

Ejendomsmarkedets udvikling og konsekvensen heraf

Afgangsprojekt HD 2. del i Regnskab og Økonomistyring på Aalborg Universitet - Maj 2023

Marcus Pedersen 20186178 & Frederik Pape 20212542

Vejleder: Tom Cortsen

Anslag: 156.354

Normsider á 2.400 anslag: 65,14

Indhold

Abstract	4
Tabelfortegnelse.....	5
Figurfortegnelse	6
Forord	7
Problemstilling.....	11
Metodeovervejelser og kildekritik.....	12
Modelkritik	16
Afgrænsning	17
Redegørelse for den regnskabsmæssige behandling af ejendomme i årsregnskabet.....	19
Indregning og måling af grunde og bygninger i årsregnskabet	19
Kostprismetoden ÅRL §36	20
Dagsværdi ÅRL §38 med regulering over resultatopgørelsen.....	21
Definition af investeringsejendomme	22
Krav til årsregnskabet ved indregning af investeringsejendomme	23
Dagsværdi ÅRL §41 med regulering over egenkapitalen	23
Nedskrivningstest ved anvendelse af ÅRL §36	24
Redegørelse for værdifastsættelsen af investeringsejendomme	25
Hvordan værdifastsættes en investeringsejendom?	25
Den afkastbaserede model.....	25
Discounted Cash Flow modellen	26
Analyse af DCF modellen og Den afkastbaserede model	27
Analyse af Markedet for investeringsejendomme i perioden 2018 til 2022.....	29
Analyse af drivere for værdifastsættelsen	29
Analyse af bruttoleje	29
Analyse af driftsomkostningerne	30
Analyse af WACC	31
Delkonklusion – analyse af drivere for værdifastsættelsen	31
Udviklingen i markedet for investeringsejendomme i perioden 2018 – 2022.....	32
Udviklingen i bruttoleje	34
Udviklingen i afkast på investeringsejendomme.....	36
Værdiudviklingen på markedet for investeringsejendomme.....	39

Delkonklusion	41
Analyse og vurdering af markedet for investeringsejendomme i de kommende 2 år.....	43
Analyse af huslejeudviklingen	43
Analyse af udviklingen i WACC	47
Debt Cost.	48
Cost of Equity.....	51
Værdiudvikling af modelejeendom de kommende 24 måneder	54
Delkonklusion på markedsanalyse:	56
Analysen af den regnskabsmæssige konsekvens af markedsudsving	57
Analyse af konkret regnskabseffekt - Lejeboligen ApS.	57
Genberegnet ejendomsværdi.....	60
Værdiforringelseeffekten på resultatopgørelsen efter ÅRL §36.	61
Værdiforringelseeffekten på balancen efter ÅRL §36.	62
Pengestrømsopgørelse.....	64
Forventninger til Going Concern i 2022 regnskab:.....	65
Følsomhedsanalyse WACC	70
Delkonklusion på den regnskabsmæssige effekt	72
Det retvisende billede	72
Revision og efterprøvelse af regnskabsmæssige skøn	73
De regnskabsmæssige udfordringer ved længere tids positiv værdiregulering.....	74
Efterfølgende begivenheder.....	75
Delkonklusion på analysen af Lejeboligen ApS	76
Analyse af Lejebolig ApS finansielle stilling ud fra et bankperspektiv.....	77
Overordnet kreditvurdering af ejendomsselskaber	77
Nuværende finansielle stilling for Lejebolig ApS.....	78
Lejebolig ApS mulighed for at omlægge lån.	79
Pengeinstitutts rolle i omlægning af realkreditlån.....	81
Samlet risikovurdering af Lejeboligen ApS.....	83
Delkonklusion	84
Investors perspektiv i forhold til en alternativ investering.	85
Diskussion af ejendomsselskaber fremtidige drift	90
Den fremadrettede udvikling med et finansielt afsæt	90
Den fremadrettede udvikling baseret på revisors vurdering	91

Konklusion	94
Kildefortegnelse.....	97

Abstract

This thesis is developed in connection to the finalization of HD part 2 in Accounting and Economic management at Aalborg University. The thesis is prepared in the period from January to May 2023, and the overall HD course span is from September 2021 until June 2023.

This Thesis takes its point of departure in the overall point of departure in the significant increase in interest rates during 2022, this has a lot of impact on the overall way one looks at a company in relation to accounting and banking business.

The overall analysis starts with a comprehensive analysis of the Danish investment property market, with a point of departure in public data of transactions on this market, that takes many variables into account, including many geographical areas and locations. The analysis shows the development in the market within the latest 5 years. This analysis also contains an outlook into the future based on the conclusions in the above-mentioned analysis, where there is provided conditions in the different geographical areas and locations. This outlook is based primarily on the theory of WACC, and a standard investment property.

The result of this analysis shows that the overall market has risen in the period but is also shows a major decrease in value over the course of 2022. This decrease is predicted to continue in the following two years, primarily due to an additional increase in interest rates that effect the cost of both equity and debt cost.

With the above mentioned analysis in mind, there is taken a company which has invested in rental property into the next part of the analyses. In this part we have looked on this company from an accounting perspective, and defined relevant problematics in that perspective, with the Danish "årsregnskabslov" and the international accounting standards (IAS) as the main legal foundation.

The same company is then looked upon for a financial point of view with the identified problematics in mind, and it is then evaluated on what financial conditions the company can continue its operations, and what the owner can expect from this company in the future.

In general this thesis concludes a quite big downfall in real-estate value in the Danish market, primary due to a big increase in interest rates, this downfall causes a number of consequences for many companies, the company that is taken into the analyses has major problems with its financials and accounting, both in the coming 2022 annual report and in its coming annual reports and in the coming discussion with its financial business partner.

Tabelfortegnelse

Tabel 1 – Eksempel på afkastbaseret model	26
Tabel 2 – Eksempel 1 på DCF modellen.....	27
Tabel 3 – Eksempel 2 på DCF modellen.....	28
Tabel 4 – Stresstest bruttoleje	29
Tabel 5 – Stresstest driftsomkostninger	30
Tabel 6 – Stresstest WACC.....	31
Tabel 7 – Uddrag af Colliers Markeds Puls Q4 2022.....	33
Tabel 8 – Indekseret overblik over markedsudvikling på markedslejen	35
Tabel 9 – Middelværdi af huslejestigningerne	36
Tabel 10 – Indekseret overblik over udvikling i markedsafkast	38
Tabel 11 – Middelværdi transaktionsvolumen.....	38
Tabel 12- Indekseret overblik over værdiudvikling af modelejemdom	41
Tabel 13 – Tomgangsprocent Bolig	44
Tabel 14 – Tomgangsprocent Bolig 2	45
Tabel 15 – Overblik sammenkædning af geografiske områder.....	46
Tabel 16 – Tomgangsprocent bolig med vurderet stignings pct	47
Tabel 17 – Renteprognose – Procentuelt og indekseret	50
Tabel 18 – Overblik vægtet gennemsnitlig stigning i rente.....	51
Tabel 19 – Beregnet BETA værdi	53
Tabel 20 – Beregnet WACC.....	53
Tabel 21 – Ændring i modelværdi.....	54
Tabel 22 - Bruttofortjeneste 2022 estimat.....	57
Tabel 23 - oversigt over ejendomme Lejeboligen ApS	59
Tabel 24 - Resultet 2022 Lejeboligen ApS	61
Tabel 25 - Balance 2022 Lejeboligen ApS	64
Tabel 26 Pengestrømsopgørelse	65
Tabel 27 Resultatbudget.....	66
Tabel 28 Resultatbudget med skattefrit tilskud 2023	67
Tabel 29 Balancebudget 2023	68
Tabel 30 Pengestrømme 2023 med skattefrit tilskud	69
Tabel 31 WACC Lejeboligen ApS 2023.....	70
Tabel 32 - Følsomhedsanalyse af WACC.....	71
Tabel 33 – Likviditet 2022 Lejeboligen ApS	78
Tabel 34 – Konsekvensberegning låneomlægning	80
Tabel 35 – Ydelsesberegning ved fastrente.....	82
Tabel 36 – Beregning af mulig hovedstol ved fastrente.....	82
Tabel 37 – Forrentning af egenkapital ved fastrente	86
Tabel 38 – Forrentning af egenkapital ved variabel rente	87
Tabel 39 – Sammenligning af egenkapitalforrentning med markedsafkast.....	88
Tabel 40 - Skattefrit tilskud effekt på moderselskab.....	92

Figurfortegnelse

Figur 1 – Udvikling i MSCI World	9
Figur 2 – Markedsudvikling på markedsløjen	34
Figur 3 – Udvikling i markedsafkast	37
Figur 4 – Beregnet værdiudvikling af modelejeendom	40
Figur 5 - WACC	48
Figur 6 – Effektiv rentesats realkreditlån	49
Figur 7 – Fordeling renteprofil	50
Figur 8 Genberegnet ejendomsværdi Lejeboligen ApS	61

Forord

Dette projekt er lavet i forbindelse med afslutning af HD 2. del i Regnskab og Økonomistyring ved Aalborg Universitet med afslutning i foråret/sommeren 2023.

Det overordnede formål med dette projekt på HD 2. del i Regnskab og Økonomistyring er at vise vores evne til at identificere, analysere og vurdere en problemstilling med mange aspekter indenfor uddannelsens forskellige semestre, som vi har gennemført hen over de foregående 2 år.

Projektet skal, med udgangspunkt i denne viden og teori vise, vores færdigheder i at anvende disse teorier, samt håndtere forskellige metoder indenfor vores selvvalgte område/emne som overordnet er "Udviklingen på markedet for investeringsejendomme". Herunder vores evne til at perspektivere resultaterne af vores analyse, ud fra vores respektive dagligdag og de problemstillinger, vi i denne forbindelse kommer til at se ind i den kommende periode.

Nærværende opgave omhandler derfor en teoretisk, praktisk og afgrænset behandling af markedet for investeringsejendomme herunder udviklingen historisk og i fremtiden, samt med afsæt i vores erhverv at identificere de opmærksomhedspunkter og udfordringer, som der alt andet lige vil opstå.

I denne forbindelse vil vi gerne takke vores vejleder Tom Cortsen, for god og kyndig vejledning, samt gode inputs gennem hele processen.

Markedet for investeringsejendomme er traditionelt set et marked, som mange har gjort gode forretninger på gennem tiden, men samtidig er det et marked hvor også flere investorer har måtte realisere store tab som følge af de udsving, har været på markedet. Senest under finanskrisen har mange måtte tage nogle tab, der har fået vidtrækkende konsekvenser for deres fremtid. Om end noget af denne forrige finanskrisen var betinget af en risikabel finansiering og et banksystem, der havde mange huller og for høj risikovillighed, var faldet i ejendomme uundgåeligt.

Derfor er det nærliggende, løbende at forholde sig til hvordan markedet udvikler sig, både som investor men også som professionel samarbejdspartner til en ejendomsinvestor. Som bank og revisor er det relevant at følge markedet og gøre sig bekendt med de regler og retningslinjer der gør sig gældende i hvert sit fag, for på den måde at kunne give en konstruktiv rådgivning og kunne gennemskue konsekvenserne ved eksponering i ejendomsmarkedet.

Denne relevans er ydermere heller ikke en der er faldende, idet markedet for investeringsejendomme ganske enkelt fylder mere og mere i de to professioner. Dette ses af flere artikler der er udgivet i tiden op gennem 2010'erne^{1 2}. Således er det ikke usandsynligt, at antage at branchen som helhed er vokset, selvom den relative vækst i forhold til andre brancher ikke har været mulig at beregne.

I pengeinstitutterne er ejendomsfinansiering også en væsentlig del af forretningen, både til private og til erhverv., og har været det i altid, men hen over de seneste år er der observeret en stigning i sektorens tilgodehavender relateret til ejendomme, hvilket vidner om en generelt højere eksponering og en ejendomssektor i udvikling³

Generelt er ejendomsmarkedet et marked der gennem en længere periode har været i vækst og løbende fylder mere og mere i det daglige arbejde som revisor og erhvervsrådgiver i et pengeinstitut.

Relativt til alternative investeringer i aktier har mange valgt investering i ejendomme til løbet af de foregående 10 år, da man har kunnet realisere et direkte afkast af sin ejendomsinvestering alt efter geografisk placering på mellem 4-6%⁴, samtidig med at man har haft mulighed for at geare denne investering op til 5 gange via realkreditbelåning, og til en negativ rente, der effektivt og efter bidrag i en lang periode har været meget lav og omkring 1,5%, har det været muligt at opnå en rigtig høj forrentning af sit afkast relativt til investering i aktier som med udgangspunkt i verdensindekset MSCI World har givet et afkast på 7,01%⁵

¹ Bartels, 2017

² Jensen, 2018

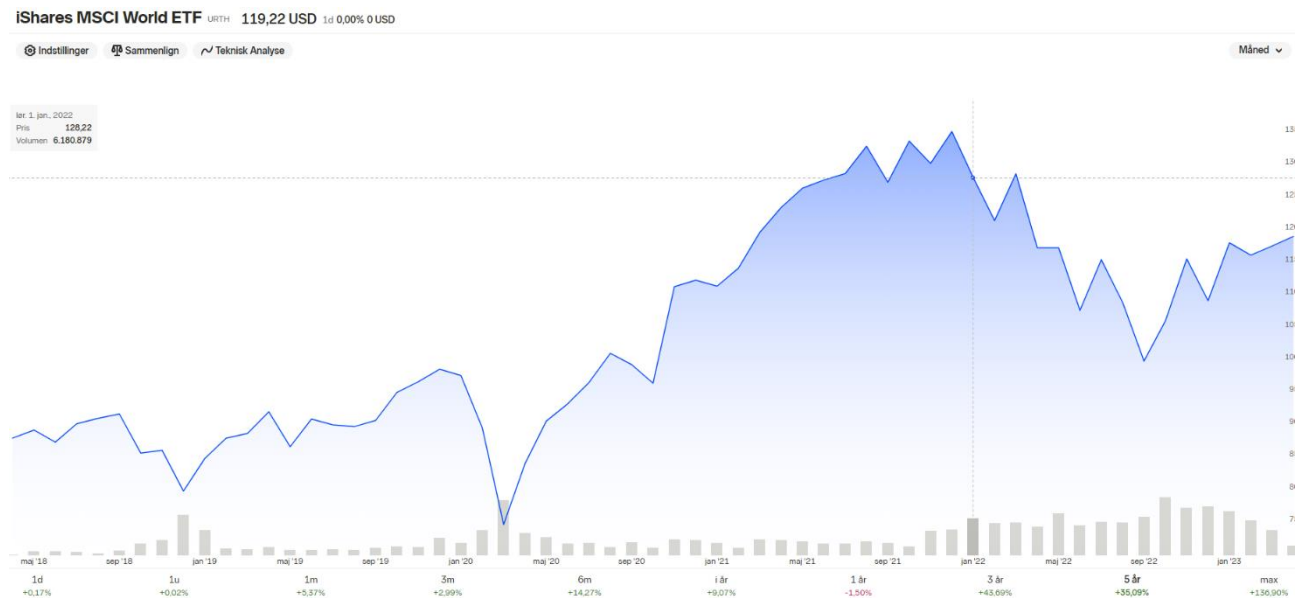
³ Danmarks Nationalbank, 2022

⁴ Koncenton, 2023

⁵ Nordnet, 2023

selvfølgelig vel og mærke uden gearing, men denne mulighed er oftest på helt andre vilkår rentemæssigt og forbundet med en del covenants fra långivers side.

Figur 1 – Udvikling i MSCI World



Kilde: Nordnet 2023

På baggrund heraf, har projektet til formål at tilvejebringe en skærpet forståelse for markedet som helhed og de konsekvenser, som opleves for henholdsvis revisor og Erhvervsrådgiver i et pengeinstitut. .

Samtidig er der på baggrund af de seneste rentestigninger og den generelt gode udvikling markedet har været igennem i den forgangne 5-årige periode, haft et ønske om at se, hvordan markedet generelt har udviklet sig, samtidig med at der med afsæt i nogle opstillede forudsætninger har forsøgt at kigge ind i fremtiden, for på den måde at kunne bringe ny viden ind i vores dagligdag og i relation til vores kunder, kunne præsentere en viden og nogle fakta, som de vil kunne forholde sig til.

I forhold til pengeinstituts perspektivet er der i løbet af 2022 oplevet en markant rentestigning der beskrives nærmere i analysen. Denne rentestigning har gjort en gammel regel relevant igen, idet det er beskrevet i ledelsesbekendtgørelsen for finansielle institutter, at en ejendomskunde ikke kan optage lån i en given ejendom for mere end hvad den konkrete ejendom kan servicere ud fra den aktuelle drift med nuværende huslejer mv. Effektivt betyder det at ejendomme med et lavt afkast, relativt til handelsværdien ikke kan opnå en normal 80% belåning, hvilket potentielt kan have mange konsekvenser for kundens finansielle situation og handle muligheder.

Et eksempel på en virksomhed der har foretaget en ejendomsinvestering da renterne var på sit laveste, er Lejeboligen ApS med afsæt i sine forretninger i Vejle. Denne virksomhed er valgt som eksempel de situationer omkring handel, finansiering og regnskabsmæssig behandling kan besvare en del af de problemstillinger og hypoteser som er identificeret forud for denne projektskrivning. Det er for så vidt Lejeboligen ApS interessant at se på hvilke problemstillinger der er opstået på bagkant af de seneste rentestigninger i relation til selskabets aflæggelse af 2022 årsrapport og den fremadrettede drift, samt virksomhedens finansielle stilling i relation til den bank og realkredit gæld som selskabet har optaget i forbindelse med erhvervelsen af de ejendomme der ligger i porteføljen.

Problemstilling

Ud fra ovenstående ønske om at kunne yde rådgivning til virksomhedens beslutningstagere fra både revisors og bankens synspunkt, er der identificeret en række risici som har tilvejebragt følgende problemstilling. Det vurderes at problemstillingen kan tilvejebringe den nødvendige indsigt i markedsudviklingens omfang, for på den måde videst muligt at kunne rådgive og bidrage med løsningsforslag og konstruktiv dialog med ledelsen.

Hvilke markeds-mæssige forhold/faktorer har betydning for værdiansættelse af ejendomme, herunder betydning for årsregnskabet og belåningsmulighederne?

- *Hvordan har markedet for investeringsejendomme udviklet sig hen over de foregående 5 år, og ud fra givne forudsætninger, hvordan vurderes de kommende 2 års markedsudvikling?*
 - *Hvordan vurderes markedsudviklingen af påvirke de parametre, som indgår i fastsættelse af WACC?*
- *Hvilke faktorer påvirker værdiansættelsesmodellerne af investeringsejendomme, herunder risikoen forbundet med skønfastsættelsen.*
- *Hvilke udfordringer opstår i forbindelse med regnskabsaflægning, herunder revision af regnskabs-mæssige skøn?*
 - *Hvorledes forholder revisor og ledelsen sig til den fremtidige udvikling og forhold om fortsat drift?*
 - *Hvilke tiltag regnskabsmæssige muligheder er der for at forbedre det regnskabsmæssige udtryk?*
- *Hvordan vurderes selskabernes finansielle stilling at påvirkes som følge af renteutviklingen, og hvilke muligheder har ledelsen for at forbedre den finansielle stilling?*

Metodeovervejelser og kildekritik

I processen med at konkretisere vores problemformulering har vi, haft flere tanker og vinkler på hvordan denne problemstilling bedst muligt belyses og hvordan der stilles skarpt på nogle af de paradokser og udfordringer, som ejendomsinvestering ser ind i.

Der er overvejende foretaget tilegnelse af viden gennem en faglig dagligdag på i vores respektive erhverv som hhv. revisor og erhvervsrådgiver i et pengeinstitut. Herudover er viden tilegnet gennem artikler, og faglitteratur, som er summen af de seneste 2 års HD-studie, hvor flere af semestrene har spillet en stor rolle i denne proces.

I denne proces er der gjort brug af den hermeneutiske tilgang hvor vi er begyndt med tanker og ideer, på forskellige problemstillinger med afsæt i vores dagligdag. Disse tanker og problemstillinger har nogle gange vist sig at være to sider af samme mønt, hvor vi har konkretiseret problemstillingen, og arbejdet primært ud fra et induktivt udgangspunkt. Der er i mindre grad arbejdet deduktivt, med undtagelse af regneeksemplet vedr. Lejebolig ApS hvor vi har testet nogle af de problemstillinger vi belyser i vores analyse.

Den induktive fremgangsmåde vurderer vi som den stærkeste fremgangsmåde af de to på baggrund af flere forhold. Som analysen også konkludere er markedet for investeringsejendomme under voldsom udvikling, og der er mange tendenser der begynder at tegne sig. Med afsæt i et meget omskifteligt marked vurderer vi ikke den deduktive metode som den mest optimale. Denne teori vil umiddelbart ikke vil kunne indfange de seneste tendenser. Hertil kommer, at der ofte i perioder hvor mange faktorer og tendenser skifter, vil teorien ikke kunne finde anvendelse.

Den induktive metode hvor vi arbejder med konkrete eksempler og observerer de seneste transaktioner på markedet vurderer vi, som den metode der kommer til at give den mest retvisende og skarpeste analyse af markedet som det er lige nu. Med det udgangspunkt vurderes det også, at med det bedste grundlag har man også de stærkeste forudsætninger, for at vurdere hvilke tendenser der kommer fremadrettet.

Vi er i arbejdet med vores analyse af markedet og de regnskabsmæssige konsekvenser opmærksomme på at de forhold vi kommer frem til, vil påvirke alle på markedet og alle regnskaber vil være omfattet af den omtalte lovgivning. Til trods for at analysen af markedet, er på dette meget overordnede og generelle plan, har vi valgt alene at vurdere de regnskabsmæssige konsekvenser for én virksomhed, til trods for at vi forventeligt ville kunne understøtte vores udsagn endnu mere ved at inddrage flere virksomheder.

Denne afvejning er bestemt for at kunne tegne et skarpere billede af den enkelte virksomheder, for dermed at kunne foretage en mere dybdegående konsekvensberegning i forhold til den meget overordnede analyse vi har skulle foretage, hvis der skulle analyses af f.eks. 5 selskaber.

Som det også fremgår af vores samlede konklusion, er det vores klare forventning at alle investorer vil kunne anvende vores analyse, i et eller andet omfang, og med afsæt i denne, vurdere deres eget regnskab og stilling, efter de seneste markedsudsving.

Der er ydermere ikke valgt at foretage interviews med relevante investorer, idet vi ikke ønsker at farve projektet i en given retning. Hvis vi skulle have foretaget et sådant interview, ville vi også skulle have en modpol hertil, som vil kunne argumentere for nogle af de modsatte synspunkter, hvilket ikke har været muligt at finde. Således er tanken med projektet at give et overordnet og objektivt billede af markedet for investerings ejendomme ud fra et regnskabsmæssigt og finansieringsmæssigt billede, med perspektivering til hvorledes markedet som helhed er en attraktiv investeringscase. Det har været diskuteret, om vi ved undladelse af interview, ville risikere at komme til at lave en for ensidig konklusion, idet analysen er lavet med afsæt i egne hypoteser og antagelser omkring markedet. Grundigt understøttet af data, som vi vurderer meget valide. Der er således en risiko for at, der er perspektiver og faktorer som vi ikke får omfattet i analysen, som kan danne et andet billede og konklusion, end den vi er kommet frem til.

Vi har valgt at inddrage en konkret virksomhed, hvor vi har stresstestet nogle af dennes nøgletal med afsæt i de markedsændringer vi konkret kan observere og de i analysen forventede markedsudsving vi ser ind i. Dette har vi valgt at gøre for helt konkret at belyse nogle af de udfordringer som virkelighedens virksomheder kommer til at se ind i på bagkant af de vurderede markedsudsving. Vi har valgt ikke at tage udgangspunkt i et internt regnskab som ellers har kunne give mere præcise oplysninger omkring de enkelte ejendomme, da vi ønsker at kunne dele analysen og projektet som helhed til dem der måtte have noget ud af indholdet. Virksomheden har vi valgt ikke at anonymisere, idet der er tale om en virksomhed der er en del af en koncern og med mange ligheder til andre ejendomsinvesteringsselskaber. Dermed er det vores forhåbning at en læser, bedre ville kunne perspektivere opgavens konklusioner til egne forretninger og ejendomme, nu hvor det kan ses at vi har taget udgangspunkt i en anden virkelig virksomhed og ikke opstillet et fiktivt regnskab.

Der er valgt en virksomhed, hvor seneste årsregnskab, er forsynet med en regnskabserklæring med høj grad af sikkerhed, regnskabserklæringen er tilvejebragt af et anerkendt revisionsfirma, som må forventes at have udført den udvide gennemgang, og de tilknyttede handlinger, i henhold til den gældende vejledning. Der identificeres derfor ikke risiko for at årsregnskabet er behæftet med fejlagtig information.

Ved udvælgelse af kilder i projektet, har det været med en generel kildekritisk tilgang, hvor vi ved indsamling af en given information har forholdt os kritisk til afsendere og forsøgt at afdække, hvilket afsæt afsenderen har for at afsende denne information, og om dette afsæt kan have en indvirkning på analysens konklusion. Generelt vurderer vi den samlede kildefortegnelse som valide og reliabile.

Der er for analysen af markedet for investeringsejendomme, valgt at bruge data fra Colliers, der er en erhvervsejendomsmægler kæde der er baseret i Norden med ledelse ud fra danske hovedkontor, og med et landsdækkende netværk af ejendomsmæglerforretninger⁶. Deres forretningsområde er primært relateret til almindelige ejendomsmægler aktiviteter, men også en større R&D afdeling der står for udarbejdelse af de offentlige tilgængelige markedsrapporter, kaldet Markeds PULS, som denne analyse tager udgangspunkt i. I kraft af at aktiviteten er ejendomsmæglervirksomhed, har Colliers en naturlig interesse i at sælge så mange ejendomme som muligt, for på den måde at optimere deres egen profit. Dette kan betyde at der er en interessekonflikt mellem deres R&D afdeling og deres gængse aktiviteter, som vil kunne betyde at de måske vil tegne et lidt bedre billede, med højere priser end hvad virkeligheden reelt er. Denne usikkerhed, vurderes for så vidt denne opgaves konklusion mindre risikofyldt da rapporten tager udgangspunkt i de realiserede handler og har en skarp definition af deres begreber og termer i rapportens indledning⁷. Ydermere vurderes det at en eventuel forbedring af verdensbilledet i forhold til de faktiske forhold, vil være minimal, for ikke at komme til at fremstå for optimistisk i forhold til mange af de andre erhvervsmæglere der laver samme type rapport. Overordnet vurderes kilden valid.

Vores projekt, er udarbejdet med udgangspunkt omkring Blooms' taksonomiske niveauer, hvilket har den betydning at der er fokus på de 6 underliggende trin som, kendskab, forståelse, anvendelse, analyse, syntese og vurdering.

De 6 trin er lidt flydende i denne opgave, således at forstå at denne opgave primært er bygget op omkring det forstående, analyserende og vurderende ben i de taksonomiske niveauer.

Det har den konsekvens vores afsluttende fase i projektet vedrørende konklusionen, alene bygger på den foretagne analyse

Analysen vil have et praktisk afsæt i den dagligdag vi arbejder med i vores professionelle liv, og med udgangspunkt i hypoteser vi hver især har omkring markedet som helhed og de udfordringer som vi forventer at komme til at se ind i, i forbindelse med den kommende regnskabsår for 2022, både i forhold til de

⁶ Colliers, 2023

⁷ Colliers, 2022

udfordringer der kan være i forbindelse med udarbejdelsen af regnskabet, samt i forbindelse med hvordan man som finansieringskilde forholder sig til regnskaberne.

Analysen vil først og fremmest være bygget op omkring en markedsanalyse der baserer sig på data indsamlet via Colliers, med ovenstående forbehold in mente. Denne analyse vil basere sig på anerkendte metoder for værdifastsættelse, som DFC-modellen og den afkastbaserede model, der kan finde anvendelse på alle typer af ejendomme.

Det er vores samlede vurdering, at vi med ovenstående metodevalg og fremgangsmåde får det resultat som vi vurderer, er det mest sandsynlige og sigende resultat omkring den fremtidige udvikling og den foranstående regnskabssæson, det er også vores opfattelse, at vi med de valgte kilder baserer vores analyse på et godt fagligt fundament, der har den effekt at konklusionens resultater vil kunne finde hel eller delvis anvendelse uanset hvilket udgangspunkt læser har.

Til at udarbejde denne afhandling er der foretaget diverse beregninger og opstillinger, for at kunne afdække vores problemformulering. Alle beregninger og opstillinger er løbende indsat som tabeller, der hvor det er relevant i relation til teksten. Det samlede ark over beregninger og opstillinger er vedhæftet som Excel ark i afleveringsmodulet. For kildehenvisninger til det enkelte data, henvises til figur/tabeller indsat i selve opgaven.

Modelkritik

Til fastsættelse af værdier for investeringsejendomme er der taget udgangspunkt i to anerkendte modeller, nemlig DCF modellen og Den afkastbaserede model.

