



REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING AF INVESTERINGSEJENDOMME

- Fokus på værdiansættelsen

Rasmus Brun Mortensen
Studienr. 20186326

HD 2. del – Regnskab og Økonomistyring
Aalborg Universitet
4. semester 2020
Vejleder: Hans B. Vistisen

4. maj 2020

Antal anslag inkl. blanktegn: 128.174

Indholdsfortegnelse

Executive summary	4
1. Indledning.....	5
1.1 Motivation	5
1.2 Problemstilling og problemformulering	6
1.3 Struktur	7
1.4 Afgrænsning	8
1.5 Kildekritik.....	9
1.6 Metode	10
2. Grundlæggende krav til årsrapporten	10
2.1 Grundlæggende krav - ÅRL.....	11
2.2 Grundlæggende krav – Internationale standarder	13
2.3 IAS 1 – Præsentation af årsregnskab.....	14
2.4 ÅRL overfor de internationale standarder	15
3. Teori – Regnskabsmæssig behandling	16
3.1 Definition af investeringsejendomme i henhold til lovgivningen	16
3.1.1 Hvilke ejendomme er omfattet?	16
3.1.2 Hovedaktivitet eller ej?	18
3.2 Indregning og måling af investeringsejendomme	18
3.2.1 Måling af investeringsejendomme	18
3.2.2 Første indregning	18
3.2.3 Efterfølgende måling.....	19
3.2.4 Præsentation og oplysninger i årsrapporten.....	19
3.2.5 IFRS’ lovgivning om investeringsejendomme	20
3.3 Kostprismetoden.....	20
3.3.1 Afskrivningsgrundlag	21
3.3.2 Værdiregulering	21
3.4 Dagsværdimetoden.....	23
3.4.1 Normalindtjeningsmodellen	25
3.4.1.1 Fase 1: Årlig driftsafkast	25
3.4.1.2 Fase 2 - Forrentningskrav	26
3.4.1.3 Tillæg og fradrag for særlige forhold	28
3.4.1.4 Rapportens vurdering af normalindtjeningsmodellen	28
3.4.2 Discounted Cash Flow (DCF).....	29
3.4.2.1 Cash Flow	29
3.4.2.2 Terminalværdi.....	30
3.4.2.3 Diskonteringsrente	31
3.4.2.4 Tilbagediskontering.....	31

3.4.2.5 Rapportens vurdering af DCF-modellen.....	32
3.4.3 Normalindtjeningsmodellen overfor DCF-modellen.....	33
3.5 Opskrivninger til dagsværdi.....	35
3.5.1 Præsentation og oplysninger – Dagsværdimetoden og opskrivning til dagsværdi	35
3.6 Konklusion på teoriafsnittet.....	36
4. Analyse af udvalgte årsrapporter.....	37
4.1 Gennemgang af udvalgte årsrapporter.....	38
4.1.1 Jeudan A/S	38
4.1.1.1 Anvendt regnskabspraksis i Jeudan A/S	38
4.1.2 Dades A/S	40
4.1.2.1 Anvendt regnskabspraksis i Deudan A/S	40
4.1.3 C.W. Obel Ejendomme A/S	42
4.1.3.2 Anvendt regnskabspraksis i C. W. Obel Ejendomme A/S	42
4.1.4 HD Ejendomme A/S	44
4.1.4.1 Anvendt regnskabspraksis i HD Ejendomme A/S	44
4.2 Overvejelser bag valget af dagsværdimodel	46
4.2.1 Bestyrelsessammensætning	46
4.2.3 Cost/benefit	47
4.2.4 Har valg af revisor betydning?	48
4.2.5 Sammendrag.....	48
4.3 Gennemgang af dagsværdien i de udvalgte selskaber	49
4.3.1 Jeudan A/S	49
4.3.2 Dades A/S	51
4.3.3 C. W. Obel Ejendomme A/S	54
4.3.4 HD Ejendomme A/S	56
4.3.5 Konklusion af gennemgang af dagsværdi	58
5. Konklusion.....	59
6. Perspektivering.....	61
6.1 Aflæggelse af 2019-regnskab.....	61
6.2 Aflæggelse af 2020-regnskab.....	62
7. Litteraturliste	64

Executive summary

This report enlightens the essential challenges in connection with the valuation of an investment property. The report will examine the rules in relation to measurement of an investment property for Danish companies which are given by the Danish yearly statements law, furthermore it will be related to international standards where it is found appropriate.

The report arrives at the conclusion that the two sets of rules, the Danish yearly statement law and the international standards share common values. Moreover it is the administrations responsibility that the annual report portrays the company fairly, including the value of the investment properties at the time of financial reporting.

In both sets of rules, it is possible to measure the value of the investment properties using the “cost method” or the “fair value method”. On this matter the report reaches the conclusion that the most accurate of the methods is the “fair value method”, on the grounds that it shows a fairer value than the “cost method”.

The report investigates the “normal earnings model” and the DCF-model which are two returnbased models. The “normal Earnings model” is a simplified model, that is based upon an operations return for the following year related to the return requirements. Using these factors, the day value for the investment property is measured after which the value is regulated, considering special prepositions which may affect the day value afterword’s. The DCF-model is a more detailed model, which is based on a calculation period of up to 10 years. Cash flows are backwards discounted in order to reach the NPV (net present value) and based on that the day value is estimated.

Both models contain strong and weak points. In relation to that fact, the assessment of the report is that the DCF-model portrays the value of an investment property in the fairest manner of the two. This assessment is reached due to the fact that the DCF-model accounts for more factors when calculating the value, and thereby reaches a fairer valuation of the investment property.

The report investigates how theory and practice are linked, by basing its results on 4 selected companies. The companies have been chosen so that they represent 4 different types of companies in terms of size and ownership. It is the assessment of the report that size of company does not impact the choice of model.

The report reaches the conclusion that in relation to the valuation of an investment property, there is a lot of factors which must be considered and included in the valuation.

1. Indledning

Efter den seneste finanskrisen i år 2008-2013¹ har værdiansættelsen af investeringsejendomme været et meget omdiskuteret emne. Finanskrisens indtrædelse medførte en markedsusikkerhed samt fallende ejendomspriser. Erhvervsstyrelsens undersøgelser indikerede, at ejendomme i visse tilfælde var betydeligt overvurderet i regnskaberne i forhold til den værdi, de skulle have ved korrekt anvendelse af regnskabsreglerne. Styrelsen udsendte et notat, hvor de gjorde selskaberne opmærksomme på, at enkelte selskaber bevægede sig på kanten af loven – eller på den forkerte side.²

I øjeblikket har coronavirussen ramt Danmark, og i regeringen kæmper man med at holde økonomien i gang. Vil der komme økonomiske følger efter dette? Vil det påvirke værdiansættelsen af investeringsejendommene? Har Erhvervsstyrelsens fokus på værdiansættelsen haft en betydning? Det er blot nogle af de spørgsmål, som mange danske virksomhedsejere angiveligt spekulerer over i disse dage.

Der findes i dag mange forskellige modeller, som man kan bruge til at værdiansætte en investeringsejendom til dagsværdi. Når ejendomme måles til dagsværdi, så anvendes der adskillige skøn og vurderinger. Det er ledelsen i selskabet, som har ansvar at finde et forrentningskrav, således dagsværdien afspejler virkeligheden. En forkert vurdering af forrentningskravet på +/- 0,5% kan betyde, at den beregnede dagsværdi afviger en del fra virkeligheden, og dermed afviger fra det retvisende billede af årsrapporten. En årsrapport, der ikke er retvisende, kan have stor betydning for regnskabslæserne, hvorfor en forkert dagsværdi kan have betydning for interessenterne. I sidste ende kan der træffes forkerte beslutninger med ansvar til følge.

Der er mange faktorer, der kan påvirke dagsværdien af den enkelte ejendom. Det kan blandt andet være ejendommens beliggenhed, kvalitet, rente- og inflationsniveau, tomgang og forrentningskravet. Der tillægges i bund og grund en masse skøn i forbindelse med værdiansættelsen af en ejendom, som ledelsen ikke er bekendt med. Der er altså mange væsentlige udfordringer ved at finde den korrekte dagsværdi af en ejendom.

1.1 Motivation

Min interesse for at skrive om investeringsejendomme kommer fra mit arbejde som revisor. I min hverdag oplever jeg ofte, at det kan være udfordrende for ledelsen at værdiansætte en ejendom til

¹ Finans Danmark, 2008.

² Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, 2009.

dagsværdi, og det kan derfor være svært som revisor at kontrollere disse beregninger. Jeg har i min tid som revisor oplevet en stigning af kunder, som skal have udarbejdet en årsrapport for deres investeringsejendom(me). Netop denne forøgede interesse fra kunderne har pirret min nysgerrighed. Jeg har derfor fundet det nærliggende at skrive om netop investeringsejendomme, således jeg i praksis kan yde en endnu bedre rådgivning for mine kunder.

1.2 Problemstilling og problemformulering

Titlen på opgaven: ” Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme – fokus på værdiansættelse” sætter den overordnede ramme for denne opgave og giver anledning til en række problemer.

Det *første* problem der skal behandles, er en afgrænsning af den regnskabsmæssige regulering af investeringsejendomme. Reguleringen er i Danmark to delt i henholdsvis ÅRL og i de internationale regnskabsstander. Hvilke grundlæggende krav opstiller disse reguleringer og er der sammenfald mellem formerne.

Det andet problem som opgaven rejser er afgrænsningen af den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Hvilke ejendomme er omfattet af reglerne? Hvordan sker indregningen og målingen? Hvilke modeller kan anvendes til dette og hvad er forskellene på modellerne?

Det *tredje* problem som opgaven rejser er de væsentligste udfordringerne ved anvendelse af dagsværdimetoderne: normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen. Disse på modeller er centrale modeller ved investeringsejendomme.

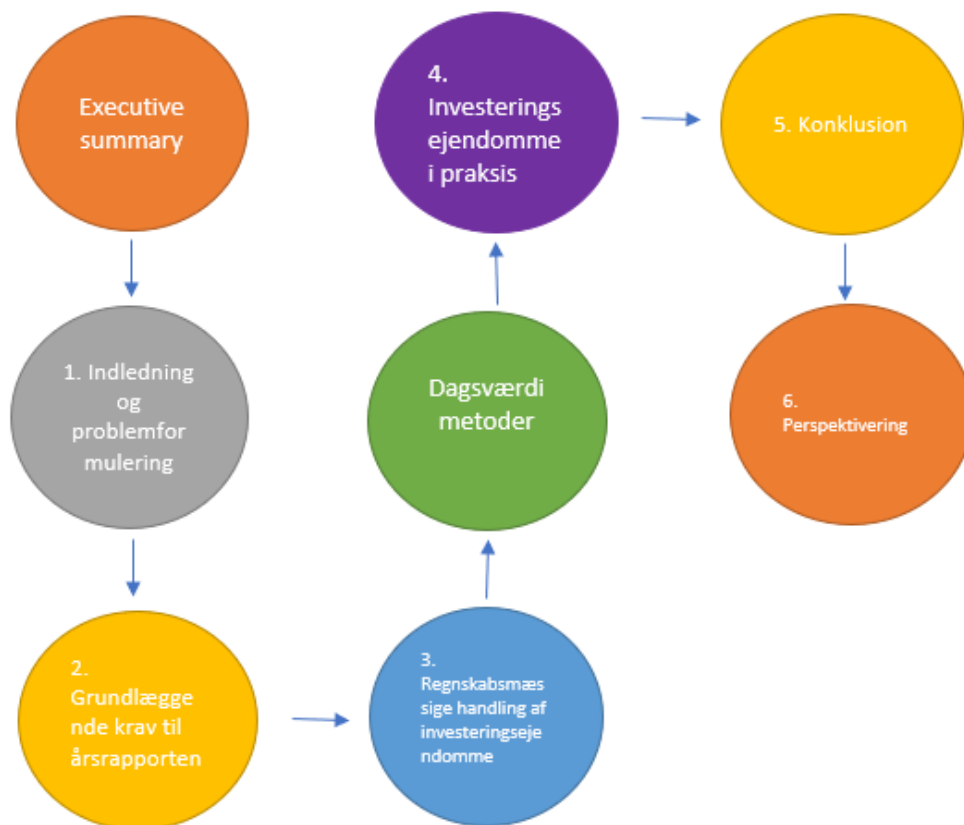
Det *fjerde* problem der kan rejses, er den praktiske håndtering af investeringsejendommen. Dette problem kan analyseres ved udvælgelse af forskellige selskabers årsrapporter og gennemgå disse. Hvordan har de pågældende selskaber håndteret det? Da der er flere metoder at vælge imellem, kan det analyseres hvorfor der sker valg af den ene metode frem for den anden? Hvilken betydning har ændringer i fx afkastkravet for selskabernes resultat og økonomiske stilling?

Med udgangspunkt i ovennævnte problemer fremsætter rapporten denne problemformulering:

- *Belysning af væsentlige udfordringer vedrørende den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, herunder med særligt fokus på værdiansættelse.*

1.3 Struktur

Rapporten vil blive struktureret i tråd med de rejste problemstillinger jf. afsnit 1.2. I dette afsnit vil rapporten blive problematiseret, afgrænset og struktureret. Nedenfor har jeg illustreret rapportens struktur.



Figur 1 - Struktur over rapporten. Af egen tilvirkning.

Første del af rapporten består af et engelsk resume, som har til formål at informere udenlandske studenterne eller andre interesserede om rapportens indhold inden, en oversættelse af rapporten vil forekomme.

Afsnit 1 vil, som bekendt, informere om rapportens indhold og problemstilling. Herunder vil blandt andet kildekritik, det metodiske afsæt, afgrænsning og motivation ligeledes blive behandlet.

Afsnit 2 indeholder de grundlæggende lovmæssige krav, der er i forbindelse med regnskabsaflæggelsen.

Afsnit 3 giver en teoretisk baggrund for at kunne forstå investeringsejendomme. Her vil følgende spørgsmål blandt andet blive behandlet: Hvad er en investeringsejendom? Hvordan indregnes og

måles en investeringsejendom? Hvilke metoder kan anvendes til værdiansættelsen af en investerings-ejendom?

Afsnit 4 indeholder rapportens analyse. Analysen tager udgangspunkt i fire udvalgte selskaber, som alle besidder investeringsejendomme. Analysen vil se på hvordan selskabets anvendte regnskabs-praksis hænger sammen med teorien, hvilken dagsværdimodel selskabet har valgt, og hvilke konsekvenser en ændring i afkastkravet vil have af betydning for regnskabet.

Afsnit 5 er konklusionen på rapporten. I dette afsnit vil jeg konkludere på min problemformulering samt underspørgsmålene.

Afsnit 6 er rapportens perspektivering. Her vil rapporten oversætte teori til praksis ved at se på nogle reelle samfundsproblemer samt konsekvenserne af disse.

1.4 Afgrænsning

I det følgende afsnit vil jeg komme omkring de til- og fravalg, jeg har foretaget. Jeg finder det relevant at gøre læseren opmærksom på disse, da til- og fravalgene har været med til at afgrænse indholdet i min rapport. Rapporten vil tage udgangspunkt i regnskabsaflæggers synspunkt, samt de personer som inddrages i udarbejdelsen af dagsværdien af ejendommen.

For det første er det en forudsætning, at læseren har kendskab til faglige udtryk og begreber, som man bliver undervist i på HD-studiet, for at kunne læse denne rapport. Samtidig vil jeg anvende regnskabs- og revisionsbegreber.

For det andet afgrænses rapporten til Årsregnskabsloven (ÅRS) og de internationale standarder (IAS og IFRS). I IFRS 13 er markedsmetode, afkastbaseret metode og den omkostningsbaseret metode nævnt til at opgøre dagsværdien. Den omkostningsbaseret metode vil ikke blive behandlet i denne rapport, da den sjældent bliver anvendt i praksis. Rapporten afgrænser sig ligeledes til at bruge to afkastbaseret modeller: Normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen. Disse to modeller er de mest anvendte modeller til at beregne dagsværdien for investeringsejendomme i Danmark. Rapporten vil derfor kun koncentrere sig om danske selskaber. Jeg har ligeledes fravalgt kostprismetoden, da jeg mener at de væsentlige udfordringer ved værdiansættelsen af en ejendom, foregår ved anvendelse af dagsværdimodellerne.

For det tredje vil jeg ikke behandle de skatte- og momsmæssige problemstillinger, da rapportens formål kun er at se på den regnskabsmæssige udfordring.

For det fjerde vil rapporten koncentrere sig om investeringsejendomme med henblik på udlejning. Derfor fokuseres der ikke på domicilejendomme og ejendomme under opførsel i rapporten.

1.5 Kildekritik

Det er min formodning at indsamlingen af data skal gennemgås med kildekritiske overvejelser. Derfor vil jeg løbende i skriveprocessen have i mente, hvad forfatteren bag den brugte litteratur kan have haft af overvejelser i forbindelse med udgivelsen. Derudover skal jeg have en tilstrækkelig viden for at kunne forholde mig til litteraturen. Min litteratursøgning er primært foregået via internettet, hvortil den fundne litteratur løbende vil blive vurderet for relevans og troværdighed.

Litteratursøgningen vil hovedsageligt bestå af danske og internationale lovtekster og regelsæt, publikationer og regnskabsvejledninger, som er offentliggjort af det offentlige samt store anerkendte revisionsfirmaer. Derudover vil litteratur fra HD-studiet blive brugt i det omfang, det giver mening.

De anvendte publikationer består af rapporter, der er udarbejdet af Ejendominvest Danmark og Colliers Markedsrapport. Det vurderes, at begge rapporter kan anses som troværdige kilder, selvom rapporten vil have et kritisk syn på de forarbejdede data fra publikationerne.

Der er anvendt regnskabsvejledninger udgivet af henholdsvis EY, PWC og KPMG. Rapporterne vurderes som neutrale, da de anerkendte revisionshuse ikke har noget incitament til at overfortolke på loven. Validiteten af materialet vurderes derfor som værende høj.

Analysen vil tage udgangspunkt i fire forskellige årsrapporter, som alle er påtegnet af en statsautoriseret revisor. Dermed anses disse årsrapporter som troværdige, da påtegning er uden modifikationer eller fremhævelser.

Der vil i rapporten være fodnoter med kildehenviser, som løbende dokumentation af indholdet i rapporten. Disse udarbejdes efter APA-style.

1.6 Metode

I det følgende afsnit vil jeg redegøre for rapportens metodiske afsæt. Den første del er afsnit 2 og 3. Der vil her blive sat fokus på afdækning af den retslige ramme for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Reguleringen af investeringsejendomme sker i danskret med afsæt i ÅRL og dernæst de forskellige regnskabsvejledninger. Den juridiske metode der er anvendt, er den rets dogmatiske metode, hvor genstanden er en afdækning af gældende ret. Dette vil ske ud fra den sædvanlige retskilde hierarki – med afsæt i loven (ÅRL), forarbejder hertil, danske og internationale regnskabsvejledninger og endelig litteratur.

I afhandlingen tages der både udgangspunkt i den deduktive og induktive tilgang for at udlede viden om emnet. Den deduktive tilgang bruges til at belyse konkrete problemstillinger ved hjælp af den generelle teori og de dertilhørende dagsværdimodeller til værdiansættelsen. Den induktive tilgang anvendes i analysen, hvor de forskellige modeller til værdiansættelsen af en investeringsejendom analyseres og efterfølgende identificeres de usikkerheder, der er i forbindelse med værdiansættelsen.³

I analysen er der udvalgt fire selskaber, hvoraf der foretages en gennemgang af selskabernes måde at håndtere investeringsejendomme på. Der er anvendt en praktisk tilgang, hvilket indbefatter både kvalitative og kvantitative analyser af de pågældende årsrapporter. Referencerammen er det gennemførte afdækning af gældende ret jf. afsnit 2 og 3.

