kostprismetoden.

Derefter er det ledelsens vurdering om ejendommen skal indregnes til kostpris eller dagsværdi. Ændringen af indregning af investeringsejendomme skal kun ske, hvis værdien ikke længere opgøres pålideligt, og det dermed, forhindrer et mere retvisende billede

Kostprismetoden giver et bedre overblik over virksomhedens primære drift, hvor dagsværdimetoden viser formueændringerne.

Virksomheder, som besidder Investeringsejendomme skal præsentere og oplyse forskellige krav i årsrapporten. Kravene gør sig gældende omkring præsentation i resultatopgørelse og balance, samt noter, ledelsesberetning og anvendt regnskabspraksis.

Ekstern vurderingsmand anvender forskellige parametre og forudsætninger, som ledelsen skal tage stilling til.

I forbindelse med valget af værdiansættelsesmetode vil det være at foretrække normalindtjeningsmetoden hos de mindre virksomheder, da den er enkel og simpel i sin anvendelse. Hvorimod DCF-modellen mere velegnet til virksomheder, hvor der opleves større udsving i pengestrømmene. Normalindtjening tager udgangspunkt i et indtjeningsår, hvorefter dagsværdiens driftsafkastet, forrentningskravet samt eventuelle korrektioner, skal opgøres. DCF-modellen tages der hensyn til forskellige faktorer og fremtidig udvikling, som gør modellen mere kompleks end normalindtjeningen.

De to modeller anvender begge løbende driftsafkast, samt tager udgangspunkt i forbindelse med de faktiske forhold på balancedagen, og eventuelle fremtidig forhold bliver derfor ikke reguleret for.

Fokusset på virksomheder, som besidder investeringsejendomme, som er indregnet til dagsværdi har de senere år været stort. Dette ses i ændringer i årsregnskabsloven for 2015, hvor der kom tydelig skarpere krav om f.eks. oplysning omkring centrale forudsætninger. Virksomheder skal bruge forsigtighedsprincippet med bedste evne ved aflæggelsen af årsregnskabet.

Ud fra vores analyse kan vi konkludere at ændringer og udsving i faktorerne til værdiansættelsesmodellerne vil med stor sandsynlighed have en påvirkning på dagsværdien i større eller mindre omfang. Dagsværdien og dens inputs skal i så vidt omfang opgøres nøjagtigt og korrekt som muligt.

Sammenligning mellem PS&TS's investeringsejendom og en anden investerings-ejendom på et effektivt marked har ikke været muligt. Indregning af PS&TS's investeringsejendom er sket med anvendelse af modellerne, normaindtjening- og DCF. I forbindelse med analysen af PS&TS's investeringsejendom er der blevet foretaget en følsomhedsanalyse.

Følsomhedsanalysen er blevet brugt til at vurdere betydning af fejlbudgettering, og hvor stor en værdiregulering, disse forhold har af betydning for dagsværdien.

Forrentningskravet indeholder en række faktorer, som de markeds- og ejendomsrelaterede risici. Opgørelse af disse faktorer er foretaget med en vis grad af skøn og usikkerhed, da vurderinger foretaget i markedsrapporterne er påvirket af forskellige vurderinger.

I analysen for normalindtjenings- samt DCF-model har bruttolejen samt forrentningskravet været de største indvirkning på dagsværdien.

Ændringer i 2015 var der også en lovændring i forhold til indregning af gæld. Gælden skal nu indregnes til amortiseret kostpris, og det betyder derfor, at alt gælden jf. årsregnskabsloven nu behandles ens.

Amortiseret kostpris må derfor vurderes at give et mere retvisende billede, da gælden i virksomheden behandles ens, og de tidligere, store værdireguleringer i resultatopgørelsen ikke længere sker, hvilket afspejler virksomhedens værdi mere retvisende i balancen.

Regnskabslæserens ønske om, hvad regnskabet skal bruges til er afgørende for det retvisende billede.

Ud fra udarbejdelsen af opgaven, er det vores vurdering, at dagsværdi giver det retvisende billede.

12 Perspektivering

I opgaven har vi været igennem noget om, hvordan en indregning af ejendom sker til dagsværdi, og hvilke forudsætninger og oplysninger, der skal fremgå ved aflæggelse af årsrapporten. Det kunne således være interessant, at få en udtalelse fra Erhvervsstyrelsen omkring deres vurdering og tolkning omkring de centrale forudsætninger, for at kunne få nogle mere klare retningslinjer for hvad der er tilstrækkeligt at oplyse i årsrapporten. Dertil kunne det også være interessant at høre fra ejendomskyndige eller valuarer omkring, deres erfaringer med værdiansættelse af ejendomme, samt hvad de betragter nødvendigt for at kunne vurdere værdiansættelsen, fra en ekstern regnskabsbrugers synspunkt.

Det kunne således være interessant at undersøge, om Covid-19 vil påvirke ejendomsmarkedet med et langvarig ejendomskrise, som det var tilfældet efter finanskrisen, eller om markedet generelt er bedre stillet.

Derudover kunne det være interessant at undersøge, hvordan Covid-19 vil påvirke de ejendomsrelaterede risici i forbindelse med indregning til dagsværdi ⁶⁰.

Covid-19 vil komme til at påvirke alt omkring regnskabet, og her kunne det være interessant at undersøge, hvordan ledelsesberetningen vil omtale forskellige punkter som risikoeksponering, afkast og risiko.

Eksempler på mulige omtalte emner i ledelsesberetningen.