Begge modeller er bygget op omkring en tilbagediskontering og en tilbagediskonteringsfaktor, som har stor indvirkning på den beregnede værdi. Begge modeller efterlader en hel del til at være op til brugeren, som kan betyde at resultaterne kan variere alt efter hvem der foretager beregningen. Dette kan særligt gøre sig gældende på DCF modellen, hvor der i høj grad er en risiko for at beregne en for høj, eller for lav værdi i forhold til hvad der er den reelle værdi. Dette kommer sig af at DCF modellen tager udgangspunkt i en længere periode, hvor der kan tilføjes oplysninger kommende ændringer i huslejeindbetalinger og renoveringsomkostninger. Dette er noget som der også senere kommer ind på i denne analyse, og som i høj grad har effekt på værdien.

Beregning af værdien er særligt ved DCF modellen afhængig af brugerens evne til at vurderes kommende indtægter og udgifter på en given ejendom, hvilket i sagens natur kan være meget vanskeligt. Det er således også det der skaber markedet, da de forskellige investorer forholder sig forskelligt til hvordan markedet udvikler sig og hvornår en ejendom f.eks. skal renoveres.

Tilbagediskonteringsfaktoren er også en faktor der i høj grad har indvirkning på den beregnede værdi. Denne faktor fastsættes også ved begge modeller fuldt ud af brugeren. Således er der også her risiko for fejlvurdering af den reelle tilbagediskonteringsfaktor.

Det vurderes at de anvendte modeller således ikke fuldt ud kan afgøre den reelle værdi af en given ejendom, idet denne altid fastsættes mellem to uafhængige parter.

Dog er de omtalte modeller gode værktøjer til at vurderes hvilket afkast man kan forvente af en given ejendom, hvorledes man som investor kan sammenligne ejendomme og på den måde kan danne sig et godt billede af en given ejendoms værdi.

De anvendte modeller vurderes at være det bedste værktøj til analysen på trods af de førnævnte usikkerheder.

Afgrænsning

I projektet vil der overvejende anvendes indregning til Dagsværdi ÅRL § 38 eller indregning som grunde og bygninger efter ÅRL §36. Nærværende sker i forlængelse af den overordnede afgrænsning til udlejningsejendomme hvis formål er vedvarende eje, med afkast for øje.

Analysen af ejendomsmarkedet vil basere sig på indhentede data fra Colliers der er en anerkendt erhvervs-ejendomsmæglerkæde der via deres R&D afdeling hvert kvartal udgiver en rapport på udviklingen i ejendomsmarkedet på baggrund af de realiserede ejendomshandlinger. Colliers er valgt frem for andre udbydere af marked data, idet de har leveret data i samme format i hele analyseperioden, og boligkategorien som vi har valgt at fokusere på jfr. nedenfor, er en overordnet kategori, hvor andre udbydere inddeler deres data for boligejendomme ud fra alder og størrelse.

Der er i det omfattende datagrundlag der omhandler flere ejendoms kategorier valgt, at fokusere på bolig-ejendomme, frem for de andre kategorier så som Retail og Industri, idet der alt andet lige er en større volumen i boligejendommene, og dermed et større datagrundlag, hvilket giver det bedste grundlag til analysen. Det er dog forventeligt at analysen også i høj grad vil kunne finde anvendelse for nogle af de andre ejendoms-kategorier idet det er mange af de samme drivere der danner prisfastsættelsen på markedet jfr. analysen.

Analyseperioden er afgrænset til en 5 årig periode idet datagrundlaget med tiden er blevet bedre og bedre, og analysen tager udgangspunkt i det mest detaljerede data, hvilket begrænser os i at gå meget længere tilbage. Ydermere er formålet med analysen at give et blik kort tilbage i udviklingen, for efterfølgende afvurdere – med afsæt i analysen – hvilke scenarier markedet som helhed ser ind i. Det er ikke formålet at lave en længere analyse af markedet, for f.eks. at kunne afkastsammenligne med andre aktivklasser som aktier eller obligationer. For at få en vis mængde data og for at kunne tegne en overordnet tendens har der også været behov for en vis periode. Vægtningen af ovenstående argumenter har gjort at vi har valgt at analysere markedet for investeringsejendomme på 5 år i perioden fra 2018 – 2022 begge år inkl.

Markedet for ejendomsudlejning er et område, der i stort omfang er reguleret fra lovgivers side, og der er mange regler og love, man som udlejer skal overholde, og som potentielt har en stor indflydelse på udlejers mulighed for at profitmaksimere. Der vil i denne analyse kort blive gjort opmærksom på nogle få eksempler på disse udfordringer og overordnet blive redegjort for, hvilke regler og love der er tale om, men den analyse af selve lovteksten og de lovgivningsmæssige risici der er forbundet med ejendomsudlejning, vil der i denne analyse ikke blive arbejdet med.

I afsnittet omhandlende de kommende års udvikling, har vi valgt at fokusere på en kortere periode end analyseperioden på 5 år, idet analysens formål ikke er at give et 10 årigt forecast, men alene belyse de

udfordringer markedsudviklingen kan have betydning for i indeværende, og de kommende 2 år. Herefter forventer vi at de berørte interessenter, har fundet en gangbar løsning på de belyste udfordringer. Ydermere er der for lovgiverens side truffet beslutning om, at sætte et loft for de stigninger en given udlejer kan tage på sin ejendom, denne lov er gældende fra september 2022 og 2 år frem, og dækker således stort set hele forecast perioden.

I analysen af det fremtidige marked for investeringsejendomme fokuseres der primært på de to væsentlige drivere for værdifastsættelsen, herunder WACC. Det beskrives at WACC defineres af en række forskellige elementer, herunder blandt andet renten på investors finansiering. Når den fremadrettede rente analyseres, vil dette være med udgangspunkt i analyser udarbejdet af andre finansielle institutter og analysehuse, idet rentesituationen overordnet påvirkes pengepolitisk og der for at kunne lave en dybdegående analyse heraf vil analysen af den fremadrettede rentesituation komme til at fylde for meget, og ligge for langt væk fra rapportens egentlige formål. En anden del af WACC beregningen er opgørelsen af markedsafkastet også kaldet Equity Risk Premium. Der kan i denne forbindelse foretages en dybere analyse af de variabler der påvirker denne faktor. Dette er undladt i analysen, idet det ligger for langt fra opgavens egentlige formål. I stedet er der anvendt data fra professor Aswath Damodaran (f. 1957) der er professor ved Stern School of Business på New York University, og opgør værdien for alle verdens lande og udkommer med rapporter herom jævnligt. Det antages at Equity Risk Premium er uændret i analyseperioden, om end dette vurderes mindre sandsynligt, men ændringen er svær at analysere og vil forventeligt ikke kunne give anledning til at opgavens konklusion ændres væsentligt.

I forbindelse med den regnskabsmæssige behandling af årsregnskabet for Lejeboligen ApS, er der alene taget udgangspunkt i behandling af ejendomme til kostpris efter Årsregnskabsloven § 36. Dette begrundet med at der ved indikation på nedskrivning, foretages sammenlignelige værdiregulering som ville skulle foretages efter Årsregnskabsloven §38. Det forventes dermed ikke, at vor konklusion ville have været anderledes ved anvendelse af Årsregnskabsloven § 38 i analysen af den konkrete virksomhed.

Redegørelse for den regnskabsmæssige behandling af ejendomme i årsregnskabet.

Idet projektets problemstilling henleder opmærksomheden på selskaber hvis formål er at besidde ejendomme som led i en langsigtet investering med løbende afkast, vil projektet hovedsageligt omhandle den tredje og sidste indregningsmetode, investeringsejendomme. På trods af det overvejende fokus på investeringsejendomme, vil flere af projektets konklusioner på markedsudviklingen have en påvirkning på selskabernes årsregnskaber, uafhængig hvilke ejendomstyper selskaberne besidder.

Det vurderes derfor nødvendigt at opnå tilstrækkelig forståelse for den regnskabsmæssige behandling af ejendomme, samt de bagvedliggende principper for behandlingen heraf. Hovedformålet med projektet at belyse de analyserede værdiregulerings påvirkning på det retvisende billede af virksomhedernes finansielle stilling.

Ejendomme kan i henhold til Årsregnskabsloven indregnes på følgende måder.

- Domicilejendomme
- Investeringsejendomme
- Handelsejendomme

Beslutningen om hvilke af de 3 ovenstående kategorier og indregningsmetoder der anvendes, afhænger af ejendommens anvendelse, samt hvilken hensigt ledelsen har med ejendommen.

Domicilejendomme defineres ved ejendomme, hvis formål er facilitere selskabet produktion, lager eller administration. Domicilejendomme skal efter årsregnskabsloven indregnes til kostpris efter ÅRL § 36 eller dagsværdi, med binding over egenkapitalen efter ÅRL §41

Handelsejendomme indregnes som varelager grundet den relativt korte ejerperiode. Der kan ikke foretages indregning af handelsejendomme til dagsværdi efter § 38 idet der ikke kan foretages positive værdireguleringer af varelager, kan der alene anvendes ÅRL § 36 kostpris, til indregning af handelsejendomme. Der skal i lighed med øvrige anlægsaktiver foretages nedskrivning ved identifikation på nedskrivningsbehov.

Nedenfor er redegøres hvorledes, den valgte anvendte regnskabspraksis skal behandles i årsregnskabet.

Indregning og måling af grunde og bygninger i årsregnskabet

I henhold til årsregnskabsloven, er der ved selskabers regnskabsaflægning tre forskellige muligheder for indregning og måling af ejendomme i årsregnskabet.

- ÅRL § 36 Kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger
- ÅRL § 38 Dagsværdi med løbende værdiregulering over resultatopgørelsen
- ÅRL § 41 Dagsværdi med løbende værdiregulering over egenkapital, med løbende afskrivninger.

Kostprismetoden er ifølge årsregnskabsloven er hovedreglen. Selskabets ledelse har efterfølgende mulighed for at foretage ændring af anvendt regnskabspraksis, hvorefter ejendommen indregnes efter enten ÅRL § 38 eller § 41 .

Ved anvendelse af kostpris tages alene udgangspunkt i hvorvidt der forefinder et nedskrivningsbehov hvilket betyder at der er ved anvendelse af ÅRL §36 ikke er krav om at investeringsejendomme ikke må indregnes til en lavere værdi end den potentielle dagværdi.

Kostprismetoden ÅRL §36

Ejendomme skal på tidspunktet for første indregning måles til kostpris i henhold til § 36 i Årsregnskabsloven. Kostprisen for ejendomme skal ved første indregning indeholde alle omkostninger som er foranlediget i anskaffelsen og ibrugtagen af det pågældende aktiv. Opgørelsen af kostprisen kan både indeholde direkte omkostninger og indirekte omkostninger tilknyttet anskaffelsen af det pågældende anlægsaktiv jf. ÅRL §40. I forbindelse med indregning af ejendomme til kostpris skal der foretages dekomponering af enkelte komponenter såfremt disse er underlagt forskellige brugstider (afskrivningsperioder), for på den måde at opnå det mest retvisende billede af værdien for hhv. tag, tilbygninger, murværk mv.

Ved anvendelse af kostprismetoden opstilles der indledningsvist en række forudsætninger for opgørelse af afskrivningsgrundlaget herunder scrapværdi og brugstider. Forudsætningerne for fastsættelse af brugstider afhænger af aktivets kapacitet, forventet slitage, forventede vedligeholdelses omkostninger og den tekniske forældelse. Baseret på forudsætningerne i ÅRL §43, fortages der løbende afskrivninger på ejendommen over resultatopgørelsen. Ved beregning af afskrivninger foretages systematiske afskrivninger over aktivets forventede brugstid. Anerkendte systematiske afskrivningsmetoder udgør lineær, progressiv og degressiv afskrivningsmetode. Ved afskrivning på ejendomme anvendes oftest lineær afskrivningsmetode. Grundlaget for valget af en lineær afskrivningsmodel er at udviklingen i den løbende værdiforringelse alt andet lige forventes at være ligeligt fordelt over brugstiden. Det er primært derfor at der er krav om at ejendommens forskellige afskrivningsberettigede elementer (delkomponenter) skal dekomponeres og håndteres særskilt i anlægskartoteket.

Såfremt der sker væsentlig værdiforringelse af ejendommen, skal ledelsens foretage en vurdering af det potentielle nedskrivningsbehov. Eventuelle indikationer på nedskrivningsbehov vurderes ved foretagelse af nedskrivningstest.

Ved identifikation af nedskrivningsbehov, nedskrives ejendomme efter ÅRL §42 til genindvindingsværdien, såfremt denne er lavere end den regnskabsmæssige værdi. Genindvindingsværdien for materielle anlægsaktiver er den højeste værdi af kapitalværdien eller salgsværdien fratrasket eventuelle omkostninger forbundet med afståelse af aktivet. Såfremt der efterfølgende opstår behov for opregulering af allerede nedskrevet aktiver kan dette foretages efter ÅRL § 42 stk. 3, hvor der tilbageføres allerede foretagne nedskrivninger.

Dagsværdi ÅRL §38 med regulering over resultatopgørelsen

Efter første indregning af ejendommen til kostpris foretages indregning til dagsværdi efter Årsregnskabsloven § 38. Såfremt selskabet ledelse ønsker at indregne ejendommen som investeringsejendom til dagsværdi anvendes bestemmelserne fra Årsregnskabslovens §38. Der er efter bestemmelserne i ÅRL §38 intet krav om løbende afskrivninger, idet eventuelle værdiforringelser indeholdes ved opgørelse af dagsværdien.

Ved bestemmelse om opgørelse af investeringsejendom efter ÅRL § 38, skal ledelsen til enhver tid foretage reguleringen i henhold til de gældende forudsætninger på selskabets balancedag. Dagsværdi skal videst muligt søge det højest mulige niveau i dagsværdihierarkiet.

Dagsværdihierarkiet er bestående af, 3 niveauer hvoraf niveau 1 er det stærkeste bevis. Niveauerne er beskrevet nedenfor⁸

- Niveau 1 - Der foretages værdisammenholdelse med identiske aktiver på et aktivt marked
- Niveau 2 – Der foretages værdisammenholdelse med lignende aktiver på et aktivt marked
- Niveau 3 – Kan ovenstående handlinger ikke udføres, anvendes som oftest DCF-modellen eller den afkastbaserede model til at fastslå aktivets værdi.

Ved indregning af investeringsejendomme til dagsværdi anvendes som oftest modellerne efter niveau 3, idet der som oftest er udfordringer i forbindelse med at finde sammenlignelige aktiver, i henhold til stand, geografisk placering og størrelse. Det skyldtes at få ejendomme er ens i henholdt til stand, placering og størrelses, hvorfor et direkte afsæt i et eksisterende salg sjældent kan anvendes.

⁸ EY. 2020

For at understøtte den indregnede dagsværdi på balancedagen kan selskabets ledelse anvende hhv. ekstern vurdering. Ved valg af ekstern vurdering kan revisor udpege en ekspert til at foretage værdifastsættelsen af aktivets dagsværdi. Uagtet valg af ekstern vurdering, er der fortsat krav fra revisors side til at foretage redegørelse samt forholde sig kritisk til forudsætningerne i ekspertvurderingen. Revisors ansvar er nærmere beskrevet af ISA 620, hvor revisor bl.a. skal vurdere hvorledes den revisorudvalgte ekspertvurdering er hensigtsmæssig, og besidder de nødvendige kompetencer for at kunne anvende vurderingen som tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis for værdiansættelse af ejendomme.

Vurderes en ekstern vurdering ikke at være nødvendig kan revisor anmode ledelsen om at foretage beregning af dagsværdien ved brug af DCF-modellen eller den afkastbaserede model. Ved beregning af dagsværdi skal ledelsen til en hver tid fastsætte forrentningskravet således dette afspejler den forrentning som må forventes at en uafhængig markedsdeltager vil kræve ved anskaffelse af det konkrete aktiv. Fastsættelse af forrentningsniveauet er en væsentlig komponent i værdiberegning og denne problemstilling af tillige en væsentlig del af det samlede projekt. Der vil som en del af analyse af den regnskabsmæssige effekt foretages en følsomhedsanalyse på ejendomsværdien, ved ændringer i forudsætningerne i værdifastsættelsesmodellerne.

Såfremt ledelsen mener at aktivet værdi ikke kan opgøres pålideligt, skal aktivets indregnes kostpris efter ÅRL §36 og afskrives efter de almindelige målingsbestemmelser for grunde og bygninger. Forholdet skal oplyses i selskabets årsrapport.

Udover oplysninger om begrundelse for indregnede værdi er der ved anvendelse af ÅRL § 38 om indregning til dagsværdi, Notekrav i selskabets årsrapport ligesom at selskabets opgørelsesmetode, samt væsentlige forudsætning for opgørelsen skal oplyse jfr. ÅRL § 58 a stk. 1 og ÅRL §58 a Stk. 2. Kravet om oplysning jfr. ÅRL § 58 a er alene nødvendigt såfremt investeringsejendomme måles efter niveau 3 i dagsværdihierarkiet.

Ved anvendelse dagsværdimetoden efter ÅRL §38 med løbende værdiregulering over resultatopgørelsen, foretages eventuelle værdireguleringer på en særskilt linje i resultatopgørelsen. Der foretages i den forbindelse ingen binding på egenkapital og eventuel positiv værdiregulering vil overgå som fri reserve på egenkapitalen. Nærværende kan have betydning for revisors påtegning, idet tilfælde hvor selskabernes egenkapital ikke kan bære væsentlige værdiregulering som følge af nedgående ejendomspriser.

Definition af investeringsejendomme

For at kunne indregne ejendomme i årsregnskabet som investeringsejendomme, skal ejendommens formål være som beskrevet i IAS 40.

Definitionen af en investeringsejendom er beskrevet i den internationale regnskabsstandard for investerings-ejendomme IAS 40. IAS 40 definerer en investeringsejendom, som en investering foretaget i grunde og eller bygninger med det formål at opnå en kapitalgevinst eller et løbende afkast forbundet med investeringen.

Krav til årsregnskabet ved indregning af investeringsejendomme

Ved indregning af investeringsejendomme i årsregnskabet, som beskrevet efter IAS 40 opstår en række særlige krav til indholdet i årsregnskabet. De særlige krav om oplysninger i årsregnskabet er tillige beskrevet i IAS 40 og udgør bl.a.

- Redegørelse for anvendt regnskabspraksis ved indregning og måling af investeringsejendommen
- Særsilt oplysning og opdeling af resultatførte beløb hidhørende investeringsejendommen
- Såfremt der anvendes dagværdi ved indregning af investeringsejendomme, skal der efter IFRS 13 oplyses såfremt der er anvendt ekstern ejendomsvurdering. Tillige er ledelsen forpligtiget til at redegøre for den anvendte ved model værdiansættelse af investeringsejendommen til dagsværdi.
- En specificeret anlægsnote for investeringsejendomme, som præsenterer bevægelser i ejendoms-værdi baseret på dagsværdireguleringen samt til og afgang
- Ved indregning til kostpris præsenteres der i anlægsnoten forudsætninger for af- og nedskrivninger, brugstider og restværdier.

Dagsværdi ÅRL §41 med regulering over egenkapitalen

Indregning af ejendomme med binding over egenkapitalen efter ÅRL §41 er på nuværende ikke en mulighed. Der foretages i projektets en nærmere kommentering på ÅRL §41, hvorfor det findes relevant at fremlægge en indledende redegørelse for denne indregningsmetode.

ÅRL §41, findes oftest anvendt ved indregning af genstande med særlig risiko for værdireguleringer eksempelvis, Domicilejendomme eller kapitalandele, hvorfor indregningsmetoden ligeledes kan forekomme relevant ved indregning af investeringsejendomme i et marked med store udsving.

Indregning af ejendomme efter Årsregnskabsloven § 41 med regulering og binding på egenkapitalen anvendes ved indregning af domicilejendomme, som ikke indregnes til kostpris efter § 36.

Ved anvendelse af ÅRL §41 foretages der i lighed med ovenstående løbende dagværdiregulering af ejendommen. Eventuelle værdiregulering bindes i modsætning ovenstående på egenkapitalen som reserve for opskrivning, med fradrag for udskudt skat. Der sker løbende frigivelse af opskrivningsreserven, som reguleres med foretagende afskrivninger og overgår til egenkapitalen frie reserve. Ved anvendelse af ÅRL §41 opstår der i modsætning til § 38, en væsentlig mindre risiko for at en negativ udvikling i ejendomsværdien kan

resultere i potentiel kapitaltabssituation grundet udbytteudlodninger baseret på tidligere års positive værdireguleringer.

Nedskrivningstest ved anvendelse af ÅRL §36

Den internationale regnskabsstandard IAS 36 omhandler værdiforringelse af aktiver og kræver at der på balancedagen foretages en vurdering af hvorvidt selskabets aktiver har undergået værdiforringelse. Såfremt der foreligger indikation på værdiforringelse, skal der gennemføres nedskrivningstest. Ved nedskrivningstest foretages beregning af genindvindingsværdien.

Nedskrivningstest foretages som hovedregel ved at opgøre henholdsvis salgsværdien og kapitalværdien. Som benævnt i tidligere afsnit om Indregning og måling af investeringsejendomme i årsregnskabet, er det særligt på ejendomsmarkedet svært at opgøre ejendommens salgsværdi, grundet at salgsværdien er identisk med niveau 1 i dagsværdihierarkiet, og dermed svær at opgøre grundet manglende evidens i form af identiske aktiver. Såfremt der ønskes et fyldestgørende revisionsbevis for salgsværdien, kan der foretages anvendelse af ekstern vurdering, en eventuel salgsværdi vil skulle korrigeres med eventuelle sagsomkostninger forbundet med afhændelse af ejendommen. Vurderes det at bruttofortjeneste på værdifastsættelsestidspunktet ikke er retvisende for normalbilledet, kan der baseret på en fremadrettet budgetperiode på maksimalt 5 år foretages en værdiberegning. Forudsætningerne for budgettet skal baseres på ejendommens aktuelle stand. Der foretages ved beregningen af fremtidigt Cashflow, tilbagediskontering af den af ledelsens fastsatte WACC, inklusiv eventuelle risikotillæg. Revisor er forpligtiget til at forholde sig kritisk til det fremlagte budget og forudsætninger som budgettet indeholder. Idet budgetter som oftest alene udarbejdes baseret på skøn.

Redegørelse for værdifastsættelsen af investeringsejendomme

Med afsæt i ovenstående teoriafsnit, foretages en indledende redegørelse afsnit forud for den foretagne markedsanalyse af markedet for investeringsejendomme i perioden fra 2018 til 2022

Hvordan værdifastsættes en investeringsejendom?

Forinden der kan foretages en analyse hvordan markedet for investeringsejendomme har udviklet sig er det væsentligt at forstå hvordan ejendommene værdifastsættes.

Som med så meget andet, vil prisen på en given handelsvare altid blive prisfastsat ud fra, hvad en given køber og sælger mener er den korrekte pris og det givne udbud og efterspørgsel er på handelstidspunktet. Dog er der to overordnede anerkendte værktøjer som anvendes i vid udstrækning, blandt investorer, banker og revisorer:

1. Den afkastbaserede model
2. Discounted Cash Flow modellen (DCF)

Den afkastbaserede model

Den afkastbaserede model, er den model der anvendes til værdifastsættelse i størst omfang idet den er mere enkel at gå til. Modellen beregner værdien på en given investeringsejendom således:

$$\frac{\text{Bruttoleje} - \text{Driftsomkostninger}}{WACC} = \text{Kontant Handelsværdi}$$

Bruttolejen opgøres ved at tage den forventede lejeindtægt for året fratrasket en eventuel forventet tomgang i løbet af året. Driftsomkostningerne er de omkostninger der er forbundet med den direkte drift af ejendommen, om omfatter således poster som forsikring, vedligehold og administration. I driftsudgifterne skal der ikke afsættes penge til finansiering, idet der tages højde for denne i den anvendte WACC, som der kommer ind på efterfølgende. Når Driftsomkostningerne er trukket fra, står man tilbage med nettolejen og overskuddet i den gældfri investering eller EBITDA. Nettolejen holdes så op mod den anvendte WACC hvorved den kontante handelsværdi fremkommer.

Et eksempel på en afkastbaseret model kunne se således ud:

Tabel 1 – Eksempel på afkastbaseret model

Den afkastbaserede model			
Boliglejemål i stk		15	
Antal kvm. i alt		1125	
Gennemsnitlig kvm. leje pr. år		1.350 kr.	
Forventet tomgang pr. år		2,50%	
Bruttoleje			1.480.781 kr.
Driftsomkostninger:			
Forsikring		23.500 kr.	
Renovation		16.750 kr.	
Forbrugsudgifter fællesarealer		20.000 kr.	
Administration	3000 kr pr. lejemål	45.000 kr.	
Vicevært	3000 kr. pr. lejemål	45.000 kr.	
Vedligehold	kr. 65 pr. kvm	73.125 kr.	
			223.375 kr.
Nettoleje			1.257.406 kr.
Fastsat afkastkrav/WACC			5,25%
Beregnet kontantværdi			23.950.595 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Discounted Cash Flow modellen

Discounted Cash Flow modellen herefter DCF-modellen eller DCF, er en model der ligesom den afkastbaserede model er en indkomstkaptaliseringsmodel, der dog adskiller sig fra den afkastbaserede model idet, DCF modellen tager højde for flere års indkomst/cashflow, og tilbagediskontere betalingsstrømmene.

DCF-modellen kan udtrykkes således:

$$\text{Kontant Handelsværdi} = \frac{CF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{CF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1 + WACC)^n}$$

Hvor:

- CF er Cashflow fra ejendommen
- n er terminalåret

Cashflowet regnes meget på samme måde som man beregner nettolejen i den afkastbaserede model, hvor alle direkte driftsomkostninger fratrækkes netto lejen. Samtidig holdes alle rente og finansieringsudgifter ude af beregningen af cashflowet, så cashflowet er for den gældsfrie investering. Der bruges oftest mellem 3

og 10 år i en DCF-model, alt efter hvor længe bruger ønsker at forecaste sin investering ud i fremtiden. De enkelte år diskonteres herefter tilbage til investeringstidspunktet. Det sidste år i DCF-modellen kaldes terminal året, her beregnes terminalværdien af ejendommen, på samme måde som man gør i den afkastbaserede model og hele værdien tilbagediskonteres til investeringstidspunktet.

Beregning af terminalværdi:

$$\frac{\text{Frit Cash Flow i terminalår}}{WACC}$$

Et eksempel på DCF modellen:

Tabel 2 – Eksempel 1 på DCF modellen

WACC	5,25%										
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Bruttohusleje	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.
Driftsomkostninger	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.
Frit cash flow		1.257.406 kr.	1.257.406 kr.	1.257.406 kr.	1.257.406 kr.	1.257.406 kr.	1.257.406 kr.	1.257.406 kr.	1.257.406 kr.	1.257.406 kr.	1.257.406 kr.
Nutidsværdi - explicit forecast periode (2024-2032)		8.838.754 kr.									
Nutidsværdi af terminalværdi 2033		15.111.841 kr.								Terminalværdi	23.950.595 kr.
Kontant handelsværdi		23.950.595 kr.									

Kilde: Egen tilvirkning

Der er taget udgangspunkt i den samme ejendom, som under den afkastbaserede model, hvor vi kan se, at det frie cashflow for perioden er det samme, men idet betalingsstrømmene tilbagediskonteres med WACC'en er summen af de 9 års drift med en lavere nutidsværdi, end hvad der nominelt er det frie cashflow for perioden. Det sidste år i perioden er som sagt terminalåret, som anvendes til at beregne terminalværdien. Hvis man så lægger nutidsværdien af de 9 års cash flow og terminalværdien sammen får man den beregnede kontante handelsværdi.

Analyse af DCF modellen og Den afkastbaserede model

I det konkrete tilfælde fremkommer den samme beregnede kontante handelsværdi som ved brug af den afkastbaserede model, som ved DCF modellen, hvilket skyldes at begge modeller er indkomstkaptitaliseringsmodeller, og alle forudsætninger er uændret, i hele perioden hvor DCF modellen beregner værdien af ejendommen, i forhold til forudsætningerne anvendt i Den Afkastbaserede model.

Men hvorfor så bruge den længere tid som det jo alt andet lige tager at bruge DCF modellen, idet denne metode indeholder nogle flere delelementer i forhold til den afkastbaserede model?

Årsagen til at DCF modellen finder god anvendelse er at man kan tage højde for at cashflowet nødvendigvis ikke er det samme alle årene. Dette kunne særligt være tilfældet ved en ejendom hvor lejereren ikke betaler

markedslejen, og derfor vil ejer have mulighed for over tid at hæve huslejen. På samme måde kan ejer tage højde for hvis driftsomkostningerne stiger, eller hvis der skal investeres i en større renovation af ejendommen.