2. Grundlæggende krav til årsrapporten

For at kunne besvare problemformulering, så er der nogle grundlæggende krav som skal være opfyldt i forbindelse med regnskabsaflæggelsen. Dette afsnit har til formål at belyse hvilke krav, man som ledelse har, i forbindelse med at værdiansættelsen en investeringsejendom. Afsnit 2.1 og 2.2 vil beskrive de grundlæggende krav jf. ÅRL og de internationale standarder hvorefter at afsnit 2.3 vil beskrive hvordan præsentationen af årsrapporten skal ske. Til sidst vil afsnit 2.4 beskrive hvilke forskelle der er i mellem ÅRL og de internationale standarder.

³ Andersen, 2009

2.1 Grundlæggende krav - ÅRL

ÅRL omfatter alle erhvervsdrivende selskaber med undtagelse af de selskaber, der er underlagt de udstedte regnskabsregler af Finanstilsynet.⁴ Loven opdeler de erhvervsdrivende i to: Dem der skal aflægge årsrapport, og dem hvor det ikke er en pligt at aflægge årsrapport. De erhvervsdrivende som, efter loven, skal aflægge årsrapport er positivt oplistet i ÅRL §3. Loven er opbygget omkring en struktur, som gør at den bliver mere simpel. Denne struktur er kaldt Byggeklodsmodellen.⁵

De erhvervsdrivende virksomheder opdeles i regnskabsklasserne A, B, C, og D. Hertil viser Byggeklodsmodellen, hvordan de enkelte regnskabsklasser er opdelt. Modellen er vist 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

1) Der skal skiftes klasse, hvis 2 af de 3 kriterier overskrides i 2 på hinanden følgende år.
2) Visse mellemstore dattervirksomheder kan vælge at aflægge årsrapport efter regnskabsklasse B, når visse betingelser er opfyldt.
3) Lov om visse erhvervsdrivende virksomheder.

Figur 2 – Byggeklodsmodel. Kilde: Ernst & Young, 2019, s. 34

Et selskab skifter regnskabsklasse, hvis 2 af de 3 kriterier overskrides i 2 på hinanden følgende år. Selskaberne kan dog til enhver tid benytte, at reglerne for regnskabsklasserne over en.⁶

Det er ledelsens ansvar at aflægge årsrapport for selskabet⁷, og det er ligeledes ledelsen, der skal underskrive årsrapporten.⁸

⁴ Årsregnskabsloven §1

⁵ Årsregnskabsloven §7

⁶ Årsregnskabsloven §7, stk. 6

⁷ Årsregnskabsloven §8

⁸ Årsregnskabsloven §9

Begrebsramme - ÅRL

Formålet med udarbejdelsen af en årsrapport er at give information til regnskabsbrugerne. Lovens bestemmelse angiver, at årsrapporten skal give et retvisende billede af selskabet, og ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse for de forhold, som beretningen omhandler.⁹ Der indgår i ÅRL en begrebsramme som skal gøre årsrapporten læselig for regnskabsbrugerne. Begrebsrammen består af 5 niveauer. Niveau 1 og 2 indeholder lovens generalklausul omkring retvisende billede og kvalitetskrav. Niveau 3, 4 og 5 indeholder de grundlæggende forudsætninger, som årsrapporten skal udarbejdes efter.

Niveau 1 – Brugernes informationsbehov:

Regnskabsbrugernes informationsbehov er forskellig fra hinanden, men det er en forudsætning, at årsrapportens informationer er relevante og pålidelige i forhold til, hvad man som regnskabsbruger normalt forventer.¹⁰

Niveau 2 – Kvalitetskrav:

Niveauet præciserer de kvalitative egenskaber, som den finansielle information bør opfylde for at dække informationsbehovet og skabe mest mulig nytteværdi hos regnskabsbrugeren. Loven stiller også krav til, at årsrapporten skal være sammenlignelig. Det kan være i forhold til forrige regnskabsår, men også ved sammenligning med et andet selskab.¹¹

Niveau 3 – Definitioner af elementer i årsrapporten:

Niveauet præciserer en række elementer i årsrapportens resultatopgørelse og balance.¹² Loven er formeorienteret, hvilket betyder, at indregningen i resultatopgørelsen bygger på en måling af balancens elementer.

Niveau 4 – Indregning og målingskriterier:

Niveauet præciserer hvornår indregningen kan ske. Hvis det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilfalde selskabet, og aktivets værdi kan måles pålideligt, så skal indregningen ske.¹³

⁹ Årsregnskabsloven §11

¹⁰ Elling, Kytnauv-Andersen, Kytnauv-Andersen & Kytnauv-Andersen, 2019, s. 218

¹¹ Årsregnskabsloven §12

¹² Årsregnskabsloven – Bilag 1C

¹³ Årsregnskabsloven §33

Forpligtelser og aktiver skal på tidspunktet for første indregning måles til kostpris, hvorefter den efterfølgende måling skal ske i henhold til, hvilken aktiv/forpligtelse der er tale om.¹⁴

Niveau 5 – Klassifikation og præsentation:

Loven har nogle bestemmelser, der skal være opfyldt for at sikre, at de enkelte regnskabsposter bliver præsenteret på korrekt vis. De grundlæggende forudsætninger som årsrapporten skal følge er oplistet i ÅRL §13, pkt. 1–9.

2.2 Grundlæggende krav – Internationale standarder

International Accounting Standard Board (IASB) har udgivet begrebsrammen indenfor de internationale standarder. Begrebsrammen hedder Conceptual Framework for Financial Reporting. IASB udstedte i år 2018 en opdateret udgave af begrebsrammen fra 2010, som vil være gældende fra den. 1 januar 2020.

Begrebsramme - IASB

Formålet med begrebsrammen er, at den er tænkt som et værktøj for bestyrelsen og fortolkningskomiteen for IASB, og de retningslinjer, der indgår i begrebsrammen, ikke skal overtage de specifikke krav i de enkelte standarder.¹⁵

Begrebsrammen bygger på disse overordnede emner:

- *Formålet med regnskabsaflæggelse.*
- *Kvalitative egenskaber der skal opfyldes for at sikre nytten af regnskabsinformation.*
- *Afgrænsning af den regnskabsaflæggende virksomhed.*
- *Definitioner af aktiver, forpligtelser, egenkapital, indtægter, omkostninger samt retningslinjer for anvendelse af førnævnte definitioner.*
- *Indregningskriterier og retningslinjer – poster ud af balancen.*
- *Målegrundlag og vejledning – hvordan anvendes de forskellige målegrundlag.*
- *Vejledning og begreber til præsentation og oplysning i årsregnskabet.*
- *Kapital og kapitalvedligeholdelse – begreber.*¹⁶

¹⁴ Årsregnskabsloven §36

¹⁵ FSR, 2020

¹⁶ FSR, 2020

Da begrebsrammen blot er en vejledning, kan der opstå uoverensstemmelser mellem de internationale standarder og begrebsrammen. IASB vil i fremtiden arbejde hen mod at regnskabsstandarder vil komme i overensstemmelse med begrebsrammen.¹⁷

Det er begrebsrammens formål at understøtte investorernes økonomiske beslutningstagen, hvor en kontrol af ledelsens forvaltning af selskabets ressourcer er sket effektivt. Måden at opfylde formålet med regnskabsaflæggelsen er at sikre, at årsrapportens informationer er nyttige. Det består overordnet af begreberne: relevans og troværdig repræsentation. For at opfylde formålet, skal disse begreber overholdes.¹⁸

Kriterier for relevans og troværdig repræsentation opfyldes ved begrebsrammens fire kvalitative egenskaber, som kan bruges til at forøge regnskabets nytteværdi. De fire kvalitative egenskaber er: sammenlignelighed, verificerbarhed, rettidighed og forståelighed. Det er vigtigt at man nævner relevant information i forbindelse med aflæggelse af regnskabet, da en manglende information kan påvirke regnskabsbrugerens økonomiske beslutninger om selskabet.

En troværdig repræsentation af årsrapporten skal være fuldstændig, fejlfri, neutral og angive indhold fremfor formalia. Det der derudover vigtigt, at der er en vis sammenlignelighed. Det betyder, at man skal kunne sammenligne årsrapportens informationer med tidligere år samt på tværs af brancher.¹⁹

2.3 IAS 1 – Præsentation af årsregnskab

Det er også IAS' opfattelse, at et regnskab skal give et retvisende billede af selskabets aktiver, forpligtelser, egenkapital, finansielle stilling, resultat og pengestrømme.²⁰ Ifølge IAS 1 kræver et retvisende billede følgende:

- *Bestemmelser i standarder og fortolkningsbidrag skal overholdes.*
- *Information og anvendt regnskabspraksis fremstilles så det er relevant, pålideligt, sammenligneligt og forståeligt.*

Derudover skal årsrapporten opfylde en række regnskabsprincipper:

- *Going concern (selskabet skal kunne fortsætte driften i de kommende 12 måneder).*

¹⁷ PwC, 2019, s. 49

¹⁸ PwC, 2019, s. 49

¹⁹ PwC, 2019, s. 49-50

²⁰ PwC, 2019, s. 51

- *Periodisering (Transaktioner skal medtages i de år, hvor udgiften vedrører).*
- *Kontinuitet (Indregning og måling efter samme princip som forrige år).*
- *Frekvens (Aflæggelse af regnskab mindst en gang årligt).*
- *Sammenligningstal (Regnskabstal fra forrige år skal præsenteres).*
- *Væsentlighed og sammendrag af regnskabsposter (Væsentlige regnskabsposter skal præsenteres særskilt i årsrapporten).*
- *Modregning (uvæsentlige beløb skal sammendrages med poster af samme art eller funktion).*

21

2.4 ÅRL overfor de internationale standarder

Dette afsnit vil belyse nogle af de forskelle og ligheder, der er mellem ÅRL og de internationale standarder. Afsnittet vil udelukkende omhandle de grundlæggende krav, som der er beskrevet ovenfor.

Der er ingen tvivl om, at de to lovgivninger bygger på de samme principper. ÅRL er ved de sidste ændringer, der er foretaget, blevet tilpasset mere og mere til de internationale standarder (*lov nr. 738 af 01/06/2015*). Dette har man gjort for at få en mere ensartethed i regnskabsaflæggelsen.

Hvis man ser på begrebsrammen i de to standarder, er formålet hos de internationale standarder, at begrebsrammen skal understøtte en investors økonomiske beslutningstagen. Det er med andre ord investoren, der er den vigtigste regnskabsbruger. Hvis man derimod ser på ÅRL, så ser man regnskabsbrugerne som kunder, kreditorer, offentlige myndigheder, banker mevidere. – altså en mere bred kreds.

Hvis man ser på informationsbehovet eller oplysningsbehovet, så mener de internationale standarder, at en investors oplysningsbehov også dækker regnskabsbrugernes oplysningsbehov. I forhold til ÅRL og de internationale standarder, så arbejder de begge ud fra samme grundlæggende krav til årsrapporten. Begge lovgivninger arbejder ud fra princippet om at beskrive det retvisende billede.

²¹ PwC, 2019, s. 52

3. Teori – Regnskabsmæssig behandling

Formålet med dette afsnit er at give en teoretisk forståelse for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Afsnittet beskriver, kommenterer og vurderer reglerne i forbindelse med indregningen og målingen af investeringsejendomme til kostpris og dagsværdi. Afsnittet er opbygget således, at afsnit 3.1 vil indeholde en definition af de ejendomme, der er omfattet af regelsættet omkring investeringsejendomme i henhold til ÅRL. Afsnit 3.2 vil indeholde en introduktion til indregningen og målingen af en investeringsejendom. Dette betyder at afsnit 3.2 vil komme omkring, hvor
når en investeringsejendom indregnes, hvordan skal den indregnes samt en sammenligning af ÅRL og de internationale standarder. Afsnit 3.4 vil indeholde en beskrivelse af dagsværdimetoderne, normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen, hvoraf fordele/ulempen ved modellerne vil fremgå. Afsnit 3.5 vil indeholde en beskrivelse af metoden: opskrivning til dagsværdi. Afsnit 3.6 vil indeholde en konklusion på teoriafsnittet.

3.1 Definition af investeringsejendomme i henhold til lovgivningen

I ÅRL er der ikke en entydig definition af en investeringsejendom. Loven er en rammelovgivning, hvor der er behov for fortolkningsbidrag i forhold til, hvordan rammen skal udfyldes.

Til at definere en investeringsejendom, så indeholder ÅRL ingen definition, men der henvises til IAS 40. Definitionen af en investeringsejendom jf. ISA 40, og lyder som følgende:

”... investering i grunde, bygninger, en del af en bygning eller i både grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende lejeindtægter og/eller kapitalgevinst ved videresalg”²².

3.1.1 Hvilke ejendomme er omfattet?

Fastlæggelsen af formålet er central for afgørelsen af, om der er tale om en investeringsejendom. Har ejendommen følgende formål, så kan den betragtes som en investeringsejendom:²³

- *Ejendomme under opførelse/udvikling til brug for fremtidig anvendelse som investeringsejendom.*
- *Ejendomme der er tomme, men med henblik på senere udlejning.*
- *Erhvervede grunde med langsigtet værdistigning for øje.*
- *Grunde hvor man ikke har den fremtidige anvendelse på plads.*

²² Deloitte, 2016a

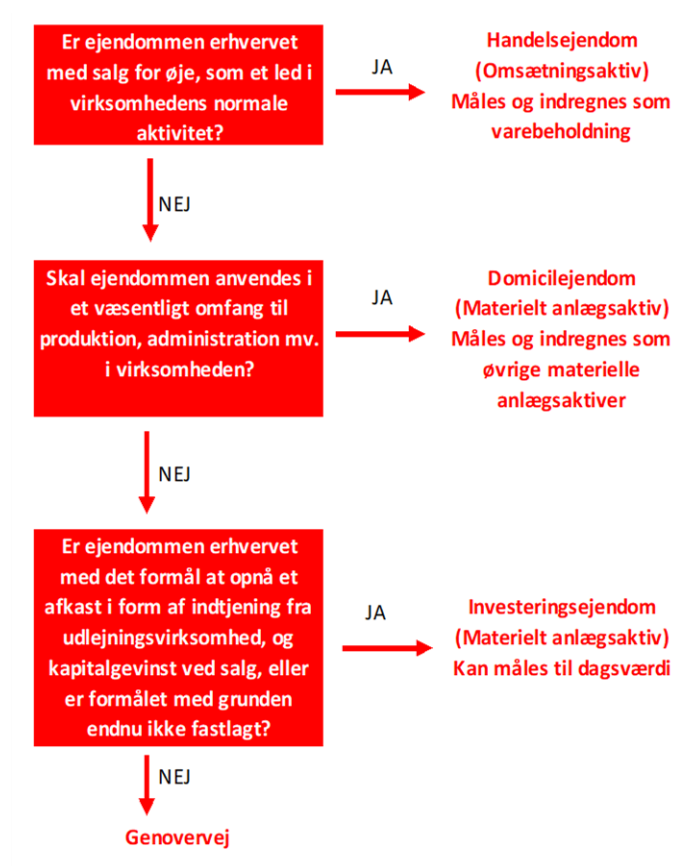
²³ FSR – danske revisorer, 2020, pkt. 15.2.2

Ejendomme kan ikke betragtes som investeringsejendomme, hvis de har følgende formål:²⁴

- *Domicilejendomme (ejendom der benyttes til selskabets eget brug).*
- *Ejendomme der er købt med henblik på videresalg (næringsdrivende).*
- *Ejendomme der udlejes gennem en finansiell leasingkontrakt.*

Benytter en selskabet selv ejendommen, skal denne behandles efter reglerne for materielle anlægsaktiver. Nedenstående viser via en ja/nej-model, hvor man kan skelne mellem, der er tale om en investeringsejendom eller ej.

Hvornår er en ejendom en investeringsejendom? Det er ÅRL's holding, at det vurderes ud fra, hvornår de fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet, og aktivets værdi kan måles pålideligt, så kan man indregne aktivet, efter reglerne som investeringsejendommen jf. §33, stk. 1.



Figur 3 Hvilken ejendom har vi med at gøre? Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra IAS 40

²⁴ FSR – danske revisorer, 2020, pkt. 15.2.3

3.1.2 Hovedaktivitet eller ej?

Det har tidligere været en betingelse for at kunne behandle en ejendom, som en investeringsejendom, at hovedaktiviteten var investeringsejendom. Dette krav blev fjernet ved lov nr. 738 af 01-06-2015, hvorfor det siden ikke har været en krav at hovedaktiviteten er investeringsejendom. Det har åbnet op for at selskaber med en anden hovedaktivitet har kunne benytte sig af værdiansættelsesmetoder for investeringsejendomme.

3.2 Indregning og måling af investeringsejendomme

Det følgende afsnit vil beskrive indregning og måling af en investeringsejendom. Afsnit 3.2.1 indeholder en beskrivelse af, hvornår en ejendom skal indregnes i balancen. Herefter vil afsnit 3.2.2 komme omkring, hvordan en ejendom skal indregnes i balancen. I afsnit 3.2.3 vil der beskrives hvordan man efterfølgende behandler en ejendom. Afsnit 3.2.4 indeholder en beskrivelse af, hvordan en ejendom præsenteret i regnskabet, og til sidst i afsnit 3.2.5 vil en sammenligning med de internationale standarder blive gennemgået.

Helt grundlæggelse så tilhører en investeringsejendom aktiverne, og disse defineres således:

”Ressourcer, som under selskabets kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde selskabet.”²⁵

3.2.1 Måling af investeringsejendomme

En investeringsejendom skal indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet, og aktivets værdi kan måles pålideligt.²⁶

Hvis man skal sætte en dato på, hvornår investeringsejendomme skal indregnes, så er det dagen, hvor man påtager sig retten til indtægterne og pligten til udgifterne. Dette er også kaldet overtagelsestidspunktet.

3.2.2 Første indregning

I det regnskabsår, hvor investeringsejendommen indgår i balancen, skal ejendommen indregnes til kostpris.²⁷ Overtager selskabet et byggeprojekt, eller opfører de selv ejendomme, skal disse indregnes

²⁵ FSR – danske revisorer, 2020, pkt. 11.1.2

²⁶ Årsregnskabsloven § 33, stk. 1.

²⁷ Årsregnskabsloven § 36

til dagsværdi. Kostprisen består af købsprisen og de omkostninger, som man direkte kan henvises til erhvervelsen af ejendommen. Det kan bl.a. være advokatsalær, tinglysningsafgift med videre.²⁸

Hvis man sammen med købet af ejendomme optager et lån, så kan man som hovedregel ikke henføre låneomkostningerne til ejendommens kostpris medmindre det er en ejendom, som man selv har opført. Hertil er det muligt at indregne de finansieringsomkostninger, der har været vedrørende opførelsen til ejendommens kostpris.