- Forrentningsmæssige risici
- Eventuelle særlige risici ud over de almindeligt forekommende risici i branchen
- Forventede resultater for næste år
- Usikkerhed ved indregning og måling
- Usikkerhed om fortsat drift (going concern)
- Efterfølgende begivenheder

⁶⁰ Artikel, "Coronakrise - Hvordan påvirker det ejendomsmarkedet?", Udgivet af red.dk, 27-03-2020

Derudover kunne det være interessant at vide, hvordan regnskabsklasse B virksomheder vil indarbejde det i ledelsesberetningen, da virksomhederne inden for denne klasse ofte ikke vil have så mange detailkrav.

I henhold til regnskabsdelen, så kunne det være spændende at undersøge, hvilke overvejelser og påvirkninger, regnskabsaflæggeren har vurderet som relevante. Herunder kunne det være spændende at undersøge, hvad afsnittet "efterfølgende begivenheder" vil omtale for regnskabsåret 2019, idet at virussens endelige indvirkning først trådte i kraft i 2020.

Det kunne desuden være spændende at se, hvilke regnskabsposter, som vil kunne blive påvirket af Covid-19 ⁶¹.

⁶¹ Artikel, "Coronavirus kan påvirke årsrapportens indhold", Udgivet af FSR, 29. marts 2020

13 Kilde- og litteraturliste

13.1 Hjemmesider

"Skemaer for balancer og resultatopgørelser, Udgivet af elov.dk

<https://www.elov.dk/bilag/bilag-2-til-arsregnskabsloven/>

"Årsregnskabsloven § 13, Udgivet af Danske love

<https://danskelove.dk/%C3%A5rsregnskabsloven/13>

13.2 Artikler

Titel: "Coronakrise - Hvordan påvirker det ejendomsmarkedet"

Forfatter: Red.dk

År: udgivet 27. marts 2020

Titel: "Coronavirus kan påvirke årsrapportens indhold"

Forfatter: FSR

År: udgivet 29. marts 2020

Titel: "Notat om måling (værdiansættelse af ejendomme)"

Forfatter: Erhvervsstyrelsen

År: 3. april 2009

Titel: "Danmarks statistik – Inflation i Danmark og EU"

Forfatter: Danmarks statistik

År: 23. marts 2020

Titel: "Information om ændringer af årsregnskabsloven"

Forfatter: FSR

År: 3. juni 2018

Titel: "Investerings ejendomme og ny årsregnskabslov"

Forfatter: Revision og regnskabsvæsen, Torben Johansen, BDO

År: Udgivet i juli 2016

Titel: "2016 bød på laveste inflation i 63 år"

Forfatter: Udgivet af Berlingske

År: tirsdag d. 10. januar 2017

Titel: "Inflationen stiger efter år med historisk lave prisstigninger"

Forfatter: Udgivet af Fyens Stiftstidende

År: d. 10. januar 2018

Titel: "Økonomer: Sådan går det med renten i 2017"

Forfatter: Udgivet af Børsen

År: 29. december 2016

13.3 Publikationer:

Titel: "Indsigt i årsregnskabsloven, en nye runde med 82 ændringer"

Forfatter: EY

År: december 2018

Titel: "IFRS 13 – Dagsværdimåling"

Forfatter: Deloitte

År: 2015

Titel: " Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder"

Forfatter: FSR

År: februar, 2020

Titel: " PwC regnskabshåndbog 2020"

Forfatter: PwC

År: 2020

Titel: "Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forretningskrav"

Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark og Dansk ejendomsmæglerforeningen.

År: 2013

Titel: "Den >>nye<< årsregnskabslov"

Forfatter: Beierholm

År: 2015-2016

Titel: " Ændringer til årsregnskabsloven"

Forfatter: Deloitte

År: 16. januar 2019

Titel: "Konjunkturundersøgelse"

Forfatter: Greens Analyseinstitut

År: 1. kvartal 2017

Titel: "Værdiansættelse af investeringsejendomme – Anbefalinger til DCF-modellen"

Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark

År: Udgivet i oktober 2016

Titel: "Vækst i terminalperioden"

Forfatter: SKAT

År: Udgivet i januar 2019

Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl.

Årsregnskabsloven

IAS 40 – Investeringsejendomme

13.4 Bøger:

Titel: "Finansiell rapportering"

Forfatter: Jens O. Elling

År: 4. udgave, 2017

Titel: "Indsigt i årsregnskabsloven 2018/2019"

Forfatter: EY

År: 5. Udgave, 2018-2019

Titel: "Indsigt i årsregnskabsloven 2019/2020"

Forfatter: EY

År: 6. Udgave, 2019/2020

Titel: "Indsigt i årsregnskabsloven 2016/2017"

Forfatter: EY

År: 2016/2017

Titel: "Årsrapporten – Teori og regulering"