Eksempel:

Tabel 3 – Eksempel 2 på DCF modellen

		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Stigning i bruttoløje		4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Årlig vækst i Driftsomkostninger		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
WACC	5,25%										
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Bruttohusleje	1.480.781 kr.	1.540.013 kr.	1.586.213 kr.	1.633.799 kr.	1.682.813 kr.	1.733.298 kr.	1.785.297 kr.	1.829.929 kr.	1.875.677 kr.	1.922.569 kr.	1.970.633 kr.
Driftsomkostninger	223.375 kr.	230.076 kr.	236.979 kr.	244.088 kr.	251.411 kr.	258.953 kr.	266.721 kr.	274.723 kr.	282.965 kr.	291.454 kr.	300.197 kr.
Investeringer			1.000.000 kr.				5.000.000 kr.				
Frit cash flow		1.309.936 kr.	349.234 kr.	1.389.711 kr.	1.431.403 kr.	1.474.345 kr.	- 3.481.425 kr.	1.555.206 kr.	1.592.712 kr.	1.631.115 kr.	1.670.436 kr.
Nutidsværdi - explicit forecast periode (2024-2032)		5.672.595 kr.									
Nutidsværdi af terminalværdi 2033		20.075.742 kr.								Terminalværdi	31.817.829 kr.
Kontant handelsværdi		25.748.337 kr.									

Kilde: Egen tilvirkning

I det konkrete eksempel regnes der med en stigende husleje, som dog er aftagende hen over diskonteringsperioden, og med en relativ stabil udvikling i driftsudgifterne.

Ydermere er der afsat i alt 6 mio. til to større investeringer i hhv. 2025 og 2029

Den kontante handelsværdi afviger nu fra de to andre eksempler, idet inputs ikke længere er de samme.

Analyse af Markedet for investeringsejendomme i perioden 2018 til 2022

Analyse af drivere for værdifastsættelsen

Nu hvor det er blevet belyst hvordan en ejendom værdifastsættes, skal vi for at kunne foretage den omtalte analyse af ejendomsmarkedet, stille skarpt på hvilke faktorer/drivere der driver værdifastsættelsen.

Overordnet kan vi se at der er tre variabler der går igen i begge metoder der alle er med til at påvirke værdien:

- Bruttolejen
- Driftsomkostningerne
- WACC

I det vi i ovenstående afsnit kunne konkludere er, at DCF modellen og den afkastbaserede model kommer frem til samme resultat af den kontante handelsværdi når inputs er de samme, vil der for analyse af driverne for værdifastsættelsen alene blive brugt den afkastbaserede model, da resultatet som sagt vil være det samme og den afkastbaserede model er mere enkel og simpel.

Analyse af bruttoleje

Først analyseres der på hvor meget en ændring bruttolejen påvirker den kontante handelsværdi, forudsætter vi uændrede forudsætninger i øvrigt, det vil sige at driftsomkostningerne og WACC er statisk i de forskellige scenarier.

Herved fremkommer følgende:

Tabel 4 – Stresstest bruttoleje

Bruttoleje	1.480.781 kr.							
Procentuel stress	-10,0%	-7,5%	-5,0%	-2,5%	2,5%	5,0%	7,5%	10,0%
Stresste bruttoleje	1.332.703 kr.	1.369.723 kr.	1.406.742 kr.	1.443.762 kr.	1.517.801 kr.	1.554.820 kr.	1.591.840 kr.	1.628.859 kr.
Forretningsfaktor	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Driftsomkostninger	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.	223.375 kr.
Stresstet kontant handelsværdi	21.130.060 kr.	21.835.193 kr.	22.540.327 kr.	23.245.461 kr.	24.655.729 kr.	25.360.863 kr.	26.065.997 kr.	26.771.131 kr.
Procentuelt fald i kontant handelsværdi	-11,78%	-8,83%	-5,89%	-2,94%	2,94%	5,89%	8,83%	11,78%

Kilde: Egen tilvirkning

Baseret på ovenstående fremgår det at der fra de to yderpunkter er en væsentlig afvigelse i den stressede kontante handels værdi, mellem de to yderpunkter er der i alt 23,56 procentpoint. Når der foretages analyse af bruttolejen, er det vigtigt at bemærke at WACC 'en, som er statisk i det konkrete tilfælde, har en væsentlig betydning idet, jo højere WACC 'en er jo mindre vil effekten af en stresset husleje slå sig igennem på den

kontante handelsværdi. Ydermere er det svært at forestille sig et scenarie, hvor en ændring i huslejen vil kunne ske uden at nogle af de andre faktorer også påvirkes. Dette på grund af at der lovgivningsmæssigt er reguleret for hvor meget en husleje må stige, idet der fra 2015 er vedtaget lov om at huslejestigningerne skal følge nettoprisindekset⁹, således må man forvente at en stigning i huslejerne som oftest vil være korreleret med en stigning i de almindelige driftsomkostninger. Ydermere har Folketinget på bagkanten af den markante inflationsstigning i løbet af 2022 vedtaget lov om at der ikke kan foretages huslejestigninger for mere end 4 %, uanset hvad nettoprisindekset måtte være. loven er gældende i 2 år¹⁰.

Analyse af driftsomkostningerne

Driftsomkostningerne er den næste faktor hvorpå der effektvurderes. På samme måde som ved analysen af bruttotolejen, er der foretaget et stress scenarie, hvor de øvrige forudsætninger i den afkastbaserede model er statiske i forhold til udgangspunktet. Analysen viser følgende udsving:

Tabel 5 – Stresstest driftsomkostninger

Driftsomkostninger	223.375 kr.							
Procentuel stress	-10,0%	-7,5%	-5,0%	-2,5%	2,5%	5,0%	7,5%	10,0%
Bruttotoleje	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.
Forretningsfaktor	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Stresset driftsomkostninger	201.038 kr.	206.622 kr.	212.206 kr.	217.791 kr.	228.959 kr.	234.544 kr.	240.128 kr.	245.713 kr.
Stresset kontant handelsværdi	24.376.071 kr.	24.269.702 kr.	24.163.333 kr.	24.056.964 kr.	23.844.226 kr.	23.737.857 kr.	23.631.488 kr.	23.525.119 kr.
Procentuelt fald i kontant handelsværdi	1,78%	1,33%	0,89%	0,44%	-0,44%	-0,89%	-1,33%	-1,78%

Kilde: Egen tilvirkning

I de to yderscenerier med hhv. 10% fald eller stigning tilvejebringes et spænd på i alt 3,56% point i den kontante handelsværdi, forekommer et væsentligt mindre spænd end der konstateres i analysen af bruttotolejen.

Ydermere fremgår det at driftsomkostningerne er bestående af en række omkostninger herunder:

- Forsikring
- Renovation
- Forbrugsudgifter fællesarealer
- Administration
- Vicevært
- Vedligehold

⁹ Paulsen, 2022

¹⁰ Indenrigs- og Boligministeriet, 2022

Driftsomkostningerne er en sum af mange forskellige faktorer, hvor der er flere ting der påvirker prisdannelsen af de samlede driftsomkostninger

Analyse af WACC

WACC'en er i modsætning til de to foregående variabler, ikke et tal der vises i kroner og øre, men et procentuel tal. Der er dog beregnet stress ud fra en procentuel ændring af den oprindelige WACC, hvilket alt andet lige giver det bedste sammenligningsgrundlag op imod de to øvrige faktorer, men alt efter hvad udgangspunktet for WACC'en er vil stresset enten være mere eller mindre alt efter om udgangspunktet er højt eller lavt.

Analysen af WACC viser følgende:

Tabel 6 – Stresstest WACC

WACC	5,25%							
Procentuel stress	-10,0%	-7,5%	-5,0%	-2,5%	2,5%	5,0%	7,5%	10,0%
Bruttoleje	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.	1.480.781 kr.
WACC	4,73%	4,86%	4,99%	5,12%	5,38%	5,51%	5,64%	5,78%
Stresset driftsomkostninger	201.038 kr.	206.622 kr.	212.206 kr.	217.791 kr.	228.959 kr.	234.544 kr.	240.128 kr.	245.713 kr.
Stresset kontant handelsværdi	27.084.524 kr.	26.237.516 kr.	25.435.088 kr.	24.673.810 kr.	23.262.660 kr.	22.607.483 kr.	21.982.780 kr.	21.386.472 kr.
Procentuelt fald i kontant handelsværdi	13,08%	9,55%	6,20%	3,02%	-2,87%	-5,61%	-8,22%	-10,71%

Kilde: Egen tilvirkning

De to yderpunkter med hhv. 10% stigning eller fald viser et udsving i den kontante handelsværdi på i alt 23,79 %-point. Hvilket vurderes at være en væsentlig ændring i forhold til udgangspunktet.

Delkonklusion – analyse af drivere for værdifastsættelsen

Ovenstående analyse belyser de forskellige drivere, der indgår i den afkastbaserede model, og i DCF modellen. Overordnet er der tre faktorer der direkte styrer værdifastsættelsen, hvor de underliggende drivere, belyses senere i analysen. Af den ovenstående analyse fremgår det at der er en væsentlig afvigelse i den kontante handels værdi i stressscenariernes yderpunkter. Dette tilvejebringer en forståelse af at denne afvigelse er klart størst når huslejen og WACC'en stresses. Når driftsomkostningerne stresses, er udslaget i den kontante handels værdi markant mindre, og desuden er Driftsomkostningerne summen af flere forskellige parametre, som alt andet lige vil give mere moderate udsving idet der er spredning i udgifterne.

Det konkluderes derfor at de væsentlige drivere for værdifastsættelsen af investeringsejendomme er:

- Bruttoleje
- WACC

Udviklingen i markedet for investeringsejendomme i perioden 2018 – 2022

Nedenstående analyse af markedet for investeringsejendomme tager udgangspunkt i en afgrænset periode fra 2018 til 2022, begge år inkl. Der henvises til afgrænsningsafsnittet for en nærmere redegørelse om hvorfor denne periode er valgt.

I det foregående afsnit er det konkluderet, at der er to væsentlige drivere for værdifastsættelsen af en investeringsejendom, nemlig bruttolejeindtægterne og WACC.

Netop disse to drivere er der en del analysehuse der overvåger, i forbindelse med de handler der bliver realiseret på markedet. Denne opgave tager udgangspunkt i Colliers Markeds PULS, se afsnit omkring kildekritik og afgrænsning for en nærmere redegørelse for hvorfor netop dette analysehus er valgt og hvilke opmærksomhedspunkter der tilvejebringes i forbindelse med bearbejdelsen af data.

Datarapporten tager udgangspunkt i flere af de større byer i Danmark og geografiske områder, og præsenterer data for ejendomme med primær beliggenhed, stand samt sekundær beliggenhed og stand.

Et uddrag af rapporten for det sidste kvartal af 2022 ser således ud:

Tabel 7 – Uddrag af Colliers Markeds Puls Q4 2022

Uddrag af Markeds PULD Q4 2022		2022	2022
		4. kv	4. kv
Kr./m ² /år eksklusive driftsomkostninger og skatter	Beliggenhed og stand	Leje kr. pr. m ² pr. år	Afkast i procent pr. år
København	Primær	2.350,0	3,38
	Sekundær	1.750,0	3,75
Forstæder nord	Primær	2.100,0	3,75
	Sekundær	1.550,0	4,13
Forstæder syd/vest	Primær	1.700,0	3,88
	Sekundær	1.450,0	4,38
Sjælland	Primær	1.600,0	4,25
	Sekundær	1.250,0	4,75
Aarhus	Primær	1.625,0	3,63
	Sekundær	1.400,0	4,25
Horsens	Primær	1.300,0	4,75
	Sekundær	1.100,0	5,50
Randers	Primær	1.150,0	4,75
	Sekundær	825,0	5,50
Trekantområdet	Primær	1.400,0	4,75
	Sekundær	1.100,0	5,50
Esbjerg	Primær	1.200,0	4,75
	Sekundær	1.000,0	5,75
Aalborg	Primær	1.300,0	4,38
	Sekundær	1.075,0	4,88
Nordjylland	Primær	1.150,0	5,50
	Sekundær	800,0	6,25
Odense	Primær	1.475,0	4,50
	Sekundær	1.200,0	5,00
Fyn	Primær	1.250,0	5,00
	Sekundær	900,0	6,50

Kilde: Colliers, 2022

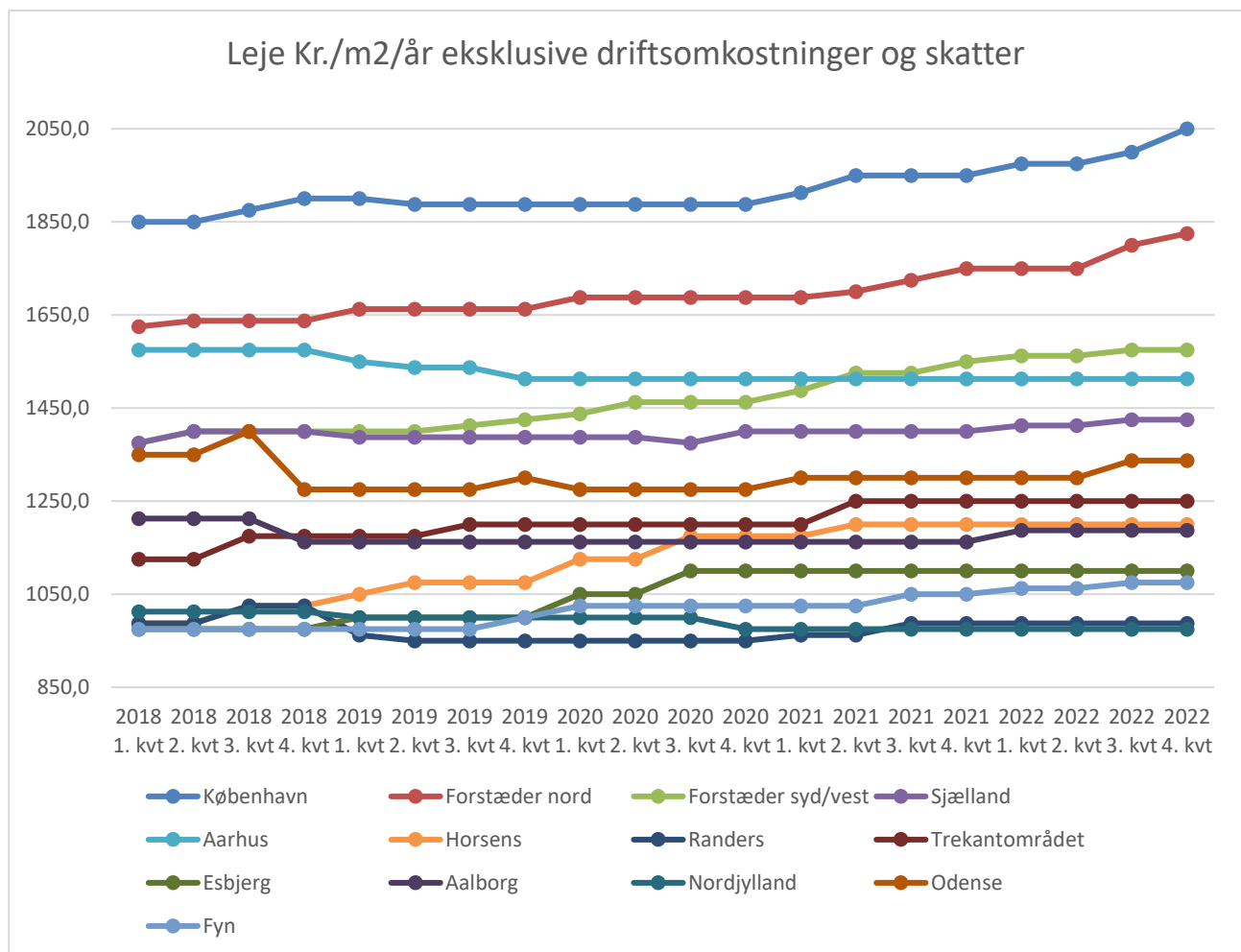
I alt er der 52 datapunkter for alle områderne som påvirker værdifastsættelsen af ejendommene i de geografiske områder, disse datapunkter er således dem der findes anvendt ved monitorering af udviklingen igennem de foregående 5 år, hvor der i alt er 20 kvartaler i alt, og dermed 1.040 datapunkter som vil skulle analyseres, og deles ud på de 13 forskellige geografiske områder.

Idet værdifastsættelsen af ejendommene styres af de samme drivere uagtet beliggenhed og stand, er disse oplysninger ikke indeholdt i projektet, og derfor beregnes et gennemsnit af områdets primære og sekundære leje og afkast, dette reducerer desuden datapunkterne og giver et mere rent konklusionsgrundlag.

Udviklingen i bruttogleje

Med udgangspunkt i ovenstående fremgangsmåde tages der udgangspunkt i middelværdien af hhv. den primære og den sekundære markedsgleje for at give et mere rent datagrundlag. Således kan datapunkterne tilføjes ind i et diagram der tilvejebringer følgende billede af markedsudviklingen på markedsglejen:

Figur 2 – Markedsudvikling på markedsglejen



Kilde: Egen opstilling, data fra Colliers, 2022

Vist som indekserede tal med Q1 2018 som indeks 100 fremgår følgende billede af udviklingen:

Tabel 8 – Indekseret overblik over markedsudvikling på markedsløjen

Kr./m ² /år eksklusive driftsomkostninger og skatter	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
København	100,0	100,0	101,4	102,7	102,7	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	102,0	103,4	105,4	105,4	105,4	106,8	106,8	108,1	110,8
Forstæder nord	100,0	100,8	100,8	100,8	102,3	102,3	102,3	102,3	103,8	103,8	103,8	103,8	103,8	104,6	106,2	107,7	107,7	107,7	110,8	112,3
Forstæder syd/vest	100,0	101,8	101,8	101,8	101,8	101,8	102,7	103,6	104,5	106,4	106,4	106,4	108,2	110,9	110,9	112,7	113,6	113,6	114,5	114,5
Sjælland	100,0	101,8	101,8	101,8	100,9	100,9	100,9	100,9	100,9	100,9	100,0	101,8	101,8	101,8	101,8	101,8	102,7	102,7	103,6	103,6
Aarhus	100,0	100,0	100,0	100,0	98,4	97,6	97,6	96,0	96,0	96,0	96,0	96,0	96,0	96,0	96,0	96,0	96,0	96,0	96,0	96,0
Horsens	100,0	100,0	103,8	103,8	106,3	108,9	108,9	108,9	113,9	113,9	119,0	119,0	119,0	121,5	121,5	121,5	121,5	121,5	121,5	121,5
Randers	100,0	100,0	103,8	103,8	97,5	96,2	96,2	96,2	96,2	96,2	96,2	96,2	97,5	97,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Trekantområdet	100,0	100,0	104,4	104,4	104,4	106,7	106,7	106,7	106,7	106,7	106,7	106,7	111,1	111,1	111,1	111,1	111,1	111,1	111,1	111,1
Esbjerg	100,0	100,0	100,0	100,0	102,6	102,6	102,6	102,6	107,7	107,7	112,8	112,8	112,8	112,8	112,8	112,8	112,8	112,8	112,8	112,8
Aalborg	100,0	100,0	100,0	95,9	95,9	95,9	95,9	95,9	95,9	95,9	95,9	95,9	95,9	95,9	95,9	95,9	97,9	97,9	97,9	97,9
Nordjylland	100,0	100,0	100,0	98,8	98,8	98,8	98,8	98,8	98,8	98,8	98,8	98,8	96,3	96,3	96,3	96,3	96,3	96,3	96,3	96,3
Odense	100,0	100,0	103,7	94,4	94,4	94,4	94,4	96,3	94,4	94,4	94,4	94,4	96,3	96,3	96,3	96,3	96,3	96,3	99,1	99,1
Fyn	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	102,6	105,1	105,1	105,1	105,1	105,1	105,1	107,7	107,7	109,0	109,0	110,3	110,3

Kilde: Egen opstilling, data fra Colliers, 2022

Baseret på ovenstående frem det at der generelt har været en noget forskellig udvikling i hvordan markedsløjen har forandret sig over tid. I de fleste områder er der en moderat stigning på mellem 5-12% i forhold til udgangspunktet i 2018. Dog er der nogle områder der har oplevet en markant højere stigning, blandt andet Horsens, forstæderne. Omvendt er der også nogle områder som Nordjylland og Aarhus der har oplevet et fald i lejepriserne. På baggrund heraf kan det konstateres, at der forekommer en meget spredt stigning/fald på tværs af landet og umiddelbart ikke nogen overordnet sammenhæng.

I forhold til nettoprisindekset der er steget fra 101,3 i januar 2018 til 116,0 i december 2022, svarende til en procentuel stigning på 14,51%, er der tale om en noget mindre stigning i lejepriserne i forhold til nettoprisindekset¹¹.

Dog bemærkes det, at nettoprisindekset pr. december 2021 lå i 106,5 og på det tidspunkt alene var steget med 6,5% i forhold til udgangspunktet. Som tidligere nævnt har man fra folketingets side grebet ind og ikke givet udlejeren mulighed for at regulere huslejerne med mere end 4% årligt.

Derudover bemærkes det, at der på området for huslejereguleringer er en del lovgivning der i høj grad tilgodeser lejeren, som den svage part i det indbyrdes forhold der er mellem lejer og udlejer. Dette betyder blandt andet at eventuelle stigninger skal ske med et varsel på 3 mdr. og i nogle kommuner kan være regler og krav om hvor meget huslejen maksimalt må udgøre¹². Dette kan sammen med det føromtalt loft på huslejestigningerne være noget af forklaringen på at huslejepriserne ikke er steget tilnærmelsesvist lige så meget i 2022 som nettoprisindekset

¹¹ Danmarks Statistik, 2023

¹² Lejeloven, 2023

Middelværdien af huslejestigningerne er vist nedenfor:

Tabel 9 – Middelværdi af huslejestigningerne

Kr./m ² /år eksklusive driftsomkostninger og skatter	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Middelværdi	100,0	100,3	101,7	100,7	100,5	100,4	100,7	101,0	102,0	102,1	102,9	102,8	103,3	104,3	104,8	105,0	105,5	105,5	106,3	106,6

Kilde: Egen opstilling, data fra Colliers, 2022

Middelværdien af lejepriserne, skal tages med forbehold, idet alle områderne fylder lige meget, selvom nogle af dem givetvist har en væsentlig større transaktionsvolumen end andre områder og derfor bør fylde mere i beregningen af gennemsnittet end de områder der har en mindre transaktionsvolumen. Desværre er data for transaktionsvolumen ikke noget der er offentligt tilgængeligt, og vurdering af om de er overvægt i primær eller sekundær kategori er svære at vurdere. Derfor er middeludviklingen i markedslejen forbundet med en smule usikkerhed.

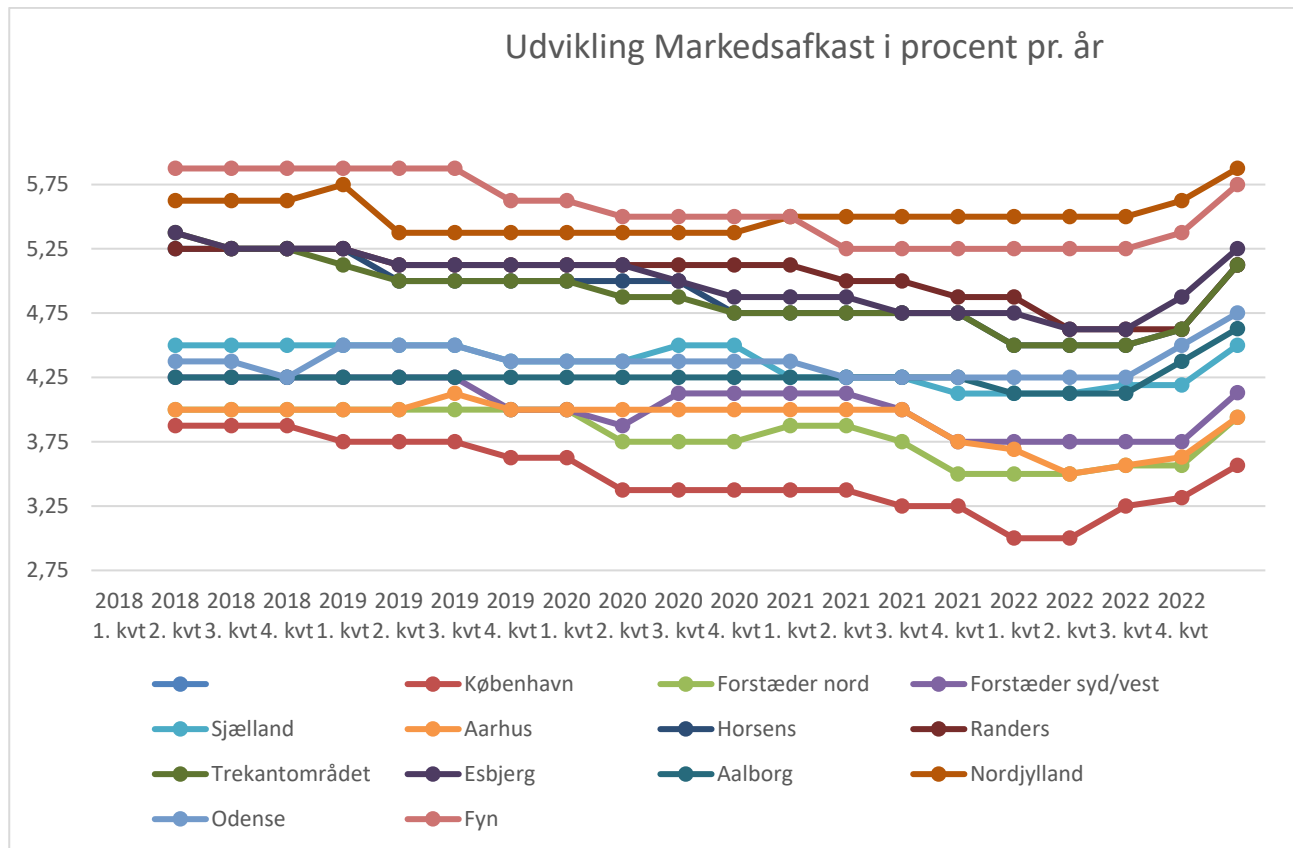
Udviklingen i afkast på investeringsejendomme

På samme måde, som med udviklingen i markedslejen rapporterer Colliers på udviklingen i de realiserede afkast, som ejendommene handler på. I deres rapport defineres afkastet; ”*Startforrentning er defineret som det stabiliserede, direkte startafkast.*”¹³ For at give et mere rent konklusionsgrundlag er der i lighed med tidligere valgt at tage middelværdien af hhv. den primære og den sekundære ejendom inden for hvert af de geografiske områder.

Dette giver følgende grafiske udvikling af markedsafkastene.

¹³ Colliers, 2022

Figur 3 – Udvikling i markedsafkast



Kilde: Egen opstilling, data fra Colliers, 2022

Samme data er her indekseret med Q1 2018 som indeks 100:

Tabel 10 – Indekseret overblik over udvikling i markedsafkast

Startafkast i procent pr. år	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
København	100,0	100,0	100,0	96,8	96,8	96,8	93,5	93,5	87,1	87,1	87,1	87,1	87,1	83,9	83,9	77,4	77,4	83,9	85,5	92,0
Forstæder nord	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	93,8	93,8	93,8	96,9	96,9	93,8	87,5	87,5	87,5	89,1	89,1	98,5
Forstæder syd/vest	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	94,1	94,1	91,2	97,1	97,1	97,1	97,1	94,1	88,2	88,2	88,2	88,2	88,2	97,2
Sjælland	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	97,2	97,2	97,2	100,0	100,0	94,4	94,4	94,4	91,7	91,7	91,7	93,1	93,1	100,0
Aarhus	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	103,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	93,8	92,3	87,5	89,1	90,8	98,5
Horsens	100,0	100,0	100,0	100,0	95,2	95,2	95,2	95,2	95,2	95,2	90,5	90,5	90,5	90,5	90,5	85,7	85,7	85,7	88,1	97,6
Randers	100,0	100,0	100,0	100,0	97,6	97,6	97,6	97,6	97,6	97,6	97,6	97,6	95,2	95,2	92,9	92,9	88,1	88,1	88,1	97,6
Trekantområdet	100,0	97,7	97,7	95,3	93,0	93,0	93,0	93,0	90,7	90,7	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4	83,7	83,7	83,7	86,0	95,3
Esbjerg	100,0	97,7	97,7	97,7	95,3	95,3	95,3	95,3	93,0	93,0	90,7	90,7	90,7	88,4	88,4	88,4	86,0	86,0	90,7	97,7
Aalborg	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	97,1	97,1	97,1	102,9	108,9
Nordjylland	100,0	100,0	100,0	102,2	95,6	95,6	95,6	95,6	95,6	95,6	95,6	97,8	97,8	97,8	97,8	97,8	97,8	97,8	100,0	104,4
Odense	100,0	100,0	97,1	102,9	102,9	102,9	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	97,1	97,1	97,1	97,1	97,1	97,1	102,9	108,6
Fyn	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	95,7	95,7	93,6	93,6	93,6	93,6	89,4	89,4	89,4	89,4	89,4	89,4	91,5	97,9

Kilde: Egen opstilling, data fra Colliers, 2022

Af ovenstående to grafiske illustrationer over udviklingen i startafkastet for ejendomme er der en overordnet tendens omkring perioden frem til begyndelsen af 2022 der viser at afkastkravene generelt er faldende – illustreres ved grøn – særligt for København, men i høj grad er stort set alle områder faldet i afkastkrav i perioden frem til 2022, lige på nær nogle få, hvor afkastet har været på et stabilt niveau, dette gælder særligt områderne Nordjylland og Aalborg. Efter 2021 og i hele 2022 er tendensen set over hele linjen ret entydig. De realiserede handler er med et noget højere afkast til investor end i perioden før, hvilket illustreres ved stigende indekstal – RØD.