3.2.3 Efterfølgende måling

I det følgende regnskabsår efter indregningen af investeringsejendommen til kostpris, skal man nu foretage et valg om, hvordan ejendommen herfra skal indregnes. Investeringsejendomme kan måles herefter ved en følgende metode:

- *Kostprismetoden (ÅRL §40)*
- *Dagsværdimetoden (ÅRL §38)*
- *Opskrivninger til dagsværdi (ÅRL §41)*

Den valgte metode til værdiansættelsen skal anvendes på alle selskabets investeringsejendomme, og skal som udgangspunktet ikke ændres fra år til år. Der skal kun ændres metode, hvis en anden metode fører til et mere retvisende billede.²⁹

3.2.4 Præsentation og oplysninger i årsrapporten

Grundlæggende skal investeringsejendomme præsenteres på samme måde som materielle anlægsaktiver.³⁰ Er der tale om et selskab, som skal aflægge regnskab efter regnskabsklassen C og D, har man pligt til at udarbejde en note over anlægsaktiverne. Noten skal opfylde oplysningskravene, der er beskrevet i ÅRL's §88. Selskabet skal i balancen, resultatopgørelsen, noterne og ledelsesberetningen redegøre for den valgte indregningsmetode, og der skal derudover oplyses, hvilke forudsætninger der er anvendt til værdiansættelsen af investeringsejendommen.³¹ Eksempler på de forudsætninger, der er anvendt til værdiansættelsen kan være afkastkrav, tomgang, inflationsrater med videre.³² Anvendes ÅRL's §38 eller §41 ikke, skal afskrivningen af investeringsejendommen placeres sammen med

²⁸ Årsregnskabsloven § 40

²⁹ Ernst & Young, 2019, s. 300

³⁰ Ernst & Young, 2019, s. 294

³¹ Årsregnskabsloven §53, stk. 2

³² FSR – danske revisorer, 2020, pkt. 15.7.2

afskrivningerne af øvrige materielle anlægsaktiver. Ved anvendelse af §38 eller §41 skal investeringsejendommens dagsværdiregulering placeres i en linje for sig selv efter bruttofortjeneste/tab. Har selskabet investeringsejendomme og andre typer af ejendomme, skal kriterierne for, hvordan der skelnes imellem disse oplyses. Hvis selskabet anvender en uafhængig vurderingsmand, så skal dette også oplyses.³³

I resultatopgørelsen, skal indgå lejeindtægter og driftsomkostninger vedrørende henholdsvis udlejede og ikke-udlejede arealer. I balancen skal der oplyses de bevægelser, der har været i året. Altså hvordan man kommer fra den regnskabsmæssige værdi i starten af året (primo) til den endelige regnskabsmæssig i slutningen af året (ultimo). Forskellen derimellem kan være alt fra tilgange, afgang, nedskrivninger og opskrivninger.

3.2.5 IFRS' lovgivning om investeringsejendomme

På mange punkter er ÅRL sammenligning med de internationale standarder. Dette skyldes blandt andet, at man hele tiden forsøger at ændre ÅRL hen mod de internationale standarder. Dette ses blandt andet ved ændringen i ÅRL (1. juni 2015), hvor man blandt andet tilrettede området omkring investeringsejendomme, så man på nogle punkter følger de internationale standarder. Her kan blandt andet nævnes en regel om, at det ikke længere er nødvendigt at have investeringsejendomme som hovedaktivitet for at benytte regler.

I forhold til definitionen af en investeringsejendom, så henviser ÅRL til IAS 40. På den måde er der overensstemmelse om, hvilke ejendomme man taler om. I ÅRL er det ikke et krav at vise sammenligningstal i noten for investeringsejendomme, hvorimod dette er et krav i IAS 40. Det er et krav at ejendommen skal være færdigopført før, man indregner den som en investeringsejendom. IAS 40 tillader, at hvis ejendommens værdi kan opgøres pålideligt, så er det i orden at indregne den til dagsværdi.

3.3 Kostprismetoden

Når investeringsejendomme værdiansættes efter kostprismetoden, skal ejendommen indregnes og måles som andre materielle anlægsaktiver. Det vil sige, at ejendommen måles til kostpris med systematiske afskrivninger over levetiden.³⁴ Ved anvendelse af kostprismetoden forholder den bogførte

³³ FSR – danske revisorer, 2020, pkt. 15.7.3

³⁴ Årsregnskabsloven §42

værdi sig ikke som udgangspunkt til virkeligheden, da aktivet bliver afskrevet med et forudbestemt beløb hvert år. Det er godt at budgettere efter denne model, da den er transaktionsbaseret og baserer sig på det præsentationsorienterede regnskabsprincip.³⁵

Kostprisen, som blev beskrevet i afsnit 3.2.2, udgør grundlaget for afskrivningerne. Investeringsejendomme afskrives over den forventede brugstid. Der er som udgangspunkt en lang forventede brugstid for ejendomme, da de ikke værdiforringes på samme måde som mange andre anlægsaktiver. Et eksempel på et anlægsaktiv, som har en hurtig værdiforringelse, kan være maskiner.

3.3.1 Afskrivningsgrundlag

Afskrivningerne foretages på baggrund af afskrivningsgrundlaget. Afskrivningsgrundlaget findes som forskellen mellem kostprisen og en scrapværdi, som er den værdi, det forventes at ejendommen vil have, når afskrivningsperioden er ovre.

Når afskrivningsgrundlaget opgøres, opdeles bygning og grund hver for sig. Dette gøres da bygninger har en begrænset brugstid, hvorimod grunde har ubegrænset brugstid. Installationer og bygninger afskrives ligeledes hver for sig på grund af de forskellige brugstider.

Den løbende måling af en ejendom bliver foretaget på afskrivningsgrundlaget fratrukket afskrivninger over ejendommens forventede brugstid. Afskrivningerne skal reflektere den værdiforringelse, der sker ved den løbende anvendelse af ejendommen. Det er oftest den lineære afskrivningsmetode, der anvendes, da værdiforringelsen typisk sker jævnt over brugstiden.

Når først afskrivningsmetoden er valgt, så kan selskabet umiddelbart ikke ændre størrelsen af de regnskabsmæssige afskrivninger. Kan selskabet ikke begrunde en ændring i de regnskabsmæssige skøn, så er man bundet af den valgte regnskabspraksis.

3.3.2 Værdiregulering

Der er flere muligheder for at ændre på en ejendoms afskrivningsgrundlag. Det kan blandt andet ske ved nedskrivninger, opskrivninger, forbedringer af brugstid og scrapværdi.

³⁵ Elling et al., 2019, s. 205

Det er vigtigt at sondre mellem om man har med vedligeholdelsesomkostninger eller forbedringsomkostninger at gøre, da forbedringerne tillægges den regnskabsmæssige værdi.³⁶

Der er to betingelser, der skal være opfyldt, før man har med forbedringsomkostninger at gøre.³⁷

1. *De afholdte omkostninger forventes at medfører en forøgelse af investeringsejendommens værdi.*
2. *Omkostningerne skal ligeledes kunne måles pålideligt.*

Opfylder omkostningen ikke en af de overstående krav, skal de udgiftsføres i resultatopgørelsen som driftsomkostninger.

For at kunne fastholde det retvisende billede af ejendommens værdi, suppleres de systematiske afskrivninger med reguleringer i form af opskrivninger og nedskrivning. Vurderes dagsværdien af ejendommen større end den regnskabsmæssige værdi i balancen, så kan selskabet vælge at opskrive ejendommen. Opskrivningen skal ikke indtægtsføres i resultatopgørelsen, men derimod bindes på egenkapitalen, som en bunden reserve under egenkapitalen.³⁸

Hvor nedskrivninger er et most, så er opskrivninger frivillige. I forhold til nedskrivning henviser ÅRL til bemærkningerne i IAS 36, som omhandler nedskrivningstest. Det er et krav, at der udarbejdes en nedskrivningstest på investeringsejendommene i forbindelse med årsafslutningen, hvortil det ligeledes er et krav, at dette foretages på hver enkel ejendom. Aktiver der ikke løbende reguleres til dagsværdi efter ÅRL §37 eller §38, skal nedskrives til en lavere genindvindingsværdi.³⁹ Genindvindingsværdien findes ved at tage den højeste værdi af aktivets kapitalværdi, ved fortsat brug, fratrasket salgsomkostninger. Aktivets kapitalværdi findes ved at man fastlægger en budgetperiode, diskonteringsfaktor og en vækstrate for at kunne tilbagediskontere værdien af ejendommens cash flow til nutidsværdi. Budgetperioden er ejendommens brugstid. Diskonteringsfaktoren er det afkast, der minimum skal være for at ejendommen går i 0. Vækstraten skal svare til inflationen.⁴⁰ Er genindvindingsværdien lavere end den bogførte værdi, så skal der ske en nedskrivning, og omvendt. Hvis genindvindingsværdien omvendt er højere end den bogførte værdi, så skal der ske en opskrivning.

³⁶ FSR – danske revisorer, 2020, pkt. 15.3.11

³⁷ Ernst & Young, 2019, s. 303

³⁸ Årsregnskabsloven §41, stk. 3.

³⁹ Årsregnskabsloven §42

⁴⁰ Elling et al., 2019, s. 270

3.4 Dagsværdimetoden

Denne metode følger ÅRL §38, hvor værdireguleringerne sker over resultatopgørelsen og resultere i en fri reserve på egenkapitalen. Dagsværdimetoden bygger på den formueorienterede regnskabsteori i form af IASB's begrebsramme.⁴¹ Hvor kostprismetoden er baseret på historiske tal, så er dagsværdimetoden baseret på fremtidige pengestrømme til måling af værdien af en investeringsejendom.

Vælges dagsværdimetoden, sker der ingen systematiske afskrivninger ligesom i kostprismetoden. Afskrivningerne skal ses i sammenligning med dagsværdireguleringerne. Reguleringerne kan både være værdiforringende og værdiforbedrende. Disse skal begge reguleres over resultatopgørelsen og dermed i egenkapitalen.

I resultatopgørelsen er det ikke et krav at vise denne regulering, hvorfor det blot kan "skjules" i bruttoresultatet eller indgå i de finansielle poster. Modposten i egenkapitalen skal bindes på en fri reserve, og der kan altså udloddes af denne regulering.

Hvis investeringsejendommen sælges, så burde der rent teoretisk ikke være forskel på dagsværdien i regnskabet og den faktiske salgspris. Dette er dog ikke altid tilfældet, da der kan være forskel på hvornår, og hvor ofte værdien reguleres. Differencen der måtte opstå i forbindelse med salget skal indregnes i resultatopgørelsen.

Hvis man kommer i en situation, hvor det ikke er muligt at fastsætte en retvisende dagsværdi, så skal ejendommen som udgangspunkt måles til kostpris.⁴²

Måling til kostpris er "bagstopperen". Der kan nemlig opstilles følgende hierarki til fastlæggelsen af dagsværdien af en investeringsejendom⁴³:

1. *Salgsværdi på et aktivt marked.*
2. *Salgsværdi på de enkelte bestanddele*
3. *Tilnærmet salgsværdi ved hjælp af kapitalværdien*
4. *Kostpris*

⁴¹ Finansiell Rapportering, side 59

⁴² Ernst & Young, 2019, s. 297

⁴³ Årsregnskabsloven 37, stk. 1, pkt. 1-5

Selskabet skal opgøre investeringsejendommens værdi på et aktivt marked. Et aktivt marked er hvor der sker hyppige transaktioner, og som er sammenlignelige med investeringsejendomme.

Indenfor investeringsejendomme kan det være svært at finde to ens ejendomme, som er blevet handlet indenfor en bestemt periode. Der er oftest stor forskel på størrelse, alder, stand, beliggende og så videre. I IFRS 13 angives der yderligere en metode, indkomstmetoden, som handler om at konvertere fremtidige beløb til et diskonteret beløb. Det er blandt andet modellerne normalindtjeningsmodellen eller Discounted Cash-Flow (DCF).

Dagsværdimålingen skal tage udgangspunkt i den bedste anvendelse af ejendommen. Som udgangspunkt er det ejendommens aktuelle anvendelse, der anvendes for at være den bedste anvendelse af ejendommen. Ved vurdering af den mest optimale anvendelse af ejendommen skal der tages hensyn til, om den pågældende anvendelsesmulighed er fysisk mulig, lovlig og økonomisk rentabel. Har man en investeringsejendom, der ikke bliver brugt mest fordelagtigt i forhold til anvendelsesmuligheder, så skal der oplyses i regnskabet, at selskabets aktuelle brug ikke er et udtryk for den mest fordelagtige anvendelsesmulighed.⁴⁴

Der er flere muligheder for at finde frem til dagsværdien på en ejendom. Det mest pålidelige dagsværdi findes ved sammenligning med en anden ejendom, der er handlet for nyligt. Det er sjældent, at det kan lade sig gøre i praksis, og derfor benytter man sig af afkastbaserede modeller. Modellerne er ikke så tidskrævende og omkostningstunge for selskabets ledelse til sammenligning med, hvis ledelsen skulle undersøge markedet for handlede ejendomme. Rapporten vil tage afsæt i to af disse afkastbaserede modeller (normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen), for at belyse hvordan de hver især bidrager til et retvisende billede af ejendommens værdi.

Normalindtjeningsmodellen vil blive behandlet i afsnit 3.4.1, hvor en beskrivelse af modellen vil finde sted. Samtidig vil afsnittet beskrive hvilke faktorer og elementerne der spiller ind. Dernæst vil afsnit 3.4.2 omhandle DCF-modellen. Der vil ligeledes komme en beskrivelse af modellen, samt en beskrivelse af hvilke faktorer og elementer der spiller ind. Afsnit 3.4.3 vil være en gennemgang af de to modeller, som vil indeholde sammenligning af modellerne hvoraf der afslutningsvis vil være en diskussion af modellernes fordele/ulemper og styrker/svagheder.

⁴⁴ Deloitte, 2016b

3.4.1 Normalindtjeningsmodellen

Normalindtjeningsmodellen kaldes også den afkastbaserede model. Modellen er den mest simple metode til at opgøre dagsværdien på en investeringsejendom. Metoden kan i sin enkelthed opdeles i 3 faser.

Fase 1 = Årlig driftsafkast.

Fase 2 = Forrentningskrav.

Fase 3 = Tillæg og fradrag for særlige forhold.

Ud fra de tre faser er det muligt at lave en ligning, som kan anvendes til at udlede dagsværdien. Denne kan se ud som følgende:

$$\text{Ejendommens dagsværdi} = \frac{\text{Driftsafkast}}{\text{Afkastkrav}} \pm \text{tillæg el. fradrag}$$

3.4.1.1 Fase 1: Årlig driftsafkast

Det årlige driftsafkast baseres som regel, på den viden, man har for de kommende 12 måneder på opgørelsestidspunktet. Driftsafkastet har følgende elementer indeholdt:

- | | |
|-------|---|
| + | Årlig forventet lejeindtægt ifølge lejekontrakter. |
| -/+ | Regulering til forventet markedsleje. |
| + | Skønnet årlig markedsleje på ikke-udlejede arealer. |
| - | Gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift. |
| - | Administrationsomkostninger. |
| - | Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger. |
| <hr/> | |
| = | Driftsafkast. |
| <hr/> | |

Figur 4 - Opgørelse af driftsafkast Kilde: KPMG, Ejendom & Entreprise, Investeringsejendomme

Den årlige forventet lejeindtægt findes via lejekontrakterne, der er indgået på statustidspunktet (regnskabsafslutningen). Reguleringen til forventet markedsleje indeholder de reguleringer, der på statustidspunktet er indgået med lejerne. Det kan for eksempel være lejereduktion i form af rabatter med videre. Det er dog oftest en positiv regulering på grund af inflationen. I de fleste lejekontrakter har man tilføjet huslejen som indeksreguleret en gang årligt. I forhold til markedslejen på ikke-udlejede arealer, så forudsættes det, at alle lejemålene bliver udlejet til markedslejen. Markedslejen er den leje, som en ny lejer skal give i forbindelse med tilflytning til dette eller tilsvarende lejemål. Udlejes lejemålene ikke til markedsleje, så skal dette reguleres i forhold til opgørelsen af driftsafkastet.

De næste punkter i modellen er alle udgifter, der er i forbindelse med ejerskabet af en ejendom. Det er alle udgifter, som har en negativ påvirkning af driftsafkastet. De gennemsnitlige vedligeholdelsesudgifter kan fastsættes på grundlag af et budget for ejendommen. Disse er typisk sammenlignelige med de tidligere års faktiske udgifter. Administrationsomkostningerne dækker over omkostninger til revisor, bogholder, ejendomsadministration.

Hvis selskabet, der ejer ejendommen, ikke har en ejendomsadministration tilknyttet, så skal der anvendes en markedspris for administrationen af ejendommen. Altså hvad skulle et eksternt firma have for at administrere denne ejendom. Ejendomsskatter og afgifter er forholdsvis stabile fra år til år. Dog må der forventes en lille stigning i beløbene over tid. Omkostninger der er afholdt af selskabet men betales af lejer, må udholdes af denne beregning. Dette indbefatter omkostninger til el, vand og varme som lejerne ofte betaler, når slutopgørelserne er lavet.

3.4.1.2 Faste 2 - Forrentningskrav

Den anden fase er forrentningskravet. Forrentningskravet er den forrentning som, ledelsen forventer at få tilbage fra deres investerede kapital. Forrentningskravet har stor betydning for dagsværdien af ejendommen. Sænkes forrentningskravet, så stiger dagsværdien. Sættes forrentningskravet op, så falder dagsværdien. Til at finde forrentningskravet, kan man benytte CAPM-modellen.⁴⁵

Ejernes afkastkrav = risiko rente + (markedsrisikopræmie x egenkapital beta)

Formlen er opbygget efter en risiko rente, som er den rente en investor alternativt kan få af den investerede kapital, hvis han valgte en investering med en minimal risiko. Man skal altså vælge noget, der er sammenligneligt med ejendomsmarkedet. Det kan i mange tilfælde være udfordrende at vælge en investering, der har samme tidshorisont som en ejendomsinvestering. Oftest sammenligner man med den danske tiårige statsobligationsrente, når der skal vurderes en risikofri rente mod en ejendomsinvestering.

I formlen skal man også tage højde for en markedsrisikopræmie og specifikke risici. Markedsrisici består af risici begrundet i strukturelle ændringer eller svigtende marked, og som påvirker markedet som helhed.⁴⁶ Specifikke risici er risici, der påvirker den enkelte ejendom. Dette kan blandt andet være manglende lejeindbetalinger, manglende mulighed for genudlejning med videre.⁴⁷

⁴⁵ Kenton, 2020

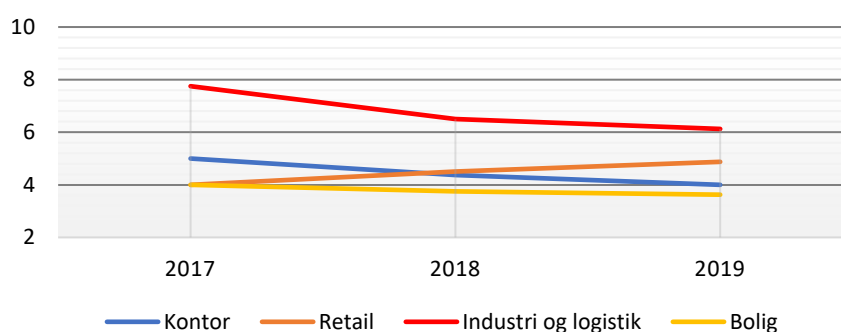
⁴⁶ Ejendomsforening Danmark, 2013, s. 9

⁴⁷ Ejendomsforening Danmark, 2013, s. 9

Det optimale for en investor er en kombination mellem afkast og risiko. I en markedsportefølje er risikospredningen komplet, da det er kun den systematiske risiko, som er svær at komme uden om.

