



DAGSVÆRDIMÅLING AF INVESTERINGSEJENDOMME UNDER MARKEDSURO MED FOKUS PÅ DETAIL-EJENDOMME

Speciale E2024 Aalborg Universitet Cand.merc.aud.

7. semester

Mads Bech Andersen

Studienr. 20172835

Vejleder: Hans B. Vistisen

Antal anslag: 150.489

Abstract

This thesis investigates the financial reporting impact of the recent market turmoil on the fair value of retail investment properties, focusing on the development from late 2021 to late 2023.

Based on IAS 40 and IFRS 13, which function as interpretative guidance for the Danish Financial Statements Act, the valuation framework for investment properties and fair value measurement is analyzed. IAS 40 provides criteria for recognizing and measuring investment properties, while IFRS 13 emphasizes fair value determination based on market participant perspectives, observable inputs and non-observable inputs. The fair value of retail investment properties, often categorized as level 3 in the fair value hierarchy due to their unique characteristics and the lack of an active market, is determined using the capitalization method, more specifically the yield model or the discounted cash flow model, using non-observable inputs.

The analysis reveals that macroeconomic inputs such as inflation, interest rates, net rental income, vacancy rates, online shopping and consumer confidence have significantly influenced retail investment properties' fair values. The turmoil following Russia's invasion of Ukraine caused the highest inflation in Denmark 40 years in 2022, causing sharp interest rate hikes in 2022 and 2023. These factors, coupled with declining net rental income, rising vacancy rates, a high share of online shopping and declining consumer confidence, have had a significantly negative impact.

A case study of a fictional retail property shows a 13.91 % drop in fair value between December 31, 2021, and December 31, 2023, particularly driven by an increased yield requirement.

An analysis of annual reports for the fiscal years 2021, 2022 and 2023 from companies owning retail investment properties finds that the financial reporting impacts on retail investment properties largely depend on the property portfolio. Retail investment properties such as shopping centers experienced significant fair value declines during the period, while those with necessity-focused products experienced modest fair value gains. All companies did, however, experience significant fair value declines in 2023. This study concludes that the market turmoil has had a predominantly negative impact on retail investment property fair values, driven by adverse macroeconomic conditions causing shifting investment behavior and consumer behavior, particularly in 2023.

Indhold

1 Indledning	1
1.1 Problemformulering	1
1.2 Motivation og relevans	2
1.3 Afgrænsning	2
1.4 Disposition	4
1.5 Metode	4
1.6 Kildekritik	6
1.7 Validitet og reliabilitet	7
2 Investeringsejendomme	8
2.1 Definition	8
2.2 Indregning og måling	9
2.2.1 Kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger	9
2.2.2 Dagsværdi	10
2.3 Præsentation og oplysninger	12
2.3.1 Kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger	12
2.3.2 Dagsværdi	12
3 Dagsværdi	13
3.1 Definition	13
3.2 Værdiansættelsesmetoder	15
3.3 Dagsværdihierarkiet	16
3.4 Præsentation og oplysninger	17
3.5 Investeringsejendomme og dagsværdihierarkiet	19
3.6 Hvorfor måle investeringsejendomme til dagsværdi?	20
4 Værdiansættelsesmetoder for investeringsejendomme	22
4.1 Nutidsværdimetoder	22
4.1.1 Den afkastbaserede model	25
4.1.2 DCF-modellen	26
4.2 Særligt relevante input for detailejendomme	28
4.2.1 Inflation	28
4.2.2 Renteudvikling	29
4.2.3 Lejeindtægter	30

4.2.4 Tomgang	30
4.2.5 Onlinehandel.....	31
4.2.6 Beliggenhed	31
4.2.7 Forbrugertillid	31
4.2.8 Påvirkning af driftsresultat og afkastkrav	31
5 Værdiansættelse af detailejendom.....	32
5.1 Udvikling i input	32
5.1.1 Inflation	32
5.1.2 Renteudvikling.....	33
5.1.3 Lejeindtægter	34
5.1.4 Tomgang	34
5.1.5 Onlinehandel.....	35
5.1.6 Forbrugertillid	35
5.1.7 Påvirkning af driftsresultater og afkastkrav	35
5.2 Værdiansættelse	36
5.2.1 Forudsætninger	37
5.2.2 Værdiansættelse ultimo 2021	38
5.2.3 Værdiansættelse ultimo 2023 ved ændring af input enkeltvis	38
5.2.4 Værdiansættelse ultimo 2023	39
6 Årsrapporter	41
6.1 Park Street A/S.....	42
6.1.1 Udvikling i dagsværdi.....	42
6.1.2 Anvendt regnskabspraksis og værdiansættelsesmodel.....	43
6.1.3 Påvirkning fra detailejendomme	44
6.2 Dades A/S	46
6.2.1 Udvikling i dagsværdi.....	46
6.2.2 Anvendt regnskabspraksis og værdiansættelsesmodel.....	46
6.2.3 Påvirkning fra detailejendomme	47
6.3 ATP Ejendomme A/S.....	48
6.3.1 Udvikling i dagsværdi.....	48
6.3.2 Anvendt regnskabspraksis og værdiansættelsesmodel.....	49
6.3.3 Påvirkning fra detailejendomme	49

6.4 Danske Shoppingcentre P/S.....	51
6.4.1 Udvikling i dagsværdi.....	51
6.4.2 Anvendt regnskabspraksis og værdiansættelsesmodel.....	52
6.4.3 Påvirkning fra detailejendomme	52
6.5 Agat Ejendomme A/S.....	53
6.5.1 Udvikling i dagsværdi og nettorealiseringsværdi	54
6.5.2 Anvendt regnskabspraksis og værdiansættelsesmodel.....	55
6.5.3 Påvirkning fra detailejendomme	55
6.6 Væsentlige observationer	58
7 Konklusion	59
Litteraturliste	65
Bilag 1 – Afkastbaseret model.....	71
Bilag 2 – DCF-model	71
Bilag 3 – Nettoleje.....	72
Bilag 4 – Tomgang	74
Bilag 5 – Afkastkrav	75
Bilag 6 – Værdiansættelse 2021	76
Bilag 7 – Værdiansættelse 2023 nettoleje	76
Bilag 8 – Værdiansættelse 2023 tomgang	77
Bilag 9 – Værdiansættelse 2023 afkastkrav	77
Bilag 10 – Værdiansættelse ultimo 2023	78
Bilag 11 – Følsomhed afkastkrav	79

1 Indledning

De fysiske detailbutikker har gennem de seneste år været udfordret af makroøkonomiske forhold og ændringer i forbrugernes adfærd. I Aalborg opgjorde Ejendomstorvet, mod slutningen af 2023, et udbud af butikslokaler på 20.200 kvadratmeter mod 11.000 kvadratmeter i 2022, svarende til 90 ledige lejemål i 2023 mod 50 ledige lejemål i 2022 (Ejendomstorvet, 2023). Udbuddet af kvadratmeter steg altså med 83,64 % på ét år, mens ledige lejemål steg med 80 %. Ifølge Ejendomstorvet var der ikke mange bedringer at spore andre steder; Aalborg havde en udbudsprocent på 2,3, mens landsgennemsnittet var 3 %. Udviklingen påvirker ikke kun butikkerne, men også værdiansættelsen af detailejendomme i årsregnskaberne, hvor investerings-ejendomme måles til dagsværdi.

Årsagerne til stigningen i tomme detailejendomme er flere. Høj inflation og stigende renter som følge af slutningen på COVID-19 krisen og starten på krigen i Ukraine har haft en stor betydning i 2022 og 2023, hvor rådighedsbeløbet hos forbrugerne har været reduceret. Dette er en udfordring for detailejendommene, da butikkernes indtjening påvirkes negativt.

Situationen rejser spørgsmålet om, hvordan værdiansættelsen af detailejendomme, der måles til dagsværdi, er blevet påvirket af de ændrede markedsforhold.

1.1 Problemformulering

Formålet med specialet er at besvare følgende problemformulering:

Hvilke regnskabsmæssige konsekvenser har de seneste års markedssuro i 2022 og 2023 haft for værdiansættelsen af investeringsejendomme i årsregnskaberne, specifikt detailejendomme, der måles til dagsværdi?

Problemformuleringen besvares gennem følgende underspørgsmål:

- Hvad er definitionen og den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme i henhold til årsregnskabsloven?
- Hvad er definitionen og den regnskabsmæssige behandling af dagsværdi i henhold til årsregnskabsloven?

- Hvordan værdiansættes investeringsejendomme til dagsværdi, og hvilke input i værdiansættelsesmodellerne er særligt relevante for detailejendomme?
- Hvilke konsekvenser har de seneste års markedssuro i 2022 og 2023 haft for udviklingen i inputtene, og dermed værdiansættelserne?
- Er der sammenhæng mellem udviklingen i inputtene, resultatet af værdiansættelsen og oplysningerne i offentliggjorte årsrapporter for regnskabsårene 2021, 2022 og 2023?

1.2 Motivation og relevans

Samfundet har, siden finanskrisens lavpunkt i 2009, været i en mere eller mindre konstant optimisme omkring fremtiden, og man har været vidne til næsten konstant stigende aktieindeks, meget lav inflation og negative renter. Der har, mildest talt, været en fest i markedet.

Man står nu i en ny virkelighed, hvor priserne er steget hurtigere end i mange år, og det er blevet langt mindre attraktivt og dyrere at låne penge som følge af rentestigninger. Usikre tider og markedssuro får folk til at spare mere op i stedet for at bruge penge. Det er tydeligt, at detailejendommene bliver ramt af udviklingen, hvor hver gågade og center virker mere tom for hver dag, der går.

Som følge af ovenstående findes det interessant, samfundsaktuelt og relevant at undersøge udviklingens regnskabsmæssige konsekvenser for værdiansættelsen af investeringsejendomme, specifikt detailejendomme, der måles til dagsværdi. Det findes særligt relevant at opnå en forståelse for, hvordan markedsmekanismerne påvirker inputtene til opgørelse af dagsværdien, og om dette stemmer overens med oplysningerne i de offentliggjorte årsrapporter for 2021, 2022 og 2023. Undersøgelsen af de regnskabsmæssige konsekvenser vurderes at kunne bidrage til en bredere forståelse af, hvordan makroøkonomiske faktorer kan påvirke regnskaberne, hvor investeringsejendomme måles til dagsværdi.

1.3 Afgrænsning

For den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme og dagsværdi tages der udgangspunkt i kravene, der gælder i årsregnskabsloven (ÅRL) og de dertilhørende fortolkningsbidrag. Der afgrænses således fra internationale regnskabsstandards såsom International Financial Reporting Standards (IFRS). Dog vil IFRS-standards indgå i det omfang, de anvendes som fortolkningsbidrag til ÅRL.

På trods af, at udgangspunktet er ÅRL, er de indhentede årsrapporter både aflagt efter ÅRL og IFRS. Forskellene på ÅRL og IFRS vurderes at være tilstrækkeligt uvæsentlige til, at det ikke har nogen betydning for vurderingen af indholdet i årsrapporterne, og dermed for konklusionen. Forskellene vurderes, i denne sammenhæng, at være uvæsentlige, da ÅRL i mange tilfælde er blevet tilpasset til internationale standarder som IFRS for at øge sammenligneligheden. Desuden bygger både ÅRL og IFRS på princippet om et retvisende billede. I øvrigt er IAS 40 *Investeringsejendomme* og IFRS 13 *Måling af dagsværdi* IFRS-standarder, som også fungerer som fortolkningsbidrag til ÅRL.

Kun investeringsejendomme behandles. Andre ejendomstyper er beskrevet i det omfang, det er nødvendigt for forståelsen af forskellene mellem investeringsejendomme og øvrige ejendomstyper samt i forbindelse med overførselsregler til og fra investeringsejendomme. Udover dette behandles øvrige ejendomstyper ikke.

Dagsværdimåling for investeringsejendomme er udgangspunktet, men de øvrige muligheder for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme vil også blive beskrevet. De forskellige behandlingsmuligheder vurderes at være væsentlige for forståelsen af, hvorfor de fleste virksomheder vælger at måle investeringsejendomme til dagsværdi. De øvrige regnskabsmæssige behandlingsmuligheder bliver ikke behandlet til andet end dette formål.

Der er foretaget afgrænsning fra de revisionsmæssige aspekter af investeringsejendomme og dagsværdimåling. Indholdet i specialet tager udgangspunkt i ekstern rapportering, og skal forstås som de krav, der stilles til ledelsen omkring udarbejdelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede af virksomhedens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat. Formålet er at undersøge, hvordan udviklingen i makroøkonomiske faktorer har påvirket dagsværdimåling af investeringsejendomme, specifikt detailejendomme. Fokuset vil dermed ikke være rettet mod revision af ledelsens skøn i forbindelse med opgørelse af dagsværdien.

Der er foretaget afgrænsning fra ethvert skattemæssigt aspekt, da problemstillingen omhandler den regnskabsmæssige behandling og de regnskabsmæssige konsekvenser. De skattemæssige aspekter vurderes derfor at være irrelevante for indholdet og konklusionen.

1.4 Disposition

Dispositionen skal bidrage til, at der skabes en rød tråd gennem specialet. Specialet er tilrettelagt således, at det ene afsnit naturligt fører videre til det næste og dermed løbende skaber forståelse og besvarer problemformuleringen gennem de tre taksonomiske niveauer; det redegørende, det analytiske og det vurderende.