I modsætning til lejeprisudviklingen konstateres udviklingen i afkastniveauerne noget mere sammenhænge i forhold til hinanden, om end nogle områder udvikler sig anderledes end andre, er tendensen overordnet i den samme retning.

Ser man på middelværdien af stigningerne, med transaktionsvolumens betydning in mente vil billedet der tegnes ovenfor blive bekræftet:

Tabel 11 – Middelværdi transaktionsvolumen

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Middel	100,0	99,6	99,4	99,6	98,2	98,4	96,7	96,7	95,2	95,7	94,9	94,9	94,2	93,3	91,5	89,9	89,0	89,9	92,1	99,6

Kilde: Egen opstilling, data fra Colliers, 2022

Det ses således at det stabile fald hen over stort set hele perioden i løbet af 4 kvartaler indhentes igen for så i analyseperiodens afslutning at være tilbage for udgangspunktet for analysen.

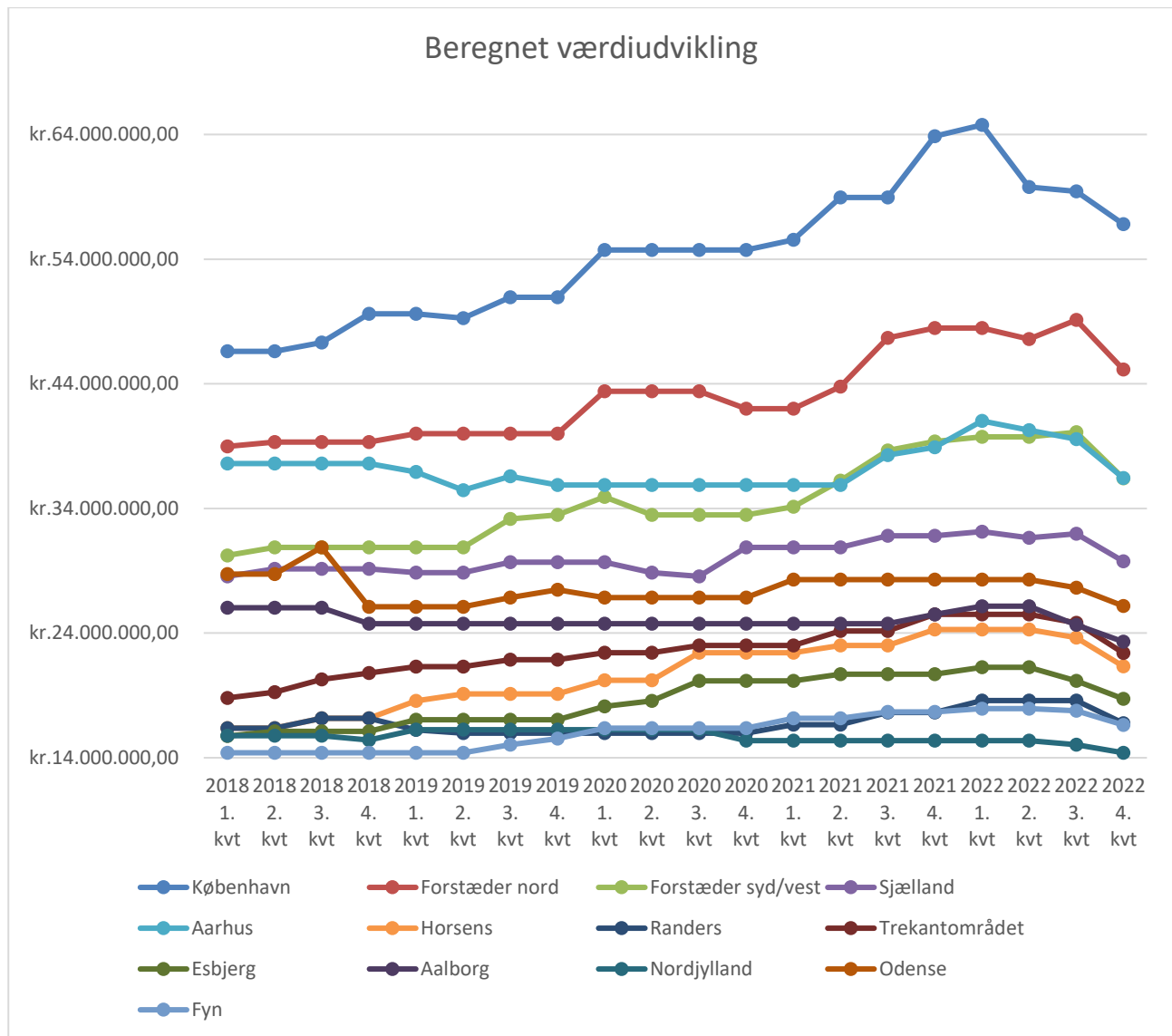
Værdiudviklingen på markedet for investeringsejendomme.

Efter at der i ovenstående afsnit er foretaget fastlæggelse af hvorledes ejendomme prisfastsættes, og hvilke drivere der har størst betydning for prisfastsættelsen, kan der analyseres på den konkrete udvikling på markedet. Til brug for dette er det valgt at tage udgangspunkt i en modelejeendom, der er tidligere beskrevet i afsnittet *"Hvordan værdifastsættes en investeringsejeendom?"* Ejendommen er bestående af i alt 15 lejemål og har et samlet areal på 1.125 kvm. Driftsomkostningerne der ikke vurderes afhængige af beliggenheden andrager kr. 223.375 om året og vil være statiske i denne analyse. Principielt kunne denne ejendom ligge i alle af de førnævnte områder, hvilket nedenstående analyse kommer til at tage udgangspunkt i.

Helt konkret beregnes værdien ud fra den markedsleje der er i området primo analyseperioden og ultimo, de mellemliggende perioder indekseres herefter for at kunne se den procentuelle udvikling i ejendommens værdi for det valgte område. Da der ikke er særlige forhold der gør sig gældende for denne ejendom vurderes analysen at give det retvisende billede af markedsudviklingen på netop det valgte marked.

Hvis man stiller datapunkterne for den beregnede værdi op i et diagram, vil man kunne se følgende udvikling:

Figur 4 – Beregnet værdiudvikling af modelejendom



Kilde: Egen opstilling, data fra Colliers, 2022

For at få et mere sammenligneligt billede af hvordan markedet har udviklet, er der nedenfor samlet ovenstående datapunkter og indekseret dem:

Tabel 12- Indekseret overblik over værdiudvikling af modelejeendom

Beregnet værdi	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
København	100,0	100,0	101,5	106,5	106,5	105,7	109,3	109,3	117,4	117,4	117,4	117,4	119,2	126,5	126,5	137,0	139,0	128,3	127,5	121,9
Forstæder nord	100,0	100,9	100,9	100,9	102,6	102,6	102,6	102,6	111,4	111,4	111,4	107,8	107,8	112,3	122,3	124,3	124,3	122,1	126,0	115,8
Forstæder syd/vest	100,0	102,1	102,1	102,1	102,1	102,1	109,7	110,8	115,5	110,7	110,7	110,7	112,9	119,9	127,8	130,3	131,5	131,5	132,7	120,5
Sjælland	100,0	102,1	102,1	102,1	101,1	101,1	104,0	104,0	104,0	101,1	100,0	108,1	108,1	108,1	111,4	111,4	112,6	110,8	112,0	104,3
Aarhus	100,0	100,0	100,0	100,0	98,2	94,3	97,3	95,4	95,4	95,4	95,4	95,4	95,4	95,4	101,8	103,5	109,1	107,1	105,2	96,9
Horsens	100,0	100,0	104,8	104,8	113,4	116,7	116,7	116,7	123,4	123,4	137,0	137,0	137,0	140,5	140,5	148,3	148,3	148,3	144,3	130,2
Randers	100,0	100,0	104,8	104,8	99,2	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5	101,7	101,7	107,7	107,7	113,5	113,5	113,5	102,4
Trekantområdet	100,0	102,4	107,9	110,6	113,3	113,3	116,3	116,3	119,2	119,2	122,4	122,4	122,4	128,5	128,5	135,6	135,6	135,6	132,0	119,1
Esbjerg	100,0	102,4	102,4	102,4	108,3	108,3	108,3	108,3	115,1	118,0	128,1	128,1	128,1	131,5	131,5	131,5	135,0	135,0	128,1	119,0
Aalborg	100,0	100,0	100,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	95,0	97,9	100,5	100,5	94,7	89,5
Nordjylland	100,0	100,0	100,0	97,8	103,0	103,0	103,0	103,0	103,0	103,0	103,0	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5	97,5	95,4	91,3
Odense	100,0	100,0	107,4	90,9	90,9	90,9	93,5	95,6	93,5	93,5	93,5	93,5	98,5	98,5	98,5	98,5	98,5	98,5	96,2	91,1
Fyn	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	104,4	107,8	113,7	113,7	113,7	113,7	119,2	119,2	122,8	122,8	124,6	124,6	123,5	115,4

Kilde: Egen opstilling, data fra Colliers, 2022

Således at den samlede udvikling for ejendomsmarkedet i løbet af de seneste 5 år fremgår. Baseret herpå fremgår det at der overordnet har været en stigning på markedet, men også en meget diverficeret og spædt stigning, hvor der er stor forskel på de områder der er steget mest og dem der er faldet. Det fremgår at ejendomme beliggende i Horsens er steget til indeks 130,2 som analysens højdespringer, mens Aalborg ligger i indeks 89,5.

Der skal dog i forlængelse af ovenstående analyse siges, at der er noget usikkerhed forbundet med markedsstørrelserne, idet der på et mindre marked som eksempelvis Horsens relativt til København vil kunne være få store handler der vil kunne trække indekset i en retning, som måske ligger lidt væk fra den virkelighed som markedet reelt er i. Det kan ud fra ovenstående ikke konkluderes om det er tilfældet. Samtidig kan man sige at jo større byer/markeder man analyserer på, jo mere sikker bliver analysen også, idet de store handler, ikke på samme måde kan påvirke datagrundlaget.

Med udgangspunkt i forskellige transaktionsvolumen på de forskellige markeder, er der ikke beregnet en gennemsnitsudvikling i værditilvæksten på modelejeendommen, idet der er de to ovennævnte usikkerheder, og det på den baggrund antages at den reelle virkelighed er anderledes end et beregnet gennemsnit.

Delkonklusion

Baseret på analysen af markedislejen kan det konkluderes at der på trods af usikkerheden ved at beregne middelstigningen har været en generel stigning i huslejeniveauerne. Ydermere kan det konkluderes, at stigningen i analyseperiodens første 4 år i store træk har fulgt udviklingen i nettoprisindekset, der i løbet af de første 4 år er steget 5,13% og huslejepriserne ligger i indeks 105,0 for samme periode. I perioden 2022 er

stigningen i huslejepriserne tilsat, men ikke tilnærmelsesvist steget i samme omfang som nettoprisindekset.

Afkastsatserne/WACC er i analysen bearbejdet på samme måde som lejeniveauerne, og viser en noget mere entydig tendens i modsætning til udviklingen i markedslejen, der i høj grad er betinget af ejendommens geografiske beliggenhed. Tendensen er i de første fire år af analyseperioden entydigt faldende mens der i 2022 er indtruffet en generel stigning i afkastkravene.

Denne forskel bunder i at prisfastsættelsen for lejepriserne i høj grad er styret af udbuddet og efterspørgslen i det pågældende område, og i sagens natur er forskellig fra område til område. Hvorimod dannelsen af afkastkravene er styret af mere overordnede markeds kræfter og derfor har den overordnede samme tendens. Mere omkring fastsættelse af markedsafkast/WACC senere.

Med udgangspunkt i en modelejeendom, er der beregnet kontante handles værdier for de analyserede områder i hele analyseperioden, dette viser at der generelt over perioden har været en stigning, men det fremgår også, at nogle områder er faldet i forhold til udgangspunktet. Der tegner sig dog et billede af at der har været en stabil vækst i markedet i de første 4 år og i slutningen af analyseperioden er markedet blevet ramt af nogle værdifald, der stort set over hele linjen slår igennem på den beregnede modelværdi.

Analyse og vurdering af markedet for investeringsejendomme i de kommende 2 år.

Analysen af de kommende 2 år dækker perioden fra 1/1-2023 til d. 31/12-2024 begge dage inklusiv. Dette er valgt for at have to hele kalenderår som analyseperiode, idet mange af de drivere og nøgletal som anvendes i analysen alene opgøres på årsbasis.

Analyse af huslejeudviklingen

Som tidligere beskrevet i denne rapport er der to primære drivere for værdifastsættelsen af en ejendom, nemlig huslejen og Wacc/afkastkravet. For at kunne give et kvalificeret bud på hvordan markedet for investeringsejendomme kommer til at udvikle sig i de kommende to år, er det disse to drivere der er fokuseret på og der kommer til at definere hvilken konklusion der forekommer. Som det også tidligere er beskrevet, har folkettinget vedtaget en lov der ikke gør det muligt for udlejere at hæve deres huslejer med mere end 4% i stort set hele analyseperioden.¹⁴ Derfor vil dette også være udgangspunktet for hvordan huslejepriserne kommer til at ændre sig.

Der er dog nogle øvrige faktorer som opmærksomheden særligt henledes på, når den mest sandsynlige huslejestigning vurderes, idet at mange lejere også mærker den stigende inflation der i tiden gør deres realløn mindre og dermed deres økonomiske råderum. Denne udvikling har allerede sat sig i markedet hvor boligselskaber melder om op imod 20% flere lejere der sendes til inkasso pfa. manglende betaling¹⁵

Men hvad er dette et udtryk for, og hvilken betydning har det for udviklingen i lejepriserne?

Alt andet lige kan man jo som udlejer med god samvittighed regulere sine lejeniveauer med 4%, i de kommende to år, men hvis dette resulterer i at flere af lejerne ikke betaler eller flytter til andre boliger, fordi det er billigere andre steder, tjener stigningen ikke det formål man som udlejer havde håbet på.

En måde at analysere denne faktor ned på de forskellige geografiske områder er ved at vurdere på tomgangsprocenten. Tomgangsprocenten er et udtryk for, hvor stor en del af de samlede antal lejemål på et givent marked står tomme¹⁶. Således kan man sige at en lav tomgangsprocent betyder at der er en lav grad af tomme lejemål og et forhold mellem udbud og efterspørgsel hvor efterspørgslen er stærkere end det udbud der er. Samtidig kan man sige at en høj tomgang er et udtryk for at der er et overudbud af ejendomme, og en efterspørgsel der ikke kan aftage alle ejendommene på markedet. Ejendom Danmark der er en brancheforening,

¹⁴ Indenrigs- og Boligministeriet, 2022

¹⁵ Berlingske, 2023

¹⁶ Eendom, 2022

laver hvert kvartal en rapport der viser den nuværende tomgangsprocent og udviklingen relativt til forrige år. Dette er en fin indikator for, hvilket styrkeforhold der er på et givent marked mellem udbuddet af lejligheder og efterspørgslen fra lejerer.

Nedenfor er et udklip af den seneste rapport fra Ejendom Danmark¹⁷

Tabel 13 – Tomgangsprocent Bolig

	Tomgangsprocent - Bolig		
	Januar 2023 (procent)	Kvartals- ændring (procentpoint)	Årsændring (procentpoint)
Region Hovedstaden	2,4	0,5	-0,2
København centrum	4,3	0,8	-1,6
Øvrige Københavns Kommune	1,9	0,4	-0,3
Nordsjælland	3,3	0,7	0,2
Øvrige Hovedstaden	2,8	0,5	0,2
Region Sjælland	4	0,8	1,1
Østsjælland	4,5	1,9	1,7
Vest- og Sydsjælland	3,7	0,3	0,7
Region Syddanmark	4,8	0,9	1,5
Odense	4	0,1	0,7
Trekantområdet	5,5	1,3	1,1
Øvrige Syddanmark	5,5	1,7	3,1
Region Midtjylland	6,6	0,7	2,4
Aarhus	5,9	0,6	1,7
Øvrige Midtjylland	7,9	0,9	3,8
Region Nordjylland	5,5	0,5	-0,5
Aalborg	5,1	0,6	-0,5
Øvrige Nordjylland	9,8	-0,1	-0,6
Total	3,8	0,6	0,5

Kilde: Ejendom Danmark, 2022

Af tabellen fremgår det at det pr. januar 2023 i gennemsnit er 3,8% af alle lejemål på landsplan der står tomme, hvilket er en stigning på 0,5% point i forhold til året før, tillige fremgår det, at det er 0,6% point mere end forrige kvartal, hvilket vidner om en meget hurtig og brat stigning i tomgangen. Denne markante ændring er lighed med udviklingen i tendensen for udviklingen af markedsafkastene i det forrige afsnit.

Med udgangspunkt i at huslejen maksimalt kan stige 4% må det antages at ud fra den generelt stigende tomgang og stigningen i antallet af dårlige betalere, kun kan gennemføres i de områder hvor der er en generel lav tomgang og hvor udviklingen i forhold til sidste år er svagt stigende ift. gennemsnittet eller faldende. For så vidt de øvrige områder vurderes det ikke at man kan gennemføre en stigning på huslejeniveauerne hvis ens ejendom i forvejen ligger i et område med høj tomgang og måske endda stigende tomgang. I det lejerer

¹⁷ Ejendom Danmark, 2022

enten ikke ville kunne betale eller der vil være andre udlejere på markedet der er villige til at udleje tilsvarende boliger til en lavere husleje.

Tomgangsprocenterne i forhold til gennemsnittet og udviklingen i forhold til gennemsnittet er vist nedenfor:

Tabel 14 – Tomgangsprocent Bolig 2

	Tomgangsprocent - Bolig	
	Januar 2023 (procent)	Årsændring (procentpoint)
Region Hovedstaden	2,4	-0,2
København centrum	4,3	-1,6
Øvrige Københavns Kommune	1,9	-0,3
Nordsjælland	3,3	0,2
Øvrige Hovedstaden	2,8	0,2
Region Sjælland	4	1,1
Østsjælland	4,5	1,7
Vest- og Sydsjælland	3,7	0,7
Region Syddanmark	4,8	1,5
Odense	4	0,7
Trekantområdet	5,5	1,1
Øvrige Syddanmark	5,5	3,1
Region Midtjylland	6,6	2,4
Aarhus	5,9	1,7
Øvrige Midtjylland	7,9	3,8
Region Nordjylland	5,5	-0,5
Aalborg	5,1	-0,5
Øvrige Nordjylland	9,8	-0,6
Total	3,8	0,5

Kilde: Ejendom Danmark, 2022

Da der er tale om et datagrundlag fra to forskellige analysehuse, er der ikke tale om de samme geografiske afgrænsninger, derfor er der lavet nedenstående tabel der viser, hvilke områder der er betragtet som sammenhængene i forhold til de to analysehuse. Idet det langt hen ad vejen er de geografiske områder der er defineret af Colliers der har dannet grundlag for analysen i markedsudviklingen, vil det også være de fortsættende områder. Derfor er de geografiske områder for Ejendom Danmark reduceret og konverteret til følgende områder der flugter med Colliers opdeling.

Tabel 15 – Overblik sammenkædning af geografiske områder

Ejendom Danmark	Colliers
Region Hovedstaden	-
København centrum	København
Øvrige Københavns Kommune	København
Nordsjælland	Forstæder nord
Øvrige Hovedstaden	Forstæder syd/vest
Region Sjælland	Sjælland
Østsjælland	-
Vest- og Sydsjælland	-
Region Syddanmark	-
Odense	Odense
Trekantområdet	Trekantområdet
Øvrige Syddanmark	Esbjerg og Fyn
Region Midtjylland	-
Aarhus	Aarhus
Øvrige Midtjylland	Horsens og Randers
Region Nordjylland	-
Aalborg	Aalborg
Øvrige Nordjylland	Nordjylland

Kilde: Egen tilvirkning

Med udgangspunkt i Tomgangsprocenten i forhold til landsgennemsnittet og den procentuelle ændring i forhold til forrige år, er foretaget en vurdering af hvorvidt en 4% husleje stigning kan gennemføres på de enkelte markeder. Dette har givet følgende resultat:

Tabel 16 – Tomgangsprocent bolig med vurderet stignings pct

	Tomgangsprocent - Bolig		
	Januar 2023 (procent)	Årsændring (procentpoint)	Vurderet stigning (max 4%)
København	4,3	-1,6	4,00%
København	1,9	-0,3	4,00%
Forstæder nord	3,3	0,2	3,50%
Forstæder syd/vest	2,8	0,2	4,00%
Sjælland	4	1,1	3,00%
Odense	4	0,7	3,00%
Trekantområdet	5,5	1,1	2,75%
Esbjerg	5,5	3,1	2,50%
Fyn	5,5	3,1	2,50%
Aarhus	5,9	1,7	2,00%
Horsens	7,9	3,8	1,75%
Randers	7,9	3,8	1,75%
Aalborg	5,1	-0,5	3,00%
Nordjylland	9,8	-0,6	1,25%
Total	3,8	0,5	2,79%

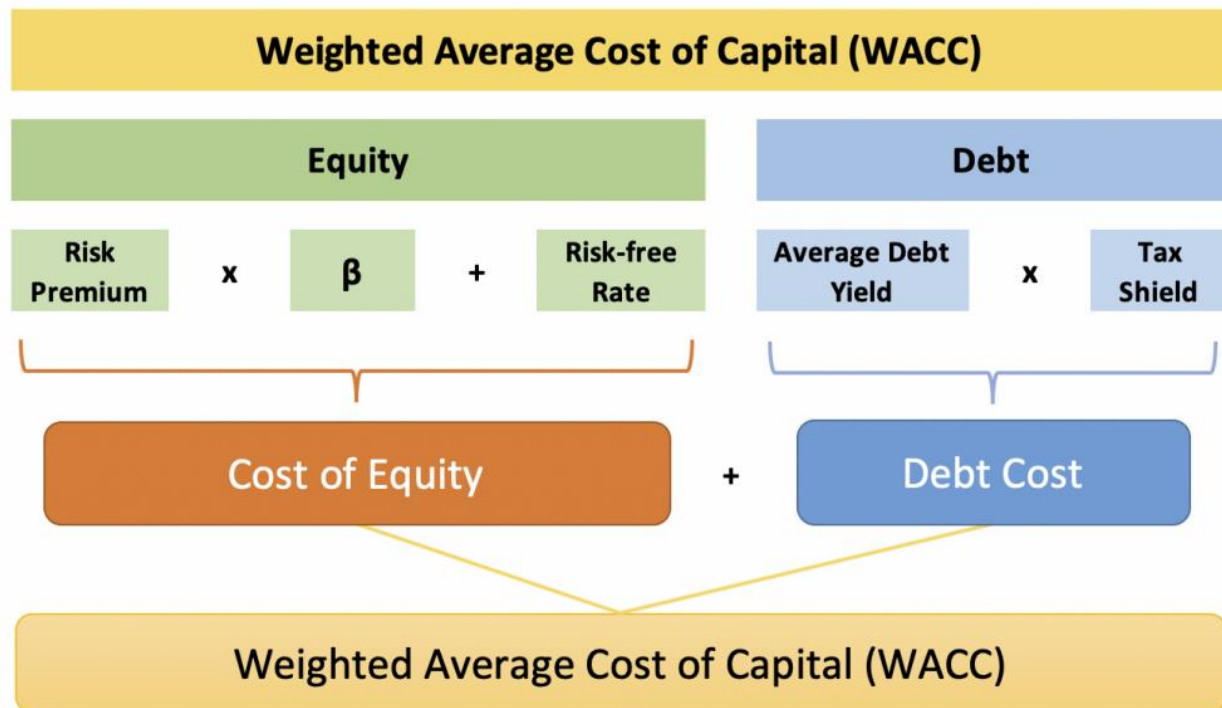
Kilde: Egen opstilling, data fra Ejendom Danmark, 2022

Idet der er tale om en vurdering, hvor der ikke er reelle data ud over tomgangsdata til at bakke vurderingen op, er ovenstående forbundet med nogen usikkerhed, men vurderes på trods af dette at give det bedste billede af udviklingen i huslejen. Samtidig skal det siges at der er en politisk risiko i at vurdere disse tal, forstået på den måde at der fra lovgivers side kan træffes beslutning om at forlænge den nuværende lov således loftet er gældende i en længere periode. Hvis man ikke fra lovgivers side formår at forstå markedet og efterspørgslen vokser, og tomgangen flader vil man risikere at se en eksplosiv stigning i huslejepriserne, hvis man fortsat har et nettoprisindeks på et højt niveau, når den nuværende lov udløber om 2 år.

Analyse af udviklingen i WACC

Den anden driver for værdifastsættelsen af ejendomme er Wacc eller afkastkravet. Wacc'en fastsættes reelt af den der vurderer en konkret ejendom, og kan således afvige alt efter hvilket briller man kigger med og hvilke risikoelementer man tillægger betydning. Men når det så er sagt beregnes WACC på samme måde uanset hvem der kigger på det.

Figur 5 - WACC



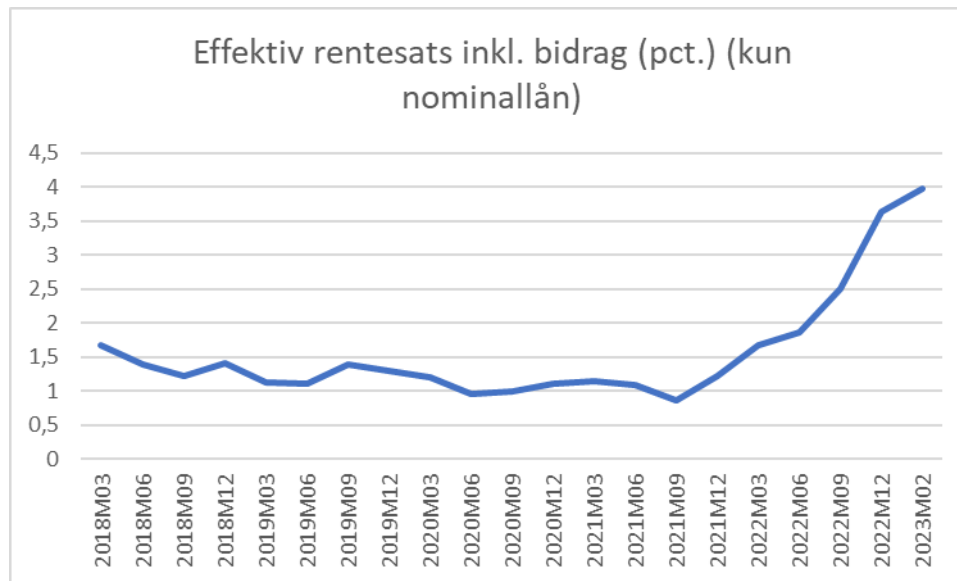
Kilde: Medium, 2023

Debt Cost.

Som det ses i det ovenstående skema, består WACC af flere elementer, men overordnet er der to elementer der afgør hvordan WACC'en beregnes, Debt Cost og Cost of Equity. Debt Cost behandler den del af kapitalomkostningen der vedrør fremmedkapitalen, den omkostning investor har ved at finansiere sin ejendom. Denne del af den overordnede beregning har to underliggende ben, der omhandler Average Debt Yield, hvilket er et udtryk for hvilken rente investor betaler for sin finansiering. Nationalbanken monitorerer hvilken rente som selskaber betaler på nyetablerede lån helt ned på måneds basis, hvor det fremgår at udviklingen hen over de foregående 5 år har været på et stabilt niveau i de første 4 år og herefter er der sket en markant stigning¹⁸.

¹⁸ Nationalbanken, 2022

Figur 6 – Effektiv rentesats realkreditlån



Kilde: Egen opstilling, data fra Nykredit, 2023

Baseret på ovenstående fremgår det, at der er en stigende tendens på rentemarkedet der sluttede året 2022 i 3,634% i gennemsnitsrente for alle udbetalte lån til ikke finansielle selskaber, og allerede i 2 måned af 2023 var dette steget til 3,968%. Således kan det konkluderes at renten i de første to måneder er steget 0,334 procentpoint.