Rapporten tager udgangspunkt i markedsporteføljen for danske investeringsejendomme.

Udviklingen over de sidste tre års afkast er vist nedenfor. Figuren viser forrentningskravet i % fordelt efter ejendomstype:



Figur 5 – Egen tilvirkning. Udformet med data fra Ejendomsforeningen Danmark

Ovenstående graf viser, hvordan den gennemsnitlige driftsafkast på investeringsejendomme har været i perioden 2017-2019. Overordnet så viser grafen et billede af, at der er lavere risiko ved udlejning af boliger.

Man kan også argumentere for, at forrentningskravet ikke skal stå alene i forhold til at vurdere en markedsportefølje. Når man har med ejendomme at gøre, så kan man forvente, at der vil ske en form for værditilvækst i løbet af ejertiden. Jeg mener, at værditilvæksten skal holdes uden for, da den i øjeblikket er ustabil og uforudsigeligt, hvilket ikke vil gavne rapporten at medtage denne. Der kan umiddelbart ikke laves en analyse på, hvordan den fremtidige udvikling i værditilvæksten vil se ud, og derfor mener jeg at det vil forstyrre at medtage denne.

Den sidste faktor der skal medtages i formlen, er betaværdien, hvilket er et udtryk for risikoen ved den enkelte ejendom i forhold til markedets risiko. En betaværdi på 1 betyder, at ejendommen ikke er mere risikabelt, end markedets risiko. Er betaværdien over 1 betyder det, at der er større risiko i ejendommen end markedet, hvor en betaværdi under 1 betyder, at der er en mindre risiko i ejendommen i forhold til markedet. Som hovedregel kan man sige, at jo højere betaværdien er, jo højere afkast bør man forvente og omvendt kan man sige, at jo lavere betaværdien er, jo lavere afkast skal man forvente.

3.4.1.3 Tillæg og fradrag for særlige forhold

Vi har nu fundet driftsafkastet og forrentningskravet, og inden dagsværdien kan opgøres, så skal der laves en korrektion for særlige forhold. Særlige forhold dækker over mange ting, som blandt andet tab af lejeindtægter ved udlejede arealer, udskudt vedligeholdelse og tomgangsleje. Som udgangspunkt ses lejeindtægterne som forholdsvis stabile.

Hvis man ser på en normal lejekontrakt ved udlejning til private, så er standarden en opsigelsesperiode på 3 måneder. Ved erhvervslejemål bliver lejekontrakterne ofte lavet på mere individuelle vilkår, hvor opsigelsesperioden kan svinge fra kontrakt til kontrakt. Som udlejer kan man derfor ikke være sikker på at have sine nuværende lejere hele året, og derfor skal der under alle omstændigheder tages højde for mulig tomgang.

Hvis man på statusdagen ikke har udlejet alle sine lejemål, så udgangspunktet ikke nødvendigvis, at man fastlægger tomgangen til 0. Der kan være forhold som gør, at man på forhånd ved at lejemålet bliver udlejet i starten af det kommende regnskabsår, eller man besidder en ejendom, hvor tomgang er en sjældenhed. Man medtager derfor en forholdsmæssig værdi på baggrund af begrundelsen.

Et andet forhold der kan opstå ved, at man ikke udlejer til markedslejen. I opgørelsen af dagsværdien skal der laves en korrektion af den lejeindtægt, der fraviger fra markedslejen.

Hvis man inden for det kommende regnskabsår regner med at ejendommen skal renoveres mere, end hvad der er normalt for den type af ejendomme, så skal der korrigeres for dette i beregningsgrundlaget af dagsværdien.

3.4.1.4 Rapportens vurdering af normalindtjeningsmodellen

Den store styrke i normalindtjeningsmodellen er, at den er meget simpel at anvende. Dette er den fordi, at der er kun to faktorer, som har indflydelse på dagsværdien, nemlig driftsafkastet og forrentningskravet.

Hvis der er tale om en investeringsejendom, hvor der er en stabil lejer og en lang opsigelsesperiode, så er normalindtjeningsmodellen at foretrække. Årsagen til dette er, at modellen tager udgangspunkt i de kommende 12 måneder, og derfor ikke med udgangspunkt i investeringsejendommens økonomiske levetid. Modellen tager dermed ikke højde for usikkerheder i fremtiden.

Det er derfor også vigtigt at driftsafkastet og forrentningskravet bliver vurderet korrekt. Risikoen i modellen bliver indregnet i forrentningskravet, og det er derfor meget vigtigt at dette vurderes meget præcist, da en lille afvigelse kan have stor betydning for investeringsejendommens dagsværdi.

3.4.2 Discounted Cash Flow (DCF)

Discounted cash flow, også forkortet som DCF eller på dansk tilbagediskonterede pengestrømme, er en anden model til at måle dagsværdien på en investeringsejendom.

Skattestyrelsen definerer at modellen er:

”DCF-modellen er en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel, hvor værdien af et selskab, et aktiv eller et forretningsprojekt opgøres som den tilbagediskonteret værdi af de forventede fremtidige frie pengestrømme, der kan henføres til det pågældende værdiansættelsessubjekt.”⁴⁸

Modellen har stor international anerkendelse, hvorfor den oftest bliver at foretrække til beregningen af dagsværdien af en investeringsejendom. DCF-modellen anvender blandt andet en længere budgetperiode til at vurdere pengestrømmene og samtidig af en terminalværdi.

Får at komme igennem beregningen af dagsværdien, kan man følge 5 trin: ⁴⁹

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

3.4.2.1 Cash Flow

Inden budgetperioden kan fastlægges, skal der bestemmes et cash flow for perioden. Hvor det ved brug af normalindtjeningsmodellen er tilstrækkeligt med en 12 måneders budgetperiode, så anvender man en budgetperiode på 10 år i praksis. ⁵⁰

Hvis man ser teoretisk på budgetperioden, skal den have en længde, som svarer til at ejendommens cash flow har stabiliseret sig. Dette forekommer, når igangværende projekter, f.eks. udskiftning af

⁴⁸ Skat, 2019

⁴⁹ Ejendomsforening Danmark, 2006, s. 7

⁵⁰ Ejendomsforening Danmark, 2006, s. 7

tag, vinduer medmere, er færdiggjort, og når ejendommen er tilbage på et normalt niveau, i henhold til vedligeholdelse. Når budgetperioden er fastlagt, så skal cash flowet findes. Det vil sige, at man skal se på, hvilke fremtidige indtægter og udgifter ejendommen vil genere.

De fremtidige indtægter og udgifter er de samme, som i normalindtjeningsmodellen (jf. afsnit 3.4.1). Eventuelle reguleringer skal indregnes i dette stadie, ligesom der skal budgetteres med tomgang og reguleringer i forhold til markedslejen. For hvert år i budgetperioden skal der laves en detaljeret budgettering af henholdsvis indtægter og omkostninger. Lejeindtægten vil kunne opgøres på baggrund af de indgående lejekontrakter, som skal opskrives med den forventede inflationssats, og der skal også tages højde for om der skal udføres større vedligeholdelsesudgifter på ejendommen i perioden.

3.4.2.2 Terminalværdi

Budgetperioden udløber, når ejendommens cash flow har stabiliseret sig, og det er derfor ikke nødvendigt at budgettere for hvert år. Man indsætter derfor en terminalværdi i udregningen, der er et udtryk for det forventede cash flow over de fremtidige år.⁵¹ Generelt set minder dette om normalindtjeningsmodellen, hvor inflationen ikke medregnes i forretningskravet. Grunden til at man undlader inflationen er, at når terminalperioden udløber så regner man med, at cash flowet vil følge udviklingen i inflationen. Samlet set udgør terminalværdien en stor rolle i DCF-modellen. Oftest udgør den mellem 40 og 60% af den samlede dagsværdi. Dette kan dog variere i forhold til, hvor lang budgetperioden er.⁵²

Til at finde terminalværdien, bruges der en formel, som kan ses i nedenstående ligning:⁵³

$$\frac{\text{Cash flow}}{\text{Forretningskrav i \%}} = \text{Terminalværdi}$$

Det cash flow, der angives i terminalåret, er en gennemsnitsbetragtning af alle faste indtægter og omkostninger der vil komme i al evighed. Cash flowet skal divideres med forretningskravet i procent. Forretningskravet er diskonteringsrenten minus inflationen. Resultatet af ligningen er terminalværdien for ejendommen.⁵⁴

⁵¹ Ejendomsforening Danmark, 2006, s. 9

⁵² Ejendomsforening Danmark, 2006, s. 12

⁵³ Ejendomsforening Danmark, 2006, s. 9

⁵⁴ Ejendomsforening Danmark, 2006, s. 9

3.4.2.3 Diskonteringsrente

Terminalværdien og cash flowet skal begge tilbagediskonteres til en nutidsværdi. Det foregår med en diskonteringsrente, som er forskellig for hver ejendom. Ved investering i ejendomme er der en lang række risici, der skal tages højde for. Risikoen består i, at indtægterne og udgifterne afviger negativt fra budgettet. Jo mere korrekte budgetterne er, jo mindre risici skal der indregnes i diskonteringsrenten.⁵⁵

Diskonteringsrenten findes på samme måde som afkastkravet i normalindtjeningsmodellen (jf. afsnit 3.4.1.2). Forskellen på afkastkravet i normalindtjeningsmodellen og diskonteringsrenten er inflationsraten som skal tillægges i diskonteringsrenten. DCF-modellen anvender som tidligere nævnt en tiårige budgetperiode, og man skal derfor i diskonteringsrenten tage hensyn til de makroøkonomiske forhold.⁵⁶

Jeg vil ikke gå i dybden med disse forhold men blot fremhæve et af disse forhold, som vurderes at have en væsentlig betydning for DCF-modellen. En af de største risici ved investering i ejendomme er, hvis de ikke bliver udlejet, og derved ikke får lejeindtægter ind. Udviklingen i BNP, beskæftigelse og privat- og offentligt forbrug har derfor en væsentlig betydning for investeringen i ejendomme. For eksempel kan man sige, at der ved lavkonjunktur er større sandsynlighed for, at lejere ikke kan leve op til de økonomiske forpligtelser, de har påtaget sig. Ved lavkonjunktur må der kræves en højere diskonteringsrente og omvendt ved højkonjunktur.

3.4.2.4 Tilbagediskontering

Når man har fastsat cash flowet i budgetperioden for de enkelte år, skal man tilbagediskontere disse til nutidsværdien i år 0. Et element i denne beregning er forudbetalt/bagudbetalt husleje, da denne kan have stor betydning for dagsværdien. En forudbetalt husleje vil give en marginal højere dagsværdi end bagudbetalt husleje.

Tilbagediskonteringen kan foregå ved hjælp af følgende metode, hvor CF = cash flow, DF = diskonteringsfaktor og TV = terminalværdi:

$$\text{Dagsværdi} = \text{CF år 1} + \frac{\text{CF år 2}}{(1 + \text{DF})} + \frac{\text{CF år 3}}{(1 + \text{DF})^2} + \frac{\text{CF år 4}}{(1 + \text{DF})^3} + \dots + \frac{\text{TV}}{(1 + \text{DF})^x}$$

⁵⁵ Ejendomsforening Danmark, 2006, s. 11

⁵⁶ Ejendomsforening Danmark, 2006, s. 11-12

Metoden ovenfor er udarbejde ud fra det udgangspunkt, at lejen for år 1 er forudbetalt for at holde det simpelt. Hvis man skulle gøre det helt optimalt, så skulle lejen tilbagediskonteres til indbetalings-tidspunktet. Man får en mindre overvurdering af ejendommens værdi, hvis man ikke tilbagediskontere lejen for år 1.⁵⁷

Hvis man fortsat tager udgangspunkt i ovenstående figur, så findes terminalværdien i år 11, altså efter den tiårige budgetperiode, ved at terminalværdien tilbagediskonteres med en faktor på 10. Investerings ejendommens dagsværdi findes ved at addere samtlige tilbagediskonterede værdier. Det vil sige, at hvis man arbejder med en budgetperiode på 10 år, så skal de 10 tilbagediskonterede værdier lægges sammen og til sidst tillægges den tilbagediskonterede terminalværdi.

3.4.2.5 Rapportens vurdering af DCF-modellen

En af styrkerne ved DCF-modellen er, at der anvendes en budgetperiode. Budgetperioden tager højde for uregelmæssige pengestrømme i fremtiden, og det medvirker til, at man får en mere nøjagtig dagsværdi af ejendommens værdi. Uregelmæssige pengestrømme i fremtiden kan blandt andet bestå af større renoveringer eller en tilbygning. Modellen tager hensyn til, hvornår disse uregelmæssige udgifter påvirker pengestrømmene, og hvilken betydning disse har for den aktuelle dagsværdi.

Jeg ser en anden styrke i modellen i forhold til fleksibiliteten i budgetperioden. Selvom der i praksis bruges en budgetperiode på 10 år, så ser jeg det som en fordel at tilpasse budgetperioden i forhold til, hvornår pengestrømmene er normaliseret.

Man må antage, at jo længere ude i fremtiden man budgetter, jo mere bliver pålideligheden af det budgetterede sat på prøve. Det anbefales derfor at hvis det vurderes at pengestrømmene er normaliseret efter 7 år, så kan terminalværdien indsættes i år 8. Modsætningsvis så bør der også være en minimumsperiode for hvor kort budgetperioden må være. Kort sagt så må man antage at jo kortere budgetperioden er, jo mere fylder terminalværdien i dagsværdien.

Jeg mener, at hvis terminalværdien har for meget indflydelse på dagsværdien, så minder DCF-modellen for meget om normalindtjeningsmodellen.

Det fremgår af IAS 36, afsnit 33, at budgetperioden højst skal dække en 5-årige periode, medmindre en længere periode kan begrundes. Jeg er enige i denne betragtning.

⁵⁷ Ejendomsforening Danmark, 2006, s. 12

3.4.3 Normalindtjeningsmodellen overfor DCF-modellen

Normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen er på mange punkter ens. I begge modeller anvendes der budgetterede pengestrømme, hvor cash flowet bliver beregnet næsten ens. Cash flowet i normalindtjeningsmodellen bliver udledt fra det fulde potentiale af ejendommen, mens der i DCF-modellen findes et cash flow ud fra, hvad der budgetteres med.

Det vurderes at DCF-modellen giver et mere realistisk billede af en ejendoms cash flow, selvom der i normalindtjeningsmodellen tages hensyn til tillæg og fradrag for særlige forhold. Så mener jeg at DCF-modellen finder ejendommens reelle cash flow.

En klar styrke ved DCF-modellen er, at den tage højde for udsving i cash flowet på det tidspunkt, de indtræffer, hvorimod normalindtjeningsmodellen håndterer en gennemsnitsbetragtning. Det vurderes, at nøjagtigheden i udsvingene i cash flowet er at foretrække, så man opnår det mest retvisende billede af dagsværdien.

Tilbage i et notat fra Erhvervsstyrelsen i år 2009, fremgår det at forretningskravet er et vigtigt element. Selskaberne kan have spekuleret i at påvirke ejendommens værdi ved at benytte et lavt forrentningskrav, og dermed opnå en højere værdi af ejendommene på et forkert grundlag.⁵⁸

Det er vurderingen at fastsættelse af forrentningskravet stadigvæk er et vigtigt element i værdiansættelsen. Uanset erhvervsstyrelsens tilkendegivelse fra år 2009.

I henhold til de to modeller findes forretningskravet på samme måde. DCF-modellen har et usikkerhedsmoment indbygget i form af diskonteringsrenten. Diskonteringsrenten indeholder nemlig en forventning til inflationen, og især her for tiden (COVID-19), så er forventningen til inflationen vigtig. DCF-modellen indeholder derfor en risikofaktor, som gør at den bliver en smule mere pålidelig end normalindtjeningsmodellen.

Notatet fra Erhvervsstyrelsen henviser også til en ekstern vurderingspart, nemlig Colliers, som hvert kvartal udgiver en rapport, hvor de angiver hvilke afkastkrav der er til forskellige boligtyper i forskellige områder i Danmark.⁵⁹

⁵⁸ Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, 2009

⁵⁹ Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, 2009

Fastsættelsen af forrentningskravet vurderes at være modellernes største svaghed. Først og fremmest så kan det være vanskeligt at fastsætte et præcis afkastkrav. Tager man udgangspunkt i Colliers kvartalsrapporter, så er det primært de større byer/områder der er nævnt. Har man få en ejendom, som ligger i et område, som umiddelbart er svær at placere i forhold til afkastkravet, så vælger man oftest en sammenligningsbetragtning, med nogle andre byer i Danmark, som minder mest om den by, hvor ejendommen er beliggende.

Vurderingen er derfor at det mest optimale vil være, hvis en myndighed fastlagde afkastkravene for et bestemt område, således disse kan anvendes som pejlemærker for alle. Det vurderes, at alle ejendomme er forskellige fra hinanden, og det vil derfor vil være mest optimalt at vurdere dem enkeltvist.

I regnskabsvejledningen for regnskabsklasse B og C står der skrevet, at der på ejendomsmarkedet i vid udstrækning anvendes en forenklet afkastbaseret model, normalindtjeningsmodellen, til at beregne en ejendoms værdi.⁶⁰ Vejledningen skriver blandt andet at det skal dokumenteres, at der er foretaget de nødvendige reguleringer af den opgjort værdi, så den kan anses som en approksimering af dagsværdien beregnet efter DCF-modellen.⁶¹

Det vurderes at det, der står skrevet i vejledningen om, at man mener, at DCF-modellen er den korrekte måde at finde dagsværdien på, ikke altid er korrekt. Den korrekte dagsværdi findes ved at kigge på aktuelle priser på et aktivt marked for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand, som har i et tilsvarende leje- eller andre kontraktforhold.⁶²

Som udgangspunkt bør begge dagsværdimodeller kommer frem til den samme værdi, da der i princippet kun er en dagsværdi for en ejendom.

Det er vurderingen, at DCF-modellen indeholder flere detaljer, som gør at denne model anses for mere retvisende. DCF-modellen er meget ressourcekrævende i forhold til normalindtjeningsmodellen. Derfor vil mindre selskaber, der kun ejer få ejendomme og ikke har andre end långiverne, oftest vil anvende normalindtjeningsmodellen.

Selvom begge modeller kan være fordelagtige at benytte, er det vigtigt at huske at sammenligne dagsværdien med virkeligheden. Det kan derfor være en god ide at benytte en ekstern fagmand.

⁶⁰ FSR – danske revisorer, 2020, pkt.15.3.6

⁶¹ FSR – danske revisorer, 2020, s. 77

⁶² Deloitte, 2016a

3.5 Opskrivninger til dagsværdi

Omvurderingsmetoden er den anden af de to metoder, som følger dagsværdireguleringerne. Det er frivilligt om man vil opskrive investeringsejendommen til dagsværdi.⁶³ Bruges omvurderingsmodellen indebærer det, at ejendommene skal måles til dagsværdi fratrasket de akkumulerende afskrivninger. Den løbende opskrivning fritager ikke kravet om at afskrive aktivet. Er omvurderingen højere end den regnskabsmæssige værdi, skal der foretages en opskrivning på forskellen samt en eventuel forøgelse af udskudt skat.

Opskrivningen kan ”kun” bruges, når ejendommen frasælges, skal nedskrives eller afskrives. Opskrivningen bliver en bunden post på egenkapital, og der kan altså ikke ske udlodning til anpartshaver af denne reserve.⁶⁴ Hvis der tidligere er blevet lavet opskrivninger af ejendommen, så skal denne reserve udlignes før, der kan ske nedskrivinger. Hvis reserven i egenkapitalen er ”tom”, så skal denne nedskrivning ske hen over resultatopgørelsen.