Der begyndes i det redegørende niveau, hvor der redegøres for definitionen og den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Dernæst redegøres der for definitionen og den regnskabsmæssige behandling af dagsværdi. Dette er grundlæggende for forståelsen af de øvrige afsnit.

Som det næste foretages der en blanding af en redegørelse for og analyse af værdiansættelsesmodeller og hvilke input, der er særligt relevante for detailejendomme. På den måde skabes der en forståelse for, hvordan investeringsejendomme, herunder detailejendomme, værdiansættes til dagsværdi.

Herefter foretages der en analyse af, hvordan de relevante input har udviklet sig fra ultimo 2021 til ultimo 2023, hvorefter der udføres en værdiansættelse til dagsværdi af en fiktiv detailejendom. Formålet med analysen er at undersøge, hvordan udviklingen kan have påvirket dagsværdien af detailejendomme på et generelt niveau.

Dernæst foretages der en analyse og vurdering af, hvorvidt udviklingen i inputtene og resultatet af værdiansættelsen også afspejler sig i aflagte årsrapporter for 2021, 2022 og 2023. Dette gøres for at vurdere, om resultatet af analysen også stemmer overens med det, man ser i realiteten.

Slutteligt rundes det hele af i en konklusion, der samlet set besvarer problemformuleringen.

1.5 Metode

Til besvarelse af problemformuleringen gøres der brug af kvalitative og kvantitative data.

De kvalitative data stammer fra love, bekendtgørelser, regnskabsstandarder, vejledninger, artikler og årsrapporter fra selskaber. Love, bekendtgørelser, regnskabsstandarder og vejledninger er anvendt til at redegøre for den regnskabsmæssige definition og behandling af investeringsejendomme og dagsværdi. Ligeledes er vejledninger anvendt til at redegøre for

værdiansættelsesmodeller. Artikler er anvendt til understøttelse af udtalelser omkring makro-økonomiske mekanismer og øvrige udtalelser. Årsrapporter fra selskaber er anvendt til at sammenholde oplysninger fra ledelsesberetninger og noter med de analyserede tendenser og den udførte værdiansættelse til dagsværdi.

De kvantitative data består af statistikker omkring inflation, renteutvikling, onlinehandel og brugertillid, nøgletal om lejeindtægter, tomgang og afkast fra ejendomsmarkedsrapporter samt finansielle data i årsrapporter fra selskaber. Statistik omkring inflation og renteutvikling samt nøgletal fra ejendomsmarkedsrapporter er anvendt til at analysere udviklingen i de relevante input til værdiansættelsesmodellerne samt til udarbejdelse af selve værdiansættelsen. Finansielle data i årsrapporter fra selskaber er anvendt til at sammenholde udviklingen med de analyserede tendenser og den udførte værdiansættelse til dagsværdi.

Blanding af kvalitative og kvantitative data sikrer en helhedsorienteret besvarelse af problemformuleringen. Mens de kvantitative data skaber grundlaget for værdiansættelserne, skaber de kvalitative data et nuanceret billede af, hvorfor udviklingen er, som den er, og hvordan det afspejler sig i årsrapporterne ud fra ledelsens synspunkt.

Der er en vis metodisk begrænsning ved anvendelse af simple gennemsnit af nettoleje, tomgangsrate og afkastkrav fra markedsrapporterne ved værdiansættelsen. Simple gennemsnit tager ikke højde for forskelle i vægtningen af områderne i markedsrapporterne ud fra eksempelvis antal kvadratmeter. Trods denne metodiske begrænsning anerkendes, vurderes simple gennemsnit alligevel at være passende til formålet, da formålet er at udforme en generel analyse af udviklingen fremfor en analyse af udviklingen i bestemte områder. Data om nettoleje, tomgangsrate og afkastkrav i markedsrapporterne er fordelt både på mange områder samt primære og sekundære ejendomme, og simple gennemsnit vurderes derfor at være en egnet indikator for den overordnede udvikling for detailejendomme.

Yderligere er der en vis metodisk begrænsning ved sammenligning af udviklingen i inputtene og værdiansættelsen med selskabernes årsrapporter. Selskaberne har ikke nødvendigvis beskrevet detailejendomme så detaljeret i årsrapporterne, at det er muligt at lave en direkte sammenligning. Værdiansættelsen udarbejdes ligeledes ud fra data på et generelt plan, og resultatet af værdiansættelsen kan derfor ikke nødvendigvis anses som et direkte udtryk for

udviklingen i årsrapporterne, da udviklingen i dagsværdierne i årsrapporterne kan være påvirket af virksomhedsspecifikke forhold, såsom sammensætning af ejendomsporteføljerne. Ikke desto mindre vurderes værdiansættelsen at være relevant for udviklingen af dagsværdierne på et, så at sige, generelt plan, hvilket kan være en god indikator for, hvordan udviklingen har været i selskabernes årsrapporter.

Specialet er udformet som et forklarende casestudie, da formålet er at afdække og forklare udviklingen i dagsværdierne og de bagvedliggende mekanismer i udviklingen.

1.6 Kildekritik

Kildekritik er centralt i besvarelsen af problemformuleringen. Generelt er der forsøgt at anvende så mange upartiske, officielle data og primære kilder, som situationen tillader.

Primære kilder består af love og bekendtgørelser fra retsinformation.dk, regnskabsstandarder fra IASB, vejledninger fra Erhvervsstyrelsen og SKAT samt data og udtalelser fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank. Disse kilder anses som pålidelige, da de er udtryk for officiel lovgivning, vejledning fra myndigheder samt objektive data. Dog er der bevidsthed om, at regnskabsstandarder og vejledninger kan tolkes forskelligt.

Øvrige, primære kilder består af ejendomsmarkedsrapporter fra Nordicals og Colliers samt årsrapporter fra selskaber. For disse kilder er der bevidsthed om, at dele af kilderne også kan være sekundære kilder.

Nordicals og Colliers er primære kilder for de kvantitative data, de selv har opgjort. De er derimod sekundære kilder for kvantitative data indhentet fra andre kilder, eksempelvis tomgangsdata fra Ejendomstorvet. De kvalitative data i markedsrapporterne er sekundære kilder, da de baserer sig på data fra primære kilder såsom Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank. Derudover kan de kvalitative data i markedsrapporterne være præget af subjektivitet. Det er derfor vigtigt at betragte data i markedsrapporterne i lyset af data fra de pålidelige, primære kilder.

Det samme gør sig gældende for årsrapporter fra selskaber. De er primære kilder for de finansielle data i årsrapporterne samt for flere oplysninger i ledelsesberetningerne og noterne. På

samme tid er årsrapporter fra selskaber også sekundære kilder, mest for visse oplysninger i ledelsesberetningerne, da disse oplysninger kan være præget af subjektivitet.

Øvrige, sekundære kilder består af en artikel fra brancheorganisationen Finans Danmark og kvalitative data fra Lex. Disse kilder betragtes som pålidelige, men da de, i sagens natur, er sekundære kilder, skal de også betragtes i lyset af data fra de pålidelige, primære kilder. Kilderne stammer fra fagfolk og vurderes som værende respekterede kilder, der kan supplere de primære kilder.

Samlet set er der lagt vægt på at anvende troværdige og autoritative kilder.

1.7 Validitet og reliabilitet

For at kunne besvare problemformuleringen på tilfredsstillende vis er det centralt, at de anvendte kilder sikrer høj validitet og reliabilitet.

Det er vurderet, at kilderne giver en høj validitet, da de regnskabsmæssige konsekvenser for dagsværdien af investeringsejendommene i årsrapporterne i høj grad kan kædes direkte sammen med udviklingen i markedsmekanismerne, som kan udledes af dataene. Der vurderes at være en høj intern validitet, da dataene i høj grad kan kædes sammen med de regnskabsmæssige konsekvenser, man ser i årsrapporterne. Der vurderes dermed også at være en høj ekstern validitet, da konklusionen, for mange virksomheders tilfælde, vil kunne generaliseres. For at bidrage yderligere til validiteten vil der altid være fokus på subjektiviteten i kvalitative data fra artikler og årsrapporter ved at overveje, om de afviger væsentligt fra tendenser, der kan udledes af officielle data fra primære kilder.

Ligeledes vurderes der generelt at være en høj reliabilitet. De fleste kilder er officielle data, der baseres på gentagne og verificerbare metoder, og er konsistente og reproducerbare. Konsistens i analyserne sikres ved at anvende de samme typer af kilder på tværs af analyserne.

2 Investerings ejendomme

Dette afsnit redegør for definitionen af investerings ejendomme samt den regnskabsmæssige behandling ifølge ÅRL.

2.1 Definition

Til fortolkning af lovens krav anvendes den internationale regnskabsstandard IAS 40 *Investerings ejendomme*. Det fremgår generelt af lovbemærkningerne til ÅRL, at loven skal læne sig op ad udviklingen i de internationale regnskabsstandarder (Erhvervsministeriet, 2001, *Bemærkninger til lovforslaget*). Her refereres der også løbende til IAS-standarderne.

ÅRL indeholder ikke en definition på investerings ejendomme. IAS 40.5 definerer investerings ejendomme som grunde, bygninger, en del af en bygning eller både grunde og bygninger, som besiddes med henblik på at opnå et afkast gennem lejeindtægter eller kapitalgevinst. Investerings ejendomme adskiller sig dermed fra domicilejendomme og handelsejendomme. Domicilejendomme besiddes med henblik på anvendelse i produktionen, til levering af varer eller tjenesteydelser eller administrative formål. Handelsejendomme besiddes med henblik på videre salg som led i det normale forretningsforløb eller under opførelse, om- eller tilbygning med henblik på salg.

IAS 40.8 oplister en række eksempler på investerings ejendomme, heriblandt:

- grunde, som besiddes med henblik på langsigtet kapitalgevinst fremfor kortsigtet salg
- grunde, som besiddes til et endnu ikke fastlagt formål
- bygninger, som ejes af virksomheden og udlejes gennem operationelle leasingkontrakter
- bygninger, der står tomme, men besiddes med henblik på udlejning
- ejendomme under opførelse, om- eller tilbygning med henblik på investerings ejendomme som fremtidig anvendelse.

En ejendom kan både bestå af arealer, der anvendes til at opnå lejeindtægter eller kapitalgevinster samt arealer, der tjener som domicilejendom. Kan disse arealer frasælges separat, behandles hvert areal forskelligt regnskabsmæssigt jf. IAS 40.10. Kan arealerne ikke frasælges

separat, må kun en uvæsentlig del af arealerne udgøre domicilejendom, før ejendommen kan behandles som en investeringsejendom.

2.2 Indregning og måling

Investeringsejendomme skal indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden, og kostprisen kan måles pålideligt jf. ÅRL § 33. Investeringsejendomme skal ved første indregning måles til kostpris jf. ÅRL § 36. Kostprisen består af alle omkostninger, der er foranlediget af anskaffelsen indtil tidspunktet for ibrugtagningen af investeringsejendommen eller som er direkte henførbare hertil jf. ÅRL § 40. Kostprisen kan yderligere bestå af omkostninger, der indirekte kan henføres til investeringsejendommen under fremstillingsperioden.

Efter første indregning er der to muligheder for måling af investeringsejendomme. Den første mulighed er måling til kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger jf. ÅRL §§ 42 og 43. Den anden mulighed er måling til dagsværdi jf. ÅRL § 38. Hidtil har det også været muligt, som en tredje mulighed, at opskrive investeringsejendomme til dagsværdi over egenkapitalen med fradrag af afskrivninger jf. ÅRL § 41. Denne mulighed er dog udfaset i 2024 med ikrafttrædelse for regnskabsår, der begynder den 1. juni 2024 eller senere, hvormed ÅRL § 41 er ændret til ikke at gælde for investeringsejendomme (Erhvervsministeriet, 2024, § 1, nr. 10). Dette medfører, at ÅRL følger IAS 40, der ligeledes kun tillader investeringsejendomme målt til kostpris med fradrag af- og nedskrivninger eller til dagsværdi jf. IAS 40.32A.

2.2.1 Kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger

Ved måling af investeringsejendomme til kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger, skal målingen ifølge IAS 40.56 ske i overensstemmelse med kravene i IAS 16 *Materielle anlægsaktiver*. Dermed er der synergi med ÅRL, da IAS 16 også fungerer som fortolkningsbidrag til ÅRL. Måles investeringsejendomme til kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger, skal alle investerings-ejendomme måles i overensstemmelse med dette.