Hvis den fremtidige udvikling ansues, fremgår det at der er flere analysehuse der foretager vurdering heraf. Der er flere analysehuse, og banker der hver dag overværer rentesituationen og ud fra en række givne forudsætninger og antagelser analyserer på hvor renten skal hen i den kommende periode. Dette gør blandt andre Nykredit der er fremkommet med følgende prognose¹⁹. Den aktuelle rente er i nedenstående tabel pr. marts 2023

¹⁹ Nykredit, 2023

Tabel 17 – Renteprognose – Procentuelt og indekseret

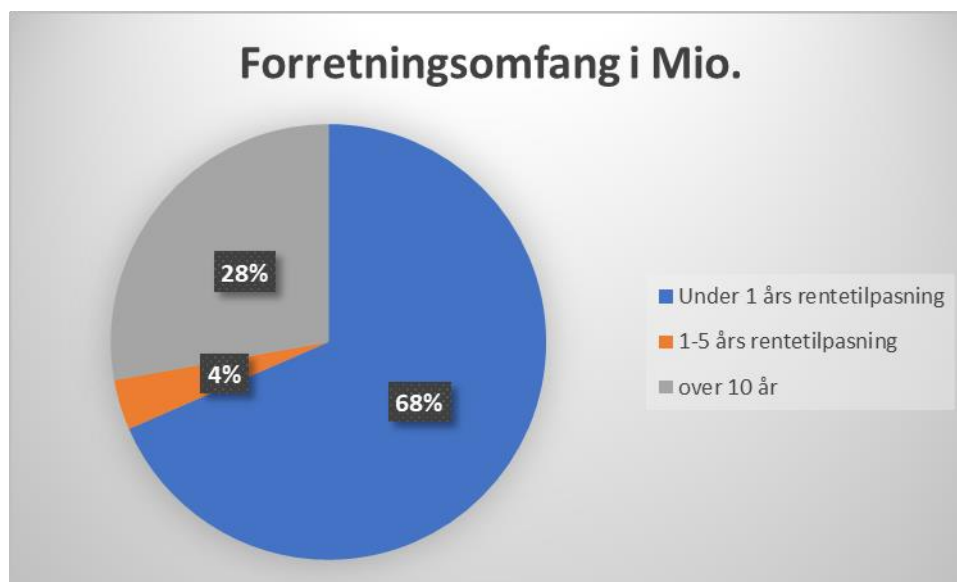
Effektiv rente	Aktuel	01-07-2023	01-10-2023	01-01-2024	01-04-2024
F-Kort	2,87%	3,25%	3,50%	3,40%	3,30%
F5	3,35%	3,76%	3,72%	3,62%	3,51%
Fast rente 30 år	5,18%	5,31%	5,29%	5,24%	5,20%
Indeks					
F-Kort	100,0	113,2	122,0	118,5	115,0
F5	100,0	112,2	111,0	108,1	104,8
Fast rente 30 år	100,0	102,5	102,1	101,2	100,4

Kilde: Egen opstilling, data fra Nykredit, 2023

Således fremgår udviklingen fra primo 2023 til om med februar måned og den forventede udvikling på baggrund af Nykredits analyse af rentemarkedet fordelt på forskellige rentetyper, men for at kunne komme med en samlet udvikling, er det nødvendigt at gøre datagrundlaget ens, ved at konsolidere udviklingen i de tre rentetyper til en samlet udvikling, men for at kunne gøre dette er det nødvendigt at vurdere på hvilken fordeling der er mellem låntyperne, da der er en væsentlig forskel i hvor meget man forventer at renten stiger med.

Ud fra Danmarks Statistiks senestes data omkring hvilke låntyper der optages, forudsættes det at denne fordeling er uændret gennem hele analyseperioden, fordelingen mellem låntyper er:

Figur 7 – Fordeling renteprofil



Kilde: Egen opstilling, data fra Danmarks Statistik, 2023

Således kan den vægtede gennemsnitlige stigning fra marts 2023 til 1/4 -2024 beregnes:

Tabel 18 – Overblik vægtet gennemsnitlig stigning i rente

Indeks	Aktuel	01-07-2023	01-10-2023	01-01-2024	01-04-2024	Fordeling
F-Kort	100,0	113,2	122,0	118,5	115,0	68%
F5	100,0	112,2	111,0	108,1	104,8	4%
Fast rente 30 år	100,0	102,5	102,1	101,2	100,4	28%
Vægtet indeks						110,49

Kilde: Egen opstilling, data fra Nykredit, 2023

Med et udgangspunkt for Nykredits analyse på 3,968% i gennemsnitlig rente, tillægges der yderligere 10,49% jfr. ovenstående analyse således Average Debt Yield i udgangen af analyseperioden fastsættes til 4,3842% mod et udgangspunkt på 3,634% svarende til en stigning på 0,7502%-point eller en procentuel stigning på 20,64%

Den anden del af debt benet er Tax Shield, hvilket er et udtryk for at renten skattemæssigt kan fratrækkes i den skattepligtige indkomst, således gældsomkostningen fremgår ud fra en nettobetragtning, hvor hvis man så alene på gældsomkostningen ville der være tale om en bruttobetragtning. Der tages udgangspunkt i selskabsskattesatsen der i Danmark er fastsat til 22%²⁰. Det forudsættes at skattesatsen er uændret i hele analyseperioden.

Cost of Equity

Det andet ben i WACC'en er egenkapital-benet der fastsætter prisen på investors egenkapital, ud fra tre faktorer:

- Markedsafkastet – Risk Premium
- Risikotillæg for den konkrete investering relativt til markedsafkastet - Betaværdi
- Den risikofrie rente – Risk Free Rate

Definitionen på markedsafkastet eller Equity Risk Premium herefter ERP er det forventede afkast i aktier, ud over hvad den risikofrie rente er²¹. Dette tal er således en faktor der har mange underliggende variabler og kan påvirkes af mange strukturelle og politiske begivenheder. Med henvisning til afgrænsningen er der taget udgangspunkt i professor Aswath Damodaran (f. 1957) rapport for ERP der for Danmarks vedkommende opgøres til 5,94% pr. primo 2023²².

²⁰ Skat, 2023, Skatteprocenter

²¹ Chen, 2020

²² Aswath, 2023

Det forudsættes, at denne faktor er uændret i analyseperioden.

Den risikofrie rente, kan defineres på flere måder, men vil oftest basere sig på renten af en statsobligation, men hvor der kan være forskellige holdninger til hvilken periode der er tale om. I denne analyse defineres den risikofrie rente som renten på en 10-årig statsobligation, hvilket er i lighed med SKAT's definition²³, der pr. januar 2023 levere en effektiv rente på 2,59%²⁴ hvilket er starttidspunktet for analysen.

Udviklingen i denne faktor er stort set udelukkende bundet op på udviklingen i det generelle rentemarked, og er således styret af mange af de samme markeds kræfter der styrer prisen på fremmedkapital. Med udgangspunkt i den førmtalte Nykredit-analyse, hvor det fremgår at en 5-årig rente forventes at stige til indeks 104,8 og en 30 årig obligation forventes at stige til indeks 100,4 vurderes det at en rentebinding på 10 år at stige til et niveau mellem de to datapunkter. Det forudsættes at den risikofrie rente stiger med 3% i analyseperioden således den stiger fra 2,59% til 2,67%

Betaværdien defineres som den relative risiko i forhold til markedsafkastet – ERP. Det er en værdi der varierer fra sag til sag og skal indeholde den konkrete ejendoms risikoelementer i forhold til markedsafkastet på aktier. I denne analyse foretages der ikke vurdering ud fra en konkret ejendom, men er der beregnet betaværdier ud fra de enkelte geografiske områder, der er analyseret på. Betaværdien er beregnet ud fra nogle opstillede forudsætninger og med udgangspunkt i det afkast der er omtalt i et tidligere afsnit jfr. Colliers pr. Q4-2022. Der er ud fra en forudsætning om en Debt Equity ratio på 0,7 beregnet en betaværdi med brug af Excels målsøgningsfunktion ud fra følgende forudsætninger og med resultat:

²³ Skat, 2023, Risikofri rente

²⁴ Danmarks Nationalbank, 2023

Tabel 19 – Beregnet BETA værdi

Forudsætninger			Beregnet BETA
Average Debt Yield	3,63%	København	0,454
TAX Shield	22%	Forstæder nord	0,662
ERP	5,94%	Forstæder syd/vest	0,768
Risk free rate	2,59%	Sjælland	0,975
D/E	0,70	Aarhus	0,662
		Horsens	1,310
		Randers	1,310
		Trekantområdet	1,310
		Esbjerg	1,397
		Aalborg	1,049
		Nordjylland	1,748
		Odense	1,116
		Fyn	1,676

Kilde: Egen tilvirkning

Det forudsættes at betaværdierne er uændrede gennem analyseperioden.

Når disse ovenstående faktorer sammenlægges til grund for beregning af WACC fremkommer nedenstående resultater.

Der tages udgangspunkt i de af Colliers oplyste afkastkrav i primo WACC.

Generelt analyseres en stigning i WACC på ca. 0,5% point.

Tabel 20 – Beregnet WACC

	Primo Wacc	Ultimo Wacc
København	3,57%	4,00%
Forstæder nord	3,94%	4,37%
Forstæder syd/vest	4,13%	4,56%
Sjælland	4,50%	4,93%
Aarhus	3,94%	4,37%
Horsens	5,10%	5,53%
Randers	5,10%	5,53%
Trekantområdet	5,10%	5,53%
Esbjerg	5,25%	5,68%
Aalborg	4,63%	5,06%
Nordjylland	5,88%	6,31%
Odense	4,75%	5,18%
Fyn	5,75%	6,18%

Kilde: Egen tilvirkning

Værdiudvikling af modelejeendom de kommende 24 måneder

Med udgangspunkt i modelejeendommen som tidligere er omtalt i analysen, beregnes der nu på hvilket indvirkninger ovenstående konsekvenser har gennem de kommende 24 måneder (fra primo 2023 til ultimo 2024)

Det er tidligere undladt at inddrage driftsomkostningerne i analysen, men dette medtages i denne del af analysen, idet denne faktor alt andet lige også ændre sig i analyseperioden, og for ikke at give et skævt billede indregnes der en stigning i denne omkostning. Der tages udgangspunkt i de seneste udmeldinger fra Nationalbanken, der spår en inflation på 4,0% i 2023 og 3,6% i 2024²⁵. I analysen tages der udgangspunkt i at driftsomkostningerne således stiger med 7,74%

$$(100 + 4\%) + 3,6\% = 107,74$$

Der medtages alle beregnede ændrede forudsætninger fra det foregående afsnit, fra huslejeændring til ændring i WACC, og der fremkommer således følgende resultat:

Tabel 21 – Ændring i modelværdi

	Primoværdi	Ultimo værdi	Procentuel ændring
København	56.808.380,08 kr.	54.735.981,10 kr.	-3,79%
Forstæder nord	45.137.611,04 kr.	43.527.223,06 kr.	-3,70%
Forstæder syd/vest	36.421.383,17 kr.	35.670.983,29 kr.	-2,10%
Sjælland	29.770.486,11 kr.	28.741.039,23 kr.	-3,58%
Aarhus	36.437.777,60 kr.	33.962.482,50 kr.	-7,29%
Horsens	21.324.390,24 kr.	20.293.333,69 kr.	-5,08%
Randers	16.776.371,95 kr.	15.928.947,80 kr.	-5,32%
Trekantområdet	22.394.512,20 kr.	21.827.353,96 kr.	-2,60%
Esbjerg	18.727.380,95 kr.	18.069.161,08 kr.	-3,64%
Aalborg	23.308.079,10 kr.	22.535.128,64 kr.	-3,43%
Nordjylland	14.401.329,79 kr.	13.561.517,70 kr.	-6,19%
Odense	26.183.059,21 kr.	25.383.513,58 kr.	-3,15%
Fyn	16.622.010,87 kr.	16.147.952,80 kr.	-2,94%

Kilde: Egen tilvirkning

²⁵ Sydinvest, 2023

Af ovenstående kan det konkluderes at de generelle stigninger i huslejeniveauet ikke bevirker en forventet stigning i de generelle priser. Dette skyldes at kapitalomkostningerne i WACC er stigende, samtidig med at driftsomkostningerne også er stigende.

Delkonklusion på markedsanalyse:

Af den ovenstående analyse kan det konkluderes, at der er en del usikkerheder forbundet med at vurdere den kommende huslejestigning, idet det er meget markedsafhængigt, og mange markeder dækker et relativt stort område, hvor der alt andet lige er forskel. Dog kan det konkluderes at der i stort set hele analyseperioden er sat et lovgivningsmæssigt loft over hvor meget huslejerne kan stige i de kommende to år, på 4% om året. Derudover kan det konstateres, at der er en tendens til en stigende tomgang, samtidig med at antallet af restancer og inkassosager vokser. Dette konstateres at have betydning for de områder hvor tomgangen er høj idet det vurderes at det for udlejers side ikke er sandsynligt at man ville kunne opnå den fulde stigning på 4%. Det vurderes at huslejerne på landsplan vil stige med mellem 1,25% og 4,00% og i gennemsnit 2,79% (ej vægtet gennemsnit)

I forhold til hvilke ændringer der forventes på afkastkravene, er der på gældssiden sket en ændring i 2022 som antages, fortsætter med udgangspunkt i Nykredits analyse af rentemarkedet. Helt konkret forventes en udvikling i den gennemsnitlige realkreditrente fra 3,634% til 4,3842% svarende til en stigning på 0,7502%-point eller en procentuel stigning på 20,64%. Der forudsættes en uændret skattesats på 22% for selskaber.

På egenkapitalsiden antages der at ERP er uændret jfr. afgrænsningsafsnittet i hele analyseperioden, samtidig vurderes det, at den risikofrie rente vil stige hen over analyseperioden med 3% fra 2,59% til 2,67%. Betaværdierne er fastlagt på de forskellige geografiske områder med udgangspunkt i nogle opstillede forudsætninger og ved hjælp af målsøgningsfunktionen i Excel, betaværdien forudsættes uændret igennem analyseperioden.

Afslutningsvist for at beregne WACC skal resultatet af gældsomkostningen og egenkapitalomkostningen lægges sammen, ud fra den vægtede fordeling mellem egenkapital og fremmedkapital i den givne investering. For at analysen bliver så sammenlignelig som muligt, anvendes den samme fordeling mellem egenkapital og fremmedkapital, og fastsættes til 0,7, svarende til at der er 70% gæld i modelejeendommen og 30% egenkapital. Der henvises til afsnittet til den konkrete analyse af Lejeboligen ApS, og dennes mulighed for omlægning af gældsstruktur. Afsnit "Lejebolig ApS muligheder for at omlægge lån".

Overordnet fremgår det, at der er en stigning i kapitalomkostningen primært drevet af rentestigningerne, der påvirker både på gældssiden og på egenkapitalsiden. Der forventes også en generel stigning i huslejeniveauerne, som dog ikke forventes at ramme ens i de geografiske områder, men i høj grad være drevet af tomgangsprocenten i området.

Det kan således overordnet konkluderes at der i perioden fra 2023 til udgangen af 2024 forventes at være et yderligere fald i ejendomspriserne på mellem -2,1% til -7,29%

Analysen af den regnskabsmæssige konsekvens af markedsudsving

Baseret på ovenstående analyse af ejendomsmarkedet for perioden 2018 – 2022, er der nedenfor foretaget en analyse af den regnskabsmæssige effekt af de nedadgående værdireguleringer som opleves for perioden 2022 og de kommende 24 måneder. For at konkretisere problemstillingen er der foretaget udvælgelse af konkret årsregnskab, for et selskab som vurderes særligt påvirket af de markedsudsving som er analyseret i ovenstående analyse.

Analyse af konkret regnskabseffekt - Lejeboligen ApS.

Tabel 22 - Bruttofortjeneste 2022 estimeret

Boliglejemål i stk		6	
Antal kvm. i alt		607	
Gennemsnitlig kvm. leje pr. år		1.400 kr.	
Forventet tomgang pr. år		6,60%	
Bruttoleje			793.713 kr.
Driftsomkostninger:			
Anslået ejerforeningsudgift	30.000 kr. pr. lejemål	180.000 kr.	
Administration	3000 kr pr. lejemål	18.000 kr.	
Vedligehold	kr. 45 pr. kvm	27.315 kr.	
			225.315 kr.
Bruttofortjeneste			568.398 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Der er estimeret en bruttofortjeneste for 2022 i Lejeboligen ApS, der beror på anslåede forudsætninger og offentligt tilgængelige data. Den gennemsnitlige leje pr. kvm er anslået ud fra data fra Colliers som også tidligere er anvendt i analysen.

Baseret på årsregnskabet for 2021, fremgår det at selskabet selskabets ledelse oplyser at alle lejemål er udlejet, på trods heraf anslås der en tomgang på 6,6% i henhold til førortalte data fra Ejendom Danmark²⁶.

Formålet med udvælgelsen af et konkrete årsregnskab for 2021, er at belyse hvorvidt ledelsen ud fra en simpel opgørelse har foretaget stillingtagen til markedsudviklingen ved aflæggelse af årsregnskaberne for 2022, hvor ovenstående analyser har påvist et gennemsnitlig markedsfald fra indeks 135,6 til indeks 119,1 for det geografiske område Trekantområdet hvor Lejeboligen ApS har sine ejendomme placeret. Årsregnskabet er udvalgt på baggrund af ejendommenes geografiske placering og selskabet gældsammensætning.

²⁶ Ejendom Danmark 2022

Indledningsvist foretages en analyse af de forventninger der måtte være til selskabet Lejeboligen ApS årsregnskab for 2022. Lejeboligen ApS beskæftiger sig med udlejning af boliger til privat beboelse, hvilket er relevant i henhold til vores problemstilling. Den geografiske placering for boligerne i Lejeboligen ApS er Vejle, hvorfor der i nedenstående analyse tages udgangspunkt udviklingen i Trekantområdet. Selskabet er stiftet i 2021, hvori der tillige er af sket anskaffelse af ejendommene. Ejendommene er ved første indregning målt til kostpris i henhold til årsregnskabsloven § 36. Kostprisen vurderes alt andet lige at udgøre markedsværdien på købstidspunktet. Der ikke udover regnskabsmæssige afskrivninger foretaget yderligere værdiregulering af ejendommene for 2021. Analysen vil derfor som udgangspunkt alene tage udgangspunkt til forventningerne for årsregnskabet 2022, og der vil ikke foretages analyse af prisudviklingen for 2021.

Selskabet årsregnskab for 2021 udviser et resultat på kr. – 125.062 efter skat, og med en negativ egenkapital på kr. 85.062. Bevægelserne på egenkapital er alene årets resultatdisponering og selskabet ledelse forventer at denne kan reetableres ved fremtidig drift. Selskabets revisor har ved den udvidede gennemgang ikke identificeret risici, som giver grundlag for en fremhævelse eller modifikation af påtegning.

Selskabet aktivmasse er overvejende bestående af grunde og bygninger, hvis regnskabsmæssige værdi 31.12.2021 udgjorde t.kr 14.146 og i henhold i tingbogen og i offentlige registre fremkommer det at der er tale om enkeltstående lejligheder. Finansieringsfordelingen er pr. 31.12.2021, er sammensat ved ca. 50% realkreditfinansiering og 50 % kortfristet finansiering, hvoraf modervirksomheden har stillet tilbagetrædelseserklæring, hvilket forbedrer selskabets finansielle stilling pr. 2021. At selskabet alene har opnået 50 % belåning i realkredit, indikerer formentligt at selskabet fortsat har lejemaal som er under istandsættelse og det derfor ikke har været muligt at opnå realkreditfinansiering. Gældssammensætningen i 2021 kan medføre likviditetsmæssige udfordringer som følge af høje rentekomkostninger, samt det faktum at pengeinstituttet ved den kortfristede gældsforpligtigelse kan kræve at selskabet straks indfrier gælden på t.kr 6.864.

Nedenfor fremgår gældssammensætningen pr. 31/12-2021 jfr. selskabets årsregnskab.

- | | |
|------------------|-----------------------------------|
| 1. 3.427.050 kr. | Realkreditgæld |
| 2. 6.864.434 kr. | Bankgæld |
| 3. 3.795.337 kr. | Gæld til tilknyttede virksomheder |

Udover den kortfristede gældsforpligtigelse på t.kr 6.864, er der 31.12.2021 gæld til tilknyttede virksomhed på t.kr 3.795. Selskabets ledelse oplyser i årsregnskabet at der er indgivet tilbagetrædelseserklæring fra moderselskabet, hvilket vurderes at være årsagen til at selskabets ledelse ikke vurderer væsentligt risiko forbundet med Going Concern.

Uddrag fra Årsregnskabet 2021 - ledelsesberetningen:

"Selskabet er omfattet af bestemmelserne i selskabslovens §119 omkring kapitaltab. Det er ledelsens forventning, at reetablering af kapitalforholdene ville kunne ske gennem den løbende drift over de kommende år. Selskabet har i regnskabsåret investeret i ejendomme, hvor alle lejemål er udlejet primo 2022. Ledelsen forventer, at der vil være tilstrækkelig likviditet til at overholde sine forpligtelser i takt med forfald, idet tilknyttede selskaber har givet tilsagn om at understøtte selskabet."

Gælden til tilknyttede virksomhed er i lighed med gæld til realkreditinstitutter præsenteret som langfristet gæld, yderligere oplyst og baseret på note 5 i årsregnskabet. Selskabet har for realkreditlånet opnået afdragsfrihed på minimum 10 år, hvilket bidrager til en forbedret likviditet hvilket understøtter *"Ledelsen forventer, at der vil være tilstrækkelig likviditet til at overholde sine forpligtelser i takt med forfald"*.

Baseret på forudsætningerne i årsregnskabet for 2021 er der nedenfor foretaget en vurdering af forventningerne til udviklingen i selskabets Årsregnskab for 2022. Der er alene foretaget en vurdering af værdiudviklingen i selskabet ejendomsportefølje samt selskabets gældssammensætning for årsregnskabet 2022. Fastsættelse af gældssammensætningen er indhentet baseret på selskabets aktuelle gældsstruktur jf. tingbøger og det forventes at gælden til tilknyttede selskaber alene er forøget med rentetilskrivningen for henholdsvis 2021 & 2022.

Indledningsvist er der foretaget beregning af den forventede ejendomsvurdering, med anvendelse tidligere analyseret markedsudvikling for Trekantområdet. Med henvisning til nedenstående tabel er selskabets ejendomme alle placeret i Vejle og dermed i det geografiske område "Trekantområdet", der foreligger derfor en forudsætning om at ejendomsvurdering bør tilvejebringe nedskrivningsbehov ved indregning og måling i årsregnskabet 2022.

Nedenfor er ved brug af opslag i tingbogen indhentet dokumentation om selskabets ejendomme til brug for beregning af den aktuelle ejendomsværdi.

Tabel 23 - oversigt over ejendomme Lejeboligen ApS

BFE-nummer	Adresse	Seneste handelspris	Enhedsareal - Beboelse	Seneste handelsdato
316536	Den Hvide Facet 1, 10. c, 7100 Vejle	2.175.000 kr,	96	2021-02-05
317804	Flegmade 4A, 2. 3, 7100 Vejle	2.400.000 kr,	111	2021-10-08
8237952	Hasselstræde 5, 7100 Vejle	1.875.000 kr,	130	2021-03-17
318342	Åkæret 1, 1. 4, 7100 Vejle	2.740.000 kr,	106	2021-05-17
318304	Åkæret 3, 2. 1, 7100 Vejle	2.450.000 kr,	87	2021-03-03
408231	Åkæret 7, 1. 1, 7100 Vejle	2.430.000 kr,	87	2021-04-08

Kilde: BBR

Det fremgår af indhentede tingbogsoplysninger at alle ejendommen umiddelbart er handlet med uafhængig tredjepart og ejendomshandlerne vurderes derfor at være sket på markedsmæssige vilkår. Dette understøttes af at de beregnede kvadratmeterpriser ligger på et forventeligt niveau.

Med henvisning til analysen for markedsudviklingen, er der i trekantområdet Q42021 et indeks på 135,6 mod 119,1 i Q4 2022. Baseret på en gennemsnits betragtning vil markedsværdien i udgangen af 2022 være på kr. 12.441.470. Denne simple metode kan anvendes til at tilvejebringe indikation om at der kan foreligge et nedskrivningsbehov.

$$\frac{14.165.100}{135,6} * 119,1 = 12.441.470$$

For at understøtte denne er der foretaget en konkret nedskrivningstest ved anvendelse af den afkastbaserede model. Nedskrivningstesten er foretaget med udgangspunkt i den samlede ejendomsportefølje, og den opnåede ejendomsvurdering, vurderes at give et retvisende billede på den laveste værdi af salgsværdi og kapitalværdien.

Genberegnet ejendomsværdi

Ved anvendelse af den afkastbaserede model er der fastsat en række forudsætninger for værdiberegningen. Der forekommer skønsposter i værdiberegningen, hvoraf størstedelen beror på den indledende analyse af markedsudviklingen, heraf forventninger til tomgangen. Ydermere er der fastsat en række driftsomkostninger, baseret på forventninger og det faktum at der forventes at være tale om nyere lejligheder i god stand. Dette understøttes af kvadratmeterpriserne ved anskaffelsestidspunktet.

Fastsættelse af WACC er foretaget baseret på ovenstående analyse af markedet, som beror på oplysninger fra Colliers Markeds PULS

Ved beregning af ejendommenes kontantværdi pr. 31.12.2022 beregnes værdien til t.kr 11.966, hvilket er t.kr 2.199 lavere end den regnskabsmæssige værdi ved udgangen af 2021. Sammenholdt med ovenstående simpel beregning baseret på gennemsnitsudviklingen for området, vurderes forskellen imellem t.kr 12.441 og t.kr. 11.966, primært at kunne henføres til at der taler om lejligheder i højere prisklasse end gennemsnittet og de dermed alt andet lige vil undergå en større værdiforringelse, grundet en lavere efterspørgsel.

Figur 8 Genberegnet ejendomsværdi Lejeboligen ApS

Boliglejemål i stk		6	
Antal kvm. i alt		607	
Gennemsnitlig kvm. leje pr. år		1.400 kr.	
Forventet tomgang pr. år		6,60%	
Bruttoleje			793.713 kr.
Driftsomkostninger:			
Anslået ejerforeningsudgift	2500 kr. pr. lejemål pr. måned	180.000 kr.	
Administration	3000 kr pr. lejemål	18.000 kr.	
Vedligehold	kr. 45 pr. kvm	27.315 kr.	
			225.315 kr.
Nettoleje			568.398 kr.
Fastsat afkastkrav/WACC			4,75%
Beregnet kontantværdi			11.966.278 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Værdiforringelseeffekten på resultatopgørelsen efter ÅRL §36.

Ved identifikation af nedskrivningsbehov skal der efter ÅRL §42, hvis ikke ejendomme indregnes til dagværdi, nedskrives til en lavere genindvindingsværdi. I nærværende tilfælde er den beregnede genindvindingsværdi lig den beregnede kontantværdi t.kr 11.966. Der er nedenfor opstillet hvorledes den foretagne nedskrivning påvirker selskabet resultatopgørelse for 2022.

Tabel 24 - Resultet 2022 Lejeboligen ApS

Resultatopgørelse			2022	2021
Bruttofortjeneste			568.398 kr.	4.488,00 kr.
Renteudgifter				
Rente af realkredit	3%	7.007.000,00 kr.	- 210.210,00 kr.	
Rente af gæld til tilknyttede	5%	3.795.337,00 kr.	- 189.766,85 kr.	- 45.337,00 kr.
Renteudgifter pengeinstitutter	5%	2.964.246,81 kr.	- 148.212,34 kr.	- 94.895,00 kr.
Renteudgifter i alt			- 548.189,19 kr.	- 140.232,00 kr.
Af- og nedskrivninger			- 2.179.640,00 kr.	- 19.182,00 kr.
Resultat før skat			- 2.159.431,19 kr.	154.926,00 kr.
Skat af årets resultat			- 2.730,00 kr.	29.864,00 kr.
Regulering af udskudt skat			483.741,00 kr.	
SKAT AF ÅRETS RESULTAT			481.011,00 kr.	29.864,00 kr.
Årets resultat			- 1.678.420,19 kr.	125.062,00 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Udover den regnskabsmæssige påvirkning i form af nedskrivningen på ejendomsvurdering, er der foretaget omlægning af lånesammensætningen sammenlignet med årsregnskabet for 2021. Oplysningerne vedrørende de nye lån er delvist tilvejebragt ved gennemgang af tingbogsoplysninger. Forudsætningerne for gæld til pengeinstitutter, samt gæld til tilknyttet er baseret på forventet udvikling. Der antages at gæld der vedrørende tilknyttede virksomhed, har afgivet en tilbagetrædelseserklæring, hvorfor der for 2022 ikke er foretaget gældsafvikling.

Den resultatmæssige påvirkning ved foretagne nedskrivning indregnes i af/nedskrivninger. Den foretagne nedskrivning tabsføres via resultatopgørelsen, og korrigeres for udskudt skat. Der afsættes udskudt skat, idet en regnskabsmæssig nedskrivning ikke har påvirkning på den skattemæssige værdi af ejendommen. Den udskudte skat bidrager til det retvisende billede idet den udskudte skat, er et udtryk for et potentielt skattemæssigt tilgodehavende ved afståelse af ejendommen til den regnskabsmæssige værdi. Den udskudte skat reguleres årligt, som udtryk for forskellene imellem den regnskabsmæssige og skattemæssige værdi. Der kan udover udskudt skat som følge af forskel i ejendomsværdien tillige foretages afsættelse af udskudt skat for årets resultat, såfremt det forventes at selskabet fremadrettet kan finde anvendelse af fremførte skattemæssige underskud.

Ydermere er det væsentligt at oplyse at der ikke kan foretages skattemæssige nedskrivninger, hvorfor virksomheden ikke har mulighed for at modtage løbende skattefradrag for de foretagne nedskrivninger, og der er dermed ikke noget økonomisk incitament til at foretage nedskrivningen. Det er primært af samme årsag at selskabets ledelse oftest ikke er interesseret i at foretage nedskrivning af aktivmassens værdi.