Forfatter: Jens O. Elling

År: 1. udgave, 2003

14 Bilag

14.1.1 Bilag 1

Markedsrapporter

14.1.1.1 Nybolig:

Kontorejendomme 3. kvartal 2016	Aalborg centrum	Aalborg indre ring	Aalborg ydre ring	Frederikshavn
Total forventet færdiggørelse 2016 (m²)	30.000	5.000	25.000	-
Total forventet færdiggørelse 2017 (m²)	10.000	-	10.000	-
Total forventet færdiggørelse 2018 (m²)	5.000	-	-	-
Tomgangsrate i %	4,50-6,00	7,00-8,00	6,00-8,00	10,00-12,00
Kortsigtsprognose	→	→	→	→
Bruttoleje: Klasse A ejd. (DKK/m²/år)	900-1.150	750-850	600-750	500-600
Kortsigtsprognose	→	→	→	→
Bruttoleje: Klasse B ejd. (DKK/m²/år)	750-850	650-775	550-650	350-450
Kortsigtsprognose	→	→	→	→
Bruttoleje: Klasse C ejd. (DKK/m²/år)	550-625	500-600	425-500	200-350
Kortsigtsprognose	→	→	→	→
Afkast: Klasse A ejendomme i %	5,00-6,00	6,50-7,00	7,25-8,00	8,00-8,50
Afkast: Klasse B ejendomme i %	5,50-6,75	7,50-8,25	8,50-9,00	9,50-10,50
Afkast: Klasse C ejendomme i %	7,25-8,50	8,75-9,50	9,00-10,00	10,50-11,50
Mikroforhold				
Typisk liggetid, udlejning (mdr.)	6-15	6-15	6-15	9-12
Typisk uopsigelse (år)	1-10	1-7	1-5	0-2
Typisk liggetid, salg (mdr.)	6-9	3-6	6	12-16

Butiksejendomme 3. kvartal 2016	København	Aarhus	Herning	Odense	Aalborg	Kolding	Esbjerg	Roskilde/ Køge
Bruttoleje: Butikscenter (DKK/m²/år)	3-7.000	4-6.000	3-3.500	2-4.000	3,5-4,500	2-4.000	1.000-1.500	3-3.500
Kortsigtsprognose	→	→	→	→	→	→	→	→
Bruttoleje: Hovedhandelsgader (DKK/m²/år)	22-23.000	5-8.000	2-2.500	6-6.500	3-6.000	1,5-2,500	1,8-3,600	2,8-3,200
Kortsigtsprognose	→	→	→	→	→	→	→	→
Bruttoleje: Sekundære handelsgader (%)	2-3.000	1,2-4,000	800-1.000	1-2.500	800-1.400	500-800	800-1.100	1,3-2,000
Kortsigtsprognose	→	→	→	→	→	→	→	→
Afkast: Butikscenter (%)	4,00-4,75	5,00	5,00-6,00	5,00	5,00-5,50	5,00	8,00-10,00	5,50-6,00
Kortsigtsprognose	→	→	→	→	→	→	→	→
Afkast: Hovedhandelsgader (%)	4,00-4,25	4,00-5,00	5,00-7,00	5,00-5,50	5,00-5,50	5,50-7,00	6,00-7,00	5,00-5,75
Kortsigtsprognose	→	→	→	→	→	→	→	→
Afkast: Sekundære handelsgader (%)	5,50-6,50	4,75-5,00	8,00-11,00	6,50-8,00	5,50-6,50	8,00-10,00	8,00-10,00	6,75-7,75
Kortsigtsprognose	→	→	→	→	→	→	→	→
Tomgangsrate %	1,00-3,00	1,00-5,00	0,00-15,00	5,00-10,00	2,00-10,00	5,00-15,00	10,00-20,00	1,00-5,00
Kortsigtsprognose	→	→	→	→	→	→	→	→

14.1.1.2 Colliers

Kontor:

	MARKEDSLEJE Kr. pr. m ² pr. år ekskl. drift				AFKASTKRAV %			
	Bedste	Standard	Under middel	Forventninger	Bedste	Standard	Under middel	Forventninger
SJÆLLAND								
København City	1.800	1.200	1.000	stabil	4,25	5,25	5,50	stabil
Brokvarterer og Frederiksberg	1.350	1.100	850	positiv	5,00	5,50	5,75	positiv
Havnefront	1.800	1.350	1.100	positiv	4,75	5,25	5,50	stabil
Ørestaden	1.350	1.150	900	stabil	5,00	5,25	5,50	stabil
Øvrige København*	1.050	900	700	positiv	5,50	5,75	6,00	positiv
Forstæder nord	1.400	1.100	900	stabil	5,25	5,50	5,75	stabil
Forstæder syd/vest	950	800	650	stabil	6,25	6,50	7,25	stabil
Roskilde	1.100	900	700	stabil	7,25	7,50	8,25	stabil
Slagelse	850	650	500	stabil	7,75	8,00	8,75	stabil
Ringsied	850	650	500	stabil	7,50	8,25	8,50	stabil
Næstved	850	650	500	stabil	7,75	8,25	8,75	stabil
Holbæk	900	800	650	stabil	7,75	8,25	8,75	stabil
MIDTJYLLAND								
Aarhus City	1.350	1.100	900	positiv	4,75	5,25	5,50	positiv
Storaarhus	1.150	850	600	positiv	5,00	6,00	7,00	positiv
Horsens	1.100	750	475	stabil	5,75	7,50	8,75	stabil
Randers	850	600	400	stabil	7,00	7,50	8,25	stabil
NORDJYLLAND								
Aalborg City	1.000	850	700	stabil	5,50	6,50	7,00	stabil
Øvrige Aalborg	850	725	625	stabil	6,25	6,75	7,25	stabil
Nørresundby	800	650	575	stabil	7,25	7,75	8,75	stabil
Hjørring	725	700	500	stabil	7,25	8,00	8,75	stabil
Frederikshavn	700	600	500	stabil	7,50	8,00	8,75	stabil

Retail ejendom:

	MARKEDSLEJE Kr. pr. m ² pr. år ekskl. drift				AFKASTKRAV %			
	Bedste	Standard	Under middel	Forventninger	Bedste	Standard	Under middel	Forventninger
SJÆLLAND								
København City	22.000	12.000	2.000	stabil	3,00	4,00	5,00	stabil
Brokvarterer og Frederiksberg	3.700	2.500	1.500	stabil	4,00	5,00	6,00	stabil
Havnefront								
Ørestaden								
Øvrige København*	2.500	1.800	1.400	stabil	6,00	6,50	7,00	stabil
Forstæder nord	3.500	2.500	1.600	stabil	5,50	6,00	6,50	stabil
Forstæder syd/vest	3.000	1.800	900	stabil	6,00	6,50	7,00	stabil
MIDTJYLLAND								
Aarhus City	7.500	2.600	1.400	positiv	4,00	4,75	5,25	positiv
Horsens	3.000	2.350	1.000	stabil	5,50	6,25	7,25	positiv
Randers	1.800	1.400	800	stabil	6,25	6,75	7,25	stabil
NORDJYLLAND								
Aalborg City	4.600	2.500	1.500	stabil	5,25	6,00	6,50	stabil
Øvrige Aalborg	1.400	1.000	700	stabil	6,25	6,75	7,50	stabil
Nørresundby	1.000	700	550	stabil	7,00	7,25	7,75	stabil
Hjørring	1.600	1.100	600	stabil	6,50	7,00	7,50	stabil
Frederikshavn	1.500	1.000	575	stabil	6,75	7,25	7,75	stabil
TREKANTOMRÅDET OG SYDJYLLAND								
Vejle	3.300	2.300	900	stabil	5,25	6,00	7,25	positiv
Kolding	2.400	1.500	850	positiv	5,50	6,50	7,50	positiv
Fredericia	1.800	1.200	800	stabil	6,00	6,50	7,50	stabil
Esbjerg	3.300	2.500	1.000	stabil	5,25	6,00	7,50	positiv
FYN								
Odense City	5.500	3.000	1.300	stabil	5,25	5,50	6,50	stabil
Øvrige Odense	1.400	750	500	stabil	7,00	8,00	9,00	stabil
Svendborg	2.450	1.000	600	stabil	6,00	7,50	10,00	stabil
Middelfart	1.200	750	500	stabil	6,50	7,25	10,00	stabil
Nyborg	1.200	950	700	stabil	6,50	7,00	7,25	stabil

14.1.1.3 EDC

Kontor:

	Klasse A		Klasse B		Klasse C		Klasse A		Klasse B		Klasse C	
København	Afkastkrav i %						Årlig markedsleje i kr/m²					
Primær	4,50	➡	5,25	➡	5,50	➡	2.100	➡	1.600	↗	1.250	↗
Sekundær	5,25	➡	5,75	➡	6,25	➡	1.600	↗	1.300	➡	1.050	➡
Tertiær	6,25	➡	6,75	➡	7,25	➡	1.100	➡	950	➡	700	↘
Nordsjælland												
Primær	7,25	➡	7,75	➡	8,25	➡	1.000	➡	750	➡	650	➡
Sekundær	7,50	➡	8,00	➡	8,50	➡	900	➡	650	➡	550	➡
Tertiær	7,75	➡	8,50	➡	9,00	➡	750	➡	550	➡	450	➡
Østsjælland												
Primær	6,50	➡	7,00	➡	8,00	➡	1.100	↗	900	➡	700	➡
Sekundær	7,50	➡	8,00	➡	9,00	➡	900	➡	700	➡	500	➡
Tertiær	8,50	➡	9,00	➡	10,00	➡	650	➡	500	➡	400	➡
Vest- og Sydsjælland												
Primær	7,50	➡	8,00	➡	8,50	➡	900	➡	650	➡	400	➡
Sekundær	8,00	➡	9,00	➡	10,00	➡	700	➡	500	➡	300	➡
Tertiær	10,00	➡	12,00	➡	14,00	➡	500	➡	350	➡	200	➡
Aarhus												
Primær	4,50	↘	5,50	↘	6,00	↘	1.500	↗	1.150	↗	950	↗
Sekundær	5,25	↘	6,25	↘	7,00	↘	1.200	↗	900	↗	750	↗
Tertiær	6,50	➡	7,00	➡	8,00	➡	900	↗	700	↗	550	↗
Aalborg												
Primær	5,75	↘	6,25	➡	7,25	➡	1.000	➡	900	➡	750	➡
Sekundær	6,25	➡	7,25	➡	8,00	➡	850	➡	750	➡	650	➡
Tertiær	7,25	➡	8,00	➡	8,50	➡	750	➡	600	↘	500	↘

Detail ejendomme:

	Klasse A		Klasse B		Klasse C		Klasse A		Klasse B		Klasse C	
København	Afkastkrav i %						Årlig markedsleje i kr./m²					
Primær	4,50	➡	5,00	➡	5,25	➡	20.000	➡	14.000	➡	12.000	➡
Sekundær	5,75	➡	6,00	➡	6,50	➡	3.700	➡	2.500	➡	2.000	➡
Tertiær	7,00	➡	7,50	➡	7,75	➡	1.100	➡	950	➡	800	➡
Nordsjælland												
Primær	7,00	↗	7,50	↗	8,00	↗	2.250	➡	1.200	➡	900	➡
Sekundær	7,50	↗	8,00	↗	8,50	↗	1.750	➡	900	➡	750	➡
Tertiær	8,00	↗	8,50	↗	9,00	↗	1.250	➡	800	➡	650	➡
Østsjælland												
Primær	6,00	➡	7,00	➡	8,00	➡	3.500	➡	2.500	➡	2.000	➡
Sekundær	7,00	➡	8,00	➡	9,50	➡	2.000	➡	1.700	➡	1.500	↘
Tertiær	8,00	➡	9,00	➡	11,00	➡	900	➡	750	➡	500	↘
Vest- og Sydsjælland												
Primær	6,75	➡	7,50	➡	8,50	➡	1.800	↗	1.500	➡	1.200	➡
Sekundær	7,25	➡	8,25	➡	9,00	➡	1.300	➡	1.000	↘	700	↘
Tertiær	8,50	➡	9,50	➡	10,50	➡	1.000	➡	700	↘	500	↘
Aarhus												
Primær	4,75	➡	5,25	➡	5,50	➡	7.000	↗	4.500	➡	3.500	➡
Sekundær	5,25	➡	5,50	➡	6,00	➡	4.000	➡	3.500	➡	2.500	➡
Tertiær	6,00	➡	6,50	➡	7,00	➡	2.000	➡	1.600	➡	1.200	➡
Aalborg												
Primær	5,00	↘	5,50	➡	6,00	➡	4.250	↗	3.250	➡	2.000	➡
Sekundær	6,25	➡	6,50	➡	7,00	➡	1.300	➡	1.050	➡	700	➡
Tertiær	7,25	➡	7,75	➡	8,25	➡	600	➡	500	➡	425	➡
Trekantsområdet												
Primær	6,25	➡	6,50	➡	6,75	➡	2.900	➡	2.300	↘	1.300	↘
Sekundær	6,50	➡	6,75	➡	7,00	➡	1.600	➡	1.000	↘	800	↘
Tertiær	7,25	➡	7,75	➡	8,25	➡	700	➡	500	➡	500	➡
Odense												
Primær	5,25	➡	6,00	➡	6,50	➡	5.000	➡	3.800	➡	2.500	➡
Sekundær	6,00	➡	6,75	➡	7,50	➡	3.000	➡	2.000	➡	1.300	➡
Tertiær	8,00	➡	9,00	➡	10,00	➡	800	➡	600	➡	400	➡

14.1.2 Bilag 2

Anlægskartotek

Anlægskartotek		PS&TS Ejendomme A/S								
Betegnelse	Købs- dato	Anskaffelsessum		Afskrivninger				Bogført værdi	Scrap- værdi	Scrap %
		Ansk. primo	Ansk. ultimo	Afskr. %	Saldo primo	Årets afskr.	Saldo ultimo			
Gurnd	01-01-2015	8.000.000	8.000.000			0	0	8.000.000	8.000.000	100%
Fundament og mursten	01-01-2015	39.000.000	39.000.000	1,4%	278.571	278.571	557.142	38.442.858	19.500.000	50%
Vinduer og døre	01-01-2015	4.000.000	4.000.000	5%	200.000	200.000	400.000	3.600.000	0	
Tagkonstruktion	01-01-2015	5.000.000	5.000.000	7%	333.333	333.333	666.666	4.333.334	0	
Installationer	01-01-2015	4.000.000	4.000.000	5%	200.000	200.000	400.000	3.600.000	0	
I alt		60.000.000	60.000.000		1.011.904	1.011.904	2.023.808	57.976.192	27.500.000	

14.1.3 Bilag 3

14.1.3.1 Regnskab – Kostprismetoden

Note	2016 DKK	2015 DKK
Bruttofortjeneste	2.920.681	3.373.000
Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver	-1.011.904	-1.011.904
Resultat før finansielle poster	1.908.777	2.361.096
Finansielle indtægter	2.750	3.000
Finansielle omkostninger	-1.314.411	1.380.978
Resultat før skat	597.116	983.118
Skat af årets resultat	-131.365	-3.000
Årets resultat	465.750	752.085
AKTIVER		
Note	31.12.16 DKK	31.12.15 DKK
Grunde og bygninger	57.976.192	58.988.096
1 Materielle anlægsaktiver	57.976.192	58.988.096
Anlægsaktiver i alt	57.976.192	58.988.096
Periodeafgrænsninger	50.000	55.000
Andre tilgodehavender	10.000	15.000
Tilgodehavender i alt	60.000	70.000
Likvide beholdninger	500.000	300.000
Omsætningsaktiver i alt	560.000	370.000
Aktiver i alt	58.536.192	59.358.096

PASSIVER

Note	31.12.16 DKK	31.12.15 DKK
Selskabskapital	10.000.000	10.000.000
Overført resultat	1.217.835	752.085
Egenkapital i alt	11.217.835	10.752.085
Hensættelser til udskudt skat	833.381	326.203
Hensatte forpligtelser i alt	833.381	326.203
2 Gæld til realkreditinstitutter	32.293.153	33.293.153
3 Gæld til kreditinstitutter	8.964.360	10.009.333
Langfristede gældsforpligtelser i alt	41.257.513	43.302.486
2 Gæld til realkreditinstitutter	871.490	852.643
3 Gæld til kreditinstitutter	1.044.973	994.397
Selskabsskat	131.365	231.033
Anden gæld	3.179.634	2.899.249
Kortfristede gældsforpligtelser i alt	5.227.462	4.977.322
Gældsforpligtelser i alt	46.484.975	48.134.975
Passiver i alt	58.536.192	59.358.096

	31.12.16 DKK	31.12.15 DKK
1. Materielle anlægsaktiver (Kostpris)		
Kostpris pr. 31.12.15		
Årets tilgang	60.000.000	60.000.000
Årets afgang	0	0
Kostpris pr. 31.12.16	60.000.000	60.000.000
Afskrivninger pr. 31.12.15	1.011.940	0
Årets afskrivning	1.011.940	1.011.940
Afskrivninger pr. 31.12.16	2.023.880	1.011.940
Regnskabsmæssig værdi pr. 31.12.16	57.976.120	58.988.060