Materielle anlægsaktiver målt til kostpris skal nedskrives til en lavere genindvindingsværdi jf. ÅRL § 42. Hvis grundlaget for en nedskrivning på et senere tidspunkt ikke længere eksisterer, skal nedskrivningen tilbageføres jf. ÅRL § 42, stk. 3. Dette indebærer en revurdering af aktivets genindvindingsværdi. Regnskabsstandarden IAS 36 *Værdiforringelse af aktiver* præciserer dog i

afsnit 117, at den højere regnskabsmæssige værdi som følge af tilbageførslen af nedskrivningen ikke kan overstige den værdi, aktivet oprindeligt ville have haft med fradrag af afskrivninger uden hensyntagen til nedskrivningen. Derudover skal materielle anlægsaktiver med en begrænset brugstid afskrives systematisk over brugstiden jf. ÅRL § 43. Afskrivningerne skal beregnes under hensyntagen til aktivets forventede restværdi jf. ÅRL § 43, stk. 2. Brugstid og restværdi skal dermed revurderes løbende. Her er ledelsens intention vigtig. Hvis ledelsen ikke forventer at afhænde aktivet, vil der ikke være nogen restværdi. Har ledelsen derimod til hensigt at afhænde aktivet, skal der skønnes en restværdi på det forventede afhændelsestidspunkt. I forhold til afskrivninger skal der foretages dekomponering af væsentlige bestanddele af aktiver, når væsentlige bestanddele har væsentlig forskellig brugstid jf. IAS 16.43-47. Dette er ofte relevant for investeringsejendomme, da ejendommenes væsentlige bestanddele typisk afviger væsentligt fra hinanden i brugstid. Eksempelvis kan der være væsentlig forskel på brugstiden af fundamenter, tage og installationer, hvorfor disse skal afskrives forskelligt. Derudover er brugstiden på grunde ubegrænset jf. IAS 16.58, og grunde skal derfor ikke afskrives.

Efterfølgende omkostninger til materielle anlægsaktiver skal aktiveres, når de medfører yderligere økonomiske fordele jf. IAS 16.12-13. Der skal altså skelnes mellem forbedringer og vedligeholdelse. En dekomponering kan i disse tilfælde gøre det lettere at vurdere, om der er tale om forbedringer eller vedligeholdelse. Udskiftes en del af et aktiv, skal man ophøre med indregning af den gamle del, mens den nye del skal indregnes. Lønomkostninger, hjælpematerialer og smådele til vedligeholdelse vil typisk skulle indregnes i resultatet.

Indregning af materielle anlægsaktiver skal ophøre, når de afhændes, eller når de permanent tages ud, og ingen fremtidige økonomiske fordele forventes. Gevinster og tab ved afhændelse opgøres som forskellen mellem nettoprovenuet ved afhændelsen og den regnskabsmæssige værdi jf. IAS 40.69. Forskellen indregnes i resultatet.

2.2.2 Dagsværdi

Ved måling af investeringsejendomme til dagsværdi, skal virksomheden måle alle investerings-ejendomme til dagsværdi jf. IAS 40.33. En undtagelse er dog, hvis en pålidelig dagsværdi ikke kan opgøres, eksempelvis når en investeringsejendom er under opførelse jf. IAS 40.53. I dette tilfælde skal en investeringsejendom måles til kostpris, indtil det er muligt at opgøre en pålidelig

dagsværdi. IAS 40.40 præciserer, at måling til dagsværdi skal ske efter kravene i IFRS 13 *Måling af dagsværdi*.

Måling af dagsværdien skal afspejle lejeindtægter og øvrige forhold, som andre markedsdelta- gere ville lægge til grund for en prisfastsættelse under de givne markedsforhold jf. IAS 40.40. Der redegøres yderligere for dagsværdimåling i afsnit 3.

Gevinst og tab ved ændringer i investeringsejendommens dagsværdi skal indregnes i resultatop- gørelsen i det år, hvor gevinsterne og tabene opstår jf. IAS 40.35.

Der kan kun foretages overførsel til og fra investeringsejendomme, hvis anvendelsen af en ejen- dom skifter karakter jf. IAS 40.57. Hvis en virksomhed anvender kostprismodellen, ændrer den regnskabsmæssige værdi sig ikke ved overførslen. Dette er dog ikke tilfældet, når dagsværdi anvendes, og overførsel mellem kategorier er derfor særligt væsentlig ved dagsværdimåling. Overføres investeringsejendomme, der måles til dagsværdi, eksempelvis til domicilejen- domme eller handelsejendomme, skal det være dagsværdien på overførselstidspunktet, der danner grundlag for kostprisen jf. IAS 40.60. Hvis en domicilejendom overføres til investerings- ejendomme og skal måles til dagsværdi, skal domicilejendommen behandles som hidtil indtil overførselstidspunktet jf. IAS 40.61. Forskellen mellem ejendommens historiske kostpris og dagsværdien skal derefter behandles på flere måder, alt afhængigt af situationen. En reduktion i den regnskabsmæssige værdi indregnes i resultatet jf. IAS 40.62a. Dog skal en eventuel re- serve for opskrivninger reduceres først. En stigning i den regnskabsmæssige værdi indregnes i resultatet i det omfang, stigningen udligner en tidligere værdiforringelse i overensstemmelse med reglerne i IAS 36.117 jf. IAS 40.62b. En eventuel resterende stigning i den regnskabsmæs- sige værdi skal bindes på egenkapitalen som en opskrivningsreserve. Denne reserve skal her- efter reduceres, hvis ejendommen nedskrives til under dagsværdien på overførselstidspunktet. Derudover skal reserven opløses, hvis ejendommen nedskrives til under kostprisen eller sæl- ges. Dette skal ske direkte på egenkapitalen, og ikke i resultatet. Hvis en handelsejendom over- føres til investeringsejendomme og skal måles til dagsværdi, indregnes værdireguleringen ved- rørende overførslen i resultatet jf. IAS 40.63.

Indregning af en investeringsejendom skal ophøre, når den afhændes, eller når den permanent tages ud og ingen fremtidige økonomiske fordele forventes jf. IAS 40.66. Gevinster og tab ved

afhændelse opgøres som forskellen mellem nettoprovenuet ved afhændelsen og den regnskabsmæssige værdi jf. IAS 40.69. Forskellen indregnes i resultatet.

2.3 Præsentation og oplysninger

I anvendt regnskabspraksis skal der redegøres for indregningsmetoder og målegrundlag for investeringsejendomme jf. ÅRL § 53. Er der indregnet finansieringsomkostninger i kostprisen for investeringsejendomme, skal årets indregnede finansieringsomkostninger oplyses jf. ÅRL § 59. Virksomheder i regnskabsklasse C og D skal, i noterne, præsentere en anlægsnote jf. ÅRL § 88, hvori investeringsejendomme indgår. Der er en række yderligere oplysningskrav, der varierer efter, om investeringsejendomme måles efter kostprismetoden eller dagsværdimetoden.

2.3.1 Kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger

I forlængelse af ÅRL § 53 skal der, jf. ÅRL § 53, stk. 2, nr. 1, litra b, oplyses om afskrivningsmetode, skøn over restværdi og brugstid på investeringsejendomme.

2.3.2 Dagsværdi

Når investeringsejendomme måles til dagsværdi, og dagsværdien ikke kan måles på baggrund af observationer på et aktivt marked, skal der redegøres for de værdiansættelsesmodeller og -teknikker, der er anvendt ved opgørelsen af dagsværdien jf. ÅRL § 53, stk. 2, nr. 1, litra a. Ifølge Erhvervsstyrelsen (2023) skal det også oplyses, hvis man har anvendt ekstern bistand til værdiansættelserne.

Når investeringsejendomme måles til dagsværdi, skal der, for hver kategori af investeringsejendomme, oplyses om dagsværdien ultimo regnskabsåret, ændringer i dagsværdien indregnet i resultatopgørelsen og ændringer i dagsværdien indregnet i dagsværdireserven under egenkapitalen jf. ÅRL § 58, stk. 1. Yderligere skal der oplyses om de centrale forudsætninger, der er anvendt ved opgørelsen af dagsværdien jf. ÅRL § 58, stk. 2, hvis dagsværdien ikke måles på baggrund af observationer på et aktivt marked. Oplysninger om de centrale forudsætninger kan gives samlet for en kategori eller gruppe af investeringsejendomme, hvis beregningerne i kategorierne eller grupperne ikke afviger væsentligt fra hinanden jf. ÅRL § 58, stk. 3. Kategorier af investeringsejendomme skal forstås som investeringsejendomme, der er naturlige at vurdere samlet. En kategori af investeringsejendomme kan eksempelvis være detailejendomme eller

industri ejendomme. Grupper af investeringsejendomme kan også være geografiske inddelinger. Der redegøres yderligere for oplysningskravet i afsnit 3.

Skemakravene i ÅRL, bilag 2, indeholder ikke særskilte poster i balancen og resultatopgørelsen til investeringsejendomme. Jf. ÅRL § 23, stk. 2 kan nye poster tilføjes, hvis postens indhold ikke er dækket af de eksisterende poster. Af samme årsag er det hensigtsmæssigt at præsentere investeringsejendomme som en særskilt post i balancen, da investeringsejendomme oftest måles til dagsværdi og dermed afviger fra de fleste, øvrige anlægsaktiver. Ligeledes er det hensigtsmæssigt, i den forbindelse, at tilføje en særskilt post i resultatopgørelsen til dagsværdiregulering af investeringsejendomme.

3 Dagsværdi

Dette afsnit redegør for definitionen af dagsværdi samt den regnskabsmæssige behandling ifølge ÅRL.

3.1 Definition

Til fortolkning af lovens krav anvendes den internationale regnskabsstandard IFRS 13 *Måling af dagsværdi*.

Bilag 1, litra D, nr. 2 i ÅRL definerer dagsværdi som det beløb, hvormed et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse kan udlignes ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter. IFRS 13.9 definerer dagsværdi som den pris, der ville blive opnået ved salg af et aktiv eller betalt for at overdrage en forpligtelse i en normal transaktion mellem markedsdeltagere på målingstidspunktet. Trods forskellig ordlyd er grundtankerne bag formuleringerne de samme. I lovbemærkningerne til ÅRL er det ligeledes præciseret, at begrebet ”dagsværdi” anvendes synonymt med begrebet ”fair value” i de internationale regnskabsstandarde (Erhvervsministeriet, 2001, *Bemærkninger til lovforslaget, Til § 37*).

IFRS 13.11 præciserer, at måling af dagsværdi skal tage hensyn til et aktivs eller en forpligtelses kendetegn, hvis markedsdeltagerne lægger vægt på disse kendetegn ved opgørelse af dagsværdien. Aktiver og forpligtelser målt til dagsværdi kan både være selvstændige aktiver og forpligtelser og grupper af aktiver og forpligtelser jf. IFRS 13.13.

Når et aktiv eller en forpligtelse skal måles til dagsværdi, forudsættes det, at de omsættes i en velordnet transaktion mellem markedsdeltagere med henblik på at sælge eller overdrage under aktuelle markedsforhold jf. IFRS 13.15. Det forudsættes, at transaktionen sker på det primære marked. Hvis der ikke er et primært marked, skal transaktionen ske på det mest fordelagtige marked for aktivet eller forpligtelsen jf. IFRS 13.16. Dagsværdimåling i et primært marked vil altid have forrang, selvom prisen på et andet marked kan virke mere fordelagtig jf. IFRS 13.18. Det primære marked skal forstås som markedet med det største omfang og niveau af aktivitet for et aktiv eller en forpligtelse jf. IFRS 13, appendiks A.

Dagsværdimåling tager, ifølge IFRS 13.20, ikke højde for, om der er eventuelle begrænsninger i en virksomheds muligheder for at sælge et aktiv eller overdrage en forpligtelse på målingstidspunktet. Selvom der kan være begrænsninger, kan der stadig foretages en dagsværdimåling. En dagsværdimåling forudsætter også, at en transaktion finder sted på tidspunktet for målingen, set fra en markedsdeltagers synspunkt jf. IFRS 13.21. Dagsværdimålinger baseres altså på hypotetiske transaktioner.

Efter IFRS 13.22 skal en virksomhed måle dagsværdien af et aktiv eller en forpligtelse ud fra de forudsætninger, som markedsdeltagerne ville anvende ved opgørelse af dagsværdien, da det skal antages, at markedsdeltagerne agerer i bedste økonomiske interesse.

Prisen skal ikke justeres for transaktionsomkostninger jf. IFRS 13.25. Transaktionsomkostninger skal, i stedet, behandles regnskabsmæssigt i overensstemmelse med de øvrige regnskabsstandarder. Årsagen til dette er, at transaktionsomkostninger er et kendetegn ved transaktionen, hvorimod det kendetegnende for dagsværdien er prisen.

For ikke-finansielle aktiver, eksempelvis investeringsejendomme, skal dagsværdimålingen tage hensyn til markedsdeltagernes mulighed for at frembringe økonomiske fordele ved den højeste og bedste anvendelse af aktivet jf. IFRS 13.27. Dette skal, ifølge IFRS 13.28, vurderes på baggrund af, hvad der er fysisk, juridisk og finansielt muligt. IFRS 13.29 præciserer videre, at den højeste og bedste anvendelse skal ses fra markedsdeltagernes synspunkt, også selvom virksomheden påtænker en anden anvendelse af aktivet. Udgangspunktet er dog, at virksomhedens anvendelse af aktivet må antages at være den højeste og bedste anvendelse, medmindre markedsfaktorer kan indikere, at en anden anvendelse af aktivet kan maksimere dagsværdien.