Der forelagde et lovforslag, der omhandlede lagerbeskatning af ejendomme, som ikke blev vedtaget i 2022. Såfremt lovforslaget var trådt i kraft, var selskabet forpligtiget til hvert år at afregne skatten af de værdireguleringer der var foretaget på ejendommen. I perioder hvor markedet ser en nedadgående tendens vil dette have en positiv indvirkning på selskaberne likviditet idet selskabet vil modtage skatteværdien af nedskrivninger. Lovforslaget inkluderede alene koncernen med en ejendomsportefølje på 100 mio. kr. men forslaget vurderes at være interesseret i denne tid, hvor der opleves stigende løbende finansieringsomkostninger.

Værdiforringelseeffekten på balancen efter ÅRL §36.

Nedenfor er opstillet den regnskabsmæssige effekt på balancens poster i Lejeboligen ApS. Der er foretaget en simulering, hvor i der er sammenholdt med årsregnskabet 2021. Udviklingen for årsregnskabet 2022 er baseret på driftsudviklingen jf. ovenstående afsnit om resultatopgørelsen, samt indeholder den nye gældsammensætningen baseret på forventninger og de oplysninger der indhentet af tingbøgerne. Det antages at poster vedrørende leverandørgæld, forudbetalinger og deposita er uændrede. Ligeledes vedrørende gæld til

tilknyttede virksomheder, antages der at denne ikke afvikles, men alene forøges med foretagne rentetilskrivning.

Udover nedskrivningens påvirkning på selskabets grunde og bygninger, har nedskrivningen en negativ påvirkning på selskabets samlede balancesum. Udover den reducerede værdi for grunde og bygninger, medfører nedskrivningen en negativ egenkapital på t.kr. 1.763. Udover en negativ egenkapital er der tillige en række udfordringer forbundet forholdet imellem aktivmassen og den gæld der er etableret i forbindelse med finansiering heraf, samt selskabets soliditetsgrad som er påvises at være negativ. Den ratio forventes at tilvejebringe en vis usikkerhed fra regnskabsbrugerne.

Særligt banken har mulighed for at kræve den kortfristede bankgæld indfriet, hvilket vil resultere i yderligere understøttelse fra moderselskabet eller tvungen afståelse af dele af ejendomsporteføljen. Jf. nedenstående balance har selskabet en gæld på t.kr. 13.926, tilknyttet aktiver med en regnskabsmæssig værdi på t.kr. 11.966. Forholdet analyseres nærmere i afsnit om Going Concern.

Tabel 25 - Balance 2022 Lejeboligen ApS

Balance			2022	2021
AKTIVER				
Grunde og bygninger primo			14.145.918,00 kr.	14.165.100,00 kr.
Afskrivninger		-	19.182,00 kr.	19.182,00 kr.
Nedskrivninger		-	2.160.458,00 kr.	
Grunde og bygninger i alt			11.966.278,00 kr.	14.145.918,00 kr.
Tilgodehavende sambeskatning			- kr.	29.864,00 kr.
Udskudt skatteaktiv			483.741,00 kr.	- kr.
Likvider			- 8.926,53 kr.	101.335,00 kr.
AKTIVER I ALT			12.441.092,47 kr.	14.277.117,00 kr.
Passiver				
Egenkapital primo		-	85.062,00 kr.	40.000,00 kr.
Årets resultat		-	1.678.420,19 kr.	- 125.062,00 kr.
Skattefrit tilskud				
Egenkapital ultimo		-	1.763.482,19 kr.	- 85.062,00 kr.
Langfristed gældsforpligtigelser				
Realkredit 30 år u/afdrag			7.007.000,00 kr.	3.427.050,00 kr.
Bankgæld 20 År m/afdrag	3.120.259,80 kr.		2.964.246,81 kr.	- kr.
Gæld til tilknyttede selskaber			3.955.239,85 kr.	3.795.337,00 kr.
Langfristed gæld i alt			13.926.486,66 kr.	7.222.387,00 kr.
Kortfristet bankgæld			- kr.	6.864.434,00 kr.
Deposita			171.420,00 kr.	171.420,00 kr.
Modtagne forudbetalinger			90.774,00 kr.	90.774,00 kr.
Leverandørgæld			13.164,00 kr.	13.164,00 kr.
Skyldig skat			2.730,00 kr.	- kr.
Gældsforpligtigelser i alt			14.204.574,66 kr.	14.362.179,00 kr.
PASSIVER I ALT			12.441.092,47 kr.	14.277.117,00 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Pengestrømsopgørelse

Der er opstillet en pengestrømsopgørelse, som udviser at selskabet udover en den negative egenkapital for 2022 realiserer negativ likviditet og dermed har likviditetsbehov svarende t.kr 9, idet det forudsættes at selskabet ikke har en kassekredit. Dette betyder at moderselskabet skal tilvejebringe likviditeten. Endvidere skal det oplyses at der er gennemført gældskonvertering i henhold til oplysninger fra tingbogen, således at dele af bankgælden er konverteret til langfristet realkredit gæld. Det antages at den opnåede bankfinansiering udgør 20-årig serielån med en fast rente på 5 % p.a. Forholdet imellem bankfinansiering og finansiering hos tilknyttet virksomheder er baseret på forventninger.

Tabel 26 Pengestrømsopgørelse

Pengestrømsopgørelse			2022	2021
Resultat før skat		-	2.159.431,19 kr.	-154.926
Tbf. Af regnskabsmæssige afskrivninger			2.179.640,00 kr.	19.182
Ikke betaltbar renter tilknyttet virksomhed			189.766,85 kr.	45.337
Driftrelateret pengestrøm			209.975,66	-90.407,00
Afdrag bankgæld	-		156.012,99 kr.	
Adviklet bankgæld	-		3.744.174,20 kr.	
Optaget realkreditgæld			3.579.950,00 kr.	
Finansiering moderselskab			- kr.	
Ånskaftelse ejendomme				-14.165.000
Optaget gæld				14.316.842
Virksomhedskapital				40.000
Årets pengestrømme	-		110.261,53 kr.	101.435
Likvidebeholdning primo			101.335,00 kr.	0
Likvidebeholdning ultimo	-		8.926,53 kr.	101.435

Kilde: Egen tilvirkning

Forventninger til Going Concern i 2022 regnskab:

Med afsæt i ovenstående afsnit, og det forhold at selskabet på trods af positiv udvikling i den ordinære drift, realiserer et underskud som følge af nedskrivningen foreligger der en mulig usikkerhed om selskabets evne til at forsætte driften. Nærmere betegnet usikkerhed om Going Concern.

Det er væsentligt at påpege at en negativ egenkapital, som hovedregel ikke er nødvendigvis, har en effekt på selskabet usikkerhed om Going concern, men at den negative egenkapital alene tilvejebringer skærpede krav om vurdering heraf. Såfremt årsregnskabet resulterer i et tab på mere end 50% af selskabskapitalen jf. Selskabslovens §119, er selskabets ledelse forpligtiget til at redegøre og tage stilling til hvorvidt selskabets ledelse forventer at denne kan reetableres inden for rimelig tid.

Vurdering af Going concern relaterer sig den likviditetsmæssige situation i selskabet, hvorfor nærværende baseres på en analyse af pengestrømmene/likviditeten. Det fremgår af pengestrømsopgørelsen at selskabet uden understøttelse fra moderselskabet ikke har tilstrækkelig likviditet til at servicere sine gældsforpligtigelser.

Baseret på selskabets nuværende situation er der opstillet et likviditetsbudget for 2023, som vil kunne anvendes til at understøtte ledelsens og revisor vurdering af hvorvidt selskabet er i stand til at forsætte driften i minimum 12 måneder fra balancedagen. Som det fremgår af ovenstående pengestrømsopgørelse, realiseres der positive pengestrømme fra driftsaktiviteterne på t.kr. 210, og gældsafviklingen udgør t.kr. 320,

hvorfor der netto set er negativ likviditet svarende til t.kr. 110. Det medfører, at selskabet ultimo 2022 har et likviditetsbehov på t.kr. 9.

Tabel 27 Resultatbudget

Resultatopgørelse			Resultat Budget 2023	2022	2021
Bruttofortjeneste			568.398 kr.	568.398 kr.	4.488,00 kr.
Renteudgifter					
Rente af realkredit	3%	7.007.000,00 kr.	- 210.210,00 kr.	- 210.210,00 kr.	
Rente af gæld til tilknyttede	5%	- kr.	- 197.761,99 kr.	- 189.766,85 kr.	- 45.337,00 kr.
Renteudgifter pengeinstitutter	5%	2.808.233,82 kr.	- 140.411,69 kr.	- 148.212,34 kr.	- 94.895,00 kr.
Renteudgifter i alt			- 548.384 kr.	- 548.189,19 kr.	- 140.232,00 kr.
Af- og nedskrivninger			- 19.182,00 kr.	- 2.179.640,00 kr.	- 19.182,00 kr.
Resultat før skat			832,32 kr.	- 2.159.431,19 kr.	- 154.926,00 kr.
Skat af årets resultat			0	- 2.730,00 kr.	- 29.864,00 kr.
Regulering af udskudt skat			4.220,04	483.741,00 kr.	
SKAT AF ÅRETS RESULTAT			4.220,04	481.011,00 kr.	- 29.864,00 kr.
Årets resultat			5.052,36	- 1.678.420,19 kr.	- 125.062,00 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Det forventes at usikkerheden om Going Concern er forøget betragteligt for regnskabsåret 2022, hvorfor selskabets ledelse vil anbefales at der udarbejdes likviditetsbudget for det kommende år, og samtidig forholde sig til hvorledes de fremtidige driftsaktiviteter forbedres, således forholdet omkring kapitaltab ligeledes opfyldes.

Det ovenfor opstillede resultatbudget, er baseret på forventningerne til 2023. Det antages at selskabet bruttofortjeneste, renteforhold og afskrivninger er uændrede fra tidligere år. Resultatbudgettet udviser, at selskabet ikke har mulighed for at reetablere egenkapital ved forsat drift, idet resultat for 2023 forventes at udgør t.kr 5. Det begrænsede overskud for 2023 kan primært henføres til de omkostninger selskabet betaler for deres fremmedkapital. Virksomhedens ledelse vil derfor være nødsaget til at iværksætte øvrige tiltag for at kunne fortsætte driften.

Som løsningsmodel er der naturligvis også det forhold at forbedre soliditeten og dermed belåningsmuligheder i form at moderselskabet yder skattefri tilskud. Det betyder mellemværende med tilknyttede virksomhed udlignes og dermed forøger egenkapitalen. Baseret på ovenstående driftsforudsætninger har nærværende skattefrie tilskud følgende konsekvenser på resultatet og balance for 2023

Tabel 28 Resultatbudget med skattefrit tilskud 2023

Resultatopgørelse			Resultat Budget 2023
Bruttofortjeneste			568.398 kr.
Renteudgifter			
Rente af realkredit	3%	7.007.000,00 kr.	- 210.210,00 kr.
Rente af gæld til tilknyttede	5%	- kr.	- kr.
Renteudgifter pengeinstitutter	5%	2.808.233,82 kr.	- 140.411,69 kr.
Renteudgifter i alt			- 350.622 kr.
Af- og nedskrivninger			- 19.182,00 kr.
Resultat før skat			198.594,31 kr.
Skat af årets resultat			0
Regulering af udskudt skat			4.220,04
SKAT AF ÅRETS RESULTAT			4.220,04
EBITDA			202.814,35

Kilde: Egen tilvirkning

Resultatet forbedres for 2023 med t.kr 197, svarende til de renteomkostninger som er beregnet på mellemværende med tilknyttet virksomhed. Udover den positive indflydelse som ovenstående tilskud har på selskabets resultatopgørelsen, fremgår det på balancen at egenkapitalen forøget med t.kr. 3.955, svarende til effekten af årets resultat, samt konvertering af mellemregningen med moderselskabet ultimo 2022. Det antages at der ikke foretages renteberegning i 2023, og at tilskuddet er ydet i starten af 2023.

Tabel 29 Balancebudget 2023

Balance			Balance budget 23
AKTIVER			
Grunde og bygninger primo			11.966.278,00 kr.
Afskrivninger			19.182,00 kr.
Nedskrivninger			
Grunde og bygninger i alt			11.947.096,00 kr.
Tilgodehavende sambeskatning			
Udskudt skatteaktiv			487.961,00 kr.
Likvider			52.836,79 kr.
AKTIVER I ALT			12.487.893,79 kr.
Passiver			
Egenkapital primo		-	1.763.482,19 kr.
Årets resultat			202.814,31 kr.
Skattefrit tilskud			3.955.239,85 kr.
Egenkapital ultimo			2.394.571,97 kr.
Langfristed gældsforpligtigelser			
Realkredit 30 år u/afdrag			7.007.000,00 kr.
Bankgæld 20 År m/afdrag	3.120.259,80 kr.		2.808.233,82 kr.
Gæld til tilknyttede selskaber			- kr.
Langfristed gæld i alt			9.815.233,82 kr.
Kortfristet bankgæld			- kr.
Deposita			171.420,00 kr.
Modtagne forudbetalinger			90.774,00 kr.
Leverandørgæld			13.164,00 kr.
Skyldig skat			2.730,00 kr.
Gældsforpligtigelser i alt			10.093.321,82 kr.
PASSIVER I ALT			12.487.893,79 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Det skattefrie tilskud bidrager til en positiv egenkapital på t.kr 2.395, og dermed en forbedret soliditetsgrad. Dette bidrager til et positivt udtryk overfor selskabets regnskabsbruger, og kan formentligt tilvejebringe forbedrede belåningsmuligheder. Udover det forbedrede resultat som følge af det skattefrie tilskud fra moderselskaber, er der tillige positiv likviditet svarende til t.kr 62 forbundet med den ordinære drift.

Tabel 30 Pengestrømme 2023 med skattefrit tilskud

Pengestrømsopgørelse			
			2023
Resultat før skat			198.594,31 kr.
Tbf. Af regnskabsmæssige afskrivninger			19.182,00 kr.
Ikke betaltbar renter tilknyttet virksomhed			- kr.
Driftrelateret pengestrøm			217.776,31
Afdrag bankgæld		-	156.012,99 kr.
Årets pengestrømme			61.763,32 kr.
Likvidebeholdning primo		-	8.926,53 kr.
Likvidebeholdning ultimo			52.836,79 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående, medfører dette, at der realiseres positivt likviditet svarende til t.kr. 62, hvilket vurderes positivt. Udfordringen er at selskabet har opnået afdragsfrihed på realkreditfinansiering hvorfor nuværende driftsaktiviteter ikke er tilstrækkelig i forhold til at realisere det forventede likviditetsbehov når den 10-årige afdragsfrie periode ophører. Det betyder, at finansieringen af ejendommen ikke svarer til ejendommens afkast.

Udover de fremtidige likviditetsmæssige forhold, er der i henhold til markedsanalysen yderligere identificeret risici forbundet med dels ejendomsvurderingen såsom tomgang, markedslejen samt WACC. Sammenholdes dette med den nuværende finansieringsstruktur i selskabet indikerer dette at den anvendte WACC skal revideres, og dette medfører yderligere indikationer på nedskrivningsbehov. Disse faktorer er indregnet i nedenstående eksempel.

Baseret på gældstrukturen i selskabet for 2022, indikerer de relativt høje renteomkostninger, at selskabet alt andet lige måtte forvente et højere afkastkrav end de 4,75 % som er anvendt ved genberegning af kontantværdien for 2022. Ydermere oplyser ledelse i ledelsesberetningen i årsregnskabet for 2021, at de forventer at kunne reetablere egenkapitalen ved fortsat drift, hvilket understøtter at selskabet forventer et afkastkrav, der som minimum dækker selskabets renteomkostninger samt afskrivninger.

Tabel 31 WACC Lejeboligen ApS 2023

Den afkastbaserede model			
Boliglejemål I stk		6	
Antal kvm. I alt		607	
Gennemsnitlig kvm. leje pr. år		1.456 kr.	
Forventet tomgang pr. år		5,50%	
Bruttoleje			835.183 kr.
Driftsomkostninger:			
Anslået ejerforeningsudgift	2500 kr. pr. lejemål pr. måned	180.000 kr.	
Administration	3000 kr pr. lejemål	18.000 kr.	
Vedligehold	kr. 45 pr. kvm	27.315 kr.	
			225.315 kr.
Nettoleje			609.868 kr.
Fastsat afkastkrav/WACC			5,53%
Beregnet kontantværdi			11.028.362 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Den estimerede WACC for nærværende geografiske område vurderes at forøges som følge af markedsudviklingen i analyseperioden for 2023. Baseret på ovenstående forudsætningen og resultat af analysen for trekant-området vurderes WACC pr. 31.12.2023 at udgøre 5,53%, hvilket ud fra at ejendomsomkostningerne er uændret tilvejebringer dette yderligere nedskrivningsbehov.

De analyserede nedskrivningsbehov er beregnet baseret på den afkastbaserede model, som oftest findes anvendt i forbindelse med regnskabsaflægning. Den afkastbaserede model er oftest en mere simpel opgørelsesmetode, alternativt til DCF-modellen, hvorfor denne oftest bruges af revisorer og banken til at værdifastsætte selskabernes ejendomme.

Følsomhedsanalyse WACC

Såfremt der fastsættes et højere afkastkrav, vil det alt andet lige medføre en indikation på yderligere nedskrivning af ejendommen. Det vurderes derfor nærliggende at foretage en følsomhedsanalyse på ejendomsværdien baseret på ændring i værdien af afkastkravet. Nedenfor er opstillet en beregning der belyser udsvingene i ejendomsværdien ved ændring i afkastkravet. Yderpunkterne i følsomhedsanalysen er 4,25 % - 6 %. Nedenstående beregning påviser at ved ændring i afkastkravet fra 4,75 % i 2022 til 5 %, hvilke medfører et yderligere nedskrivningsbehov på t.kr 598, hvilket kan have væsentlig betydning for regnskabsbrugernes betragtning af årsregnskabet. Endvidere vil nærværende have betydning for selskabets belåningsmuligheder (kreditvurdering), hvorfor selskabets ledelse alt andet lige vil være interesseret i at indregne en lavere

nedskrivning baseret på disse forhold. I forhold til revisors perspektiv vil nærværende derimod tilsigte at der opnås tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis, hvorfor det afgørende er forudsætningerne der anvendes for nedskrivningen, herunder ledelsens tilvejebringelse af dokumentation for de udøvende regnskabsmæssige skøn.

Tabel 32 - Følsomhedsanalyse af WACC

		2022	2023
		Lejeboligen ApS	Lejeboligen ApS
Resultat af primær drift		568.398	609.868
Afkastprocent (incl. følsomhed)			
Ejendomsværdi v/afkastprocent	4,25%	13.374.071	14.349.835
Ejendomsværdi v/afkastprocent	4,50%	12.631.067	13.552.622
Ejendomsværdi v/afkastprocent	4,75%	11.966.274	12.839.326
Ejendomsværdi v/afkastprocent	5,00%	11.367.960	12.197.360
Ejendomsværdi v/afkastprocent	5,25%	10.826.629	11.616.533
Ejendomsværdi v/afkastprocent	5,50%	10.334.509	11.088.509
Ejendomsværdi v/afkastprocent	5,75%	9.885.183	10.606.400
Ejendomsværdi v/afkastprocent	6,00%	9.473.300	10.164.467
Bogført værdi ejendom		14.145.918	11.966.274
Margin i forhold til bogført værdi			
Margin ved afkastprocent	4,25%	-771.847	2.383.561
Margin ved afkastprocent	4,50%	-1.514.851	1.586.348
Margin ved afkastprocent	4,75%	-2.179.644	873.052
Margin ved afkastprocent	5,00%	-2.777.958	231.086
Margin ved afkastprocent	5,25%	-3.319.289	-349.741
Margin ved afkastprocent	5,50%	-3.811.409	-877.765
Margin ved afkastprocent	5,75%	-4.260.735	-1.359.874
Margin ved afkastprocent	6,00%	-4.672.618	-1.801.807

Kilde: Egen tilvirkning

Delkonklusion på den regnskabsmæssige effekt

Det fremgår af analysen på den regnskabsmæssige effekt at det analyserede markedsfald på op mod 15%-point for perioden 2022 & 2023, tilvejebringer væsentlige udfordringer for Lejeboligen ApS. Det vurderes at nærværende forventeligt vil tilvejebringe handlinger i forbindelse med revisionen. Ydermere forventes selskabets pengeinstitut at overveje hvorledes selskabets nuværende gældsstruktur kan vedligeholdes over de kommende 5-10 år, med særligt fokus på perioden for udløb af afdragsfriheden på Realkreditlånet. Det forekommer derfor naturligt at henlede opmærksomheden på den hvorledes de analyserede nedskrivninger påvirker selskabets revisor og pengeinstitut i henhold til den gældende lovgivning på området. Ligeledes fremgår det at relativt små ændringer i ledelsens regnskabsmæssige skøn, kan medføre at der forekommer usikkerhed om det retvisende billede i selskabets årsrapport.

Det retvisende billede

Den væsentligste årsag til krav om udarbejdelse af årsregnskabet for selskaber er at tilvejebringe regnskabsbrugerne et retvisende billede af selskabet aktiver og passiver samt dets finansielle stilling i henhold til Årsregnskabsloven §11.

Såfremt ovenstående ud fra revisors eller ledelsens betragtninger ikke kan overholdes, er selskabets ledelse forpligtet til i henhold til ÅRL § 11 stk. 2. at oplyser om dette i årsregnskabet. Særligt ÅRL §11 stk. 2. er væsentlig for revisor i forhold til at anfører usikkerheder i forbindelse med ledelsens opgørelse af ejendomsværdier. I tilfælde hvor revisor vurderer væsentlig usikkerhed forbundet med poster i årsregnskabet, har revisor to muligheder. At hæve erklæringstypen til revision herunder udvidet gennemgang, for på den måde at modificere sin revisionspåtegning. Såfremt ledelsen ikke ønsker at årsregnskabet skal overgå til en revisionserklæring, er revisor nødsaget til at fratræde sagen.

Lejeboligen ApS årsregnskab for 2021 er forsynet med en erklæring om udvidet gennemgang, som kategoriseres som en revisionserklæring. Den pågældende erklæringstype giver revisor mulighed for at anfører forhold om usikkerhed i påtegningen, såfremt denne vurderer særlig risiko forbundet med f.eks. ejendomsværdien. Det forventes at årsregnskaberne for 2022 og fremadrettet, generelt set oftere vil blive aflagt med en erklæring med højere grad af sikkerhed, dels grundet revisors oplysningsmuligheder men også generelt skærpende krav fra pengeinstitutterne. Alternativt kan der forventes at der fra pengeinstitutternes side kan anmodes om særskilt revision af særlige regnskabsposter.

Væsentlige værdireguleringer i årsregnskabet for 2022, kan i nogle tilfælde tilvejebringe uenigheder imellem ledelsen og revisor, idet revisor er forpligtet til at forholde sig kritisk til de regnskabsmæssige skøn som indeholdes i værdifastsættelsesmodellerne. For selskaber som ikke aflægger et årsregnskabs forsynet med

en revisionserklæring med høj grad af sikkerhed, er der fra revisors side umiddelbart ikke noget krav om at skulle forholde sig til værdiansættelsen af ejendommen, men baseret på størrelsen af de analyserede værdireguleringer forventes revisor i flere tilfælde at forholde sig til ejendomsværdierne ved assistanceerklæringer.

Kostprismetoden har anvendes grundet den relativ nemme opgørelsesmetode, og idet markedsvilkårene på ejendomsmarkedet har udviklet sig positivt og har der ikke været væsentlige udfordringer med hensyn til værdiansættelse. Med medfører at der fra revisors side grundet længere tids stigende ejendomsværdier ikke været væsentligt udfordringer med hensyn til usikkerheden af ledelsens fastsatte regnskabsmæssige skøn på ejendomme indregnet til kostpris. Det er overvejende af samme grund at revisorerne i 2020 oplevende en skærpelse af kravene for revisionen af den regnskabsmæssige skøn som defineres af ISA 540. Grundet den positive udvikling på ejendomsmarkedet for 2020 og 2021, vurderes 2022 at være første regnskabsår i analyseperioden hvor revisor vil skulle forholde sig til de regnskabsmæssige skøn som er påvirket af det nedadgående marked, der danner grundlag for værdiansættelsen af ejendomme.

Revision og efterprøvelse af regnskabsmæssige skøn

Revisor er forpligtet ved afgivelse af en erklæring med høj grad af sikkerhed at opnå tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis som underbygger at der er foretaget efterprøvelse af de væsentlige regnskabsposter, herunder værdifastsættelsen af ejendomme i årsregnskabet. Ledelsen har som tidligere benævnt mulighed for at indregne grunde og bygning efter 2 indregningsmetoder, ÅRL § 36 kostpris og ÅRL §38. Revisor er udover at kontrollere forudsætningerne for beregning af dagværdi efter ÅRL §38, ligeledes forpligtiget til at anmode ledelsen om at foretage nedskrivningstest såfremt ejendommen er indregnet efter ÅRL § 36. Ejendomme i årsregnskabet må maksimalt præsenteres til en værdi der er lavere eller identiske med den laveste værdi af genindvindingsværdien og den regnskabsmæssige værdi. Omtalte nedskrivningstest er vurderes at være relevant for 2022 og forventes tillige at forekomme hyppigere fremadrettet baseret på markedsanalysen.

Den regnskabsmæssige påvirkning i form af skærpelse af forhold i ISA 540, vurderes at have en væsentlig påvirkning på de selskaber hvis formål overvejende er ejendomsinvestering. ISA 540 ajourføring tilsiger blandt andet at revisor i langt højere grad skal udfordre ledelsens regnskabsmæssige skøn, med formål om at fremme en mere uafhængig og udfordrende skepsis igennem revisionen. Ovenstående budget for Lejeboligen ApS udviser et overskud på t.kr 5 eller t.kr 202 afhængig af forslaget om skattefrit tilskud. På trods af at budgettet overfor udviser minimalt overskud, fremgår det i ovenstående at relativt små ændringer i forudsætningerne for indtjening og WACC kan have væsentlig påvirkning på den beregnede kontaktværdi.

Den fremadrettede udvikling på ejendomsmarkedet vurderes at tilvejebringe en skærpet kontrol af revisors arbejde i henhold til ejendomsværdien, og forventeligt nogle nye lovforslag der kan bidrage til at klarlægge eller neutralisere effekten af ledelsens frihed til at fastsætte de regnskabsmæssige skøn.

De regnskabsmæssige udfordringer ved længere tids positiv værdiregulering

Lejeboligen ApS indregner selskabets ejendomme efter ÅRL §36 og tillige nystiftet primo 2021. Analysen påviser at selskabet, som følge af væsentlige værdireguleringer vil medføre udfordringer i forhold til selskabets finansielle stilling, herunder likviditeten som følge heraf. De markedsmæssige forhold medfører ikke alene udfordringer for selskabets såsom Lejeboligen ApS, men samtidig for selskabet som har anvendt likviditeten til eksempelvis udbytte udlodninger som har påvirket den likviditetsmæssige situation i selskabet. Selskaber som er vejetablerede og med væsentlige ejendomsporteføljer kan tillige fremkomme udfordret som følge heraf.

Selskaber som løbende har foretaget værdireguleringer efter ÅRL §38 til dagsværdi kan medføre udfordringer forbundet med negativ egenkapital og skærpede omstændigheder hos pengeinstitutterne. Dette skyldtes at selskaberne efter ÅRL §38, har mulighed for at udlodde udbytter baseret på de værdireguleringer der løbende er foretaget, idet værdireguleringer efter ÅRL § 38 indregnes som fri reserve på egenkapitalen. Væsentlige dele af egenkapitalen i selskaber med store ejendomsporteføljer, kan derfor udgøre skøn og med ejendomme er der særlig risiko grundet aktiverens værdi og andel af den samlede balancesum.

Markedet har over de seneste 5 år oplevet en positiv udvikling hvilken overordnet set har resulteret i positive dagsværdiregulering. Ligeledes har det i flere tilfælde grundet det lave renteniveau været muligt at opnå op imod 80 % finansiering til køb af ejendomme i selskabsregi. På baggrund af ovenstående analyse af markedsudviklingen generelt over de seneste 5 år, kan dette forventes at have påvirkning på selskabernes egenkapital i det tilfælde hvor 80 % af ejendommens kostpris er finansieret ved fremmedkapital. Ydermere viser ovenstående analyse indikationer på at boligmarkedet undergår en stigende tomgang, og at der hermed kan opstå udfordringer forbundet med selskabernes indtjening på ejendommen. Særligt selskaber som ved anskaffelse af ejendomme har optaget variabelt forrentede lån, vil medføre stigende rentekomkostninger.