3.5.1 Præsentation og oplysninger – Dagsværdimetoden og opskrivning til dagsværdi

Som nævnt i afsnit 3.4 så skal der oplyses, hvilken model der er anvendt til at finde dagsværdien. Hvis der er anvendt en afkastbaseret model, så skal forudsætningerne for denne oplyses.⁶⁵

Det skal derudover oplyses hvordan diskonteringsgrundlaget og diskonteringsfaktoren er fremkommet - altså hvilke indtægter og omkostninger der er medtaget i driftsafkastet. Hvis man ser på resultatopgørelsen, så skal der være en særskilt præsentation af lejeindtægter, værdireguleringer og driftsomkostninger. I noten for investeringsejendommen skal den samlede regnskabsmæssige værdi oplyses samt den vejede gennemsnitlige diskonteringsfaktor. Som en god regnskabsskik, så kan det være en mulighed at give oplysninger omkring usikkerhed ved måling samt følsomhed ved ændring i forudsætningerne.

ÅRL har intet krav om, at der skal være sammenligningstal fra tidligere år, hvorimod IAS angiver det modsatte.⁶⁶ Ligesom ved kostprismetoden skal der gives oplysninger om begrænsninger i ejendomsretten og pantsætninger.

⁶³ Årsregnskabsloven §41

⁶⁴ Årsregnskabsloven §43, stk. 3.

⁶⁵ Årsregnskabsloven §53, stk. 2 litra b.

⁶⁶ Deloitte, 2016a

3.6 Konklusion på teoriafsnittet

Der har i en lang årrække været en udviklingen indenfor den danske regnskabspraksis. Man er gået fra tidligere at have en lovgivning der var præget af det præstationsorienterede paradigme, til at man nu begynder at have en mere formueorienteret regnskabspraksis. Vi bevæger med andre ord os tættere på de internationale regnskabsstandarter.⁶⁷

Det vil sige, at der i lovgivningen er kommet mere fokus på værdierne i selskaber, som består af fremtidige værdistrømme. Indenfor investeringsejendomme betyder dette, at dagsværdimetoderne er prioriteret højere end kostprismetoden. Man fokuserer derfor nu på at bruge dagsværdimetoder til måling for den retvisende værdi af ejendommene.

Når man ved regnskabsafslutning skal finde en dagsværdien af en ejendom, så vurderes det, at der ingen fordel er i at anvende kostprismetoden til målingen. I et stigende marked burde det ikke være en nødvendighed at måle investeringsejendomme til dagsværdi, hvis selskabet ikke opskriver ejendommene. Dette gælder også, selvom der skal foretages nedskrivningstest hvert år. Regnskabsaflæggeren (ledelsen) vil derfor spare ressourcerne, der skulle være brugt til at finde en dagsværdi af ejendommene. Jeg ser dette som en fordel ved kostprismetoden. Der er også fundet nogle ulemper ved at anvende kostprismetoden frem for dagsværdimetoden. I kostprismetoden skal, der som tidligere nævnt, foretages systematiske afskrivninger hvert år. Disse afskrivninger vil blive fratrullet i et eventuelt driftsoverskud og dermed minimere overskuddet. Derudover vil en opskrivning af investerings-ejendomme blive bundet på en reserve på egenkapitalen. Denne reserve vil ikke kunne bruges til udlodning/dækning af underskud, og skal udlignes ved et eventuelt salg af ejendommen. I modsætning til en opskrivning, vil dagsværdimodellerne fører opskrivningen af ejendommen over på egenkapitalen, og bruges efter behov. Man får altså frigjort noget kapital fra ejendommen.

Jeg mener ligeledes, at dagsværdimetoden opfylder ÅRL §11's (retvisende billede) bedre end kostprismetoden. Man er ikke tvunget til at foretage afskrivninger i de år, hvor der ikke er sket værdiforringelser. Dagsværdien er netop et udtryk for de fremtidige pengestrømme, der vil tilflyde ejendommen. Et skift i metoden kan alene ske, hvis ændringen giver en mere relevant præsentation. Det er usandsynligt, at et skift i regnskabspraksis fra dagsværdi til kostpris vil medføre et mere retvisende billede af selskabets ejendomme.⁶⁸ Et skifte – den vej – er derfor ikke relevant.

⁶⁷ Elling et al., 2019, s. 204

⁶⁸ Deloitte, 2016a

Jeg har samme holdning som IAS, om at indregne ejendomme til dagsværdi fremfor kostpris i forhold til det retvisende billede. I forhold til valg af dagsværdimetode er det min anbefaling at bruge DCF-modellen. I DCF-modellen gør man nemlig mere ud af at vise regnskabsbrugeren de forventninger man dels har til ejendommen - men også til samfundet. Hvis man i selskabet kun har én ejendom, så er det min vurdering, at anvendelsen af normalindtjeningsmodellen kan overses, fordi DCF-modellen er mere omkostningstung, og nytteværdien af DCF-modellen er ligeledes mere begrænset.

Det vurderes, at man, som investor, vil have den mest detaljerede viden, inden man "smider" penge i et selskab. I sidste ende er det min vurdering, at selskabet skal vælge den model, der giver mest værdi for dem.

4. Analyse af udvalgte årsrapporter

Rapporten vil i dette afsnit tage udgangspunkt i fire selskaber, som alle har det til fælles, at de er nogle af de største selskaber i Danmark, som beskæftiger sig med investeringsejendomme. Jeg er hertil opmærksom på, at fire selskaber ikke vil være repræsentativ for hele branchen, hvilket ligeledes præger rapportens validitet. For at optimere validiteten har jeg derfor haft ekstra fokus på samplingsprocessen. De fire udvalgte selskaber befinder sig i hver sin størrelsesorden målt på balancesummen. Jeudan A/S er udvalgt, fordi det er et børsnoteret selskab, hvilket betyder at Jeudan A/S repræsenterer de større selskaber. Dades A/S er udvalgt, fordi selskabet ikke er børsnoteret, men derimod ejet af tre større fonde. C. W. Obel Ejendomme A/S er udvalgt, da selskabet er ejet af en familiefond. Derudover er selskabet mindre, målt på balancesum, end de to foregående selskaber. Det sidste selskab, HD Ejendomme A/S er udvalgt, eftersom dette selskab skiller sig ud fra de andre i henhold til balancesum og placering.

Afsnit 4.1 vil angive forholdet mellem teori og praksis. Det sker ved at anvendte regnskabspraksisser gennemgås og henholdes med teorien. Afsnit 4.2 vil derefter se på, om valg af bestyrelse, revisor, ejerforhold har betydning for valget af dagsværdimetoden. Afsnit 4.3 vil jeg se på, hvilke udfordringer bestyrelsen står overfor, når de skal værdiansætte en ejendom. Har man de rette kompetencer, er der en interessekonflikt eller pålægger man revisoren "ansvaret" for at hjælpe med værdiansættelsen. Afslutningsvis vil afsnit 4.4 analysere på hvilke konsekvenser en ændring af afkastkravet på +/- 0,25% vil have for selskabernes investeringsejendomme.

4.1 Gennemgang af udvalgte årsrapporter

4.1.1 Jeudan A/S

Jeudan A/S er Danmark største børsnoterede ejendoms- og servicevirksomhed. Selskabet investerer i kontorer, boliger og detailejendomme i primært Storkøbenhavn.⁶⁹ Selskabet aflægger regnskab efter IRFS, fordi de er børsnoteret, og dermed er de underlagt regnskabsreglerne for regnskabsklasse D. Selskabet bruger revisionshuset Deloitte. Bestyrelsen i selskabet består af 5 personer, hvoraf de alle 5 har bestyrelsesposter rundt i større danske selskaber.

4.1.1.1 Anvendt regnskabspraksis i Jeudan A/S

Ifølge anvendt regnskabspraksis anvender selskabet dagsværdimetoden. Ejendomme bliver ved første indregning indregnet til kostpris, hvorefter bliver de målt til dagsværdi. Ændringerne i dagsværdien indregnes i resultatopgørelsen under posten ”Gevinst/Tab ejendomme”.⁷⁰

Detaljegraden i regnskabet er højt, hvilket jeg også forventer da, vi har med et børsnoteret selskab at gøre.

Anvendt regnskabspraksis fortæller os ligeledes at Jeudan A/S indregner ejendommene til dagsværdi efter første indregning. Hertil er det værd at bemærke, at DCF-modellen kun er anvendt i 1,3% af selskabets samlede ejendomsværdier.⁷¹

Det er derimod normalindtjeningsmodellen, der anvendes, og der oplyses at selskabet har benyttet denne model i en årrække, hvilket skaber kontinuitet, og dermed bliver regnskabet sammenligning med tidligere år.

Jeudan A/S bruger følgende model til målingen af dagsværdier:

- + Årlig lejeindtægt.
- +/- Eventuel regulering af eksisterende leje til anslået markedsleje.
- Driftsomkostninger.
- Ind- og udvendig vedligeholdelse.
- Administration.
- = Nettoresultat.

⁶⁹ Jeudan, 2020b

⁷⁰ Jeudan, 2020a, s. 101

⁷¹ Jeudan, 2020a, s. 101

$$\begin{aligned}
 & / \quad \text{Afkastprocent.} \\
 & = \quad \text{Kapitaliseret nettoresultat (nettoresultat/6).} \\
 & + \quad \text{Refusionssaldi.} \\
 & - \quad \text{Korrektioner til dagsværdi.} \\
 & = \quad \text{Dagsværdi .}
 \end{aligned}$$

Figur 6 - Udklip af Jeudans model til måling af dagsværdi. Kilde: Jeudan, 2020a

Selskabets model til målingen af dagsværdien er næsten ens med den figur, som rapporten har beskrevet i afsnit 3.4.1. Forskellene mellem Jeudan A/S's model og normalindtjeningsmodellen, der er beskrevet i afsnit 3.4.1, er følgende:

I Jeudan A/S's model medtages ikke "skønnet årlig markedsleje på ikke-udlejede arealer", de skriver dog i anvendt regnskabspraksis, at de årlige lejeindtægter indeholder en forsigtig anslået markedslejen for ledige arealer. Punkt 2 i Jeudan A/S's model: "Eventuel regulering af eksisterende leje til anslået markedsleje" svarer til: "Regulering af forventet markedsleje" i normalindtjeningsmodellen. Punkt 3 i Jeudan A/S's model: "Driftsomkostninger" svarer til "Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger" i normalindtjeningsmodellen. Punkt 4 i Jeudan A/S's model: "Ind- og udvendig vedligeholdelse" svarer til "Gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift" i normalindtjeningsmodellen. Punkt 5 i Jeudan A/S's model: "Administration" svarer til "Administrationsomkostninger" i normalindtjeningsmodellen.

Det er vurderingen, at selskabet vil få det samme driftsafkast ved brug af figur 6, som de ville få ved brug af rapportens figur 4. Man kan konkluderes, at teori og praksis spiller sammen. Punkt 6 i figuren ovenfor hedder "afkastprocent", og jeg kalder dette "Afkastkravet." Det kapitaliseret nettoresultat findes ved at dividere nettoresultat med afkastprocenten. Dette sker ligeledes som beskrevet i afsnit 3.4.1. Punkt 7 "Refusionssaldi" består af deposita og forudbetalinger samt positivt indestående på vedligeholdelseskonti. Dette sker efter samme princip som rapporten har beskrevet i afsnit 3.4.1. I Punkt 8 "Korrektioner til dagsværdi" har selskabet sat et minus. I rapportens afsnit 3.4.1. beskrives det, at denne korrektion også kan være positiv. Det sker, når man udlejer et lejemål til en leje, der ligger over markedslejen, hvilket i nogen tilfælde kan være realistisk.

På årsrapportens side 17 har selskabet oplyst, hvilken afkastprocent de har benyttet til beregning af dagsværdien. Det kan heraf ses, at selskabet har benyttet en afkastprocent på 4,2% til beregning af

dagsværdien. Derudover kan der ses, hvad påvirkning en stigning/fald vil have på dagsværdien og egenkapitalen.

Konklusion af anvendt dagsværdimodel

Det er vurderingen, at selskabet anvender den korrekte teori til udarbejdelsen af regnskabet. Det er dog overraskende at selskabet benytter normalindtjeningsmodellen fremfor DCF-modellen. Jeg undrer mig over, at en børsnoteret ejendomsinvesteringsejendom kan undlade at benytte DCF-modellen. Der må forventes at være et pres fra eksterne investorer og långivere i at skifte modellen ud for at få en model, der er mere præcis og nøjagtig. Selskabet skriver dog, at normalindtjeningsmodellen har været brugt igennem en længere årrække og argumenterer derfor for, at pålideligheden af den anvendte model, er god fremfor DCF-modellen. Det er vurderingen, at det er sandsynligt, at man indenfor en årrække vil se selskabet benytte sig af DCF-modellen for at få en mere pålidelig og nøjagtig model.

4.1.2 Dades A/S

Dades A/S er et af Danmarks største privatejede ejendominvesteringsselskaber. Selskabet investerer ligesom Jeudan A/S i kontor, bolig og detailejendomme i primært Storkøbenhavn.⁷² Selskabet aflægger regnskab efter IFRS, og de benytter også revisionshuset Deloitte. Årsrapporten for 2019/20 er ikke offentliggjort endnu, og der tages derfor udgangspunkt i årsrapporten for 2018/19.

Selskabet ejes af parter, herunder en af Danmarks største selskaber i Novo Holding forsikringsselskabet TryghedsGruppen Smba og Aase og Ejnar Danielsens Fond. Bestyrelsen består af 6 personer, hvoraf flere medlemmer har andre bestyrelsesposter. Ifølge anvendt regnskabspraksis anvender selskabet dagsværdimetoden.

4.1.2.1 Anvendt regnskabspraksis i Deudan A/S

Ejendommene bliver ved første indregning regnet til kostpris, hvorefter de efterfølgende måles til dagsværdi ifølge side 58 i årsrapporten. Ud fra en tiårig DCF-model. På side 64 i årsrapporten har selskabet angivet hvilke resultatlinjer, der indgår i beregningen af det årlige cash flow.⁷³

⁷² Dades, 2020

⁷³ Dades, 2019

Der benyttes følgende model til at beregne det årlige cash flow:

- + Lejeindtægter
- + Andre indtægter
- Tomgang og lejerabatter
- = Bruttoleje
- Driftsomkostninger (Ejendomsskatter, dækningsafgift, forsikring, renhold)
- Egen andele (af varme- og fællesregnskaber samt ved tomgang)
- Administration
- Vedligeholdelsesomkostninger
- Større vedligeholdelsesomkostninger/investeringer
- Indretningsomkostninger
- = Omkostninger
- = Nettoleje
- +/- Forrentning af nettoleje
- = Årligt cash flow

Ovenstående model er magen til den som Ejendomsforeningen Danmark har opstillet. Den anvendte model er derfor i overensstemmelse med gældende regnskabspraksis.

Modellens terminalværdi beregnes ud fra en tiårige periode, hvor tomgang, investeringer, større vedligeholdelsesomkostninger og indretningsområder er et gennemsnitsbeløb.

Selskabet anser pristalsregulering, tomgang og indretning som risikofaktorer ved DCF-modellen.

Jeg er enig i at alle tre elementer er risikofyldte. I afsnit 3.4.2.1 har jeg selv beskrevet pristalsreguler, dog har rapporten ikke beskrevet indretning som en risikofaktor.

Selskabet skriver, at de eksisterende lejekontraktens fraflytningsklausuler vil påvirke værdiansættelsen. Når lejeren flytter ud, skal lejemålet istandsættes. Hvis selskabets lejere har boet i samme lejemål i en længere periode (10-20 år), så vil man forvente, at dette lejemål ikke er i samme stand som resten af bygningen. Omvendt kan det også betyde, at man ved fraflytning istandsætter lejemålet, så husleje stiger i forhold til de andre lejemål. Jeg mener derfor, at en indretningsfaktor er en fornuftig risikofaktor at inddrage.

Konklusion af anvendt dagsværdimodel

Det er vurderingen, at et valg af en DCF-model til dagsværdiberegningen er et korrekt valg. Selskabet er i overensstemmelse med praksis. Jeg mener dog, at det er ærgerligt, at selskabet ikke udfordrer den

praksis, der er på området for dagsværdiberegning. Som der står skrevet i afsnit 3.4.2.1, så er praksis at anvende en tiårige periode, men rapporten efterlyser at man tester DCF-modellen, og derfor vælger en periode efter eget initiativ. Hvis pengestrømmene er normaliseret efter 6 år, så indsættes terminalværdien i år 7.

4.1.3 C.W. Obel Ejendomme A/S

C.W. Obel er en gammel Aalborg-virksomhed, som investerer i både kontor- og boligejendomme beliggende i primært Aalborg og København. Det er familiefonden ”Det Obelske Familiefond” der ejer selskabet. Selskabet aflægger regnskab efter ÅRL for regnskabsklasse C.⁷⁴ Selskabet bruger revisionshuset Ernst & Young (EY). Bestyrelsen i selskabet består af 3 personer. En slægtning til stifteren og 2 personer som blandt andet sidder i bestyrelsen i andre danske selskaber.⁷⁵

4.1.3.2 Anvendt regnskabspraksis i C. W. Obel Ejendomme A/S

Ifølge anvendt regnskabspraksis⁷⁶ så anvender selskabet dagsværdimetoden.

Ejendommene bliver ved først indregning indregnet til kostpris. Herefter bliver de målt til dagsværdi. Ændringerne i dagsværdien indregnes i resultatopgørelsen. Ligesom ved Jeudan A/S, anvender selskabet normalindtjeningsmodellen. Der oplyses at selskabet har brugt den anvendte afkastmodel i mange år, hvilket skaber konsistens.⁷⁷

Selskabet model til målingen af dagsværdien er følgende:

Aktuel lejeindtægt

+/- Reguleringer i lejen

- Vedligeholdelsesomkostninger

- Driftsomkostninger

- Administration

= Reguleret driftsresultat

/ Afkastprocent

= Bruttoværdi

+ Deposita og forudbetalt leje

- Fradrag for væsentlige renoveringsprojekter eller ombygninger

⁷⁴ CW Obel Ejendomme A/S, 2020b

⁷⁵ CW Obel Ejendomme A/S, 2020a

⁷⁶ CW Obel Ejendomme A/S, 2020a, s. 14

⁷⁷ CW Obel Ejendomme A/S, 2020a

Modellen, som selskabet har brugt til målingen af dagsværdien, er næsten ens med den figur som rapporten har beskrevet i afsnit 3.4.1.1. Der er dog følgende forskelle:

Selskabet bruger betegnelsen ”aktuel lejeindtægt”, hvor rapportens model bruger ”årlig forventet lejeindtægt ifølge lejekontrakter”. I årsrapportens note 1, beskriver selskabet at denne aktuelle lejeindtægt fastsættes, ud fra de eksisterende lejekontrakter. Rapporten har ingen bemærkninger til de to forskellige betegnelser, da at det i bund og grund betyder det samme.

Ligesom i Jeudan A/S’s model, så har selskabet ikke et selvstændigt punkt, der hedder ”skønnet årlig markedsleje på ikke-udlejede arealer”, men de skriver dog i anvendt regnskabspraksis, at ledige arealer fastsættes til en anslået markedsleje.