Dagsværdi skal ikke forveksles med nettorealisation sværdi. Bilag 1, litra D, nr. 7 i ÅRL definerer nettorealisation sværdi som summen af de fremtidige nettoindbetalinger, som et aktiv på balancedagen forventes at indbringe som led i normal drift. For en forpligtelse er det summen af de fremtidige nettoudbetalinger, der skal ydes i forpligtelsens levetid. Ydermere er nettorealisation sværdi defineret i IAS 2 *Varebeholdninger*. IAS 2.6 definerer nettorealisation sværdi som den i det normale forretningsforløb skønnede salgsspris med fradrag af skønnede færdiggørelsesomkostninger samt de omkostninger, som skønnes at være nødvendige for at kunne gennemføre salget. IAS 2.7 præciserer yderligere, at nettorealisation sværdi er en virksomhedsspecifik værdi, mens dagsværdi er en markedsspecifik værdi. Nettorealisation sværdi og dagsværdi kan derfor ikke nødvendigvis forventes at være samme værdi. Nettorealisation sværdi kan være anderledes end dagsværdi, da nettorealisation sværdi er baseret på værdien af en forventet, virksomhedsspecifik transaktion, mens dagsværdien er baseret på prisen under aktuelle markedsforhold på baggrund af de kendetegn, markedsdeltagerne lægger vægt på. Der er altså tale om to forskellige scenarier, hvor værdien ikke nødvendigvis er ens.

3.2 Værdiansættelsesmetoder

En virksomhed skal anvende de værdiansættelsesmetoder, der er relevante i den konkrete situation. En relevant værdiansættelsesmodel vil være baseret på tilstrækkelige data, så anvendelsen af observerbare input maksimeres, og ikke-observerbare input minimeres jf. IFRS 13.61. I praksis kan det være relevant at anvende flere værdiansættelsesmodeller og derefter vurdere, hvilken model der giver det mest retvisende billede af dagsværdien jf. IFRS 13.63. Observerbare input er input, der er udviklet ved hjælp af markedsdata, såsom offentligt tilgængelige oplysninger om begivenheder og transaktioner, og som afspejler de forudsætninger, markedsdeltagerne ville anvende ved prisfastsættelsen jf. IFRS 13, appendiks A. Ikke-observerbare input er input, hvor observerbare markedsdata ikke er tilgængelige, og input i stedet bygger på de bedst tilgængelige oplysninger om de forudsætninger, markedsdeltagerne ville anvende ved prisfastsættelsen jf. IFRS 13, appendiks A.

Af værdiansættelsesmetoder nævnes i IFRS 13.62 specifikt markedsmetoden, omkostningsmetoden og indkomstmetoden. Markedsmetoden anvender priser og andre relevante oplysninger, der er genereret som følge af markedstransaktioner med identiske eller sammenlignelige aktiver og forpligtelser jf. IFRS 13.B5. Omkostningsmetoden anvender beløb, der skal til for at

genanskaffe et tilsvarende aktiv jf. IFRS 13.B8. IFRS 13.B9 præciserer yderligere, at udgangspunktet bag denne metode er, at prisen, som en sælgende markedsdeltager vil modtage for et aktiv, er baseret på en købers omkostninger ved at anskaffe eller fremstille et sammenligneligt aktivt. Indkomstmetoden konverterer fremtidige pengestrømme til et enkelt, tilbagediskonteret beløb. Dagsværdimålingen afspejler dermed markedets forventninger til de fremtidige pengestrømme jf. IFRS 13.B10.

3.3 Dagsværdihierarkiet

Som beskrevet, skal den valgte værdiansættelsesmetode maksimere observerbare input og minimere ikke-observerbare input. Til dette formål anvendes dagsværdihierarkiet, hvor man skal søge at opgøre dagsværdien efter det højest mulige niveau i hierarkiet. Der er indarbejdet et dagsværdihierarki i ÅRL § 37, som er opdelt i fire niveauer:

- Niveau 1 – Salgsverdi på et aktivt marked
- Niveau 2 – Salgsverdi på enkelte bestanddele eller salgsverdi på lignende aktiver eller forpligtelser
- Niveau 3 – Kapitalverdi beregnet ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker
- Niveau 4 – Kostpris, hvis en tilnærmet salgsverdi ikke kan beregnes.

IFRS 13 har ligeledes et dagsværdihierarki, som beskrevet i IFRS 13.76-90:

- Niveau 1 – Officielle kurser på aktive markeder for identiske aktiver eller forpligtelser, som virksomheden har adgang til på målingstidspunktet
- Niveau 2 – Andre input end officielle kurser i niveau 1, som kan observeres direkte eller indirekte. Input omfatter officielle kurser for lignende aktiver og forpligtelser på aktive markeder, officielle kurser for identiske eller lignende aktiver eller forpligtelser, der ikke er aktive, observerbare rentesatser, afkastkurver, valutakurser og markedsunderstøttende input
- Niveau 3 – Ikke-observerbare input. Ikke-observerbare input skal anvendes til at måle dagsværdien, når der ikke foreligger tilstrækkelige observerbare input. De ikke-observerbare input skal afspejle markedsdeltagernes forudsætninger, som de ville anvende ved

prisfastsættelsen, herunder risiko. Virksomhederne skal anvende de antagelser hos markedsdeltagerne, der er rimeligt tilgængelige.

Trods forskellig ordlyd er der overensstemmelse mellem lovens dagsværdihierarki og dagsværdihierarkiet i IFRS 13. IFRS 13 har ganske vist ikke niveau 4 i dagsværdihierarkiet, ligesom det er tilfældet for ÅRL, men som det fremgår af afsnit 2.2.2 om indregning og måling af investeringsejendomme, er måling til kostpris stadig en mulighed, indtil en pålidelig dagsværdi kan opgøres. IFRS 13 overlader således måling til kostpris til de øvrige regnskabsstandarde fremfor et fjerde niveau i dagsværdihierarkiet.

Aktiver, der kan måles til dagsværdi ved brug af niveau 1 input, vil typisk være børsnoterede værdipapirer, råvarer og CO₂-kvoter, da kurserne for disse er lettilgængelige. Handlerne med disse aktiver er så hyppige, at der er tale om aktive markeder. Kurserne er dermed udtryk for dagsværdien.

Aktiver, der kan måles til dagsværdi ved brug af niveau 2 input, vil typisk være valutaterminskontrakter og renteswaps uden justering for egen kreditrisiko. Disse typer af aktiver er der ikke et decideret aktivt marked for, men der er direkte og indirekte observerbare input, eksempelvis kurser og renter. Det væsentlige for placeringen af eksempelvis renteswaps i niveau 2 er, at der ikke er justeret for egen kreditrisiko. Dagsværdien af renteswaps opgøres ofte af bankerne, men principielt er dagsværdien ikke højere end det, en modpart er villig til at indgå aftale om. Hvis virksomhedens egen kreditrisiko har væsentlig indvirkning på dagsværdien, vil der ikke længere være tale om niveau 2, da der så er tale om ikke-observerbare input.

Aktiver, der kan måles til dagsværdi ved brug af niveau 3 input, vil typisk være investeringsejendomme, unoterede kapitalandele og renteswaps justeret for egen kreditrisiko. Disse typer af aktiver er der ikke aktive markeder for, og der findes meget sjældent observerbare markedspriser. Opgørelsen af dagsværdien er derfor baseret på ikke-observerbare input, hvilket også betyder, at opgørelsen af dagsværdien typisk er mere kompleks end de to øvre niveauer.

3.4 Præsentation og oplysninger

Kravene til præsentation og oplysninger om dagsværdi fremgår af afsnit 2.3 og 2.3.2, da kravene er relevante for alle typer af aktiver og forpligtelser, der måles til dagsværdi efter ÅRL §§ 37-38.

Oplysninger om centrale forudsætninger skal gives for aktiver og forpligtelser, der befinder sig i niveau 3 i dagsværdihierarkiet jf. ÅRL § 58 a, stk. 2, da dagsværdien er opgjort på baggrund af ikke-observerbare input. I visse tilfælde kan oplysninger om centrale forudsætninger også være relevant for aktiver og forpligtelser i niveau 2, hvis dagsværdien af disse er væsentligt påvirket af ikke-observerbare input. Oplysninger om centrale forudsætninger er ikke relevant for aktiver og forpligtelser i niveau 1, da der er tale om aktive markeder. Der vil derfor ikke være forhold, der gør det vanskeligt at opgøre dagsværdien eller forstå opgørelsen af dagsværdien.

Oplysningskravene i ÅRL og IFRS 13 er egentlig, i essensen, ens, da forudsætningen i ÅRL § 58 a, stk. 2 er, at man skal give tilstrækkelige oplysninger til at skabe forståelse for dagsværdimålingen. IFRS 13 beskriver dog mere præcist, hvilke oplysninger der skal gives i regnskabet for at give regnskabsbrugerne den rette forståelse for opgørelse af dagsværdien. Det kan derfor være væsentligt at være opmærksom på oplysningskravene i IFRS 13 for at opfylde kravet i ÅRL om et retvisende billede jf. ÅRL § 11. IFRS 13 tjener ganske vist som fortolkningsbidrag til ÅRL, men oplysningskravene kan tjene som inspiration til at opfylde oplysningskravene i ÅRL. Her er det netop vigtigt at være opmærksom på, at man skal give yderligere oplysninger, hvis lovens bestemmelser ikke er tilstrækkelige til at give et retvisende billede jf. ÅRL § 11, stk. 2.

IFRS 13.91-99 angiver oplysningskravene til dagsværdimåling. Virksomheden skal først og fremmest overveje en række forhold for at give regnskabsbrugerne den nødvendige forståelse for virksomhedens værdiansættelsesmetoder, dertilhørende input og niveau 3 målingers indvirkning på resultatet. Dette indebærer:

- detaljeringsgraden, der er nødvendig for at opfylde oplysningskravene
- hvor meget vægt, der skal lægges på de enkelte krav
- hvor meget samling og opdeling, der skal foretages
- om regnskabsbrugerne har behov for yderligere oplysninger til vurdering af de afgivne, kvantitative oplysninger.

For at opfylde oplysningskravene, skal virksomheden som minimum give følgende oplysninger for hver kategori af aktiver og forpligtelser, der måles til dagsværdi:

- Dagsværdimålingen ultimo regnskabsåret samt baggrunden for målingen
- Niveauet i dagsværdihierarkiet

- Beløbene af overførslerne mellem niveau 1 og 2 samt baggrunden for overførslerne
- Beskrivelse af værdiansættelsesmetoder og inputtene hertil for niveau 2 og 3
- Ændring i værdiansættelsesmetode og baggrunden herfor
- Kvantitative oplysninger om inputtene anvendt til værdiansættelsesmetoderne i niveau 3
- For niveau 3 dagsværdimålinger, de samlede gevinster og tab for regnskabsåret indregnet i resultatet, køb, salg, udstedelser og indfrielse samt de samlede overførsler til eller fra niveau 3
- For niveau 3 dagsværdimålinger, den samlede beløbsmæssige størrelse af urealiserede gevinster og tab i regnskabsåret indregnet i resultatet for aktiver og forpligtelser, der stadig besiddes ved regnskabsårets afslutning
- For niveau 3 dagsværdimålinger, informationer om dagsværdimålingens følsomhed overfor ændringer i væsentlige, ikke-observerbare input
- Hvis et ikke-finansielt aktivs højeste og bedste anvendelse afviger fra den aktuelle anvendelse, årsagen til afvigelsen.

Virksomheden skal foretage en hensigtsmæssig kategorisering af aktiver og forpligtelser ud fra deres art, kendetegn og risici samt deres niveau i dagsværdihierarkiet. Derudover skal virksomheden oplyse datoen for en overførsel mellem dagsværdihierarkierne samt hændelsen, der medførte overførslen.

Som det fremgår i dette afsnit samt afsnit 2.3.2, er flere af oplysningskravene i IFRS 13 indført i ÅRL. De yderligere oplysningskrav i IFRS 13 kan altså bruges, hvis kravene i ÅRL ikke er tilstrækkelige. Behovet for dette vil variere alt efter kompleksiteten.

3.5 Investerings ejendomme og dagsværdihierarkiet

Som beskrevet i afsnit 3.3, vil investerings ejendomme typisk tilhøre niveau 3 i dagsværdihierarkiet, hvilket skyldes en række forskellige faktorer, som Erhvervsstyrelsen (2023) også bekræfter i deres vejledning om måling af investerings ejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven.

Investerings ejendomme kan ikke tilhøre niveau 1, da der ikke er et aktivt marked. Der er ikke nær nok ejendomshandler til, at markedet kan defineres som aktivt, ligesom det kan for børsnoterede aktier.

Typisk kan investeringsejendomme heller ikke tilhøre niveau 2, da investeringsejendomme meget sjældent er så ens, at man kan opgøre dagsværdien på baggrund af salgsværdien for lignende investeringsejendomme. To investeringsejendomme kan sagtens virke ens udadtil, men selv små forskelle i faktorer som beliggenhed, lejekontrakter og indvendige bestanddele kan have stor betydning for dagsværdien. Erhvervsstyrelsen (2023) bemærker, at placering af investeringsejendomme i niveau 2 vil være undtagelsesvis muligt i sjældne tilfælde, eksempel ved besiddelse af en grund, hvor man kan sammenligne med lignende grunde og jord til salg eller solgt i området. Det er dog fortsat meget vigtigt, at grundene faktisk er sammenlignelige, eksempelvis at de har samme byggemodning. Hvis man vurderer, at man kan opgøre dagsværdien af en investeringsejendom efter niveau 2, skal man være opmærksom på prisen ved de sammenlignelige investeringsejendomme. Hvis en sammenlignelig investeringsejendom er solgt til underpris, fordi den pågældende sælger stod i likviditetsproblemer, er det ikke et udtryk for dagsværdien. Ligeledes er det tilfældet, hvis der bliver solgt til overpris. Dagsværdien er netop defineret som prisen i en normal, velordnet transaktion. Af samme årsag er handelsprisen ved køb af en investeringsejendom lige inden balancedagen eller salg lige efter balancedagen ikke nødvendigvis et udtryk for dagsværdien, da det, uanset hvad, er en forudsætning, at der er tale om en normal, velordnet transaktion, og at sammenlignelige investeringsejendomme er handlet på samme vilkår. Erhvervsstyrelsen (2023) bemærker ligeledes, at man ikke, uden videre, kan anvende en salgsopstilling som grundlag for dagsværdien, da en salgsopstilling ikke nødvendigvis er udarbejdet med det formål at fastsætte en dagsværdi. Prisen i en salgsopstilling kan ligeledes både være åbenlys høj eller lav i forhold til den pris, investeringsejendommen ender med at blive handlet til eller forventes at blive handlet til.