	2016	2015
	DKK	DKK
2. Gæld til realkreditinstitutter (kostpris)		
Efter 5 år	27.766.605	28.738.765
Mellem 1 og 5 år	4.655.058	4.554.388
Langfristet del	32.421.663	33.293.153
Inden for 1 år	871.490	852.643
	33.293.153	34.145.796

	2016	2015
	DKK	DKK
3. Gæld til kreditinstitutter		
Efter 5 år	2.886.106	4.225.261
Mellem 1 og 5 år	6.078.254	5.784.072
Langfristet del	8.964.360	10.009.333
Inden for 1 år	1.044.973	994.397
	10.009.334	11.003.731

14.1.4 Bilag 4

14.1.4.1 Regnskab – Dagsværdi (Normalindtjeningsmodel)

Note	2016 DKK	2015 DKK
Bruttofortjeneste før værdireguleringer	2.920.681	3.373.000
Værdi reguleringer af investeringsaktiver	5.992.182	666.818
Dagsværdiregulering af gæld vedrørende investeringsejendomme	0	983.153
Resultat af primær drift	8.912.862	5.022.971
Finansielle indtægter	958.375	3.000
Finansielle omkostninger	-1.294.131	2.347.785
Resultat før skat	8.577.106	2.678.186
Skat af årets resultat	-1.886.963	-629.374
Årets resultat	6.690.143	2.048.812
AKTIVER		
Note	31.12.16 DKK	31.12.15 DKK
Grunde og bygninger	66.659.000	60.666.818
1 Materielle anlægsaktiver	66.659.000	60.666.818
Anlægsaktiver i alt	66.659.000	60.666.818
Periodeafgrænsninger	50.000	55.000
Andre tilgodehavender	10.000	15.000
Tilgodehavender i alt	60.000	70.000
Likvide beholdninger	500.000	300.000
Omsætningsaktiver i alt	560.000	370.000
Aktiver i alt	67.219.000	61.036.818

PASSIVER

Note	31.12.16 DKK	31.12.15 DKK
Selskabskapital	10.000.000	10.000.000
Overført resultat	8.738.955	2.048.812
Egenkapital i alt	18.738.955	12.048.812
Hensættelser til udskudt skat	2.380.180	645.502
Hensatte forpligtelser i alt	2.380.180	645.502
2 Gæld til realkreditinstitutter	31.499.663	33.224.305
3 Gæld til kreditinstitutter	8.964.360	10.009.333
Langfristede gældsforpligtelser i alt	40.464.023	43.233.638
2 Gæld til realkreditinstitutter	846.246	905.145
3 Gæld til kreditinstitutter	1.044.973	994.397
Selskabsskat	1.886.963	629.374
Anden gæld	1.857.659	2.579.950
Kortfristede gældsforpligtelser i alt	5.635.841	5.108.866
Gældsforpligtelser i alt	46.099.864	48.342.504
Passiver i alt	67.219.000	61.036.818

	31.12.16 DKK	31.12.15 DKK
1. Materielle anlægsaktiver (dagsværdi)		
Kostpris pr. 31.12.15		
Årets tilgang	60.000.000	60.000.000
Årets afgang	0	0
Kostpris pr. 31.12.16	60.000.000	60.000.000
Værdiregulering pr. 31.12.15	666.818	0
Årets værdiregulering	5.992.182	666.818
Værdireguleringer 31.12.16	6.659.000	666.818
Regnskabsmæssig værdi pr. 31.12.16	66.659.000	60.666.818

Selskabet anvender normalindtjeningsmetoden til fastsættelse af dagsværdien for investeringsejendommen.

Fastsættelse af dagsværdien er baseret på den forventede nettoleje for ejendommen og en afkastprocent på 5.

Afkastprocenten er fastlagt under hensyntagen til ejendommens beliggenhed, alder, vedligeholdelsesstand og udlejningsgrad, herunder vilkår og betingelser i lejekontrakter.

Der er på balancedagen indgået lejekontrakter på 84% af ejendommens samlede arealer.

Driftsomkostninger er skønnede med udgangspunkt i de omkostninger, der forventes at medgå til driften af investeringsejendommen i et normalt år, herunder omkostninger til reparation og vedligeholdelse for at opretholde ejendommen i den nuværende vedligeholdelsesstand.

Der er i dagsværdien foretaget fradrag for tab af lejeindtægter for eventuelt ikke udlejede arealer.

Der har ikke været anvendt ekstern vurderingsmand ved fastsættelse af dagsværdien på investeringsejendommen.

	2016	2015
	DKK	DKK
2. Gæld til realkreditinstitutter		
	Amortiseret	Dagsværdi
Efter 5 år	26.364.939	28.419.685
Mellem 1 og 5 år	4.456.410	4.804.620
Langfristet del	30.821.349	33.224.305
Inden for 1 år	835.753	905.145
	31.657.102	34.129.450

	2016 DKK	2015 DKK
3. Gæld til kreditinstitutter		
Efter 5 år	2.886.106	4.225.261
Mellem 1 og 5 år	6.078.254	5.784.072
Langfristet del	8.964.360	10.009.333
Inden for 1 år	1.044.973	994.397
	10.009.334	11.003.731