Selskabets punkt 3 hedder ”Vedligeholdelsesomkostninger”, og i rapportens model hedder dette ”gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift”. Ligesom ved lejeindtægten, så vurderes der ikke at være nogen problemer med en anden betegnelse.

Punkt 4 i modellen ”driftsomkostninger” svarer til ”ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger”. Punkt 5 i modellen ”Administration” svarer til ”administration”, hvorfor der ingen bemærkninger er hertil.

Punkt 7 i modellen ”afkastprocent” svarer til afkastkravet, som bliver brugt i rapporten. Bruttoværdien bliver fundet ved at dividere det regulerede driftsresultat med afkastprocenten, ligesom der er beskrevet i rapportens 3.4.1.1

Punkt 8 ”deposita og forudbetalt leje” svarer til rapportens afsnit 3.4.1.1, og det er det samme med punkt 9 ”fradrag for væsentlige renoveringsprojekter eller ombygninger”. I bund og grund kan man tilføje meget under tillæg og fradrag for særlige forhold.

I årsrapporten på side 23 har selskabet oplyst hvilket afkastkrav de har benyttet til at dagsværdiberegne deres ejendomme. Afkastkravet ligger mellem 4,35% og 6,25.

Konklusion af anvendt dagsværdismodel

Ligesom det er tilfældet som i Jeudan A/S’s regnskab, så er jeg overrasket over at selskabet benytter normalindtjeningsmodellen fremfor DCF-modellen. Det der tale fra at benytte DCF-modellen er, at der er tale en familiefond, der ejer selskabet, og derfor er der ingen ”eksterne” investorer i selskabet.

Det må hertil forventes, at långivere forventer en DCF-beregning for en mere præcis vurdering af selskabets ejendomme. Selskabet skriver, at de har brugt den valgte model over en længere årrække, og derfor argumenterer de for at pålideligheden af den valgte model, må være i orden. Det er vurderingen, at man indenfor en årrække vil se, at selskabet højest sandsynligt vil skifte praksis, ved enten at gå over til DCF-modellen, eller en endnu bedre model, hvis denne opstår, til dagsværdiberegne deres ejendomme.

4.1.4 HD Ejendomme A/S

HD Ejendomme A/S er beliggende på Fyn, nærmere bestemt Odense, hvor selskabet administrerer deres ejendomme rundt omkring i hele Danmark. Selskabet har ejendomme i de større danske byer på Jylland og få på Sjælland – ingen i København. Det er både bolig og erhvervsejendomme som selskabet beskæftiger sig med. Selskabet er ejet af et svensk investeringsselskab, NIAM.⁷⁸ Selskabets bestyrelse består af 3 personer. De har alle det tilfælles, at de besidder andre bestyrelsesposter i danske selskaber.

4.1.4.1 Anvendt regnskabspraksis i HD Ejendomme A/S

Årsrapporten for år 2019 er endnu ikke udgivet, og der tages derfor udgangspunkt i årsrapporten fra år 2018. Selskabet aflægger årsrapporten efter reglerne i ÅRL, og tilhører regnskabsklassen C (mellemstore).⁷⁹ Selskabet bruger revisionshuset Ernst & Young (EY).

Ifølge anvendt regnskabspraksis⁸⁰, anvender selskabet dagsværdimetoden. Ejendommene bliver ved første indregning indregnet til kostpris, hvorefter de bliver målt til dagsværdi. Ændringerne i dagsværdien indregnes i resultatopgørelsen under posten: ”Dagsværdiregulering af investeringsejendomme”.

Selskabet anvender en tiårige DCF-model for erhvervsejendommene og en etårig afkastmodel for boligejendommene. Der oplyses derudover, at der anvendes uafhængige vurderingsmænd ved opgørelsen af dagsværdierne.⁸¹

⁷⁸ HD Ejendomme A/S, 2020

⁷⁹ HD Ejendomme A/S, 2019

⁸⁰ HD Ejendomme A/S, 2019, s. 79

⁸¹ HD Ejendomme A/S, 2019

Selskabet har ikke brugt en figur, ligesom rapporten har beskrevet i 3.4.1.1. Det er derfor vanskeligt at se hvordan, især erhvervsejendommenes og boligejendommenes dagsværdi er beregnet. Selskabet har dog oplyst nogle få centrale forudsætninger for den opgjorte dagsværdi, som jeg i stedet for vil tage udgangspunkt i.

Selskabet har oplyst: *afkastkrav (bolig + erhverv)*, *husleje (bolig + erhverv)*, *inflation, administration (bolig + erhverv)*, *vedligeholdelse (bolig + erhverv)*, *vicevært (bolig + erhverv)*, og *forsikring (bolig + erhverv)*.

Jeg efterlyser flere specifikationer til opgørelsen af dagsværdien for ejendommene. Selskabet bruger forholdsvis store intervaller indenfor for eksempel afkastkravet for boligejendommene (4,30% – 9,00%). Jeg mener, at dette anvendes fordi selskabet har ejendomme fordelt ud over hele Danmark, og det derfor kan være vanskeligt at synliggøre det bedre.

Selskabet anvender en tiårig DCF-model, og selvom der i praksis bliver anvendt en tiårig periode, så skal man holde det op mod, hvornår cash flowet er blevet normaliseret. Man ved ikke hvornår cash flowet er normaliseret, og man kan derfor ikke sige om den tiårige periode er korrekt anvendt.

Konklusion af de valgte dagsværdimetoder

Overordnet mener jeg at det ikke giver mening at kombinere to dagsværdimetoder. Det ekstra arbejde man bruger på at udarbejde en DCF-model for de enkelte erhvervsejendomme burde også gøres på boligejendommene. Jeg vil ikke se på det virtuelle i årsrapporterne generelt, men vil alligevel nævne, at det, som regnskabslæser, er vanskeligt at læse ledelsens tanker bag værdiansættelsen ud fra de begrænset oplysninger, man får i årsrapporten.

Til sidst vil jeg igen nævne cash flowet i DCF-modellen. Jeg mener, ligesom ved Dades A/S, at man skal udfordre standarden. Standarden er en tiårig DCF-model, og hvis cash flowet er normaliseret før, så er det vurderingen at ændre perioden til dette år. Vurdering er, at jeg efterlyser at man ”tør” at benytte en anden periode end standarden.

4.2 Overvejelser bag valget af dagsværdimodel

Jeg har i afsnit 4.1 beskrevet, hvordan de fire udvalgte selskaber har valgt at dagsværdiberegne deres investeringsejendomme. Afsnittet her vil fokusere på, om der er faktorer, der kan have påvirket valget af dagsværdimodel.

4.2.1 Bestyrelsessammensætning

ÅRL foreskriver at det er selskabets ledelse, der skal aflægge årsrapport for selskabet.⁸² Det er derfor nærliggende at se på, om det har nogen betydning for valget af dagsværdimetoden i forhold til, hvilken bestyrelse der er i de enkelte selskaber.

I de udvalgte selskaber er ejerforholdet meget forskellige fra hinanden da selskaberne differentier sig ved at både være familieejet, udenlandsk ejet, børsnoteret. I selskaberne har man indsat bestyrelser med et imponerende CV, hvor størstedelen af personerne ligeledes er involveret i andre af Danmarks største selskaber. Men selvom man har et imponerende cv, og at man er i mange bestyrelser for store danske selskaber, betyder det ikke nødvendigvis, at man har forstand på værdiansættelsen af en ejendom.

Helt overordnet kan man sige, at de udvalgte selskaber er af en vis størrelse, som betyder at man har en økonomifunktion, hvor man blandt andet skal udarbejde et forslag til værdiansættelsen, men det er i sidste ende bestyrelsen, der står med ansvaret.

Det er min vurdering, at hvis man ingen viden har, indenfor investeringsejendomme, så har man udliciteret værdiansættelsesberegningerne til ansatte, hvorefter man i sidste ende, selv skal kunne stå inde for beregningen. Hvis man skal se på hvilke dagsværdimodeller, de forskellige selskaber har brugt, så er der nedenfor opridset de fire selskaber med dertilhørende model.

I de fire udvalgte selskaber, så er valget af dagsværdimetoden udformet sig således:

Jeudan A/S	Normalindtjeningsmodel
Dades A/S	DCF
C. W. Obel Ejendomme A/S	Normalindtjeningsmodel
HD Ejendomme A/S	DCF/Normalindtjeningsmodel

Figur 7 - De udvalgte selskabers valg af værdiansættelsesmodel

⁸² Årsregnskabsloven §8

Som rapporten også konkludere i afsnit 4.1.1.2, så er det bemærkesværlig at se for eksempel, at Jeudan A/S benytter normalindtjeningsmodellen. Man skal dog hæfte sig ved, at både IAS og ÅRL godkender begge dagsværdimodeller.

Det er ingen hemmelighed, at der er mere arbejde i at udarbejde en DCF-model fremfor en normalindtjeningsmodel. Det er min vurdering, at en dagsværdiberegning foretaget på baggrund af DCF-modellen er mere nøjagtig, og dermed mere gavnlig for regnskabslæseren.

Ved gennemgang af Dades A/S's regnskaber helt tilbage til år 2000, kan det konstateres, at selskabet har benyttet sig af DCF-modellen til værdiansættelsen. Det vurderes, at det ikke vil give mening at skifte fra DCF-modellen til normalindtjeningsmodellen, da man, ved at have benytte DCF-modellen, er bekendt med denne, hvilket giver flow i selskabet, og giver kontinuitet i regnskabsaflæggelsen. Selskabet har en simpel ejerstruktur og få regnskabslæsere såsom långivere. Jeg mener derfor at de må være tilfredse med den nøjagtige værdiansættelse, og derved anbefales det ikke, at der skiftes beregningsmodel.

I selskabet O. W. Obel er ejerstrukturen simpel. Det er som nævnt i afsnit 4.1.3, en familiefond der ejer selskabet i dag. Som udgangspunkt skal man altid vurdere, hvilken model giver mest mening for sit selskab. Hvis man forestiller sig at ejerne, som må være den primære regnskabslæser, der ikke har behov i samme omfang, at deres ejendomme står til den nøjagtige værdi, så kan begge modeller være lige gode. Ledelsen ved, at de har nogle gode ejendomme, og man må formode, at de også har en ide, om hvad disse er værd. Regnskabet betyder naturligvis noget for fonden, men det er min vurdering, at fondens primære fokuspunkt må være resultatopgørelsen og gælden.

4.2.3 Cost/benefit

Som tidligere nævnt er det ressourcekrævende at benytte DCF-modellen fremfor normalindtjeningsmodellen, og bestyrelsen har måske vurderet, at selskabet ikke har brug for denne nøjagtighed, som DCF-modellen giver. Med andre ord vurderer man, at der ingen merværdi er i at anvende DCF-modellen.

Det sidste selskab, H.D Ejendomme, har benyttet begge modeller. I princippet kan det give god mening at vælge den model, der giver mest mening for den ejendomsgruppe man arbejder med. Selskabet er også som tidligere nævnt bredt repræsenteret over Danmark, især i byerne udenfor de største fire byer. Selvom værdiudviklingen i "provinsen" er stigende, så kan det endnu ikke sammenlignes

med ”storbyerne”. Det kan derfor give mening at benytte normalindtjeningsmodellen på disse ejendomme.

4.2.4 Har valg af revisor betydning?

Som revisor skal man altid sørge for, at rådgivere sine kunder omkring hvad der er bedst for dem uden at gå på kanten med loven. Det er dermed også være revisors opgave at rådgive i, hvilken dagsværdimodel som selskaberne skal vælge.

Ud af de 4 udvalgte selskaber som rapporten har taget udgangspunkt i, er det henholdsvis Deloitte og EY, som er revisorer for selskaberne. Ved gennemgang af regnskaberne kunne jeg konstatere at Deloitte er revisor for Jades A/s og Dades A/S, og EY er revisor for C. W. Obel Ejendomme A/S og H.D Ejendomme. Man kan derfor ikke med sikkerhed sige, at hvis et selskab valgte Deloitte som revisor, så benytte man DCF-modellen og omvendt.

På baggrund af min ”lille” stikprøve mener jeg ikke, at valget af revisor har nogen indflydelse på, hvilken model der er valgt. Der er ingen tvivl om, at man som revisor har en teoretisk viden indenfor området, og man måske har en holdning til, hvilken model man synes at selskabet skal vælge. Men i sidste ende er det bestyrelsens opgave at vælge den model, som giver dem mest værdi. Det er herefter revisors arbejde at revidere det arbejde, som de efterfølgende aflevere. Ved mindre selskaber kan der opstå en situation, hvor det nærmere er revisoren der udarbejder beregningen, og derefter bestyrelsen/ledelsen der godkender det i forbindelse med gennemgang af regnskabet. Jeg vil ikke gå behandle dette yderligere i denne opgave.

4.2.5 Sammendrag

Det er rapportens vurdering at beslutningen om, hvilken dagsværdiberegning der vælges, i sidste ende vælges ud fra forholdene tid, økonomi, og nytteværdi. Selvom man har med store selskaber, at gøre, så betyder det alligevel noget, hvor meget tid der skal bruges på hver enkel beregning, mod den værdi det giver. Det er som tidligere nævnt dyre for en kunde at få revideret en DCF-model end en normalindtjeningsmodel. Det er derfor vurderingen at det er forholdet mellem nytteværdien kontra det økonomiske perspektiv, der spiller en rolle ved valget af model.

4.3 Gennemgang af dagsværdien i de udvalgte selskaber

En lille ændring i afkastkravet kan betyde at dagsværdien ændrer sig markant. Først og fremmest vil jeg se om det anvendt afkastkrav, som er anvendt de udvalgte fire selskaber, stemmer nogenlunde overens med, hvad Colliers Markedsrapport oplyser. Dernæst vil jeg se på hvilken effekt en ændring på blot +/- 0,25% kan have for selskabets regnskab. Jeg vil anvende nøgletallene, Afkastningsgrad (AG), Egenkapitalens forrentning (EK) og Soliditetsgrad (LG).

4.3.1 Jeudan A/S

I selskabets årsrapport har man tilføjet en tabel, som viser fordelingen af den anvendte afkastprocent på hele porteføljen, samt den gennemsnitlige pris pr. m². Det er tydeligt at se, at størstedelen af selskabets ejendommen ligger på afkastprocent mellem 3,75% - 3,99% og 4,00% - 4,24%. Selskabet beskæftiger sig med både kontor-, bolig- og detailejendomme, hvilket gør at sammenligningen til Colliers markedsrapporten bliver en udfordring, da markedsrapporten er opdelt på segmenter.

Ifølge Colliers markedsrapport, så har de følgende oplysninger:

	Kontor		Retail				Bolig	
	København		København		Strøget		København	
	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær
Forrentning	3,50	4,50	4,25	5,50	3,25	4,00	3,50	3,75

Figur 8 - Dataudtræk fra Colliers International, 2019

Hvis man først ser på gennemsnittet af kontorejendomme i København, som ligger på 4,00% ($(3,50+4,50)/2$), detailejendomme som samlet har 4,25% ($(4,25+5,50+3,25+4,00)/4$), og boligejendomme med et gennemsnit på 3,62% ($(3,50+3,75)/2$). Samlet set ligger gennemsnittet på **3,96%** ($(4,00+4,25+3,62)/3$). Hvis man holder dette op med selskabets gennemsnitlige afkast på 4,2%, så er der en difference på 0,24%. Men hvis man ser på den største andel af porteføljen i selskabet, så ligger det gennemsnitlige afkast mellem 3,8% og 4,0%.

Det er min vurdering, at selskabets gennemsnitlige afkast på den væsentligste del af porteføljen ligger meget tæt på gennemsnittet af markedsrapporten fra Colliers. I denne rapport bruges der to decimaler, hvorimod der i årsrapporten fra selskabet kan bruges en. Skal man sammenligne med en decimal, vil det samlede gennemsnit fra Colliers ligge på 4,0%, og i forhold til den anvendt afkastprocent på 4,2%, som selskabet har brugt. Denne difference på + 0,20% kan skyldes de nyrehvervede ejendomme, som man har værdiansat en smule lavere, og dermed givet en højere afkastprocent.

I årsrapporten på side 17, er der en figur, der viser hvad ændringen i afkastprocenten har af betydning for dagsværdien og egenkapitalen. Det kan her nævnes at hvis afkastprocenten stiger med 0,25%, så betyder det at dagsværdien af ejendommene falder med 1.537 (DKK mio.), og dermed en dagsværdi på 24.825 (DKK mio.). Omvendt betyder et fald på 0,25% en ændring på 1.732 (DKK mio.), og dermed en dagsværdi på 28.094 (DKK mio.).⁸³ Det figuren blandt andet viser er, at beslutningen om fastlæggelsen af afkastprocenten kan have stor konsekvens for dels resultatet af det pågældende år, men også for ejendommens værdi og egenkapitalen. I forhold til nøgletallene, så vil det betyde følgende:

Nuværende nøgletal:

Afkastningsgrad (AG):

Årets resultat / aktiver

$$841.699 / 26.701.589 * 100 = 3,2\%$$

Egenkapitalens forrentning (EK)

Årets resultat/egenkapital

$$841.699 / 7.416.089 * 100 = 11,3\%$$

Soliditetsgrad (LG)

Egenkapital ultimo / aktiver ultimo * 100

$$7.416.089 / 26.701.589 * 100 = 27,8\%$$

Ændring – 0,25%:

Afkastningsgrad (AG):

Årets resultat / aktiver

$$-695.301 / 25.164.589 * 100 = - 2,8\%$$

Egenkapitalens forrentning (EK)

Årets resultat/egenkapital

$$-695.301 / 5.879.089 * 100 = -11,8\%$$

Soliditetsgrad (LG)

Egenkapital ultimo / aktiver ultimo * 100

$$5.879.089 / 25.164.589 * 100 = 23,4\%$$

Nuværende nøgletal:

Afkastningsgrad (AG):

Årets resultat / aktiver

$$841.699 / 26.701.589 * 100 = 3,2\%$$

Egenkapitalens forrentning (EK)

Årets resultat/egenkapital

$$841.699 / 7.416.089 * 100 = 11,3\%$$

Soliditetsgrad (LG)

Egenkapital ultimo / aktiver ultimo * 100

$$7.416.089 / 26.701.589 * 100 = 27,8\%$$

Ændring + 0,25%:

Afkastningsgrad (AG):

Årets resultat / aktiver

$$2.573.699 / 28.433.589 * 100 = 9,1\%$$

Egenkapitalens forrentning (EK)

Årets resultat/egenkapital

$$2.573.699 / 28.433.589 * 100 = 28,1\%$$

Soliditetsgrad (LG)

Egenkapital ultimo / aktiver ultimo * 100

$$9.148.089 / 28.433.589 * 100 = 32,2 \%$$

Ovenstående viser at med en ændring på + 0,25% så vil afkastningsgraden falde, som følge af at både årets resultat og aktivsum falder i forhold til de nuværende tal. Det betyder med andre ord, at de penge som der investeres af kapitalen, er i negativ udvikling. Egenkapitalens forrentnings udvikling viser at med en ændring på +0,25% så vil den falde. Modsætningsvis så vil en ændring på – 0,25% have en positiv effekt på egenkapitalens forrentning hvor, at den vil stige til 28,1%.

⁸³ Jeudan, 2020a, s. 17

Dette er et udtryk for, hvilken rente man som investor vil få, for at have investere ens penge i selskabet. En ændring på + 0,25% af afkastkravet vil have en negativ påvirkning af soliditetsgraden, og modsætningsvis så vil en ændring på – 0,25% have en positiv udvikling. Udviklingen i soliditetsgraden skal ses i den sammenhæng, hvordan selskabet kan klare sig i en økonomi krise.