Da investeringsejendomme, som udgangspunkt, tilhører niveau 3 i dagsværdihierarkiet, skal dagsværdien opgøres til kapitalværdien beregnet ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker jf. ÅRL § 37, hvilket baserer sig på ikke-observerbare input. Afsnit 4 går i dybden med dette.

3.6 Hvorfor måle investeringsejendomme til dagsværdi?

Det er væsentligt at bemærke ordlyden i ÅRL § 38, der fastslår, at investeringsejendomme kan løbende reguleres til dagsværdi efter første indregning. Der er således tale om, at hovedreglen for investeringsejendomme, ligesom øvrige materielle anlægsaktiver, er kostpris med fradrag af

af- og nedskrivninger, mens regulering til dagsværdi er en valgmulighed. Som det allerede nu fremgår, kan måling af investeringsejendomme til dagsværdi være en noget mere kompliceret disciplin end hovedreglen om kostpris. Man kan derfor undre sig over, at de fleste vælger at måle investeringsejendomme til dagsværdi, men dette er der flere årsager til.

Investeringsejendomme er, selvsagt, et investeringsaktiv jf. definitionen om at opnå et afkast eller kapitalgevinst. Man kan argumentere for, at dette ikke er anderledes end at eje andre investeringsaktiver som børsnoterede værdipapirer, der som et finansielt aktiv skal måles til dagsværdi jf. ÅRL § 37. Disse besiddes også, som oftest, med afkast og kapitalgevinst for øje.

For investeringsejendomme er der altså en væsentlig forskel i forhold til domicilejendomme. Som sagt besiddes domicilejendomme med henblik på anvendelse i produktionen, til levering af varer eller tjenesteydelser eller administrative formål. Domicilejendomme har altså til formål at huse de afkastskabende aktiviteter. Besiddelsen af domicilejendomme kan derfor mere betragtes som en omkostning, hvor værdiforringelsen afspejler sig i resultatopgørelsen gennem afskrivninger. Dette kan virke uhensigtsmæssigt for investeringsejendomme, der, ligesom børsnoterede værdipapirer, svinger i værdi og følger markedets udvikling. Når der er tale om et investeringsaktiv som en investeringsejendom, vil dagsværdi ofte afspejle en mere relevant, realistisk og retvisende værdi, da dagsværdi afspejler markedsværdien. I og med, at investeringsejendomme besiddes med henblik på at opnå et afkast eller kapitalgevinst, giver dagsværdi også et bedre billede af virksomhedens finansielle stilling, da dagsværdireguleringerne afspejles i resultatopgørelsen, hvilket kan sidestilles med afspejling af afkastet. Kostpris afspejler mere ledelsens hensigt om at besidde en ejendom til produktion, levering af varer eller tjenesteydelser eller administrative formål, mens dagsværdi mere afspejler ledelsens hensigt om at opnå et afkast eller kapitalgevinst ved besiddelse af en ejendom.

Ud fra ovenstående står man ofte i den situation, når man besidder investeringsejendomme, at dagsværdi giver det mest retvisende billede, da investeringsejendomme svinger i værdi og følger markedets udvikling. Dermed giver det også et retvisende billede af den finansielle stilling. Som sagt er dagsværdi en valgmulighed i ÅRL, men man kan meget vel argumentere for, at dagsværdimåling af investeringsejendomme, til dels, er en nødvendighed for at opfylde lovens krav om et retvisende billede jf. ÅRL § 11.

Ovenstående kan understøttes af, at det af lovbemærkningerne til ÅRL fremgår, at indførelsen af loven også var synonym med indførelsen af elementer fra det værdibaserede regnskabskoncept, hvilket betød, at årsregnskaberne i højere grad skulle baseres på reelle værdier fremfor historiske kostpriser (Erhvervsministeriet, 2001, *Bemærkninger til lovforslaget*, 1. Indledning). Dette skyldtes, at man ønskede at følge udviklingen i de internationale regnskabsstandarder, der også bygger på det værdibaserede regnskabskoncept. På samme tid skyldtes det også antagelsen om, at de fleste eksterne regnskabsbrugere med et rimeligt kendskab til regnskabsaflægning ville foretrække et værdibaseret regnskab fremfor et transaktionsbaseret regnskab (Erhvervsministeriet, 2001, *Bemærkninger til lovforslaget, Til § 11*). Det kan altså udledes af lovbemærkningerne, at der er lagt op til, at den foretrukne måling af investeringsejendomme er dagsværdi fremfor kostpris.

4 Værdiansættelsesmetoder for investeringsejendomme

I dette afsnit analyseres, hvordan investeringsejendomme målt til dagsværdi kan værdiansættes, og hvilke input der særligt kan påvirke detailejendomme. Analysen tager udgangspunkt i, at der er tale om niveau 3 i dagsværdihierarkiet.

4.1 Nutidsværdimetoder

Eftersom dagsværdien af investeringsejendomme skal opgøres til kapitalværdi beregnet ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker, udelukker dette markedsmetoden og omkostningsmetoden. Markedsmetoden og omkostningsmetoden vil være mere relevante i niveau 1 og 2 i dagsværdihierarkiet, hvor mængden af observerbare input er langt større. Markedsmetoden og omkostningsmetoden opgør ligeledes ikke en kapitalværdi. Dagsværdien af investeringsejendomme skal altså baseres på indkomstmetoden. Her er der, mere specifikt, tale om nutidsværdimetoder. IFRS 13 beskriver ikke specifikke nutidsværdimetoder, men derimod de påkrævede elementer i nutidsværdimetoderne. Dagsværdimåling ved hjælp af nutidsværdimetoder skal altid tage højde for en række forhold set fra markedsdeltagernes synspunkt på målingstidspunktet. IFRS 13.B36 præciserer yderligere, at et niveau 3 input for pengestrømsfrembringende enheder er regnskabsprognoser for eksempelvis pengestrømme eller resultater. Dette er også afspejlet i IAS 40.40, der præciserer, at dagsværdien af

investeringsejendomme skal afspejle eksempelvis lejeindtægter og øvrige forhold, markedsdeltagerne vil tage højde for ved prisfastsættelsen.

Ifølge IFRS 13.B13 skal der, i nutidsværdimetoden, indarbejdes et skøn over fremtidige pengestrømme, som investeringsejendommen vurderes at kunne generere. Derudover skal der også indarbejdes forventninger om ændringer i pengestrømmene og tidspunktet for ændringerne i pengestrømme. Der skal tages højde for den tidsmæssige værdi af penge ved hjælp af en diskonteringsrente med udgangspunkt i en risikofri rente, eksempelvis den lange obligationsrente inklusive forventninger til udviklingen i denne. Udover den risikofrie rente skal der også indarbejdes en markedsrisikopræmie, som tager højde for usikkerheden i de forventede pengestrømme. Markedsrisikopræmien skal ses som det afkast, en markedsdeltager forventer ved besiddelse af en investeringsejendom ud fra markedsrisici samt specifikke risici for den enkelte investeringsejendom. Fastsættelse af markedsrisikopræmien i diskonteringsrenten kræver således en analyse af markedet, eksempelvis ved at undersøge afkastet på andre investeringsejendomme i samme kategori i området. Markedsrisikopræmien skal betragtes som merafkastet i forhold til den risikofrie rente. I øvrigt skal nutidsværdimetoden indeholde alle øvrige forhold, som, set fra markedsdeltagernes synspunkt, ville være relevante på målingstidspunktet.

I visse tilfælde ses det, at man beregner de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC), som bruges som diskonteringsrente (Skatteforvaltningen, 2019). WACC beregnes som:

- $WACC = (\text{Egenkapitalandel} \times \text{Egenkapitalomkostning}) + (\text{Fremmedkapitalandel} \times \text{Fremmedkapitalomkostning})$
- $\text{Egenkapitalomkostning} = \text{Risikofri rente} + (\text{Betaværdi} \times \text{Markedsrisikopræmie})$
- $\text{Fremmedkapitalomkostning} = (\text{Risikofri rente} + \text{Selskabsspecifikt tillæg}) \times (1 - \text{Skattesats})$

Da WACC udgør de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger, er den et udtryk for ejernes og långivernes afkastkrav for en række fremtidige pengestrømme. Når WACC skal beregnes, er det vigtigt, at det gøres ud fra egenkapitalens og gældens markedsværdi, og ikke de bogførte værdier. Bogførte værdier kan ofte afvige fra markedsværdier, hvorfor beregning af WACC ud fra

bogførte værdier skaber en risiko for at nå frem til en diskonteringsrente, der ikke afspejler markedsdeltagernes forventninger.

Egenkapitalomkostningen skal ses som det afkast, der kan tilfredsstille ejerne. I denne indarbejdes den risikofrie rente, da det må forventes, at ejerne, som minimum, forlanger afkastet af en risikofri investering. Set fra et dansk synspunkt, er det oftest den effektive rente på en 10-årig dansk statsobligation, der anses som værende den risikofrie rente, hvilket skyldes, at man ikke forventer, at den danske stat går konkurs. Derudover indarbejdes markedsrisikopræmien i egenkapitalomkostningen. Markedsrisikopræmien kan opgøres ud fra historiske merafkast, markedsrapporter eller den implicitte markedsrisikopræmie, hvor man tager udgangspunkt i aktiekurser, offentliggjorte regnskaber og forventninger til de frie pengestrømme. Det er dog vigtigt stadig at være opmærksom på, at markedsrisikopræmien skal fastsættes ud fra den enkelte investeringsejendoms særlige karakteristika og forhold. Betaværdien er et udtryk for den systematiske risiko, der ikke kan elimineres gennem en veldiversificeret portefølje af aktiver (Skatteforvaltningen, 2024a). Den systematiske risiko udgøres eksempelvis af konjunkturændringer og renteændringer. Hvis risikoen ved besiddelse af en investeringsejendom vurderes at være større end markedsrisikoen, er betaværdien større end 1. Hvis risikoen er mindre, er den under 1. En betaværdi på 1 er således udtryk for, at risikoen er identisk med markedsrisikoen, og at investeringsejendommen vil følge markedets udvikling. Man kan benytte betaværdien for sammenlignelige, børsnoterede virksomheder, hvor betaværdien måles jævnlige.

Fremmedkapitalomkostningen skal ses som det afkast, der kan tilfredsstille långiverne. Ligesom i egenkapitalomkostningerne, vil långiverne også, som minimum, forlange afkastet af en risikofri investering, hvorfor den risikofrie rente indgår i fremmedkapitalomkostningen. Derudover indgår der et selskabsspecifikt tillæg. I det selskabsspecifikke tillæg kan der tages højde for forhold som betalingsevne, stilling i prioritetsrækkefølgen og tidspunkt for optagelse af lån (Skatteforvaltningen, 2024b). Tillægget kan, i bund og grund, betragtes som en kreditvurdering. I relation til investeringsejendomme kan tillægget eksempelvis også bestå af den effektive rente for et prioritetslån i ejendommen, hvis lånet afspejler de aktuelle markedsforshold. Om fremmedkapitalomkostningen skal fratrækkes skat eller ej kommer an på, om de opgjorte pengestrømme er opgjort før eller efter skat. Er pengestrømmene før skat, skal der ikke trækkes skat ud af fremmedkapitalomkostningen.

Ved pengestrømme, der indeholder inflationens virkninger, skal der anvendes en diskonteringsrente, der afspejler inflationens virkninger jf. IFRS 13.B14. Dette er tilfældet, når den risikofrie rente indgår i diskonteringsrenten, da forventninger til inflationen er indbygget i den risikofrie rente. Pengestrømme før skat skal tilbagediskonteres med diskonteringsrenten før skat, mens pengestrømme efter skat skal tilbagediskonteres med diskonteringsrenten efter skat.

I praksis anvendes der ofte offentliggjorte markedsrapporter over investeringsejendomme til brug for input til værdiansættelsesmodellerne, særligt i forhold til fastsættelse af afkastkrav og diskonteringsrente. Mens markedsrapporterne kan være gode som inspiration, skal man fortsat være opmærksom på de konkrete investeringsejendommers særlige karakteristika og risici. Besidder man en investeringsejendom i Aalborg, er det, som udgangspunkt, ikke nok i sig selv at bruge data fra en markedsrapport for Aalborg-området fuldstændig umodificeret. Der skal ske tilpasninger til den konkrete investeringsejendoms særlige karakteristika og forhold.