14.1.5 Bilag 5

14.1.5.1 Regnskab – Dagsværdi (DCF-modellen)

Note	2016 DKK	2015 DKK
Bruttofortjeneste før værdireguleringer	2.920.681	3.373.000
Værdi reguleringer af investeringsaktiver	5.874.846	-2.434.877
Dagsværdiregulering af gæld vedrørende investeringsejendomme	0	983.153
Resultat af primær drift	8.795.526	1.921.276
Finansielle indtægter	958.375	3.000
Finansielle omkostninger	-1.294.131	2.347.785
Resultat før skat	8.459.770	-423.509
Skat af årets resultat	1.861.149	99.525
Årets resultat	6.598.621	-323.985

AKTIVER			
Note		31.12.16 DKK	31.12.15 DKK
	Grunde og bygninger	63.439.968	57.565.123
1	Materielle anlægsaktiver	63.439.968	57.565.123
	Anlægsaktiver i alt	63.439.968	57.565.123
	Periodeafgrænsninger	50.000	55.000
	Andre tilgodehavender	10.000	15.000
	Udskudt skat	0	83.396
	Tilgodehavender i alt	60.000	153.396
	Likvide beholdninger	500.000	300.000
	Omsætningsaktiver i alt	560.000	453.396
	Aktiver i alt	63.999.968	58.018.519

Note	PASSIVER	
	31.12.16 DKK	31.12.15 DKK
Selskabskapital	10.000.000	10.000.000
Overført resultat	6.274.636	-323.985
Egenkapital i alt	16.274.636	9.676.015
Hensættelser til udskudt skat	1.671.993	0
Hensatte forpligtelser i alt	1.671.993	0
Gæld til realkreditinstitutter	31.499.663	33.224.305
Gæld til kreditinstitutter	8.964.360	10.009.333
2 Langfristede gældsforpligtelser i alt	40.464.023	43.233.638
2 Gæld til realkreditinstitutter	846.246	905.145
2 Gæld til kreditinstitutter	1.044.973	994.397
Selskabsskat	1.861.149	-99.525
Anden gæld	1.836.948	3.308.848
Kortfristede gældsforpligtelser i alt	5.589.316	5.108.865
Gældsforpligtelser i alt	46.053.339	48.342.503
Passiver i alt	63.999.968	58.018.519

14.1.5.2 Anvendt regnskabspraksis

Virksomheden har som følge af lov nr. 738 af 1. juni 2015 (ændring af årsregnskabsloven) ændret anvendt regnskabspraksis for måling af gældsforpligtelser vedrørende investeringsejendomme.

Gælden vedrørende investeringsejendomme er hidtil blevet målt til dagsværdi, men måles fremadrettet til amortiseret kostpris.

Ved ændringen har virksomheden anvendt lempelsen fra lempelsesbekendtgørelsen til årsregnskabsloven og indregnet gælden til kostpris svarende til den seneste dagsværdi pr. 31. december 2015.

Efterfølgende er gælden indregnet til amortiseret kostpris.

Der er derfor ikke ændret sammenligningstal.

14.1.5.3 Materielle anlægsaktiver

Investeringsjendomme

Investeringsjendomme omfatter investering i grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast og kapitalgevinst ved salg.

Investeringsjendomme indregnes på erhvervelsestidspunktet til kostpris. Kostprisen omfatter anskaffelsesprisen med tillæg af omkostninger direkte foranlediget af anskaffelsen indtil aktivet er klar til brug. Investeringsjendomme måles efterfølgende til dagsværdi med værdireguleringer i resultatopgørelsen. Ved beregning af dagsværdien anvendes en individuelt fastsat diskonteringsfaktor ved en kapitalisering af et markedsbaseret driftsafkast af ejendommen. Der er ikke anvendt en valuar i forbindelse med fastsættelse af dagsværdien.

14.1.5.4 Finansielle gældsforpligtelser

Fastforrentede lån, som realkreditlån og lån hos kreditinstitutter, indregnes ved lånoptagelsen til det modtagne provenu med fradrag af afholdte transaktionsomkostninger.

I efterfølgende perioder måles lånene til amortiseret kostpris, således at forskellen mellem provenuet og den nominelle værdi indregnes i resultatopgørelsen som renteomkostning i låneperioden.

Prioritetsgæld er således målt til amortiseret kostpris, der for kontantlån svarer til lånets restgæld. Øvrige gældsforpligtelser måles til amortiseret kostpris, der i al væsentlighed svarer til nominel værdi.

14.1.6 Bilag 6

14.1.6.1 Normalindtjeningsmodellen (2015 & 2016)

2015

Normalindtjeningsmodellen	2015
	DKK
Lejeindtægter - Erhverv	kr 3.960.000
	kr 3.960.000
Ejendomsskat	-kr 26.500
Forbrugsafgifter	-kr 130.000
Varmeregnskab	-kr 110.000
Renovation	-kr 19.000
Forsikring	-kr 29.000
Vedligeholdelse - ordinær	-kr 81.000
Vedligeholdelse - løbende moderniseringer	-kr 27.000
Administration	-kr 80.000
Vicevært	-kr 28.000
Renholdelse	-kr 45.000
Øvrige ejendomsudgifter	-kr 25.000
Driftsomkostninger i alt	-kr 600.500
Normalindtjening	kr 3.359.500
Forrentningskrav	kr 0
Markedsværdi før reguleringer	kr 61.081.818
Reguleringer:	
- lejetab udlejede lokaler	-kr 315.000
+/- regulering for markedsleje	kr 0
- udskudt vedligeholdelse og klargøring af lokaler	-kr 100.000
+ depositum og forudbetalt leje	kr 0
Dagsværdi af ejendom	kr 60.666.818
Bogført værdi jf. sidste årsrapport	kr 60.000.000
Årets dagsværdiregulering	kr 666.818