4.3.2 Dades A/S

I selskabet har man tilføjet en tabel, som viser fordelingen af den anvendte afkastprocent på hele porteføljen. Størstedelen af selskabets ejendomme ligger indenfor intervallet 5,00 – 5,49%. Selskabet beskæftiger sig med både kontor-, bolig- og detailejendomme. Selskabets storcentre befinder sig i Holstebro, Viborg, Århus og i byerne lige udenfor København. Selskabets boligejendomme befinder sig i Næstved, Hillerød, Køge, Brøndby og to ejendomme i København. I forhold til kontorejendommene, befinder de sig i Århus, Odense, Næstved og lige udenfor København. De forskellige geografiske lokationer gør, at sammenligningen over til Colliers markedsrapporten bliver en udfordring, da segmenterne hos Colliers er anderledes.

Ifølge Colliers markedsrapport, så har Dades A/S følgende oplysninger:

Kontor										
Århus		Odense		København		Forstæder syd/vest		Forstæder nord		
	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær
Forrentning	4,25	5,50	5,00	6,50	3,75	4,75	4,75	6,75	4,25	5,75
Gennemsnit	4,88		5,75		4,25		5,75		5,00	

Figur 9 - Dataudtræk fra Colliers International, 2019, 2. Kvt.

På baggrund af ejendommens beliggenhed, kan der findes et gennemsnit pr. by, som vil blive brugt til at sammenligne over til selskabets årsrapport.

Hvis man ser på kontorejendommene, så har selskabet ejendomme i Århus, Odense, Ringsted Nord-sjælland og København. Gennemsnittet for ejendommene forløber af således: Århus 4,88% ($(4,25+5,50)/2$), Odense 5,75% ($(5,50+6,50)/2$), København 4,25% ($(3,75+4,75)/2$), forstæder syd/vest 5,75% ($(4,75+6,75)/2$), og forstæder nord 5,00% ($(4,25+5,75)/2$). Samlet set giver det et gennemsnit på 5,13% ($(4,9+5,8+4,3+5,8+5)/5$) for kontorejendommene.

Hvis man holder dette op med selskabets vægtet afkastkrav, som lyder på 5,05% for erhvervssegmentet, så er man tæt på rapportens beregnede gennemsnit på 5,16%.

Rapporten vurderer at selskabets vægtet afkast på 5,05% mod rapportens beregnede gennemsnit på 5,16% er så tæt på hinanden, at forskellen vurderes som uvæsentlig.

Bolig								
København			Forstæder syd/vest			Forstæder nord		
	Primær	Sekundær		Primær	Sekundær		Primær	Sekundær
Forrentning	3,50	4,00		4,00	4,50		3,75	4,25
Gennemsnit	3,75			4,25			4,00	

Figur 10 - Dataudtræk fra Colliers International, 2019, 2. Kvt.

Hvis man så ser på boligejendommene, så er disse mere centeret hos selskabet. Her har man ejendomme i Ringsted, Køge, Hillerød og Storkøbenhavn. Rapporten vil her tage udgangspunkt i Colliers' områder, som er benævnt som forstæder syd/vest, forstæder nord, og København.

Gennemsnittet for ejendommene forløber af således: København 3,75% ($(3,50+4,00)/2$), forstæder syd/vest 4,25% ($(4,00+4,50)/2$), forstæder nord 4,00% ($(3,75+4,25)/2$). Samlet set giver det et gennemsnit på 4,00% for boligejendommene.

Hvis man holder dette op med selskabets vægtet afkastkrav, som lyder på 4,43% for boligsegmentet, så er der en forskel på 0,43%. Hvis man ser på, hvad det betyder for dagsværdien, så betyder forskellen på 0,43% at selskabets ejendomme er værdiansat for lavt i forhold til rapportens beregning. Da selskabet ikke kun har ejendomme i et begrænset område, er det svært for rapporten at vurdere, om det beregnede gennemsnit på 4,00% er mere korrekt end selskabets vægtet afkastkrav på 4,43%.

Retail										
Horsens			Århus		København		Forstæder syd/vest		Forstæder nord	
	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær
Forrentning	5,50	6,75	4,00	5,25	4,25	5,50	5,50	6,75	4,50	6,00
Gennemsnit	6,13		4,63		4,88		6,13		5,25	

Figur 11 - Dataudtræk fra Colliers International, 2019, 2. Kvt.

Hvis man ser på retailejendommene, så er disse placeret over stort set hele Danmark. Selskabet har ejendomme i Holstebro, Viborg, Århus, Køge, Roskilde, Vanløse, Ballerup, Farum, Hørsholm, Hellerup og indre København. Rapporten vil her tage udgangspunkt i Colliers' områder, som benævnt som forstæder syd/vest, forstæder nord og Århus. Da både Holstebro og Viborg ikke er repræsenteret i Colliers rapport, så vil rapporten sammenligne med Horsens, som modsvarer en provins by.

Gennemsnittet for ejendommene ser således ud: Horsens 6,13% ($(5,50+6,75)/2$), Århus 4,63% ($(4,00+5,25)/2$), København 4,88% ($(4,25+5,50)/2$), forstæder syd/vest 6,13% ($(5,50+6,75)/2$), forstæder

nord 5,25% (4,50+6,00). Samlet set giver det et gennemsnit på 5,40% for retailsjendommene. Hvis man holder dette op med selskabets vægtet afkastkrav, som lyder på 5,25% for centersegmentet, så er der en forskel på 0,15%. Rapporten vurderer, ligesom ved erhvervsjendomme, forskellen er så lille, at den vurderes uvæsentligt.

Samlet set stemmer årsrapportens vægtet afkastkrav meget godt overens med rapportens beregninger. Rapporten vil i det kommende afsnit beskrive, hvilke konsekvenser ændringer i afkastkravet vil have for selskabet.

I årsrapporten, på side 65, er der en figur, der viser, hvad ændringen i afkastprocenten har af betydning for ejendomsværdien og egenkapitalen. Hvis afkastkravet stiger med 0,25%, så betyder det at ejendomsværdien falder med 1.076 (DKK mio.). Omvendt betyder et fald i afkastkravet på 0,25% en positiv ændring af ejendomsværdien med 1.190 (DKK mio.).⁸⁴ I forhold til nøgletallene, så vil det betyde følgende:

Nuværende nøgletal:

Afkastningsgrad (AG):

Årets resultat / aktiver
 $-191 / 24.129 = 0,8\%$

Egenkapitalens forrentning (EK)

Årets resultat/egenkapital
 $-191 / 6.647 = -2,9\%$

Soliditetsgrad (LG)

Egenkapital ultimo / aktiver ultimo * 100
 $6.647 / 24.129 * 100 = 27,5\%$

Nuværende nøgletal:

Afkastningsgrad (AG):

Årets resultat / aktiver
 $-191 / 24.129 = 0,8\%$

Egenkapitalens forrentning (EK)

Årets resultat/egenkapital
 $-191 / 6.647 = -2,9\%$

Soliditetsgrad (LG)

Egenkapital ultimo / aktiver ultimo * 100
 $6.647 / 24.129 * 100 = 27,5\%$

Ændring – 0,25%:

Afkastningsgrad (AG):

Årets resultat / aktiver
 $999 / 25.319 = 3,9\%$

Egenkapitalens forrentning (EK)

Årets resultat/egenkapital
 $999 / 7.574 = 13,2\%$

Soliditetsgrad (LG)

Egenkapital ultimo / aktiver ultimo * 100
 $7.574 / 25.319 * 100 = 29,9\%$

Ændring + 0,25%:

Afkastningsgrad (AG):

Årets resultat / aktiver
 $-1.267 / 23.053 = -5,5\%$

Egenkapitalens forrentning (EK)

Årets resultat/egenkapital
 $-1.267 / 5.806 = -21,8\%$

Soliditetsgrad (LG)

Egenkapital ultimo / aktiver ultimo * 100
 $5.806 / 23.053 * 100 = 25,2\%$

⁸⁴ Dades, 2019, s. 65

Ovenstående viser at med en ændring på + 0,25% så vil afkastningsgraden falde, som følge af at både årets resultat og aktivsum falder i forhold til de nuværende tal. Det betyder med andre ord, at de penge som der investeres af kapitalen, er i negativ udvikling. Egenkapitalens forrentnings udvikling viser at med en ændring på +0,25% så vil den falde. Modsætningsvis så vil en ændring på – 0,25% have en positiv effekt på egenkapitalens forrentning hvor, at den vil stige til 13,2%. Dette er et udtryk for, hvilken rente man som investor vil få, for at have investere ens penge i selskabet. En ændring på + 0,25% af afkastkravet vil have en negativ påvirkning af soliditetsgraden, og modsætningsvis så vil en ændring på – 0,25% have en positiv udvikling. Udviklingen i soliditetsgraden skal ses i den sammenhæng, hvordan selskabet kan klare sig i en økonomi krise.

4.3.3 C. W. Obel Ejendomme A/S

I selskabets årsrapport står der at ejendommene er værdiansat ud fra et afkastkrav på mellem 4,25% og 6,25%. Selskabets ejendomme ligger i Aalborg og København, og disse fordeler sig ud på både bolig og erhvervsejendomme. Rapporten vil sammenligne med Colliers markedsrapport, hvor områderne Aalborg og København for henholdsvis bolig og erhverv vil blive brugt til sammenligningen af afkastkravet.

Ifølge Colliers markedsrapport, så har de følgende oplysninger:

Kontor				
Aalborg		København		
	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær
Forrentning	5,25	6,50	3,50	4,50
Gennemsnit	5,88		4,00	

Figur 12 - Dataudtræk fra Colliers International, 2019, 4. Kvt

Hvis man ser på kontorejendommene, så har rapporten beregnet, at gennemsnittet for Aalborg er 5,88% og 4,00% for København. Samlet set giver det et gennemsnit på 4,94% $(5,88+4,00/2)$ for kontorejendommene. Hvis man holder dette op med selskabets gennemsnitlige afkastkrav på 5,25%, så ligger rapportens beregnede gennemsnit forholdsvis tæt på. Der er en forskel mellem årsrapportens gennemsnit og rapportens gennemsnit på 0,31%. Set i forhold til beregningen af det gennemsnitlige afkastkrav for erhvervsejendomme, så viser rapporten at selskabet har værdiansat deres ejendomme lidt forsigtigt, når der omregnes en gennemsnitsberegning. Når afkastkravet stiger, så falder dagsværdien.

Bolig				
Aalborg		København		
	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær
Forrentning	4,00	4,50	3,50	3,75
Gennemsnit	4,25		3,63	

Figur 13 - Dataudtræk fra Colliers International, 2019, 4. Kvt

Hvis man ser på boligejendommene, så har rapporten beregnet at gennemsnittet for Aalborg til at være 4,25% og 3,63 for København. Samlet set giver det et gennemsnit på 3,94% $(4,25+3,63/2)$ for boligejendommene.

Sammenholder man rapporten gennemsnit på 3,94% med selskabets gennemsnitlige afkastkrav på 4,25% så er der en forskel på 0,31%. Ligesom ved erhvervsejendommene, så har selskabet benyttet et højere gennemsnitligt afkastkrav, end hvad rapporten har beregnet. Dette betyder med andre ord, at selskabet har værdiansat deres ejendomme lidt forsigtigt, når der laves en gennemsnits beregning. Når afkastkravet stiger, så falder dagsværdien.

Samlet set afviger selskabets afkastkrav med 0,31% for henholdsvis bolig- og erhvervsejendomme. I årsrapporten, på side 24, er der en figur, der viser, hvad ændringen i afkastprocenten har af betydning for dagsværdierne. Hvis afkastkravet stiger med 0,25%, så falder dagsværdierne med 250 mio. kr. og omvendt hvis afkastkravet falder med 0,25%, så stiger dagsværdierne med 250 mio. kr.⁸⁵

Rapporten mener derfor at selskabet har værdiansat deres ejendomme en smule forsigtigt i forhold til det beregnede gennemsnit på baggrund af Colliers markedsrapport. I forhold til nøgletallene, så vil det betyde følgende:

Nuværende nøgletal:

Afkastningsgrad (AG):

Årets resultat / aktiver

$$315.372 / 6.178.779 = 5,1\%$$

Egenkapitalens forrentning (EK)

Årets resultat/egenkapital

$$315.372 / 2.042.479 = 15,4\%$$

Soliditetsgrad (LG)

Egenkapital ultimo / aktiver ultimo * 100

$$2.042.479 / 6.178.779 * 100 = 33,1\%$$

Ændring + 0,25%:

Afkastningsgrad (AG):

Årets resultat / aktiver

$$65.372 / 5.928.779 = 1,1\%$$

Egenkapitalens forrentning (EK)

Årets resultat/egenkapital

$$65.372 / 1.792.479 = 3,6\%$$

Soliditetsgrad (LG)

Egenkapital ultimo / aktiver ultimo * 100

$$1.792.479 / 5.928.779 * 100 = 30,2\%$$

⁸⁵ CW Obel Ejendomme A/S, 2020a, s. 24

Nuværende nøgletal:

Afkastningsgrad (AG):

Årets resultat / aktiver

$$315.372 / 6.178.779 = 5,1\%$$

Egenkapitalens forrentning (EK)

Årets resultat/egenkapital

$$315.372 / 2.042.479 = 15,4\%$$

Soliditetsgrad (LG)

Egenkapital ultimo / aktiver ultimo * 100

$$2.042.479 / 6.178.779 * 100 = 33,1\%$$

Ændring – 0,25%:

Afkastningsgrad (AG):

Årets resultat / aktiver

$$565.372 / 6.428.779 = 8,8\%$$

Egenkapitalens forrentning (EK)

Årets resultat/egenkapital

$$565.372 / 2.292.479 = 24,7\%$$

Soliditetsgrad (LG)

Egenkapital ultimo / aktiver ultimo * 100

$$2.292.479 / 6.428.779 * 100 = 35,7\%$$

Ovenstående viser at med en ændring på + 0,25% så vil afkastningsgraden falde, som følge af at både årets resultat og aktivsum falder i forhold til de nuværende tal. Det betyder med andre ord, at de penge som der investeres af kapitalen, er i negativ udvikling. Egenkapitalens forrentnings udvikling viser at med en ændring på +0,25% så vil den falde. Modsætningsvis så vil en ændring på – 0,25% have en positiv effekt på egenkapitalens forrentning hvor, at den vil stige til 24,7%. Dette er et udtryk for, hvilken rente man som investor vil få, for at have investere ens penge i selskabet. En ændring på + 0,25% af afkastkravet vil have en negativ påvirkning af soliditetsgraden, og modsætningsvis så vil en ændring på – 0,25% have en positiv udvikling. Udviklingen i soliditetsgraden skal ses i den sammenhæng, hvordan selskabet kan klare sig i en økonomi krise.

4.3.4 HD Ejendomme A/S

I selskabets årsrapport er der angivet afkastkrav for bolig og erhvervsejendomme. For boligejendomme er der brugt et afkastkrav i intervallet 4,30% og 9,00%, og for erhvervsejendomme er der brugt afkastkrav i intervallet 5,80% - 16,30%. De store forskelle skyldes, at selskabet har ejendomme i hele Danmark.

Ifølge Colliers markedsrapport, så har de følgende oplysninger:

Erhverv								
Horsens			Esbjerg		Fyn		Odense	
	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær
Forrentning	5,5	8	5,5	7,25	7	9	5	6,5
Gennemsnit	6,75		6,38		8,00		5,75	

Figur 14 - Dataudtræk fra Colliers International, 2018, 4. Kvt

Selskabet har ejendomme i Sønderborg, Haderslev, Esbjerg, Herning, Silkeborg, Skive og Odense. Ejendommene i Herning, Silkeborg og Skive vil blive sammenlignet med Horsens og Haderslev, hvor

Sønderborg vil blive sammenlignet med Fyn, da det vurderes, at afkastkravet imellem disse er mere sammenlignelige i forhold til de andre byer/områder. Rapporten har beregnet gennemsnittet for Horsens er 6,75% $(5,50+8,00/2)$, Esbjerg 6,38% $(5,50+7,25/2)$, Fyn 8,00% $(7,00+9,00/2)$ og Odense 5,75% $(5,00+6,50/2)$. Samlet set giver det et gennemsnit på 6,72% for erhvervsejendommene.

Sammenholder man med årsrapporten, som benytter sig af et afkastkrav i intervallet 5,80% – 16,30%. Derfor ligger det beregnede gennemsnit sig i den lave ende af intervallet. Sammenligningen kan være svær, da rapporten har taget udgangspunkt i sammenlignelige områder/byer, og altså ikke konkrete vurdering af hver enkel ejendom, men som nævnt ud fra en gennemsnits betragtning. Selskabet benytter sig af uafhængige vurderingsmænd ved opgørelsen af dagsværdierne, hvilket rapporten mener giver god mening.

Bolig										
		Nordjylland		Aalborg		Randers		Horsens		
		Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	
Forrentning		4,75	6,75	4,00	4,50	4,75	5,75	4,75	5,75	
Gennemsnit		5,75		4,25		5,25		5,25		
		Århus		Trekantområdet		Fyn		Odense		Forstæder syd/vest
		Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær	Primær Sekundær
Forrentning		3,75	4,25	4,75	5,50	5,25	6,50	4,25	4,75	4,00 4,50
Gennemsnit		4		5,125		5,875		4,5		4,25

Figur 15 - Dataudtræk fra Colliers International, 2018, 4. Kvt

Hvis man ser på boligejendommene, så har selskabet boligejendomme udenfor de områder/byer, som er angivet i Colliers Markedsrapport. Rapporten vil derfor tage udgangspunkt i de områder/byer, hvor grundlaget for sammenligningen giver mest mening. Selskabets ejendomme i Nordjylland er inddelt i Nordjylland og Aalborg. I Midtjylland er ejendommene inddelt i Randers, Horsens, Århus og Trekantområdet. På Fyn er ejendommene inddelt i Odense og Fyn. På Sjælland er inddelt i forstæder syd/vest.

Samlet set giver det et gennemsnit på 4,92% $(5,75+4,25+5,25+5,25+4,00+5,12+5,86+4,50+4,25/9)$ for boligejendommene. Sammenholdt med selskabets afkastkrav på 4,30% – 9,00%, ligger rapportens gennemsnitlige beregning indenfor intervallet i den lave ende. Ligesom ved erhvervsejendommene så er det svært at sammenligne rapportens beregnede afkastkrav med årsrapportens, da selskabet benytter sig af uafhængige vurderingsmænd ved opgørelsen af dagsværdierne, hvilket rapporten foretrækker.

Det er min vurdering, at selskabets anvendelse af uafhængige vurderingsmænd ved opgørelsen af dagsværdien er en god løsning. Som rapporten også skriver, så har selskabet rigtig mange ejendomme udenfor de ”større byer”, og derfor kan sammenligningen med Colliers Markedsrapport være svær, da afkastkravet ikke kan sammenlignes med den enkelte ejendom, som man vil værdiansætte. Der er i årsrapporten ingen beregning af, hvad en ændring i afkastkravet vil betyde for regnskabet, hvilket gør det svært at fastlægge betydningen. Rapportens konklusion bygger derfor på tidligere viden fra de ovenstående selskaber.