Erhvervsstyrelsen (2023) udtaler, at de hyppigst anvendte modeller til dagsværdimåling af investeringsejendomme er den afkastbaserede model (normalindtjeningsmodellen) og Discounted Cash Flow (DCF) modellen. Virksomheden skal anvende den model, der, i sidste ende, tager bedst højde for de konkrete forhold for investeringsejendommen. Det er også vigtigt at bemærke, at der skal indhentes og indarbejdes de samme data uanset valg af model, hvorfor begge modeller, reelt set, skal udvise den samme dagsværdi i sidste ende.

4.1.1 Den afkastbaserede model

Ved brug af den afkastbaserede model opgør man dagsværdien ud fra et normaliseret driftsafkast for investeringsejendommen og et afkastkrav. Et normaliseret driftsafkast forudsætter, at man forventer forholdsvis stabile lejeindtægter og driftsudgifter i de kommende år, samt at der indarbejdes større, forventede afvigelser såsom større, planlagte vedligeholdelsudgifter ude i fremtiden og tomgang. Et normaliseret driftsafkast betyder også, at der ikke skal reguleres for inflation, da et normaliseret driftsafkast er udtryk for det afkast, markedsdeltagerne vil forvente på længere sigt.

I bilag 1 fremgår der et eksempel på opgørelse af dagsværdien ved anvendelse af den afkastbaserede model. Hvis en investeringsejendom har et normaliseret driftsafkast på 100.000 kr., og

afkastkravet er 4 %, vil dagsværdien blive opgjort til 2.500.000 kr. Dagsværdien beregnes med følgende formel:

- $\text{Dagsværdi} = \text{Driftsafkast} / \text{Afkastkrav i \%}$

Man har set i praksis, at virksomheder, hvis eneste formål er at besidde investeringsejendomme, bruger årets resultat som input til den afkastbaserede model. Erhvervsstyrelsen (2023) fastslår, at dette, som udgangspunkt, ikke er et retvisende input til den afkastbaserede model. Dette skyldes, at årets resultat ikke nødvendigvis afspejler det afkast, som en markedsdeltager ville forvente ved besiddelse af ejendommen. Dette kan skyldes flere faktorer, heriblandt:

- lavere eller højere lejeindtægter end markedslejen
- lavere eller højere vedligeholdelsesomkostninger end et normalt år
- lavere eller højere tomgang end et normalt år.

Hvis årets resultat skal anvendes som input til den afkastbaserede model, skal der altså foretages regulering for blandt andet ovennævnte faktorer for at beregne et normaliseret driftsafkast.

Fordelen ved den afkastbaserede model er, at modellen, i mange tilfælde, er forholdsvis simpel at benytte. Ulempen er til gengæld, at det, i visse tilfælde, kan være kompliceret at indarbejde forventninger til fremtiden i modellen, da modellen netop udelukkende tager udgangspunkt i et enkelt års normaliserede driftsafkast. Det kan således være kompliceret at opgøre, hvordan større udsving præcist skal påvirke det normaliserede driftsafkast. Den afkastbaserede model er derfor særdeles relevant at anvende, hvis en investeringsejendom forventes at generere et forholdsvis stabilt driftsafkast uden større udsving i pengestrømmene i en længere årrække.

4.1.2 DCF-modellen

Ved brug af DCF-modellen opgør man dagsværdien ud fra en tilbagediskontering af de forventede pengestrømme fra investeringsejendommen over en årrække ud fra en budgetperiode. Budgetperioden varierer, men man ser typisk en 10-årig budgetperiode. Jo hurtigere, investeringsejendommen forventes at opnå et normaliseret driftsafkast, jo mere taler det for en kortere budgetperiode. Efter budgetperioden er der en terminalperiode, som indeholder de langsigtede og normaliserede lejeindtægter og driftsudgifter. I terminalperioden udregnes der en

terminalværdi ud fra de normaliserede lejeindtægter og driftsudgifter, ligesom i den afkastbaserede model. Denne terminalværdi tilbagediskonteres efterfølgende ud fra det sidste år i budgetperioden. Summen af nutidsværdien af pengestrømmene med tillæg af nutidsværdien af terminalværdien udgør dagsværdien. Nutidsværdien af pengestrømmene beregnes med følgende formel:

$$- \text{Nutidsværdi} = \text{Pengestrømme} \times (1 + \text{Diskonteringsrente})^{-n}$$

hvor n er antal år, der skal tilbagediskonteres.

I DCF-modellen er det vigtigt at indarbejde forventninger til inflationen både i pengestrømmene og i diskonteringsrenten, hvis man opgør dagsværdien ud fra nominelle pengestrømme. Indarbejder man inflation i pengestrømmene, men ikke i diskonteringsrenten, bliver dagsværdien for høj. Omvendt, indarbejder man inflation i diskonteringsrenten, men ikke i pengestrømmene, bliver dagsværdien for lav. I terminalperioden skal der derimod ikke tages højde for inflation, da terminalperioden er udtryk for et langsigtet, normaliseret driftsafkast. I terminalperioden benytter man derfor afkastkravet til beregning af terminalværdien fremfor diskonteringsrenten, hvorefter terminalværdien tilbagediskonteres med diskonteringsrenten. I visse tilfælde kan det også være nødvendigt at vurdere, om terminalværdien skal tilbagediskonteres med en anden diskonteringsrente, hvis man har andre forventninger til terminalværdien end resten af budgetperioden.

I bilag 2 fremgår der et eksempel på opgørelse af dagsværdien ved anvendelse af DCF-modellen med en 10-årig budgetperiode. Med et driftsafkast i år 1 på 100.000 kr., en årlig inflation på 2 %, en diskonteringsrente på 6 % og et afkastkrav på 4 %, bliver dagsværdien opgjort til 2.500.041 kr.

Det er værd at bemærke, at eksemplerne på den afkastbaserede model og DCF-modellen, i alt sin væsentlighed, ender med den samme dagsværdi, da forudsætningerne, i bund og grund, er ens. Som beskrevet, skal man komme frem til den samme dagsværdi, om man så anvender den ene eller den anden model.

Fordelen ved DCF-modellen er, at den giver en høj specificeringsgrad, da det er muligt at placere lejeindtægter, driftsudgifter og afvigelser i præcis de perioder, man forventer, at

pengestrømmene samt ændringerne i pengestrømmene opstår. Det er altså lettere at indarbejde sine forventninger præcist, modsat den afkastbaserede model, hvor man skal normalisere sine forventninger. Ulempen er til gengæld, at modellen kan synes mere kompleks og tidskrævende. Muligheden for specificering resulterer dog i, at DCF-modellen er særdeles relevant at anvende, hvis man forventer større udsving i en investeringsejendoms pengestrømmene over en bestemt periode, da modellen giver mulighed for at tage mere præcist højde for eksempelvis planlagt tomgang og større vedligeholdelsesudgifter, der kan gøre det vanskeligt at opgøre et normaliseret driftsafkast.

4.2 Særligt relevante input for detailejendomme

Investeringsejendomme er ikke bare investeringsejendomme. Investeringsejendomme kan deles op i flere kategorier, heriblandt detail, kontor, industri og logistik samt bolig. Mens flere input ofte har en fælles påvirkning på alle kategorier af investeringsejendomme, har hver kategori, ikke desto mindre, hver sine særlige karakteristika, og kan derfor blive påvirket forskelligt af udviklingen i visse input. Derfor er det også vigtigt at være opmærksom på, hvilke input der særligt kan påvirke detailejendomme, når man opgør dagsværdien for disse. De relevante input beskrives i det følgende.

4.2.1 Inflation

Inflation er den generelle stigning i priser på varer og tjenesteydelser over tid, og er en indikator for tab af købekraft (Danmarks Statistik, u.å.-b.). Inflation er en naturlig del af økonomien, men en høj inflation kan være skadeligt for detailejendomme, særligt de detailejendomme, hvorfra der ikke sælges nødvendighedsvarer. Høj inflation, hvor reallønnen ikke kan følge med, reducerer købekraften i samfundet. En lavere købekraft i husstandene resulterer i, at husstandene må lægge flere penge til side og bruge en større del af den disponible indkomst på nødvendighedsvarer. Konsekvensen er, husstandene vil have færre penge til rådighed til køb af ikke-nødvendighedsvarer. Det er negativt for mange detailejendomme, da et reduceret forbrug af ikke-nødvendighedsvarer kan resultere i en lavere indtjening i butikkerne. Som følge heraf kan det være sværere for lejerne i detailejendommene at betale husleje. På den anden side er det dermed også forventeligt, at detailejendomme med salg af nødvendighedsvarer, eksempelvis dagligvarebutikker, står stærkere i tilfælde af høj inflation. Derudover kan en høj inflation have en direkte negativ påvirkning på detailejendommens driftsafkast, da en høj inflation vil resultere i højere

driftsudgifter. En høj inflation vil altså, i mange tilfælde, påvirke detailejendommenes dagsværdier negativt. Omvendt kan en høj inflation have en neutral til positiv effekt for eksempelvis dagligvarebutikker.

4.2.2 Renteudvikling

Som beskrevet i afsnit 4.1, er den risikofrie rente en del af diskonteringsrenten i opgørelsen af dagsværdien. En lavere rente vil resultere i en højere dagsværdi, da konsekvensen af en lavere rente er en lavere diskonteringsrente. Pengestrømmene vil dermed blive tilbagediskonteret mindre, og nutidsværdien af pengestrømmene vil dermed være højere. Stiger renten derimod, bliver diskonteringsrenten højere, hvilket tilbagediskonterer pengestrømmene mere, hvormed det vil resultere i en lavere nutidsværdi.

Ovenstående påvirker, på lignende vis, et afkastkrav. Lavere renter resulterer i, at man, set fra markedsdeltagernes synspunkt, kan leve med et lavere afkast. Højere renter resulterer derimod i, at man forlanger et større afkast af sin investering for at kunne følge med renten. Et lavere afkastkrav vil øge dagsværdien, hvorimod et højere afkastkrav vil reducere dagsværdien.

Rent makroøkonomisk og forbrugerøkonomisk hænger renter i høj grad sammen med inflation, som beskrevet i afsnit 4.2.1. Renter bliver brugt til at styre pengepolitikken med. Renteforhøjelser dæmper den økonomiske aktivitet (Danmarks Nationalbank, 2024), mens rentenedsættelser stimulerer den økonomiske aktivitet. Dette skyldes, at renteforhøjelser øger virksomhedernes og husstandenes rentebetalinger, hvilket dæmper deres forbrug. Et dæmpet forbrug vil, alt andet lige, dæmpe inflationen, da efterspørgslen på produkter vil falde som følge af et mindre rådighedsbeløb og større tendens til opsparing. En faldende efterspørgsel vil resultere i faldende priser eller en opbremsning i prisstigninger. Når inflationen har ligget på et stabilt niveau i en periode, vil det typisk resultere i, at renterne sænkes for at skabe mere økonomisk aktivitet i samfundet igen. Rentestigninger og rentefald påvirker altså ikke kun diskonteringsrenten og afkastkravet, men også forbrugeradfærden. En dæmpet økonomisk aktivitet vil typisk påvirke detailejendomme og deres dagsværdier negativt, mens en øget økonomisk aktivitet typisk vil resultere i det modsatte.

4.2.3 Lejeindtægter

Højere lejeindtægter betyder, isoleret set, højere pengestrømme, hvilket vil øge dagsværdien. Det omvendte vil derimod reducere dagsværdien. Dette kan dog ikke stå alene. Som udgangspunkt skal lejeindtægter stige i takt med nettoprisindekset for ikke at miste sin værdi, set i forhold til øvrigt stigende priser. Nettoprisindekset viser udviklingen i de faktiske forbrugerpriser fratrukket moms og afgifter (Danmarks Statistik, u.å.-c.).

Den leje, man kan kræve, er i høj grad bestemt af udbud og efterspørgsel. Er der en stor efterspørgsel og et lille udbud, vil det typisk hæve markedslejen. Er der derimod en lille efterspørgsel og et stort udbud, vil det typisk sænke markedslejen. Udbuddet og efterspørgslen kan være direkte afhængige af udviklingen i inflationen og renteniveauet, da en mindsket eller øget økonomisk aktivitet som følge heraf kan være dét, der afgør, om en butik i en detailejendom kan overleve eller ej. Øget økonomisk aktivitet kan gavne detailejendommene og deres indtjening, mens mindsket økonomisk aktivitet kan skade detailejendomme og deres indtjening. Sidstnævnte kan ligeledes føre til stigende tomgang.

4.2.4 Tomgang

En lav tomgang i en investeringsejendom påvirker dagsværdien positivt. En markedsdeltager har, som udgangspunkt, ikke en stor interesse i at eje en detailejendom, der står tom det meste af tiden, når hensigten er udlejning af ejendommen. Derfor vil en højere tomgang påvirke dagsværdien negativt. Tomgang kan påvirkes af inflation, renter og efterspørgsel. Højere inflation og renter kan generelt gøre det dyrere at leje sig ind i en detailejendom på samme tid med, at renter på eventuelle lån i virksomheden bliver dyrere, hvilket kan afholde folk fra at leje sig ind i detailejendomme, mens lav inflation og renter kan have modsatte effekt. Høj inflation og renter mindsker også privatforbruget i forhold til varer, der ikke er nødvendighedsvarer, hvilket kan gå ud over indtjeningen i butikkerne, og dermed føre til en højere tomgang, mens lav inflation og renter kan have modsatte effekt. Igen kan eksempelvis dagligvarebutikker stå stærkere i en situation med høj inflation og renter. En lav efterspørgsel kan betyde en højere tomgang, mens en høj efterspørgsel kan betyde en lavere tomgang.