Selskaber som har negativ egenkapital som følge af dagsværdireguleringerne medfører at selskabets ledelse skal oplyse herom i årsrapporten. Endvidere vurderes det relevant at undersøge hvorvidt den negative egenkapital er realiseret som følgen af dagsværdiregulering eller underskudsgivende drift. Begge forhold har betydning for vurdering af virksomhedens evne til at fortsætte driften. Ovenstående analyse af likviditeten i Lejeboligen ApS, indikerer at Lejeboligen ApS udover den væsentlige nedskrivning i 2022 og 2023, forventeligt ligeledes vil have likviditetsmæssige udfordringer. Lejeboligen ApS har opnået afdragsfrihed i 10 år, samt

et fastforrentet lån og har derfor på kort sigt ikke udfordringer med at servicere gældsforpligtigelserne. Såfremt selskabet ikke havde opnået fastforrentet lån, vil den likviditetsmæssige situation have væsentlig betydning for selskabets evne til at fortsætte driften på kort sigt.

Grundet de lave korte renter for perioden 2020 og 2021 har flere selskaber valgt denne lånetype, med henvisning til det førnævnte data fra Nationalbanken, hvilket kan have betydeligt effekt på selskabernes likviditet. Den variable rente Cibor 3 pr. 01.01.2022 udgjorde -0,27 % og stiger og pr. 01.01.2023 til 2,46%²⁷, hvilket kan tilvejebringe udfordringer forbundet med ledelsens udsagn om at ledelsen forventer egenkapitalen re-etableret ved fremtidig drift.

Efterfølgende begivenheder

Selskaber med ejendomme finansieret med variabel rente en væsentlig udvikling i rentekomkostninger fra 2022. Det er derfor væsentligt at kommentere på hvorvidt det kan forventes at der er tale om en begivenhed som bør nævnes i ledelsesberetningen i årsregnskabet for 2022.

I henhold til ledelsens aflæggelse af årsregnskabet særligt for 2022, er der i lighed med tidligere krav om at oplyse hvorvidt der efter balancedagen er tilvejebragt begivenheder som bør fremlægges i årsregnskabet for 2022. Ved betragtning af efterfølgende begivenheder skelnes der imellem regulerende og ikke regulerende begivenheder. Baseret på analyserne af markedsudviklingen for ejendommen forventes der at flere selskaber bør oplyse om efterfølgende begivenheder med hensyn til vurdering af ejendomsværdier. I henhold til IAS 10, som beskriver begivenheder som er indtruffet efter balancedagen, vurderes der ikke at være nogen indikation på hvorledes der er tale om en begivenhed som bør inkluderes. Dette betyder at den internationale standard ikke forudsætter et væsentlighedsniveau for hvornår en regulering stiller krav om oplysning.

Det forhold at der er tale om en generel markedssituation, vil ledelsen kunne argumentere for at der er tale om udvikling på et marked som regnskabsbrugere er bekendt med, og at en regulering på trods af væsentligheden er forventelig for selskabet.

Baseret på analysen vurderes reguleringer på op imod 15 % at være væsentlige og særligt i forbindelse med de rentestigninger som opleves i forbindelse med regulering af den korte rente 31.12.2022. Der er derfor en forventning om at regulering i den størrelsesorden, vil tilvejebringe behov for oplysning i selskabernes årsrapport for 2022. Fald i dagsværdien af investeringsejendomme kategoriseres som en ikke regulerende begivenhed, der er derfor alene oplysningspligt, men ikke krav om indarbejdelse i årsregnskabet for 2022.

²⁷ DFBF, 2023

Der er i forbindelse med oplysning af ikke regulerende begivenheder krav om præsentation opdelt på arten af regulering, samt et skøn over den økonomiske virkning af begivenheden.

Væsentlige efterfølgende begivenheder kan i særlige tilfælde påvirke revisors konklusion og forhold til vurdering af virksomhedens evne til at forsætte driften. En betragtning som revisoren for Lejeboligen ApS bør overveje om årsregnskabet for 2022 skal indeholde.

Delkonklusion på analysen af Lejeboligen ApS

Den analyserede effekt af markedsudviklingen i Lejeboligen ApS, vurderes ud fra opstillede forudsætninger at have væsentlig indflydelse på revisors arbejde i forhold til de regnskabsmæssige skøn som indeholdes i opgørelsen af kontantværdien på selskabet ejendomme, men ligeledes de forudsætninger som indeholdes i det budget som skal ligge til grund for selskabets evne til at forsætte driften. I situationer med så væsentlige værdireguleringer er det væsentligt at oplyse at hverken ledelsen eller revisor besidder de nødvendige kompetencer til at klarlægge den fremtidige udviklingen og som tidligere benævnt er det svært at finde sammenlignelige aktiver, der kan anvendes som afsæt til fastsættelse af den konkrete markedssituation. Revisors arbejde vurderes derfor at have særlig fokus på området for regnskabsmæssige skøn, og at revisor skal tilvejebringes tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis der understøtter konklusionen i revisor påtegningen. Baseret på forudsætningerne som er opstillet i årsregnskabet for 2022, bør revisor foreslå at ledelsen i Lejeboligen ApS, tilføjer selskabet yderligere kapital i form af skattefrit tilskud, idet resultatet for 2022 og budgettet for 2023 ikke indikerer at selskabet kan reetablere egenkapitalen ved ordinær drift.

Endvidere er det væsentligt at oplyse at få ændringer i de regnskabsmæssige skøn påvirker ejendomsværdien, hvilket kan medføre at selskabets finansielle stilling påvirkes i negativ retning. Baseret på den gældsammensætning som er i selskabet, kan det have betydning for selskabets finansieringsmæssige forhold såfremt pengeinstituttet identificerer risici.

Analyse af Lejebolig ApS finansielle stilling ud fra et bankperspektiv

I det førnævnte afsnit omkring den forventede regnskabsudvikling for Lejebolig ApS konkluderes det ret entydigt, at der er behov for nedskrivning af ejendomsporteføljen, både når man ser på den generelle markedsanalyse, men også når man udregner den konkrete værdi ud fra de opstillede forudsætninger i den afkastbaserede model. Med udgangspunkt i 2021 regnskabet kan det i balancen ses at selskabet har optaget gæld gennem realkreditinstitut og bank for godt 10 Mio, samt en mellemregning på knap 4 mio. Bank- og realkreditgælden er efterfølgende omlagt til en realkreditfinansiering med 2,0% i fast rente, for så vidt kr. 7.007.000 og bankgæld for kr. 3.284.484 jfr. det forrige afsnit.

Selskabets finansieringsstruktur er således baseret primært på fremmedkapital via realkredit og sekundært på en gæld til et tilknyttet selskab. I denne sammenhæng er det interessant at se på hvordan selskabet er stillet i forhold til den gæld der er optaget og hvordan renteutviklingen gennem 2022 har påvirket selskabets mulighed for omlægge sin finansiering og eventuelt optage mere finansiering.

Overordnet kreditvurdering af ejendomsselskaber

Helt overordnet kreditvurderes alle pengeinstitutters kunder ud fra en helt overordnet model, kaldet kredit-skamlen²⁸, som består af tre ben:

1. Debtors evne til at servicere en forpligtelse
2. Debtors vilje til at servicere en forpligtelse
3. Udefrakommende risici

I dette tilfælde er det ikke mulighed for at vurdere debtors vilje, hvorfor der ses bort fra dette ben og vurdere ud af at debitor opfylder denne del af kreditvurderingen.

Med udefrakommende risici forstås der både de generelle risici og de forhold der er afhængig af debitor, men i denne vurdering og analyse vil der alene blive kigget på de generelle udefrakommende risici, som jfr. den generelle markedsanalyse i høj grad relatere sig til renten. Dette er belyst i det foregående afsnit hvorfor det primære fokus i dette afsnit vil omhandle en vurdering af debtors evne til at servicere sine forpligtelser.

Den generelle definition af debtors evne er, at debitor skal kunne honorere nuværende og fremtidige ydelser på de optagne lån, samtidig med at det finansierede aktivs værdi skal stå på mål med den finansiering som aktivet er knyttet til.

²⁸ Finansiell Rådgivning – Erhverv, 2023

Nuværende finansielle stilling for Lejebolig ApS

For Lejebolig ApS vedkommende er det tidligere nævnt, at selskabet i 2022 har optaget et fast forrentet lån på 2%+1% i bidrag i alle selskabets ejendomme, alle lånene er ydermere afdragsfri i en periode, op til 10 år. Den resterende eksterne gæld er forudsat at være finansieret på et banklån med 20 års afvikling. Resultatopgørelsen viser foruden den ekstraordinære nedskrivning et resultat tæt på nul.

Likviditetsmæssigt er det forudsat at renterne til tilknyttede virksomheder ikke er betalbare, og årligt tilskrives gælden, således denne post ikke har likviditetsmæssige indvirkninger.

Ud fra disse forudsætninger der nedenstående likviditetsoverblik fremkommet:

Tabel 33 – Likviditet 2022 Lejeboligen ApS

Likviditet	
Bruttofortjeneste	568.398 kr.
Betalbare renter	- 350.621 kr.
Betalt SKAT	- 2.730 kr.
Selvfinansiering	215.047 kr.
Afdragsforpligtelser	- 156.013 kr.
Likviditetunderskud	59.034 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Der estimeres i henhold til ovenstående opgørelse et likviditetsoverskud på kr. 59.034 som set i forhold til selskabets samlede eksterne gæld på 10,1 mio. vurderes at indikere usikkerhed. Opgørelsen af pengestrømme er i midlertidigt for 2022 ikke identisk med de beregnede pengestrømme som er opgjort under afsnittet om den regnskabsmæssige effekt. Dette begrundet med at pengeinstituttet alene tager udgangspunkt i løbende og tilbagevendende omkostninger, hvorfor omkostninger forbundet med låneomkostninger, vurderes som ikke tilbagevendende omkostninger som har fremtidig påvirkning på selskabet likviditet.

Idet realkreditgælden er fastforrentet, er der ingen renterisiko på denne del, men for så vidt angår bankgælden er denne fuldt ud variabel forrentet og andrager 3,1 mio. og der er således alene plads til en marginal rentestigning på 1,89% førend likviditetsoverskuddet vil være væk.

$$\frac{59.034}{3.120.259} = 1,89\%$$

Ud fra et finansieringsmæssigt synspunkt er dette forhold et væsentligt risikoparameter at inddrage i risikovurderingen af kunden.

Når selskabet afdragsfrihed på realkreditfinansieringen ophøre vil selskabet skulle afdrage gælden i den tilbageværende periode, hvorpå det antages at afdragsfriheden ophører når der er 25 år tilbage af løbetiden, vil den årlige afdragsforpligtigelse være kr. 280.280 og likviditetsoverskuddet vil således også være væk:

$$\frac{7.007.000}{25} = 280.280$$

Der er således også en væsentlig risiko forbundet med hvornår denne afdragsfrihed udløber. Selskabet har selvfølgelig mere tid til at håndtere denne risiko jo længere ude i fremtiden udløb ligger, og vice versa.

Selskabet er således i høj grad rentefølsom idet både aktiverne er renterelateret, og fordi de er finansieret med en stor del rentebærende gæld. Denne risiko har ledelsen forsøgt at afdække idet man i 2022 har optaget et fast forrentet lån på t.kr. 7.007 som afdækker renterisikoen på størstedelen af gælden. Lånet er baseret på fastforrentede obligationer som selskabet som pt. ligger i omkring kurs 80 (20/4-2023)²⁹ Obligationerne har som følge af renteændringerne også undergået en stor værdiudvikling og dermed faldet markant i kurs. Dette bevirker at Lejebolig ApS har en stor urealiseret kursgevinst på sin gæld, som alt andet lige vil ligge i niveau 1,4 Mio:

$$kr. 7.007.000 * 0,8 = 5.605.600$$

Hvis selskabet vælger at realisere denne gevinst ved at indfri lånet, vil der kunne indregnes en kursgevinst i selskabets resultatopgørelse, der i høj grad vil forbedre resultatet.

Lejebolig ApS mulighed for at omlægge lån.

Med henvisning til foregående afsnit, er der alt andet lige flere udfordringer for selskabet, som delvist vil kunne løses ved at indfri det optagede realkreditlån.

Dette er også tilfældet for mange personer og virksomheder idet at konverteringsbeløbet i 2022 nåede op på rekordbeløb: 375 mia. kr.³⁰

Det antages at Lejebolig ApS også ønsker at indfri og omlægge sit lån til et tilsvarende lån, vil der skulle foretages en vurdering af hvilket alternativt lån selskabet vil kunne optage. Når man slår op på realkreditinstitutternes hjemmeside, vil man kunne se at det gængse lån på et 5% fast forrentet lån, som kan optages til kurs 99³¹.

²⁹ Nasdaq, 2023, 2%

³⁰ Hansen, 2023

³¹ Nasdaq, 2023, 5%

Der er valgt at fokusere på omlægning til et fastforrentet lån, men afsæt i at selskabets finansiering i dag er baseret på fast rente, og ud fra at pengeinstituttet også altid forholder sigt til finansiering med fast rente. jfr. afsnittet omkring pengeinstituttets rolle i omlægning af realkreditlån, skal ejendommen kunne bære/servicere et lån med fast rente og afdrag.

Lejebolig ApS vil således skulle bruge et lån på: (Afrundet)

$$\frac{5.605.600}{0,99} = 5.663.000$$

Lånet vil skulle forrentes med 5% plus et administrationsbidrag til kreditforeningen, som antages at udgøre 1%.

Under antagelse af at selskabet foretager denne omlægning af realkreditlånet og under forudsætning af at de øvrige passivposter er uændret i forhold til den oprindelige resultatopgørelse vil der fremgå følgende ændringer i resultatopgørelsen

Tabel 34 – Konsekvensberegning låneomlægning

Resultatopgørelse			M. Omlægning	Oprindelig
			2022	2022
Bruttofortjeneste			568.398 kr.	568.398 kr.
Renteudgifter				
Rente af realkredit	6%	5.633.000,00 kr.	- 337.980,00 kr.	- 210.210,00 kr.
Rente af gæld til tilknyttede	5%	3.795.337,00 kr.	- 189.766,85 kr.	- 189.766,85 kr.
Renteudgifter pengeinstitutter	5%	2.964.246,81 kr.	- 148.212,34 kr.	- 148.212,34 kr.
Renteudgifter i alt			- 675.959,19 kr.	- 548.189,19 kr.
EBTDA			- 107.561,19 kr.	20.208,81 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Af nedenstående kan det konstateres at resultatet før af- og nedskrivninger og skat går fra at være svagt positivt til at være negativ med kr. 107.561. Virksomheden vil således alt andet lige, skulle drifte med underskud i de kommende år, for at kunne realisere kursgevinsten.

Denne eventuelle omlægning vil endvidere have betydning for de øvrige risikoelementer belyst i forrige afsnit idet det begrænsede økonomiske råderum der trods alt var, i den oprindelige resultatopgørelse nu er væk, og sårbarheden er øget.

Ydermere henvises der til Lov om realkredit §5³² hvori det fremgår at den maksimale tilladte belåningsgrænse for ejendomme med boligformål er 80%, af den opgjorte kontante handlesværdi.

I den sammenhæng er det væsentligt at bemærke, at den kontante handlesværdi er realkreditinstituttets interne værdi der vil basere sig på en afkastbaseret model og oftest vil være mere forsigtig i skønssættelsen end investor, med henvisning til figur ” Genberegnet ejendomsværdi Lejeboligen ApS” der beregner en værdi på 11.966.276 kr. vurderes der ikke at være udfordringer med at holde belåningen under 80%.

Dog er det væsentligt at bemærke, at der således pga. de likviditetsmæssige regler ikke er muligt at opnå en 80% belåning, som eller var kutymen i lavrentemiljøet fra 2021 og der forinden.

Pengeinstituttets rolle i omlægning af realkreditlån

Ud fra de definerede risikoelementer, og de opstillede forudsætninger om at der anvendes en ejendomskunde der har foretaget ejendomsinvesteringerne på et uheldigt tidspunkt, men alt andet lige har muligheden for at realisere en kursgevinst, der kan beskytte egenkapitalen i selskabet delvist.

Alt andet lige vil det også være i pengeinstituttets interesse at få realiseret kursgevinsten, for at beskytte kundens egenkapital og i sidste ende også pengeinstituttets tilgodehavende i selskabet.

Med henvisning til ledelsesbekendtgørelsen for finansielle institutter, er det bekendtgjort at finansiering af ejendomme til udlejning – privat eller erhverv – skal den enkelte ejendom kunne betale finansiering med faste renter og afdrag på den finansiering som påhviler ejendommen.³³ Dette understøttes ydermere af vejledningen fra finanstillstyret der er udsendt d. 22/6-2022 hvori det igen påpeges at dette princip er gældende for den enkelte ejendom. Således at forstå: Hvis en investor har flere ejendomme der leverer et positivt likviditetsoverskud ud fra ovenstående principper, men ønsker at finansiere en ejendom med lån der ikke lever op til ovenstående, kan det ikke lade sig gøre på trods af at gælden kan betales af overskuddet på ejendommen i den øvrige portefølje.

Da Lejebolig ApS udlejnings portefølje ikke kendes helt ned på lejeniveauer på de enkelte ejendomme kan det ikke vurderes om der er nogle ejendomme der vil kunne bære fast rente og afdrag på finansieringen.

Selskabets portefølje kendes dog på generelt niveau, ligesom der er foretaget en vurdering af hvordan lejeniveauet og omkostningerne forventeligt er, kan der konstateres en bruttofortjeneste på t.kr. 568, samtidig med at den eksterne gæld inkl. gælden til pengeinstituttet andrager kr. 8.597.246 inkl. eventuel kursgevinst

³² Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2002

³³ Erhvervsministeriet, 2019

på det oprindelige realkredit lån som indfries. Med det udgangspunkt kan ydelsen på en fastforrentet finansiering af den samlede gæld beregnes:

Tabel 35 – Ydelsesberegning ved fastrente

Samlet lån	8.597.246,81 kr.
Rente	6%
Løbetid	30
Beregnet årlig ydelse	-589.227,00 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Dette viser at bruttofortjenesten er lavere end den beregnede ydelse og dermed vil selskabet ikke i sig selv kunne betale sine forpligtigelser.

Med dette udgangspunkt vil Lejebolig ApS ikke kunne omlægge sine lån selv om selskabet vil kunne opnå en afdragsfri periode på lånet og derved have positiv likviditet, ej heller vil det være en mulighed for dem at vælge en anden rente type der vil have en lavere nominel rente og give selskabet positivt likviditetsoverskud.

Såfremt der foretages en konkret vurdering af hvilke alternative muligheder selskabet har, kan der findes anvendelse af ovenstående ydelsesberegner, og holde det op imod den likviditetsskabelse der er i selskabets bruttofortjenesten. Der tages i denne sammenhæng ikke højde for renter til tilknyttede virksomheder, idet disse som tidligere benævnt forudsættes ikke betalbare og renteudgifterne tilskrives gælden løbende, således gælden ikke har indvirkning på selskabets likviditet.

Ved anvendelse af målsøgningsfunktionen i Excel er der med afsæt i samme forudsætninger omkring renter og løbetid- er der beregnet en hovedstol på kr. 8.293.336.

Tabel 36 – Beregning af mulig hovedstol ved fastrente

Samlet lån	- 8.293.336,65 kr.
Rente	6%
Løbetid	30
Beregnet årlig ydelse	568.398,00 kr.

Kilde: Egen tilvirkning

Således er der en negativ forskel på det behov som virksomheden har behov for i finansiering og det beløb som ejendomsporteføljen kan bære på kr. 303.910. Det vil sige, at disse likvider vil skalskabet skulle finde andet steds, hvilket umiddelbart med afsæt i regnskabet ikke kan lade sig gøre. Det vil således være op til kapitalejeren at vurdere om de vil og kan øge gælden med differencen

Samlet risikovurdering af Lejeboligen ApS

I henhold til Ledelsesbekendtgørelsen for finansielle institutter, er pengeinstitutterne forpligtet til at risikoklassificere sine eksponeringer løbende og altid i forbindelse med indlevering af nye regnskabsoplysninger. Denne praksis betyder at Lejeboligen ApS, har modtaget en given risikoklasse, da dets pengeinstitut finansierer virksomhedens ejendomskøb, på baggrund af de økonomiske oplysninger og sikkerheder som er stillet for eksponeringen. Denne risikoklasse er oprindeligt sat ud fra en drift, der hang sammen med de forpligtigelser som selskabet havde på daværende tidspunkt. Forudsætningerne for disse forpligtigelser er som bekendt markant ændret og selskabet er med afsæt i ovenstående analyse ikke fuldt ud i stand til at honorere disse på tilfredsstillende vis.

Dette betyder, at det pengeinstitut der har finansieret Lejeboligen ApS, skal revurdere om den risikoklassifikation der oprindeligt er givet fortsat er korrekt. Alt andet lige vurderes der at være et behov for at ændre denne risikoklassifikation i nedadgående retning, hvilket har betydning for både Lejeboligen ApS og for pengeinstituttet.

De konsekvenser der er for Lejeboligen ApS, vil altid afhænge af den enkelte situation, og de forhold der gør sig gældende som ikke er offentligheden kendt, så som den koncern som Lejeboligen ApS er en del af og de sikkerheder der måtte være stillet af tilknyttede virksomheder og eller den reelle ejer. Hvis der et kort sekund ser bort fra disse forhold, vil en risikoklasseændring i nedadgående retning alt andet lige betyde et større risikotillæg på den rente som skal betales til pengeinstituttet, som kommer oven i den ændring, som er kommet på grund af de markedsmæssige ændringer. Dertil kommer at pengeinstituttet alt andet lige vil betinge fortsat finansiering af en stærkere sikkerhedsstillelse fra Lejeboligen ApS, som kan være i form af pant i ejendomme, kautioner og tilbagetrædelseserklæringer.

For Pengeinstituttet har risikoklassifikationen også en betydning, idet pengeinstitutter i højere grad skal kapitalreservere til deres eksponeringer, ud fra hvilken risikoklassifikation de enkelte eksponeringer har. Denne reservation er implementeret sammen med Basel direktiverne, og senest "Basel III" direktivet.³⁴

Dette betyder at den kapital som pengeinstituttet har reserveret til imødegåelse af tab på sin eksponering mod Lejeboligen ApS skal øges. Det er denne øgede kapitalreservation, der også betyder at Lejeboligen ApS vil skulle forrente dets bankgæld med et større risikotillæg.

³⁴ Den Europæiske Centralbank, 2010

Hvis der kan stilles yderligere sikkerheder for eksponeringen, vil kapitalreservationen falde igen, idet den del af eksponeringen der ikke er sikkerhed for skal kapitalbelastes hårdere end den del der ikke er sikkerhed for.

Disse ovenstående effekter kan betyde, at Lejeboligen ApS tvinges til at realisere nogle af aktiverne, hvis der ikke kan stilles yderligere sikkerheder, eller hvis der ikke kan honoreres en højere rentebetaling end den der allerede er lagt ind som følge af de markedsræssige ændringer.

Delkonklusion

Generelt kan det konkluderes, at Lejebolig ApS har en likviditetssituation hvor selskabet kun lige generere nok likviditet til at servicere de delvist afdragsfrie forpligtigelser, og i høj grad vil være likviditetsræssigt udfordret ved yderligere rentestigninger. Ydermere er der en væsentlig risiko på hvornår afdragsfriheden udløber, idet selskabet alt andet lige ikke generere nok likviditet til at honorere disse afdrag.

Lejebolig ApS har den fordel at have fast rente på sin realkreditfinansiering, hvorved der er tilkommet selskabet en u realiseret kursgevinst på ca. 1,4 mio. Denne kursgevinst vil kunne opnås ved indfrielse af det nr-værende realkreditlån. Lånet vil alt andet lige skulle omlægges, og der er foretaget en analyse af konsekvenserne ved en eventuel omlægning. Det viser sig at selskabet ganske enkelt ikke kan generere positiv drift ud fra de opstillede forudsætninger hvis de vælger at lægge lånet om.

Set med pengeinstituttets briller, er denne låneomlægning i udgangspunktet en positiv ting, der vil kunne stille pengeinstituttet bedre. Der er meget regulering på området fra primært finansilsynets der tilsiger at ejendomme i sig selv skal kunne betale den tilknyttede gæld når denne omlægges til fast rente med afdrag over 30 år. Ved beregning af selskabets samlede eksterne gæld inkl. bankgæld og beregning af ydelse ved fast rente på 5% og afdrag over 30 år kan det konstateres at selskabet ikke ud fra de opstillede forudsætninger har positiv likviditet og derfor ikke alene med afsæt i lovgivningen vil kunne gennemføre den omtalte omlægning. Selskabet er således låst af den nuværende finansiering.

Fremadrettet ser Lejeboligen ApS og dets pengeinstitut ind i nogle udfordringer, der kommer sig af en antaget/forventet nedjustering af Lejeboligen ApS risikoklasse, som pengeinstituttet skal foretage på baggrund af ledelsesbekendtgørelsen for finansielle institutter. Dette betyder en øget kapitalbelastning for pengeinstituttet, som alt andet lige vil betyde at der stilles krav om yderligere sikkerheder fra Lejeboligen ApS side og et større risikotillæg, således rentebetalingen også stiger. I yderste konsekvens kan dette også betyde af Lejeboligen ApS skal sælge nogle af dets aktiver.

Investors perspektiv i forhold til en alternativ investering.

Investering i ejendomme med udlejning for øje er pr. definition med profit og afkast for øje, hvilket også er skarpt defineret i afsnittet omkring afgrænsning. Således er investering i ejendomme et alternativ til alle andre placeringsmuligheder, som en given investor har, det kunne være aktier eller obligationer.

Dette må også være Lejebolig ApS og dennes kapital ejers intention og plan for at foretage investeringerne i ejendommene.

I denne sammenhæng forholder man sig som investor til, ved hvilken egenkapitalforrentning man opnår, den interne rente af det beløb som kapitalejeren har indskudt i virksomheden, hvad end det er som selskabskapital eller via et lån til selskabet fra moderselskabet eller en anden tilknyttet virksomhed.

For 2022 opgøres dette jfr. den opstillede balance som summen af selskabskapitalen på kr. 40.000 og gæld til tilknyttede virksomheder på kr. 3.795.337 i alt kr. 3.835.337 som er det beløb som kapitalejeren har investeret og lånt til selskabet. Dette tal kaldes Capital employed og er begrebet for den kapital, som er anvendt i relation til den givne investering.

Hvis der tages udgangspunkt i den situation der var i starten af 2022 i forhold til renteudgifterne i virksomheden, ville renterne være 2,5% lavere end i udgangen af 2022 jfr. den forrige graf "effektiv rentesats inkl. bidrag (pct.) (kun normallån)". Under denne forudsætning antages det at bankgælden skulle forrentes med 2,5% frem for 5,0% som er forudsat i den oprindelige resultatopgørelse og balance. Dette bevirker en halvering af renteudgifterne til banken, mens renteudgifterne til realkreditlånene er de samme idet renten herpå er fast. I forhold til forrentning af gælden til den tilknyttede virksomhed, beregnes der i denne sammenhæng ikke renter heraf, da det i forhold til beregning af egenkapitalforrentning, betragtes som en del af egenkapitalen.

Nedenfor vises beregning af Retur Of Capital Employed (ROCE) i det nuværende scenarie for 2022 og for 2022 uden den rentestigning der har været.

Tabel 37 – Forrentning af egenkapital ved fastrente

Nuværende rente - Efter stigning			2022
Bruttofortjeneste			568.398 kr.
Renteudgifter			
Rente af realkredit	3%	7.007.000,00 kr.	- 210.210,00 kr.
Rente af gæld til tilknyttede	0%	3.795.337,00 kr.	- kr.
Renteudgifter pengeinstitutter	5%	2.964.246,81 kr.	- 148.212,34 kr.
Resultat før af- og nedskrivninger			209.976 kr.
Oprindelig rente - inden stigning			2022
Bruttofortjeneste			568.398 kr.
Renteudgifter			
Rente af realkredit	3%	7.007.000,00 kr.	- 210.210,00 kr.
Rente af gæld til tilknyttede	0,00%	3.795.337,00 kr.	- kr.
Renteudgifter pengeinstitutter	2,50%	2.964.246,81 kr.	- 74.106,17 kr.
Resultat før af- og nedskrivninger			284.082 kr.
		2022	
Selskabskapital		40.000,00 kr.	
Gæld til tilknyttede selskaber		3.795.337,00 kr.	
Capital employed			3.835.337,00 kr.
Nuværende rente - Efter stigning			5,47%
Oprindelig rente - inden stigning			7,41%

Kilde: Egen tilvirkning

Heraf fremgår det at ROCE beregnes til 5,47% i det aktuelle scenarie for 2022, mens det ville have været på 7,41% under forudsætning af at renterne ikke havde steget, hvilket alt andet lige også er det niveau som kapitalejeren havde forventet ud fra de renteniveauer der har være på købstidspunktet.