Jeg mener at afkastkravet har en stor betydning for værdiansættelsen hos selskaber som HD Ejendomme A/S. For selskaber som HD Ejendomme A/S, som har deres ejendomme fordelt udover Danmark, kan afkastkravet være svært at finde, da sammenligningsgrundlaget næppe er tilstrækkeligt. Det kan være vanskeligt at finde det korrekte afkastkrav for de byer, som ikke er angivet på Colliers Markedsrapport.

Da selskabet ikke opgiver hvilken påvirkning +/- 0,25% vil have for dagsværdi, er det min vurdering, at der ikke kan udarbejdes en nøgletalsoversigt over HD Ejendomme A/S.

4.3.5 Konklusion af gennemgang af dagsværdi

Ved gennemgangen af de udvalgte årsrapporters dagsværdi, samt en gennemgang af konsekvenserne ved ændring i dagsværdien, flere gennemgående elementer. En ændring af dagsværdien på +/- 0,25% har en stor betydning for dagsværdiberegningen. Jo større værdier man har med at gøre, jo større vil reguleringen også være. I Jeudan A/S's årsrapport, hvor en ændring på minus 0,25% vil betyde en regulering på 1.537 (mio. DKK) lyde af meget, så skal man have i mente, at selskabets ejendomsporteføljes primo værdi er stor, og derfor vil en regulering i dette selskab også være stor.

Det er vurderingen at afkastkravet har en rigtig stor betydning for dagsværdien af ejendommen. Det er derfor rigtig vigtigt at fastsætte et så rigtigt afkastkrav som muligt, da en forkert beslutning, kan have store konsekvenser for årsrapporten og i sidste ende for regnskabsbrugeren. Afkastkravet har en stor bevågenheden hos revisoren og andre interessenter. Det kan bl.a. bruges til at tolke på ledelsens forventninger for ejendommen, men også til at se på, om ledelsen er realistisk i deres beregning af dagsværdien.

5. Konklusion

I det følgende afsnit vil jeg konkludere på mine resultater og dermed besvare min problemformulering, der lyder som følgende: *”Belysning af væsentlige udfordringer vedrørende den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, herunder med særligt fokus på værdiansættelse”*.

For at kunne besvare min problemformulering, vil jeg først konkludere på mine resultater fra de problemstillinger, jeg fastsatte i afsnit 1.2.

Det *første* problem, der skal behandles, er en afgrænsning af den regnskabsmæssige regulering af investeringsejendomme. Reguleringen er i Danmark todelt i henholdsvis ÅRL og i de internationale regnskabsstander. Hvilke grundlæggende krav opstiller disse reguleringer, og er der sammenfald mellem formerne?

Det er min vurdering, at ÅRL og IFRS på mange punkter er ens. Begreber som retvisende, informativ og konsistens er alle vigtige i begge lovgivninger. Den første indregning af en investeringsejendom sker til kostpris, hvorefter man i det efterfølgende år kan vælge imellem fortsat at indregne ejendommen til kostpris eller til dagsværdi. IAS 40 henviser til tre værdiansættelsesmodeller, som er markedsmetode, afkastbaseret metode og omkostningsbaseret metode, hvor ÅRL henviser til opskrivning til dagsværdi og dagsværdimetoden. En af de væsentlige forskelle mellem retsområderne i den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme er den første indregning af en igangværende opførelse af en ejendom. En anden væsentlig forskel er, at man ifølge IFRS skal angive sammenligningstal i noten for investeringsejendommen, hvilket man ikke skal i ÅRL.

Det *andet* problem, som opgaven rejser, er afgrænsningen af den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Hvilke ejendomme er omfattet af reglerne? Hvordan sker indregningen og målingen? Hvilke modeller kan anvendes til dette, og hvad er forskellene på modellerne?

Der findes forskellige modeller, man kan anvende til at værdiansætte en investeringsejendom. Rapporten tager udgangspunkt i normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen. Årsagen til at disse er udvalgt er, at det er dem, som bliver anvendt oftest når man værdiansætter til dagsværdi. Fordelene ved normalindtjeningsmodellen er, at den er forholdsvis overskuelig og let anvendelig. Svaghederne er, at modellen tager udgangspunkt i et budgetår, hvorfor ejendommens reelle værdi synes at være svær at fastlægge.

Fordelene ved DCF-modellen er, at den giver et realistisk billede af ejendommens cash flow. Cash flowet tager højde for udsving på det tidspunkt, de indtræffer, og giver dermed cash flowet et mere retvisende billede af ejendommens dagsværdi. Svagheden ved modellen er, at den er detaljeret og kompakt, og der er derfor mere arbejde i at udarbejde værdiansættelsen via DCF-modellen fremfor normalindtjeningsmodellen.

Det *tredje* problem, som opgaven rejser, er de væsentligste udfordringerne ved anvendelse af dagsværdimetoderne: normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen. Hvilke væsentlige udfordringer er der ved disse to metoder?

Der findes mange udfordringer ved udarbejdelsen af dagsværdiansættelsen af en investeringsejendom. Disse udfordringer er blandt andet genudlejningsprocenten, håndteringen af risiko, fastsættelse af forrentningskravet og den generelle mavefornemmelse. Fastsættelsen af forrentningskravet betyder en stor del for værdiansættelsen, hvor eksempelvis en ændring på +/- 0,25% kan betyde en væsentlig forskel. En påvirkning fra samfundet kan betyde, at ejendommen i det efterfølgende regnskabsår skal nedskrives.

Det *fjerde* problem, der kan rejses, er den praktiske håndtering af investeringsejendomme. Dette problem kan analyseres ved udvælgelse og gennemgang af forskellige selskabers årsrapporter. Hvordan har de pågældende selskaber håndteret det? Hvorfor har de valgt den ene model fremfor den anden? Hvilken betydning har ændringer i for eksempel afkastkravet for selskabernes resultat og økonomiske stilling?

Ledelsens valg af dagsværdimodel kan have betydning for regnskabsbrugerens forståelse af regnskabet men også for troværdigheden af det aflagte regnskab. En ledelse, der skal vælge en dagsværdimodel, kan have mange overvejelser. Disse overvejelser kan blandt andet være konsistens af regnskabet, værdiansættelses model der giver det mest retvisende billede af selskabets ejendomme, prisen for udarbejdelsen af regnskabet ved valg af den ene model fremfor den anden og mangel på erfaring. Disse er blot nogle af de overvejelser, der ligger bag valget af dagsværdimodel.

På baggrund af de ovenstående underspørgsmål, kan der ikke entydigt konkluderes på, hvilke udfordringer der er mest væsentlig i forhold til værdiansættelsen af en investeringsejendom. Der er mange faktorer, der påvirker værdiansættelsen af en investeringsejendom. Dog kan en ledelse med helt almindelig sund fornuft, og hvor man har taget stilling til faktorerne som forrentningskrav, tomgang,

risici kunne udarbejde en fornuftig værdiansættelse af en investeringsejendom uden væsentlige udfordringer.

6. Perspektivering

Covid-19 har i øjeblikket lammet store dele af verden og er derfor blevet en kæmpe udfordring for verdens regeringer. I Danmark kæmper regeringen med genåbningen af samfundet og udarbejdelsen af flere hjælpepakker til erhvervslivet. Det vurderes, at COVID-19 er den største krise siden 2. verdenskrig.⁸⁶

Man kan hertil spekulere på, hvordan de danske selskaber kommer igennem denne situation. Rapporten vil i dette afsnit gennemgå nogle af de udfordringer, der er opstået for de selskaber, som skal aflægge regnskab nu, samt hvordan 2020-årsrapporterne vil blive påvirket af dette. Perspektiveringen vil bestå af to afsnit, hvoraf det ene omhandler de selskaber, som endnu ikke har aflagt 2019-regnskabet, og det andet afsnit omhandler Covid-19's betydningen for 2020-regnskabet.

6.1 Aflæggelse af 2019-regnskab

Da man torsdag morgen den 27. februar 2020⁸⁷ stod ud af sengen, var højest sandsynlig ingen, der kunne forudsige, hvordan fremtiden vil se ud. Ledelserne i mange selskaber, som endnu ikke har aflagt regnskab, vil stå overfor en udfordring i forhold til behandlingen af Covid-19 i det kommende regnskab, som de netop skal til at aflægge.

Ved kalenderårsregnskaber vil en begivenhed i februar/marts måned året efter statustidspunktet hedde 'efterfølgende begivenheder'. Man skal her se på, om der er tale om regulerende eller ikke-regulerende begivenheder.⁸⁸ Da Covid-19 indtræffer i slutningen af februar 2020, er der tale om en ikke-regulerende begivenhed, hvorfor der ikke skal ske beløbsmæssige korrektioner.

Hvis det er ledelsens vurdering, at Covid-19 vil have en væsentlig betydning for årsrapporten, skal dette omtales i ledelsesberetningen og eventuelt noterne. Selskabet Agat A/S har fornyelig aflagt deres årsrapport, og de har i ledelsesberetningen skrevet følgende: *"Ledelsen forventer, at der på trods af hjælpepakker til virksomhederne, kan blive behov for lejerabatter til lejerne end hidtil*

⁸⁶ Erhvervsstyrelsen, 2020

⁸⁷ Statens Serum Institut, 2020

⁸⁸ BDO Danmark, 2016

forventet".⁸⁹ Som direkte konsekvens af nedlukningen af Danmark, som er afledt af Covid-19, tager ledelsen i selskabet handling, og selvom man har uopsigelige lejekontrakter, samt lejekontrakter der er gældende mange år endnu, så tager de bestik af situationen med det samme. Selskabet skriver i en selskabsmeddelelse, at man som følge af Covid-19 situationen, har foretaget en negativ værdiregulering på 125 mio. DKK. Den negative værdiregulering på 125 mio. DKK er en direkte konsekvens af, at selskabets lejere har haft et kraftigt fald i omsætning, da selskabet ejer hel/dels tre shopping centre samt to outletcentre, som har været lukket ned under Covid-19. Derfor har selskabet en risiko i, at de ikke vil modtage deres husleje.

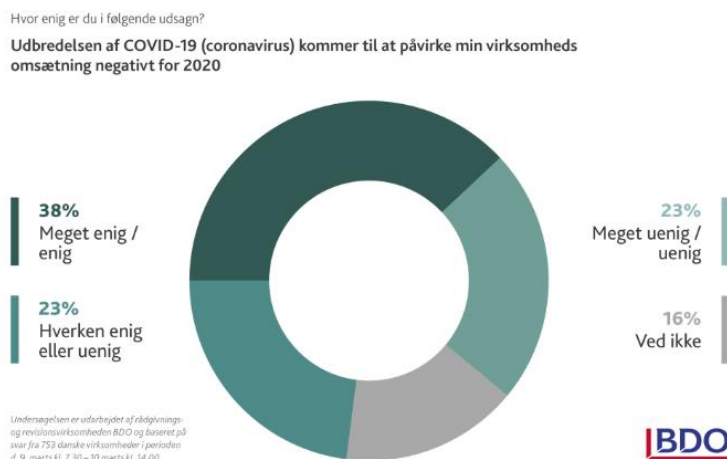
6.2 Aflæggelse af 2020-regnskab

For de selskaber som eventuel allerede har aflagt deres regnskab, og dermed har regnskabsafslutning senest d. 31/12/2019, vil Covid-19 først blive relevant at omtale i deres 2020-regnskab. Rapporten nævnte ovenfor, at begivenhedens indtræden har betydning for omtale eller ej. Da Covid-19 indtraf den 27. februar 2020 i Danmark, er der i regnskabsåret 2020 tale om en regulerende begivenhed, og dermed skal der tages højde herfor. For investeringsejendomme er det især forholdet omkring tomgang/lejesituationen, som gør sig gældende.

Man skal altså som ledelse vurdere, om værdiansættelsen er retvisende i forhold til det marked, som vi nu befinder os på. Har selskabet primært storcentre, og er deres lejeindtægt omsætningsbaseret, så er det værd at tage med, når der skal drøftes værdiansættelse. Hvis selskabet ikke anvender omsætningsbaseret husleje men derimod en fast lejekontrakt, der er uopsigelig, så "burde" selskabet være sikkert på at få sin lejeindtægt. Det er dog langt fra sikkert, at lejerne ser huslejeindbetalingen som det vigtigste i denne krise.

Hvor mange selskaber bliver ramt af Covid-19? Nedenstående figur viser, hvad folk har svaret til, om deres omsætning vil blive ramt af Covid-19.

⁸⁹ Agat Ejendomme A/S, 2020



Figur 16. Påvirkning af virksomheders omsætning. Kilde: BDO Danmark, 2020

Ovenstående figur viser, at 23% er uenige i, at deres virksomheds omsætning bliver negativ påvirket af situationen, hvorimod 38% er meget enige i, at deres omsætning bliver negativt påvirket. For de selskaber hvor lejerne har en omsætningsbestemt husleje, vil dette være et incitament for en revurdering af dagsværdiberegningen. I et eksempel fra dagligdagen, hvor den danske modekoncern Bestseller var i så store problemer, at de ikke ville betale husleje for deres 200 butikker i Danmark.⁹⁰ Dette kan have betydning for værdiansættelsen for selskaber, som ikke modtager deres huslejeindbetaling.

Det er min vurdering, at selvom Danmark slipper ud af denne krise, og der kommer gang i samfundet igen, så vil der være nogle selskaber, som er så hårdt ramt, at det ikke er sikkert, at de overlever endnu et år. Man vil derfor se at selskaber nedskriver deres ejendomme, som en direkte konsekvens af Covid-19.

⁹⁰ Simonsen, 2020

7. Litteraturliste

Agat Ejendomme A/S (2020). *Årsrapport 2019-20*. Lokaliseret d. 22. april 2020 på: <https://agat.dk/wp-content/uploads/2020/03/Agat-Q4-2019-20.pdf>

Andersen, I. (2009). *Den skinbarlige virkelighed – vidensproduktion inden for samfundsvidenskabene* (4. udgave, 2. oplag). Samfundslitteratur

BDO Danmark (2016). *Begivenheder efter statusdagen – regnskabsmæssig behandling*. Lokaliseret d. 22. april 2020 på: <https://www.bdo.dk/da-dk/nyheder/depechen-nyt-om-skat-og-moms/begivenheder-efter-statusdagen-%E2%80%93-regnskabsmaessig-behandling>

BDO Danmark (2020). *Covid-19: Konsekvenserne ser dramatiske ud for dansk erhvervsliv*. Lokaliseret d. 22. april 2020 på: <https://www.bdo.dk/da-dk/nyheder/nyt-fra-bdo/covid-19-konsekvenserne-ser-dramatiske-ud-for-dansk-erhvervsliv>

Colliers International (2018). *Markedsupdate PULS, 4. Kvartal 2018*. Lokaliseret d. 30. marts 2020 på: <https://www2.colliers.com/da-dk/research#sort=%40datez32xpublished55910%20descending>

Colliers International (2019). *Markedsupdate PULS, 4. Kvartal 2019*. Lokaliseret d. 30. marts 2020 på: <https://www2.colliers.com/da-dk/research#sort=%40datez32xpublished55910%20descending>

CW Obel Ejendomme A/S (2020a). *Årsrapport 2019*. Lokaliseret d. 2. marts 2020 på: www.cvr.dk

CW Obel Ejendomme A/S (2020b). *Om os*. Lokaliseret d. 2. marts 2020 på: <https://www.cwobel-ejendomme.dk/om-os>

Dades (2019). *Dades A/S årsrapport 2018/19*. Lokaliseret d. 2. marts 2020 på: <https://dades.dk/2019/10/02/aarsrapport-2018-19/>

Dades (2020). *Om os*. Lokaliseret d. 2. marts 2020 på: <https://dades.dk/om-dades/>

Deloitte (2016a). *IAS 40 - Investment Property*. Lokaliseret d. 30. marts 2020 på: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/64344%20Deloitte%20IFRS-bog%202016%20IAS%2040.pdf>

Deloitte (2016b). *IFRS 13 - Fair Value Measurement*. Lokaliseret d. 30. marts 2020 på: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/64344%20Deloitte%20IFRS-bog%202016%20IFRS%2013.pdf>

Elling, J. O., Kyhnauv-Andersen, C., Kyhnauv-Andersen, H. & Kyhnauv-Andersen, P. (2019). *Finansiell rapportering* (5. udgave). Gjellerup.

Ejendomsforeningen Danmark (2006). *Introduktion til DCF-modellen*. Lokaliseret d. 18. februar 2020 på: https://ejd.dk/app/uploads/2019/12/introduktion_til_dcf-modellen.pdf

Ejendomsforeningen Danmark (2013). *Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forrentningskrav*. Lokaliseret d. 18. februar 2020 på: <https://ejd.dk/app/uploads/2020/01/V%C3%A6rdians%C3%A6ttelse-af-investeringsejendomme-definition-af-forrentningskravet.pdf>

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen (2009). *Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme*. Lokaliseret d. 20. marts 2020 på: <https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-maaling-vaerdiansaettelse-af-ejendomme>

Erhvervsstyrelsen (2020). *Om revision i en COVID 19-tid. (Notat.)*. Lokaliseret d. 22. april 2020 på: <https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-om-revision-i-en-covid-19-tid>

Ernst & Young P/S (2019). *Indsigt i årsregnskabsloven – EY's praktiske guide til forståelse af loven 2019/20* (6. udgave). EY.

Finans Danmark (2008). *Hvad skete der?.* Lokaliseret d. 2. februar 2020 på: <https://finansdanmark.dk/10-aaret-for-krisen/hvad-skete-der/>

FSR – danske revisorer (2020). *Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder*. Lokaliseret d. 15. marts 2020 på: <https://www.fsr.dk/vaerktoej/fagboeger-og-publikationer/fagboeger/regnskabsvejledningen>

FSR (2020). *IASB udsender opdateret begrebsramme for årsregnskaber*. Lokaliseret d. 1. marts 2020 på: <https://www.fsr.dk/search?search=begrebsramme>

HD Ejendomme A/S (2019). *Årsrapport 2018*. Lokaliseret d. 2. marts 2020 på: www.cvr.dk

HD Ejendomme A/S (2020). *Om os*. Lokaliseret d. 2. marts 2020 på: <https://hdejendomme.dk/om-os>

Jeudan (2020a). *Jeudan A/S årsrapport 2019*. Lokaliseret d. 2. marts 2020 på: https://www.jeudan.dk/media/108677/jeudan_aarsrapport_2019.pdf

Jeudan (2020b). *Om os*. Lokaliseret d. 2. marts 2020 på: <https://www.jeudan.dk/om-jeudan/jeudan-koncernen/>

Kenton, W. (2020). *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. *Investopedia*. Lokaliseret d. 3. Maj 2020 på: <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>

PwC (2019). *Regnskabshåndbogen*. Lokaliseret d. 10. marts 2020 på: <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2019/pwc-regnskabshaandbogen-2019.pdf>

Skat (2019). *DCF-modellen*. Lokaliseret d. 13. marts 2020 på: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813207>

Simonsen, P. (2020). *Bestseller vil ikke betale husleje for over 200 butikker*. *Finans*. Lokaliseret d. 20. april 2020 på: <https://finans.dk/erhverv/ECE12036863/bestseller-vil-ikke-betale-husleje-for-over-200-butikker/?ctxref=ext>

Statens Serum Institut (2020). *COVID-19*. Lokaliseret d. 1. maj 2020 på: <https://www.ssi.dk/sygdomme-beredskab-og-forskning/sygdomsleksikon/c/covid19>

Årsregnskabsloven. Sidst opdateret d. 8. august 2019. Lokaliseret d. 1. februar på: <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2019/838#id4f18aa1c-80ee-4f7e-a877-8435fd7a8233>