4.2.5 Onlinehandel

I forlængelse af tomgang er det relevant at bringe onlinehandel op. Onlinehandel er negativt for de fleste detailejendomme, da mere onlinehandel typisk resulterer i færre besøgende i de fysiske butikker. Markedsdeltagerne vil, forventeligt, indarbejde forventningerne til onlinehandel i afkastkravet. Stigende onlinehandel vil typisk påvirke dagsværdien negativt, mens faldende onlinehandel typisk vil påvirke dagsværdien positivt.

4.2.6 Beliggenhed

Beliggenhed har en stor betydning for detailejendomme og deres dagsværdi. Ejendomme deles ofte op i primære og sekundære ejendomme, hvor primære er bedre end sekundære, når det kommer til stand og beliggenhed. En primær ejendom ligger på en topbeliggenhed, mens en sekundær ejendom ligger på en mere gennemsnitlig beliggenhed (Nordicals, 2024). En primær ejendom vil, isoleret set, resultere i en højere dagsværdi end en sekundær ejendom, da markedsdeltagerne har et lavere afkastkrav til en primær ejendom grundet lavere risiko, og lejeindtægterne er typisk højere.

4.2.7 Forbrugertillid

Forbrugertillidsindikatoren anvendes som et udtryk for danskernes vurdering af deres egen og Danmarks nuværende økonomiske situation (Danmarks Statistik, u.å.-a.). 100 er den højeste tillid, mens -100 er den laveste tillid. En høj forbrugertillid kan øge lysten til at bruge penge, hvilket kan øge dagsværdien, mens en lav forbrugertillid kan mindske lysten til at bruge penge, hvilket kan reducere dagsværdien.

4.2.8 Påvirkning af driftsresultat og afkastkrav

Inputtene har alle en betydning for detailejendommenes driftsresultater og afkastkrav. Inputtene påvirker ofte hinanden i samme retning. Det fremgår tydeligt, en den ene effekt afleder den anden. Inflation, lejeindtægter og tomgang påvirker pengestrømmene, og dermed driftsresultatet. Foruden at påvirke driftsresultatet, påvirker de også, sammen med de øvrige input, afkastkravet, da alle inputtene kan mindske eller øge risikoen på detailejendommene og dermed være bestemmende for det afkast, en markedsdeltager forventer.

5 Værdiansættelse af detailejendom

I dette afsnit analyseres det, hvordan særligt relevante input for detailejendomme har udviklet sig, og hvordan det kan påvirke værdiansættelse af detailejendomme til dagsværdi.

5.1 Udvikling i input

Udviklingen i de beskrevne input i afsnit 4.2 analyseres i det følgende. Der tages udgangspunkt i udviklingen fra 31. december 2021 til 31. december 2023. Denne periode er valgt, da samfundsoptimismen var hurtigt stigende ovenpå COVID-19 pandemien, hvor alle restriktioner blev ophævet den 1. februar 2022 (Statens Serum Institut, 2022). Samfundsoptimismen blev dog hurtigt erstattet af markedsuro, da Rusland invaderede Ukraine den 24. februar 2022 (Jepsen & Poulsen-Hansen, 2024). Det synes derfor interessant at analysere udviklingen i de særligt relevante input i nævnte periode. Der kan indgå data fra før 31. december 2021 og efter 31. december 2023 i det omfang, de findes relevante for konteksten.

5.1.1 Inflation

Der har været en stabil, lav inflation i Danmark i en længere årrække. Inflationen i januar 2013 var 1,3 %, mens den i december 2020 var 0,5 %. I perioden mellem disse måneder har den højeste inflation været i september 2017 med 1,6 %, mens der ved den laveste har været tale om decideret deflation i januar 2015 med -0,1 % (Danmarks Statistik, u.å.-b.). Dette fortsatte et stykke ind i 2021, men i slutningen af 2021 skete der markante ændringer. I september 2021 var inflationen 2,1 %, og den var dermed over 2 % for første gang siden december 2012. I december 2021 var inflationen 3,1 %. Den stigende inflation skyldtes et samfund, hvor COVID-19 restriktionerne, stille og roligt, forsvandt, hvilket skabte en større generel efterspørgsel og øget økonomisk aktivitet (Schou, 2024). Dog var inflationen kun 1,9 % på årsbasis i 2021, så dét i sig selv var ikke alarmerende, da inflationsmålet for Den Europæiske Centralbank på mellemlang sigt er 2 % (Den Europæiske Centralbank, u.å.).

Som beskrevet, blev Ruslands invasion af Ukraine en realitet den 24. februar 2022, og dette skubbede yderligere til udviklingen, men denne gang i et voldsomt tempo. Inflationen toppede i oktober 2022, hvor den var 10,1 %, og på årsbasis for 2022 var inflationen 7,7 %, hvilket er den højeste inflation siden 1982. Dette skyldtes, at energipriserne steg voldsomt som følge af krigen

(Schou, 2024). Disse voldsomme stigninger i energipriserne tvang de fleste virksomheder til at hæve priserne.

Inflationen har været høj, men aftagende i 2023. Inflationen i 2023 var på 3,3 %.

5.1.2 Renteudvikling

Som beskrevet i afsnit 4.2.2, er der stor sammenhæng mellem udviklingen i inflationen og renteudviklingen. I forbindelse med, at inflationen har været meget lav i en længere årrække, har renten også været meget lav, endda historisk lav. Pr. 25. januar 2013 var Nationalbankens udlånsrente 0,3 % (Danmarks Nationalbank, u.å.). For første gang nogensinde så man en negativ udlånsrente den 19. marts 2021 på -0,35 %. Herefter nåede udlånsrenten sit lavpunkt den 1. oktober 2021 på -0,45 %. Årsagen til, at man pludseligt kunne se ind i en negativ udlånsrente var, at virksomhedernes investeringslyst var meget lav under COVID-19 på samme tid med, at der blev skubbet enorme mængder penge ud i samfundet gennem hjælpepakker (Finans Danmark, 2020). Efterspørgslen på lån, og dermed penge, var altså meget lav, og nu kunne man pludseligt få penge for at låne penge gennem negative renter.

Negative renter var dog ikke helt nyt mellem Nationalbanken og dens pengepolitiske modparter. Indskudsbevisrenten blev negativ for første gang allerede den 6. juli 2012 (Danmarks Nationalbank, u.å.). Ifølge Danmarks Nationalbank (2020) skyldtes den negative rente, at folk sparede op som aldrig før for at stå stærkt gennem kriser og pensionsalderen. Dette skabte et kæmpe udbud af penge og en meget lav efterspørgsel. Der var altså ingen ”købere” af penge, og dette skubbede prisen på penge, altså renten, ned. Dette kom den almindelige bankkunde også til at bøde for i 2020, da bankerne ikke længere ville betale for folks indlån. Bankerne indførte derfor negative renter, så bankkunderne skulle betale for at have penge stående i banken (Finans Danmark, 2020). En helt omvendt verden for bankkunderne.

Inflationen steg, som bekendt, i slutningen af 2021 og har været over inflationsmålet på 2 % både i 2022 og 2023. Som følge heraf er renterne også steget for at dæmpe inflationen. Pr. 16. december 2022 var Nationalbankens udlånsrente fastsat til 1,9 %, mens den var fastsat til 3,75 % pr. 15. september 2023, altså en stigning på 1,85 procentpoint, og til og med en stigning på 4,2 procentpoint siden lavpunktet. Over en forholdsvis kort periode er det altså blevet markant dyrere at låne penge.

Renten på en 10-årig statsobligation er, ifølge Danmarks Statistik (u.å.-d.), steget fra -0,19 % i ultimo december 2021 til 2,03 % i ultimo december 2023, altså en stigning på 2,22 procentpoint.

5.1.3 Lejeindtægter

Som beskrevet i afsnit 4.2.3, bestemmes markedslejen, i høj grad, af udbud og efterspørgsel.

Som det fremgår af bilag 3, er nettolejen for detailejendomme faldet over størstedelen af de geografiske områder omfattet af Nordicals' markedsrapporter fra 4. kvartal 2021 til 4. kvartal 2023. Derudover har der været stilstand i nogle få områder, mens kun nettolejen for Strøget i København er steget. Nettleje skal forstås som lejeindtægter med fradrag af forventede driftsomkostninger og skatter. Faldet i nettolejen kan altså både være en blanding af fald i bruttolejen samt stigende driftsudgifter.

Colliers opgør ligeledes nettolejen for en række områder. Disse områder er dog mere afgrænset til større regioner. Som det fremgår af bilag 3, har der mest været fald i nettolejen fra 4. kvartal 2021 til 4. kvartal 2023, mens der har været en smule stilstand i øvrige områder. Derudover er nettolejen i København steget.

Det tyder i høj grad på, at nettolejen har været ude for den samme udvikling ifølge Nordicals og Colliers på trods af, at de sandsynligvis har mindre forskelle i deres opgørelsesmetoder. Størstedelen af områderne, der er omfattet af markedsrapporterne, har altså været udsat for fald fra 4. kvartal 2021 til 4. kvartal 2023. Et simpelt gennemsnit af Nordicals' og Colliers' nettolejer, hvor Strøget i København er udeladt, viser, at nettolejen er faldet fra 2.048 kr. pr. m² til 1.931 kr. pr. m². Det skal bemærkes, at det, med den høje inflation, er utænkeligt, at driftsomkostningerne slet ikke er steget i perioden. Faldet i nettolejen må altså antages at være en blanding af fald i bruttolejen og stigende driftsomkostninger.

5.1.4 Tomgang

Som det fremgår af bilag 4, er tomgangen steget for næsten alle områder omfattet af markedsrapporterne fra 4. kvartal 2021 til 4. kvartal 2023. For Nordicals' tilfælde var der kun fald i tomgangen i Roskilde, mens der for Colliers' tilfælde kun var fald i tomgangen på Østsjælland. Det er næppe tilfældigt, da Roskilde ligger på Østsjælland. Både Nordicals' og Colliers'

tomgangsdata er indhentet fra Ejendomstorvet. Et simpelt gennemsnit af Nordicals' og Colliers' tomgangsrater viser, at tomgangen er steget fra 2,77 % til 3,18 %.

En øget tomgang kan presse lejeniveauet ned og øger risikoen på en investeringsejendom. Man kan inkludere tomgangen i værdiansættelsen enten gennem en reduktion af pengestrømmene eller en forøgelse af diskonteringsrenten.

5.1.5 Onlinehandel

I 2012 havde 60 % af den danske befolkning handlet online indenfor de seneste tre måneder (Danmarks Statistik, 2023, s. 18). Denne andel har været under en nogenlunde konstant stigning siden, hvor andelen er steget til 80 % i 2023. I perioden har tallet kun været faldende to gange i 2017 og 2022. Årsagen til faldet i 2022 skal sandsynligvis findes i genåbningen af samfundet oven på COVID-19 (Danmarks Statistik, 2023, s. 18). Omvendt kan det også forklare en del af stigningen i den periode, hvor samfundet var lukket ned. Udviklingen er primært negativ for detailejendommene, da det kan resultere i færre besøgende i de fysiske butikker. Dog har niveauet været nogenlunde stabilt i perioden 2021 til 2023. Med fortsatte teknologiske fremskridt må det dog antages, at andelen af onlinehandel vil stige yderligere, hvilket primært vil være negativt for dagsværdierne. Dette er også tilfældet for 2024, hvor niveauet igen har nået toppen på 82 % (Danmarks Statistik, 2024, s. 26).

5.1.6 Forbrugertillid

Forbrugertilliden var på et mere eller mindre neutralt niveau i december 2021 på -2,1 (Danmarks Statistik, u.å.-a.). I oktober 2022 var forbrugertilliden faldet helt til -37, hvilket er det laveste, man nogensinde har målt. Forbrugertilliden formåede ikke at blive positiv, og var -13 i december 2023. Udviklingen betyder, at folk stoler mindre på økonomien end tidligere, og folk vil derfor være mere påpasselige med at bruge penge.

5.1.7 Påvirkning af driftsresultater og afkastkrav

Inputtene har, med få undtagelser, udviklet sig negativt for detailejendomme. Udviklingen i inputtene påvirker driftsresultaterne negativt, da driftsresultaterne er præget af lavere lejeindtægter og stigende driftsudgifter. Udviklingen i inputtene resulterer også i stigende afkastkrav, da udviklingen øger risikoen på detailejendommene. Markedsdeltagerne vil derfor kræve et højere afkast, hvilket får detailejendommenes priser til at falde. Som det fremgår af bilag 5, har

der, altovervejende, ifølge Nordicals og Colliers, været fald i afkastkravene fra 4. kvartal 2021 til 4. kvartal 2023, mens der har været stilstand i få områder. Et simpelt gennemsnit af Nordicals' og Colliers' opgjorte afkast viser, at afkastkravet er steget fra 6,55 % til 7,13 %.