Hvis virksomhedens realkreditgæld havde været variabelt forrentet, havde denne forskel være endnu større idet renteudsvingene herpå også ville have slået igennem på den stor del af gælden. Med henvisning til grafen "graf "effektiv rentesats inkl. bidrag (pct.) (kun normallån)" var den effektive rente på realkreditlån i 12 måned 2021 på 1,23 % mens den var steget til 3,63% i december måned 2023. Såfremt det af det konkrete eksempel forestilles at virksomheden havde optaget et variabelt forrentet lån på kr. 7.007.000 frem for det fast forrentede lån som de valgte, ville beregningen af ROCE have set således ud:

Tabel 38 – Forrentning af egenkapital ved variabel rente

Nuværende rente - Efter stigning - variabel realkredit			2022
Bruttofortjeneste			568.398 kr.
Renteudgifter			
Rente af realkredit	3,63%	7.007.000,00 kr.	- 254.354,10 kr.
Rente af gæld til tilknyttede	0%	3.795.337,00 kr.	- kr.
Renteudgifter pengeinstitutter	5%	2.964.246,81 kr.	- 148.212,34 kr.
Resultat før af- og nedskrivninger			165.832 kr.
Oprindelig rente - inden stigning - variabel realkredit			2022
Bruttofortjeneste			568.398 kr.
Renteudgifter			
Rente af realkredit	1,23%	7.007.000,00 kr.	- 86.186,10 kr.
Rente af gæld til tilknyttede	0,00%	3.795.337,00 kr.	- kr.
Renteudgifter pengeinstitutter	2,50%	2.964.246,81 kr.	- 74.106,17 kr.
Resultat før af- og nedskrivninger			408.106 kr.
		2022	
Selskabskapital		40.000,00 kr.	
Gæld til tilknyttede selskaber		3.795.337,00 kr.	
Capital employed			3.835.337,00 kr.
Nuværende rente - Efter stigning			4,32%
Oprindelig rente - inden stigning			10,64%

Kilde: Egen tilvirkning

Hvis virksomheden havde valgt en variabel rente ville ROCE uden rentestigningerne have været på 10,64 frem for 7,31%, men fordi renterne er steget falder ROCE til 4,32% frem for at falde til 5,27% idet at virksomheden har sikret renten.

Således kan det konkluderes, at med en fast rente finansiering går investor lidt på kompromis med sin egenkapitalforrentning, men sikrer sig således at niveauet ikke falder i samme omfang.

Med disse oplysninger omkring ROCE og vidende omkring hvordan renten påvirker ROCE og hvilken betydning det har, om man har valgt fast eller variabel rente, kan der foretages en vurdering af hvilken alternativ investering Investor vil kunne foretage sig. Dette spørgsmål er tidligere behandlet i denne rapport under afsnittet Cost of Equity hvor der henvises til i professor Aswath Damodaran (f. 1957) rapport for ERP der pt

andrer 5,94%. Dette data er pr. primo 2023 og ikke lig den periode som der er vurderet ud fra i ovenstående regneeksempel.

Derfor er der fundet oplysning omkring hvad ERP er i USA, hvilket i store træk er et sammenligneligt land for så vidt angår ERP, idet tallet er den samme i den offentliggjorte rapport, som der tidligere er henviset til pr. primo 2023. Der er fundet data på at ERP i USA i 2022 udgjorde 5,5%³⁵ hvilket er det tal som er udgangspunktet for denne sammenligning.

I forhold til et spænd i ROCE fra 4,32% til 10,64% alt efter om der er valgt fast eller variabel rente i beregningseksemplet, og om renten stiger eller ej, vil der være nogle af scenarierne der ikke leverer et tilfredsstillende afkast i forhold til hvilket alternative afkast der kan opnås.

Der skal i denne sammenhæng også vurderes på risikoen, relativt til markedet, idet det i det konkrete eksempel er en meget afgrænset investering i udlejningsejendomme i Vejle, hvorimod ERP, som der sammenlignes med er markedsafkastet, som er noget mere risikoavers og med markant bedre spredning. For at kunne sammenligne ERP og ROCE skal betaværdien vurderes.

Pr. definition er betaværdien for ERP 1 jfr. tidlige afsnit i analysen vedr. WACC. For så vidt angår Trekantområdet er betaværdien 1,31 jfr. tidligere beregninger.

Der er beregnet et sammenligningstal som skal ses i forhold til den oplyste ERP på 5,5% som er beregnet ved at opstille de fire scenarier og trække betaelementet ud af ROCE for på den måde at have et sammenligningstal hvor risikoen er sammenlignelig i forhold til ERP

Tabel 39 – Sammenligning af egenkapitalforrentning med markedsafkast

		Betaværdi	Sammenligningstal
Fast rente realkredit uden stigning	7,41%	1,31	5,111%
Fast rente realkredit med stigning	5,47%	1,31	3,778%
Variabel rente realkredit uden stigning	10,64%	1,31	7,342%
Variabel rente realkredit med stigning	4,32%	1,31	2,983%

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenfor fremgår det at kapitalejeren i starten af 2022 inden rentestigningen, og med det fastforrentede lån der blev optaget så ind i en ROCE på 7,41% og ruset for risikotillægget ville det svare til et afkast på 5,111% som skal ses i forhold til et alternativ afkast på 5,5%, således en smule under hvad man kunne forvente. Nu

³⁵ Statista, 2022

hvor renten er steget på den variabel bankfinansiering, er dette sammenlignings tal faldet til 3,778% og en del lavere end det alternativ afkast man kan opnå.

Hvis udgangspunktet havde været et andet og investor havde valgt en variabel forrentet realkreditgæld med en lavere rente vil sammenligningstallet være helt oppe på 7,342% og levere markant bedre end det alternative afkast der kan opnås. Omvendt ville det med de rentestigninger der har været også være med denne finansiering man ville få det største fald i ROCE og sammenligningstallet idet tallet falder til 2,983%.

Overordnet kan man sige at, inden de rentestigninger der har været i løbet af 2022 indtraf ville investering i ejendomme med udgangspunkt i eksemplet give et afkast der renset for risikotillæg på grund af geografisk placering, der vil være på niveau eller noget højere end det alternative afkast, der ville kunne opnås i aktie markedet. Dette alt afhængig af hvilken renteprofil der ligger på investors finansiering. Det fremgår tillige at efter de markante rentestigninger der er kommet i løbet af 2022, er det blevet væsentligt mindre interessant at have investeringsejendomme idet det alternative afkast vil overstige det afkast der ville kunne opnås i investeringsejendomme, uagtet om investor i det konkrete eksempel har valgt at låse sin realkreditrente på et gunstigt tidspunkt.

Diskussion af ejendomsselskaber fremtidige drift

Med afsæt i analysen og de delkonklusioner der er udarbejdet, er det nærliggende at spørge sig selv om; "giver det overhovedet mening af fortsætte med at drive og finansiere ejendomsselskaber som er i den samme situation som Lejeboligen ApS".

Sandheden er jo, at Lejeboligen ApS kunne være et hvilket som helst ejendomsselskab der har købt investeringsejendomme i 2021 og for den sags skyld også før det, med en spinkel egenkapital, og eller en stor mellemregning til et tilknyttet selskab eller stor fremmedfinansiering.

Det er svært af fastlægge hvor mange selskaber det drejer sig om, men der vil være en del virksomheder der vil være ramt, af analysens konklusioner.

Dertil skal det også bemærkes at virksomheder med samme type aktiver men stærkere kapitalforhold også rammes på samme måde som førnævnte Lejeboligen ApS, men konsekvenserne for de bedre kapitaliserede selskaber er ikke nær så store.

Den fremadrettede udvikling med et finansielt afsæt

Der er ingen tvivl om, at man på baggrund af ovenstående analyse, startende med de vurderede fald der analyseres vil være en væsentlig udfordring for selskaber der er eksponeret mod investeringsejendomme.

Vurderes den konkrete virksomhed Lejeboligen ApS, er der flere udfordringer som også den finansielle samarbejdspartner vil rejse kritiske spørgsmål omkring. De væsentligste svaghedspunkter er, den likviditetsskabelse som virksomheden præsterer, er lav i forhold til de forpligtigelser som selskabet har, der er ganske enkelt ikke likviditet til at servicere de rente- og afdragsforpligtigelser som selskabet har påtaget sig. Dette ses særligt i den skønnede resultatopgørelse der er for 2022 og det resultatbudget der er lavet for 2023. Det andet væsentlige svaghedspunkt er, den manglende egenkapital der allerede ses i det aflagte 2021 regnskab men i særdeleshed i den skønnede balance for 2022 hvor egenkapitalen bliver stærkt negativ.

Disse svaghedstegn er med finansielle briller ret alvorlige, hvilket skyldes flere ting. Men frem for alt er finansielle institutter som bekendt underlagt tilsyn fra Finanstilsynet og risikoklassificerer deres eksponeringer, og ud fra denne skal kapitalreservere ud fra de enkelte eksponeringer.

Med henvisning til den samlede risikovurdering af Lejeboligen ApS, synes det usandsynligt at selskabet kan opretholde den bankgæld der er på nuværende tidspunkt uden at der vil blive strammet op på de vilkår og sikkerheder der er stillet.

Dette gør sig også i mere eller mindre grad også gældende for alle andre ejendomskunder, og et naturligt spørgsmål der rejser sig som følge af dette er om finanssektoren som helhed bør foretage en hensættelse til imødegåelse af tab på dets ejendomskunder. Dette Spørgsmål er svært at svare på for nuværende og også i høj grad afhængig af hvorledes markedet som helhed udvikler sig, både i forhold til handelspriser, men også i forhold til, om der kan findes en løsning på de problematikker der identificeres i forhold til virksomhedernes årsrapporter og de låne og finansieringsvilkår som pengeinstitutterne stiller, da disse også har en væsentlig påvirkning på markedet.

Set med finansielle briller ser man ind i en stor ændring på markedet, der kommer fra et unaturligt lavt renteniveau, der har medført store værdistigninger og finansiering på enormt gunstige vilkår, dette har også åbnet døren for mange investorer og naturligt tiltrukket sig flere investorer i en periode hvor det har været svært at finde et stabilt afkast i obligationer og lignende. Disse investorer står nu til at få alvorlige problemer med deres investeringer, et er at der ses ind i et tab på den korte bane, et andet og mere alvorligt perspektiv er om investeringen kan opretholdes, eller om investeringen skal realiseres med et forventeligt tab til følge.

Den fremadrettede udvikling baseret på revisors vurdering

Baseret på analysen af de regnskabsmæssige konsekvenser vurderes det nedadgående marked i flere tilfælde at udfordre revisors arbejde med hensyn til erklæringerne. Usikkerheden medfører øget fokus på de handlinger der understøtter revisor foretagne konklusioner i forhold til de regnskabsmæssige skøn, herunder forudsætninger for værdiansættelse af ejendomme.

Baseret på ovenstående delkonklusioner for området for regnskabsmæssige skøn bærer denne tydeligt præg af at regnskabsposter vedrørende ejendomme i høj grad er behæftet med usikkerhed. Denne usikkerhed forventes at forstærkes, grundet de store udsving i markedet særligt i perioden 2022 til 2023, hvor den korte rente har undergået en væsentlig stigningen.

I forbindelse med regnskabsaflægningen og med udgangspunkt i det konkrete regnskabseksempel foreligger der forslag som kan tilvejebringe forbedret soliditet for selskabet. I ovenstående analyse vurderes muligheden for at moderselskabets kan yde skattefrit tilskud, hvilket umiddelbart i driftsselskabet fremgår som en fordelagtig løsning. Det har trods den positive påvirkning på driftsselskabet, modsat effekt for moderselskabet. Det tidligere tilgodehavende hos tilknyttede virksomhed som udgør 3,8 mio. kr. overgår fra tilgodehavende til kostpris på kapitalandele. Det fremgår af moderselskabets Tjo Holding ApS³⁶, at selskabet foretager indregning af kapitalandele efter indre værdi, hvilket vil betyde at det skattefrie tilskud vil have følgende påvirkning på moderselskabets balanceposter.

³⁶ CVR, 2021, TJO Holding ApS

Tabel 40 - Skattefrit tilskud effekt på moderselskab

Ejerskab 100 %	2021	2022	2023
	Før	Før	Efter
Kapitalandele tilknyttet virk	0,00	0,00	3.955.239,85
Tilgodehavende tilknyttet virk	3.795.337,00	3.955.239,85	0
Nedskrivning af kapitalandele efter indre værdi			- 2.277.280,10 kr.
Modregning i mellemværende		-1.763.482,19	
Indregnet vedr. Lejeboligen ApS	3.795.337,00	2.191.757,66	1.677.959,75

Kilde: Egen tilvirkning

I ovenstående fremgår det såfremt der ikke ydes skattefrie tilskud har resultatpåvirkningen negativ effekt på moderselskabets balance på t.kr. 1.603 sammenholdt med årsregnskabet for 2021, idet at eventuel negativ egenkapital i datterselskabet skal modregnes i tilgodehavender. Regulering indregnes i resultatopgørelsen, som "indtægter/udgifter af kapitalandele i tilknyttede virksomheder". Det vurderes umiddelbart ikke at have væsentligt påvirkningen på moderselskabet at yde det skattefrie tilskud, i det der på baggrund af ovenstående analyser vurderer at Lejeboligen ApS, ikke under de nuværende forudsætninger er i stand til at tilbagebetale tilgodehavende, hvilket indikerer behov for nedskrivning af tilgodehavende hos tilknyttede virksomhed.

Såfremt værdien af kapitalandele i dattervirksomhed som måles efter indre værdi jf. ÅRL §43 a, er der krav om foretagelse af nedskrivningstest. Ved indikation på nedskrivninger, som vurderes gældende for kapitalandelene i Lejeboligen ApS, foretages der modregning i eventuelt mellemværende idet værdien af kapitalandele ikke kan fremstå negativ i årsregnskabet. Såfremt den negativ værdi ikke modregnes i mellemværende med tilknyttede virksomhed, skal der foretages afsættelse af den negative værdi under "hensatte forpligtigelser".³⁷

Under forudsætning af at der ydes tilskud fra tilknyttede virksomhed, vurderes der på kort sigt ikke at foreligge betydelige risiko for at Lejeboligen ApS ikke kan forsætte driften. Der foreligger derfor umiddelbart ikke risiko for at revisor påtegning for årsregnskab 2022 vil indeholde forhold vedrørende usikkerhed om Going Concern. Ligeledes er der ved ydelse af skattefrit tilskud ikke en kapitaltabssituation efter ÅRL §119, hvorfor der ydermere ikke forventes at dette fremgår af selskabets årsrapport for 2022.

Baseret på de ovenstående delkonklusioner med hensyn til selskabets langsigtede usikkerhed om fortsat drift, baseret på de likviditetsmæssige udfordringer som selskabet vil undergå efter de 10 års afdragsfrihed,

³⁷ EY 2020

er der midlertidigt ingen lov der tilsiger at dette bør nævnes i årsregnskabet for 2022, idet revisor alene er forpligtiget til at foretage en vurdering af de kommende 12 måneder. Det er derfor op til regnskabsbrugeren at opnå forståelse for den fremtidige situation ved at foretage vurdering af usikkerheden imellem aktiver og forpligtigelser i årsregnskabet. Idet at den generelle usikkerhed i virksomheden beror på forhold tilknyttet ejendommene, som er påvist at være genstand for regulering, kan dette medføre at der ved foretagelse af denne analyse om 5-10 år vil give et helt andet billede af virksomhedens finansielle stilling. Det er hermed op til regnskabsbrugeren at vurdere hvorledes der er indikation på fremtidig usikkerhed, eller om der foreligger forventninger til en positiv værdiregulering af ejendommene fremadrettet.

Det bør ydermere overvejes hvorvidt der kan foreligge et økonomisk aspekt for moderselskabet i at understøtte selskabet økonomisk over de kommende år. Ved anvendelse af forslag om låneomlægning jfr. Ovenstående afsnit, vil selskabet moderselskabet skulle tilføre begrænset likviditet til selskabet over de kommende år, hvoraf overvejende likviditet anvendes til afvikling af gæld på aktiver som indirekte ejes 100% af moderselskabet. Samtidig vil moderselskabet i en situation med underskud kunne anvende Lejeboligen ApS' underskud i sambeskatningen efter Selskabsskattelovens §31 om sambeskatning.

Konklusion

Det konkluderes at ejendomsmarkedets udvikling, de foregående 5 år generelt har været en positiv udvikling i ejendomsværdierne, der er drevet af både stigende lejeniveauer og faldende kapitalomkostninger. Denne udvikling er særlig tydelig i perioden fra 2018 til 2021.

I perioden fra 2021 til 2022 sker der en ændring i det generelle marked, idet der opleves et generelt fald i priserne på investeringsejendomme. Dette fald, drives i høj grad af en stigende kapitalomkostning, og rammer således alle geografiske områder.

Hen over den samlede 5-årige periode opleves en diversifikation i den udvikling det geografiske område er undergået, idet nogle områder er steget markant og nogle få områder er faldet.

Med afsæt i de ovenstående konklusioner er der ud fra givne forudsætninger en antagelse om, at den nedadgående tendens neutraliseres i takt med, en aftagende rentestigning. Af analysen for de kommende 2 år konkluderes det således at der fortsat vil være fald i ejendomspriserne, men størstedelen af faldet som er foranlediget, af den aktuelle rentesituation er indtruffet.

Af analysen konkluderes det også at der vil være en forskel i hvorledes de geografiske områder påvirkes hen over de kommende 2 år, hvilket i høj grad er sammenhængende med stigende tomgang og mængden restancer i det pågældende område.

Baseret på ovenstående analyse kan det konkluderes at områder som geografiske områder som Aarhus og Aalborg i perioden fra 2021 til 2024 forventes at undergå et samlet værdifald på ca. 15%.

Værdifastsættelsen af investeringsejendomme er primært bygget op omkring to anerkendte værdifastsættelsesmodeller, nemlig DCF Modellen og den afkastbaserede model.

Begge modeller er bygget op omkring en tilbagediskontering af en pengestrøm hen over en given periode. Således konkluderes det at, de væsentligste driver for værdifastsættelsen er opgørelsen af de pengestrømme der tilfalder investor direkte foranlediget af investeringen. Samtidig påvirkes værdien også i høj grad af den anvendte tilbagediskonteringsfaktor.

Det kan efter en dybdegående anvendelse af disse modeller konkluderes, at anvendelsen beror på betydelige usikkerheder som i nogle tilfælde tilvejebringes af investorer og ledelser i virksomheder, som ikke nødvendigvis besidder det nødvendige kendskab til markedsudviklingen. Dette kan medføre markante udsving i de beregnede kontante handelsværdier, som kan forårsage fejlagtige dispositioner fra ledelsen.

Det konkluderes at det særligt er ved fastsættelse af tilbagediskonteringsfaktoren, at der fremgår en væsentlig standartafvigelse fra bruger til bruger.

Det konkluderes at der er udfordringer med hensyn til fastsættelse af de regnskabsmæssige skøn i forbindelse med værdiansættelse af ejendommen, og nærværende har en afledt effekt for revisor. Ydermere konkluderes det at markedsusikkerhed oftest også medføre øgede dokumentationskrav i forhold til vurdering af going concern, som kan medføre at opstår uenigheder imellem ledelsen og revisor.

Ligeledes er det væsentligt at oplyse at, hverken ledelse eller revisor nødvendigvis besidder forudsætningerne til at foretage en analyse af udviklingen i de kommende regnskabsår, hvorfor det anbefales at det fra lovgivers side kommer et indgreb, der kan tilvejebringe revisor og ledelsen de samme forudsætninger ved opgørelse af regnskabsmæssige skøn ved værdiansættelse af ejendomme. Alternativt forventes det at revisor oftere vil finde anvendelse af ekspert og eller eksterne vurderinger. Ydermere vurderes det for nødlidende selskaber at der fremadrettet vil forefindes et større samarbejdsbehov imellem pengeinstitut og revisor.

Samtidig er det væsentligt at oplyse at revisor alene er forpligtiget til at foretage vurderingen selskabernes nuværende finansielle stilling, og i situationer med en vis usikkerhed skal der alene foretages en vurdering af de efterfølgende 12 måneder. Dette bidrager til at regnskabsbrugerne i højere grad selv er forpligtiget til at foretage egne vurderinger af selskabets finansielle stilling på længere sigt. Dette under forudsætning om forventninger til "krisens" varighed og omfang, samt en konkret vurdering af de selskaber som har tilkendegivet at understøtte selskabet.

Det kan på baggrund heraf konkluderes at de regnskabsmæssige udfordringer som opstår overvejende, bevirker at selskaber som i perioden 2018 – 2022 har opnået høje belåningsgrader, eller variabelt forrentede lån vil opleve den væsentligste påvirkning af markedsudviklingen. Ydermere kan der for selskaber der i perioden 2020 – 2022 har foretaget investeringer i ejendomme under forudsætningen af relativt lavt afkast, opleves udfordringer i form af en underskudsgivende drift. Det kan primært henføres til de stigende kapitalomkostninger, samt en begrænset mulighed for regulering i nettolejen.

Konsekvenser af den konkluderede markedssituation, kan medføre at revisor i samarbejde med ledelsen vil foretage anvendelse af regnskabsmæssige reguleringer af egenkapitalen, herunder drøftelse af muligheden for skattefri tilskud, kapitalforhøjelser og gældskonverteringer. Ud over disse ovenstående løsningsforslag til at forbedre det finansielle stilling, vil det for virksomheder med fastforrentet realkreditgæld alt andet lige være en mulighed for at opnå en kursgevinst ved indfrielse og omlægning af denne gæld.

Denne eventuelle låneomlægning vil bero på en konkret vurdering af det enkelte selskab og dennes ejendomme. Med afsæt i den konkrete beregning af eventuel låneomlægning konkluderes det at en given ejendom skal kunne servicere den tilhørende gæld med fast rente og afdrag, i tillæg til at den maksimale belåning igennem realkreditinstituttet må udgøre 80% af den beregnede værdi. Således er der flere krav, der vil skulle opfyldes for at en virksomhed vil have mulighed for at konvertere sin realkreditgæld. Dette forhold vil i flere tilfælde betyde at selskabet skal tilføres yderligere kapital, idet en eventuel låneomlægning vil være med negativt provenu.

Kildefortegnelse

Aswath, Damodaran, 2023, Equity Risk Premium (Online) https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html Besøgt d. 4. april 2023.

Bartels, Christian. 2017, *Pres på lejeboliger giver medvind til investeringsejendomme*. Børsen. 2. juni (Online) <https://www.berlingske.dk/danmark/flere-lejere-kommer-bagud-med-betaling-af-husleje>. Besøgt d. 14. marts 2023.

Berlingske. 2023, *Flere lejere kommer bagud med betaling af husleje*. Berlingske, Ritzau. 17. januar (Online) <https://www.berlingske.dk/danmark/flere-lejere-kommer-bagud-med-betaling-af-husleje>. Besøgt d. 29. marts 2023.

Chen, James, 2020, Investopedia (Online) <https://www.investopedia.com/terms/e/equityriskpremium.asp> Besøgt d. 12. april 2023.

Colliers. 2023, *Årsregnskab vidner om høj aktivitet efterfulgt af opbremsning i markedet*. Colliers, Schimdt, Jakob Hagen. 15. Marts (Online) <https://www.colliers.com/da-dk/nyheder/aarsregnskab-vidner-om-hoej-aktivitet-efterfulgt-af-opbremsning-i-markedet>. Besøgt d. 23. marts 2023.

Colliers. 2022, *Markedsupdate Colliers PULS – 4. kvartal 2022*. 1. udgave. Indhentet via <https://www.colliers.com/da-dk/research/2022-q4-colliers-puls> (Online), besøgt d. 25. marts 2023.

CVR, 2021, TJO Holding ApS (Online) <https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/32285406?fritekst=tjo&sideIndex=0&size=10> Besøgt d. 17. april 2023.

Danmarks Nationalbank. 2022, *Opbremsning i boligejernes realkreditgæld*. 1. udgave. Indhentet via https://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find_statistik/Sider/2022/Bank-og-realkredit-Balancer-20221222.aspx (Online), besøgt d. 16. marts 2023.

Danmarks Nationalbank. 2023, *Resultat af auktioner over statsobligationer 2023*. 1. udgave. Indhentet via <https://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Auktionsresultater---Statsobligationer.aspx> (Online), besøgt d. 17. april 2023.

Danmarks Statistik. 2023, *Nettoprisindeks*. 1. udgave. Indhentet via <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/oekonomi/prisindeks/nettoprisindeks> (Online), besøgt d. 12. april 2023.

Den Europæiske Centralbank, 2010, Baselkomiteen for Banktilsyn (Online) <https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/regulatory/html/index.da.html> Besøgt d. 17. april 2023.

DFBF, 2023, DFBF Benchmark Rates (Online) <https://dfbf.dk/dfbf-benchmarks/information-portal/> Besøgt d. 17. april 2023.

Eindom, 2022, Eindom (Online) <https://www.eindom.dk/eindompedia-artikler/tomgangsprocenten> Besøgt d. 4. april 2023.

Ejendom Danmark. 2022, *Tomgangsstatistikker Oktober 2022*. 1. udgave. Indhentet via <https://ejd.dk/statistik/tomgang/> & [https://issuu.com/hverve/docs/edmt - oktober 2022](https://issuu.com/hverve/docs/edmt_-_oktober_2022) (Online), besøgt d. 12. april 2023.

Erhvervsministeriet, 2019, Retsinformation (Online) <https://www.retsinformation.dk/eli/ta/2019/937> Besøgt d. 25. april 2023.

EY. 2020, *Indsigt i årsregnskabsloven 2020/21 – EY's praktiske guide til forståelse af loven*. 7. udgave. Indhentet via https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/da_dk/topics/assurance/pdf/ey-indsigt-i-aars-regnskabsloven-2022-23.pdf, (Online), besøgt d. 27. marts 2023.

Finansiell Rådgivning - Erhverv, 2023, Finansiell Rådgivning - Erhverv (Online) <https://finansielraadgivning-erhverv-4udg.digi.hansreitzel.dk/?id=211> Besøgt d. 25. april 2023.

Hansen, Stefan Nygaard, 2023, Finanswatch (Online) <https://finanswatch.dk/article14866876.ece> Besøgt d. 21. april 2023.

Indenrigs- og Boligministeriet, 2022, Regeringen (Online) <https://www.regeringen.dk/nyheder/2022/loft-over-huslejestigninger-vedtaget-af-folketinget/> Besøgt d. 25. marts 2023.

Jensen, Henrik. 2018, *Kapitalfond køber stort op i København: Der tegner sig et billede af et selskab, der er ret aggressivt*. Berlingske. 17. november (Online) <https://www.berlingske.dk/ejendomme/kapitalfond-koeber-stort-op-i-koebenhavn-der-tegner-sig-et-billede-af-et>. Besøgt d. 17. marts 2023.

Koncenton, 2023, Koncenton (Online) https://www.koncenton.com/bestil-ejendoms-guide/?utm_source=google&utm_medium=cpc&utm_campaign=3-six-keys&utm_content=se-archad&gad=1&gclid=EAlaIQobChMlvtr_qMTC_gIVYwSiAx3jgASKEAMYASAAEgJL4fD_BwE Besøgt d. 25. marts 2023.

Lejeloven, 2023, Lejeloven (Online) <https://www.lejeloven.dk/udlejer/huslejestigning> Besøgt d. 22. marts 2023.

Medium, 2023, Medium (Online) <https://medium.com/magnimetrics/understanding-the-weighted-average-cost-of-capital-wacc-948182d97e6> Besøgt d. 24 april 2023.

Nasdaq, 2023, Københavns Fondsbørs, 2% (Online) <https://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSE2NYK01EDA53> Besøgt d. 29 april 2023.

Nasdaq, 2023, Københavns Fondsbørs, 5% (Online) <https://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSE5NYK01EA53> Besøgt d. 24 april 2023.

Nationalbanken, 2022, Nationalbanken (Online) <https://nationalbanken.statistikbank.dk/statbank5a/select-varval/saveselections.asp> Besøgt d. 17 april 2023.

Nordnet, 2023, Nordnet (Online) <https://www.nordnet.dk/markedet/etf-lister/16309430-i-shares-core-msci> Besøgt d. 15. Marts 2023.

Nykredit, 2023, Nykredit (Online) <https://www.nykredit.dk/din-virksomhed/behov/finansiering/kurser-m.m/aktuel-renteprognose/#kom-godt-videre> Besøgt d. 17. april 2023.

Paulsen, Signe Bøtzau, 2022, Tv2 (Online) <https://nyheder.tv2.dk/business/2022-08-09-stiger-din-husleje-paa-grund-af-inflationen-saadan-tjekker-du-selv> Besøgt d. 29. marts 2023.

Skat, 2023, *Risikofri rente* (Online) <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813218> Besøgt d. 12 april 2023.

Skat, 2023, *Skatteprocenter* (Online) <https://skat.dk/data.aspx?oid=2049049> Besøgt d. 12 april 2023.

Statista, 2022, Statista Research Department (Online) <https://www.statista.com/statistics/664840/average-market-risk-premium-usa/> Besøgt d. 11. april 2023.

Sydneyinvest. 2023, *Nationalbanken ser inflation på 4 pct i 2023*. 1. udgave. Indhentet via <https://www.sydneyinvest.dk/nyheder/nationalbanken-ser-inflation-p%C3%A5-4-pct-i-2023-ny?Action=1&PID=9258> (Online), besøgt d. 4. april 2023.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2002, Retsinformation (Online) <https://www.retsinformation.dk/eli/ft/200212L00177> Besøgt d. 25. april 2023.