2016

Normalindtjeningsmodellen	2016
	DKK
Lejeindtægter - Erhverv	kr 3.960.000
	kr 3.960.000
Ejendomsskat	-kr 26.750
Forbrugsafgifter	-kr 134.000
Varmeregnskab	-kr 115.000
Renovation	-kr 19.300
Forsikring	-kr 30.000
Vedligeholdelse - ordinær	-kr 90.000
Vedligeholdelse - løbende moderniseringer	-kr 27.000
Administration	-kr 85.000
Vicevært	-kr 29.000
Renholdelse	-kr 47.000
Øvrige ejendomsudgifter	-kr 24.000
Driftsomkostninger i alt	-kr 627.050
Normalindtjening	kr 3.332.950
Forrentningskrav	5,00%
Markedsværdi før reguleringer	66.659.000
Reguleringer:	
- lejetab udlejede lokaler	kr 0,00
+/- regulering for markedsleje	kr 0,00
- udskudt vedligeholdelse og klargøring af lokaler	kr 0,00
+ depositum og forudbetalt leje	kr 0,00
Dagsværdi af ejendom	66.659.000
Bogført værdi jf. sidste årsrapport	kr 60.666.818
Årets dagsværdiregulering	5.992.182

14.1.7 Bilag 7

14.1.7.1 DCF-modellen (2015 & 2016)

2015

DCF-modellen (2015)										
DKK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Terminalværdi
Lejeindtægter		3.960.000	4.039.200	4.039.200	4.119.984	4.119.984	4.202.384	4.202.384	4.286.431	4.372.160
Tomgang		-315.000	0	0	0	0	-327.600	0	0	0
Indtægter i alt		3.645.000	4.039.200	4.039.200	4.119.984	4.119.984	3.874.784	4.202.384	4.286.431	4.372.160
Driftsomkostninger		-285.500	-288.355	-291.239	-294.151	-297.092	-300.063	-303.064	-306.095	-312.217
Vedligeholdelse		-108.000	-109.080	-110.171	-111.273	-112.385	-113.509	-114.644	-115.791	-118.106
Administration		-182.000	-183.820	-185.658	-187.515	-189.390	-191.284	-193.197	-195.129	-199.031
Øvrige omkostninger		-25.000	-25.250	-25.503	-25.758	-26.015	-26.275	-26.538	-26.803	-27.339
Total omkostninger		-600.500	-606.505	-612.570	-618.696	-624.883	-631.132	-637.443	-643.817	-656.694
Driftsresultat		3.044.500	3.432.695	3.426.630	3.501.288	3.495.101	3.243.652	3.564.941	3.642.614	3.715.466
Investering		-100.000	0	0	0	0	-200.000	0	0	0
Fri Cashflow		2.944.500	3.432.695	3.426.630	3.501.288	3.495.101	3.043.652	3.564.941	3.642.614	3.715.466
NPV Frit cash flow		2.739.070	2.970.423	2.758.302	2.621.766	2.434.543	1.972.169	2.148.786	2.042.422	
NPV Terminalværdien										37.877.642
Diskonteringsrente (inklusive inflation)	7,50%									
Vækst i terminalværdi	2%									
NPV frit cash flow (år 1 - år 8)	kr 19.687.481									
NPV terminalværdi	kr 37.877.642									
Dagsværdi af ejendom	kr 57.565.123									
Bogført værdi, jf. sidste årsrapport	kr 60.000.000									
Årets dagsværdiregulering	-kr 2.434.877									

2016

DCF-modellen (2016)										
DKK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalværdi
Lejeindtægter		4.039.200	4.039.200	4.119.984	4.119.984	4.202.384	4.202.384	4.286.431	4.286.431	4.372.160
Tomgang		0	0	0	0	-327.600	0	0	0	0
Indtægter i alt		4.039.200	4.039.200	4.119.984	4.119.984	3.874.784	4.202.384	4.286.431	4.286.431	4.372.160
Driftsomkostninger		-295.050	-298.001	-300.981	-303.990	-307.030	-310.101	-313.202	-316.334	-322.660
Vedligeholdelse		-117.000	-118.170	-119.352	-120.545	-121.751	-122.968	-124.198	-125.440	-127.949
Administration		-191.000	-192.910	-194.839	-196.787	-198.755	-200.743	-202.750	-204.778	-208.873
Øvrige omkostninger		-24.000	-24.240	-24.482	-24.727	-24.974	-25.224	-25.476	-25.731	-26.246
Total omkostninger		-627.050	-633.321	-639.654	-646.050	-652.511	-659.036	-665.626	-672.282	-685.728
Driftsresultat		3.412.150	3.405.880	3.480.330	3.473.934	3.222.273	3.543.348	3.620.805	3.614.149	3.686.432
Investering		0	0	0	0	-200.000	0	0	0	0
Frit cash flow		3.412.150	3.405.880	3.480.330	3.473.934	3.022.273	3.543.348	3.620.805	3.614.149	3.686.432
NPV Frit cash flow		3.188.925	2.974.827	2.840.986	2.650.247	2.154.839	2.361.082	2.254.855	2.103.468	
NPV Terminalværdien										42.910.738
Diskonteringsrente (inklusive inflation)	7,00%									
Vækst i terminalværdi	2%									
NPV frit cash flow (år 1 - år 8)	kr 20.529.230									
NPV terminalværdi	kr 42.910.738									
Dagsværdi af ejendom	kr 63.439.968									
Bogført værdi, jf. sidste årsrapport	kr 57.565.123									
Årets dagsværdiregulering	kr 5.874.846									