Nordicals (2023, s. 20-25) giver også udtryk for, at høj inflation og stigende renter har påvirket detailejendommene negativt, da privatforbruget er mindsket som følge heraf. For nogle områder meldtes der om en nogenlunde stabil aktivitet, mens andre områder havde stigende tomgang. Lav forbrugertillid blev også generelt nævnt som et problem. Det stemmer overens med udviklingen i inputtene.

5.2 Værdiansættelse

I det følgende foretages der en værdiansættelse af en fiktiv investeringsejendom, nærmere bestemt detailejendom, til dagsværdi. Værdiansættelsen tager udgangspunkt i de forudsætninger, en markedsdeltager ville tage udgangspunkt i pr. 31. december 2021. Med andre ord er der tale om en dagsværdimåling for regnskabsåret 2021. Efterfølgende foretages der en værdiansættelse med udgangspunkt i de forudsætninger, en markedsdeltager ville tage udgangspunkt i pr. 31. december 2023, altså for regnskabsåret 2023. Først ændres inputtene til værdiansættelsen enkeltvis, hvorefter værdiansættelsen, slutteligt, vises med alle ændrede input. Formålet med fremgangsmetoden er at analysere, hvor stor en påvirkning hvert enkelt input har på dagsværdien, fremfor blot at vise den samlede påvirkning.

Til dagsværdimålingen af den fiktive detailejendom anvendes den afkastbaserede model. Modellen vurderes at være mest relevant til formålet, da formålet er at analysere, hvordan udviklingen i de makroøkonomiske faktorer og inputtene fra ultimo 2021 til ultimo 2023 har påvirket dagsværdien på et helt generelt plan. Der bliver således taget udgangspunkt i et normaliseret driftsafkast ud fra markedsforholdene på de pågældende tidspunkter, hvilket taler for den afkastbaserede model. Formålet er heller ikke at analysere, hvordan eventuelt større vedligeholdelsesudgifter eller højere tomgang i nogle år end andre påvirker dagsværdien, hvor DCF-modellen havde været bedre egnet. Udgangspunktet er, at der er tale om en detailejendom uden større udsving, hvilket taler for den afkastbaserede model.

Der foretages ikke nogen detaljeret uddybning eller beregning af en WACC, da der benyttes afkastkrav i den afkastbaserede model, hvor data omkring afkast er relevant. Formålet med

værdiansættelsen er at analysere, hvordan udviklingen i inputtene, i sit væsentligste omfang, har påvirket dagsværdien. Af samme grund vurderes det ikke væsentligt for resultatet af værdiansættelsen, om afkastkravet er nogle decimaler den ene eller den anden vej. Dette afdækkes i stedet ved en følsomhedsanalyse af afkastkravet.

5.2.1 Forudsætninger

Værdiansættelsen foretages, som beskrevet, ved brug af den afkastbaserede model. Udgangspunktet er dermed et normaliseret driftsafkast. Det forudsættes, at detailejendommen ikke har nogle særlige forhold, der skal tages højde for i værdiansættelsen. Der er tale om en detailejendom på 200 m².

For lejeindtægter anvendes simple gennemsnit af de forventede nettolejer pr. m² ifølge Nordicals' og Colliers' markedsrapporter for 4. kvartal 2021 og 4. kvartal 2023 som grundlag for driftsafkastet. Bruttolejen pr. m² fastsættes, så driftsudgifterne pr. m² udgør 15 % af bruttolejen. På denne måde kan lejeindtægter og driftsudgifter opdeles. Opdelingen er nødvendig for at kunne estimere, hvordan inflation og tomgang påvirker værdiansættelsen. Strøget i København er udeladt af det simple gennemsnit, da området er så specifikt, og lejen er så væsentligt højere end de øvrige områder, at det vurderes at skævvride det simple gennemsnit.

De simple gennemsnit af afkast for 4. kvartal 2021 og 4. kvartal 2023 fra Nordicals' og Colliers' markedsrapporter anvendes som grundlag for afkastkravet.

De simple gennemsnit af tomgangsraterne for 4. kvartal 2021 og 4. kvartal 2023 ifølge Nordicals' og Colliers' markedsrapporter anvendes. Tomgangsraterne indarbejdes i driftsafkastet fremfor afkastkravet, da det vurderes, at et normaliseret driftsafkast giver et realistisk billede af det afkast, en markedsdeltager ville forvente, når der er taget højde for tomgang. Tomgangen reducerer lejeindtægterne.

Efter værdiansættelsen for 2021 indarbejdes udviklingen i forbrugerprisindekset fra ultimo 2021 til ultimo 2023 i driftsudgifterne. Som beskrevet i afsnit 5.1.1, var inflationen i 2022 på 7,7 %, mens den i 2023 var på 3,3 %, hvilket giver en samlet inflation på 11,25 % over perioden. Dette indarbejdes i driftsudgifterne, så driftsudgifterne stiger med 11,25 %, mens differencen til nettolejen i 4. kvartal 2023 indarbejdes i lejeindtægterne.

Ovenstående forudsætninger giver følgende input til værdiansættelsen for ultimo 2021:

- Lejeindtægt/bruttoleje pr. m² på 2.410 kr.
- Driftsudgifter pr. m² på 362 kr.
- Nettoleje/driftsafkast pr. m² på 2.048 kr.
- Afkastkrav på 6,55 %
- Tomgang på 2,77 %

Forudsætningerne giver følgende input til værdiansættelsen for ultimo 2023:

- Lejeindtægt/bruttoleje pr. m² på 2.334 kr.
- Driftsudgifter pr. m² på 403 kr.
- Nettoleje/driftsafkast pr. m² på 1.931 kr.
- Afkastkrav på 7,13 %
- Tomgang på 3,18 %

5.2.2 Værdiansættelse ultimo 2021

Som det fremgår af bilag 6, giver forudsætningerne lejeindtægter for 482.000 kr., reduktion for tomgang på 13.351 kr. og driftsudgifter for 72.400 kr. Dette giver et normaliseret driftsafkast på 396.249 kr. Ud fra afkastkravet på 6,55 % bliver detailejendommens dagsværdi 6.049.597 kr.

5.2.3 Værdiansættelse ultimo 2023 ved ændring af input enkeltvis

Som det fremgår af bilag 7, vil et fald i nettolejen på 117 kr. pr. m² reducere dagsværdien til 5.698.773 kr., altså en reduktion på 350.824 kr. Det svarer til et fald på 5,8 %. Faldet i nettolejen består af, at driftsudgifterne er steget med 11,25 % til 403 kr. pr. m² som følge af inflationen i 2022 og 2023, og at bruttolejen er faldet de resterende 76 kr. til 2.334 kr. pr. m² som følge af afmatning i økonomien og markedet. Dette giver dog også en lavere reduktion for tomgang på 12.930 kr. i stedet for 13.351 kr.

Som det fremgår af bilag 8, vil en stigning i tomgangen fra 2,77 % til 3,18 % reducere dagsværdien til 6.019.426 kr., altså en reduktion på 30.171 kr. Det svarer til et fald på 0,5 %. Konsekvensen af stigningen i tomgangen er, at reduktion for tomgang øges fra 13.351 kr. til 15.328 kr.

Som det fremgår af bilag 9, vil en stigning i afkastkravet fra 6,55 % til 7,13 % reducere dagsværdien til 5.557.484 kr., altså en reduktion på 492.113 kr. Det svarer til et fald på 8,13 %.

5.2.4 Værdiansættelse ultimo 2023

Som det fremgår af bilag 10, er dagsværdien reduceret til 5.208.356 kr., når alle inputtene er ændret i værdiansættelsen. Der er altså sket en reduktion i dagsværdien på 841.241 kr., svarende til et fald på 13,91 %.

Indarbejdelsen af de forskellige input én for én tydeliggør, at særligt ændringen i afkastkravet påvirker dagsværdien. Den afkastbaserede model, og for den sags skyld DCF-modellen, er altså meget følsom overfor ændringer i afkastkravet. Mens udviklingen i samtlige input reducerer dagsværdien, udgør afkastkravet størstedelen af reduktionen.

Som det fremgår af bilag 11, vil en reduktion af afkastkravet med 0,25 % resultere i, at dagsværdien stiger med 189.257 kr., en stigning på 3,63 %, mens en forøgelse af afkastkravet med 0,25 % vil resultere i, at dagsværdien falder med 176.435 kr., et fald på 3,39 %. Følsomhedsanalysen viser først og fremmest, at selv små ændringer i afkastkravet kan have en stor betydning for dagsværdien. Derudover viser følsomhedsanalysen også, at afkastkravet påvirker dagsværdien mindre, jo mere det stiger. Omvendt påvirker afkastkravet dagsværdien mere, jo mere det falder. Ved et stigende afkastkrav er der altså en aftagende margineffekt, mens der ved et faldende afkastkrav er en tiltagende margineffekt. Investerings ejendomme med høje afkastkrav påvirkes altså mindre af udsving i afkastkravet end investeringsejendomme med lave afkastkrav.

Reduktionen i dagsværdien stemmer godt overens med den udvikling i inputtene, man har set fra ultimo 2021 til ultimo 2023. Det er blevet markant dyrere at finansiere sine investeringer, hvilket forårsager, at man vil kræve et højere afkast. Derudover har de stigende renter mindsket forbrugernes rådighedsbeløb. Den forhøjede risiko, udviklingen har medført for detailejendomme, er også årsag til stigningen i afkastkravet. Det er også værd at bemærke, at afkastene i markedsrapporterne, og dermed afkastkravene, er steget på samme tid med, at nettolejen er faldet. Det indikerer i høj grad, at priserne på detailejendomme er faldet, da man opnår et større afkast af sin investering på trods af mindskede driftsafkast.

Stigningen i tomgangsrate har ikke påvirket dagsværdien væsentligt. Dette skyldes, at en stigning fra 2,77 % til 3,18 %, trods alt, er forholdsvis beskeden. Dermed ikke sagt, at tomgangsrate ikke har nogen betydning. I denne værdiansættelse er der tale om en detailejendom på 200 m². For virksomheder, der har investeringsejendomme for mange millioner eller milliarder

kroner, kan ændringen have større betydning, omend der stadig vil være tale om nogenlunde samme påvirkning rent forholdsmæssigt. Tomgangsraten kan også udvikle sig til det værre, hvormed det kan få en større indvirkning på værdiansættelserne. Som beskrevet i afsnit 5.1.5 er andelen af onlinehandel, fortsat, i en mere eller mindre konstant stigning, og mange varer, der findes i de fysiske detailbutikker, er de varer, der bliver handlet meget online. For visse detailejendomme kan det derfor være nødvendigt at tage højde for højere tomgang end den, man ser på det generelle plan. Her er eksempelvis sko- og tøjbutikker særligt udsatte, som det fremgår af Danmarks Statistik (2024, s. 27), da disse varer handles meget online, mens dagligvarebutikker er væsentligt mindre udsatte. Der kan derfor også være rimelig grund til at antage, at dagsværdierne for detailejendomme med dagligvarebutikker og øvrige butikker, der sælger nødvendighedsvarer, er mindre påvirket end andre detailejendomme, der falder under shoppingsegmentet.

Mens tomgangsraten, i dette tilfælde, ikke har en væsentlig, direkte påvirkning på driftsafkastet, er det dog værd at bemærke, hvordan udviklingen i inputtene, på mange måder, er afledt af hinanden, som det fremgår af afsnit 4.2. Stigende onlinehandel er en særlig trussel for de fleste detailejendomme, der i sig selv kan påvirke tomgangsraten. Hvis man kigger udover dette, er der en stor sandsynlighed for, at alle analyserede input ændres, når et enkelt input ændres, da de er så tydeligt forbundne. Trods afkastkravet, isoleret set, udgør en stor del af reduktionen i dagsværdien, kan man i denne værdiansættelse argumentere for, at reduktionen fra alle input hænger unægteligt sammen. Den ene effekt har afledt den anden. Høj inflation har forårsaget stigende renter. Høj inflation og stigende renter reducerer købekraften og forbrugertilliden, og dermed købelysten. Reduceret købelyst kan få tomgangen til at stige grundet lavere indtjening i butikkerne. Alt dette resulterer også i øgede afkastkrav grundet stigende omkostninger, renter og risici.

På baggrund af værdiansættelsen af den fiktive detailejendom forventes der den regnskabsmæssige konsekvens, at der i årsrapporterne fra 2021 til 2023 er indregnet store, negative dagsværdireguleringer på detailejendomme. Ydermere forventes det, at oplysningerne i årsrapporterne udviser en vis usikkerhed omkring detailejendomme. Det forventes, at der, for detailejendomme, oplyses om højere afkastkrav og stigende tomgang, hvilket forventes at være drevet af høj inflation, stigende renter, lav forbrugertillid og truslen fra onlinehandel. Selvom én af

forudsætningerne i værdiansættelsen er en reduceret nettoleje fra 2021 til 2023, forventes dette ikke nødvendigvis at være tilfældet i årsrapporterne, da udviklingen i nettolejen i de enkelte selskabers ejendomme kan være bestemt af flere virksomhedsspecifikke forhold i de enkelte selskaber. Ligeledes forventes tomgangsraten ikke nødvendigvis at svare til det, man ser i årsrapporterne, da dette også kan afhænge af sammensætningen af ejendomsporteføljerne. Sammensætningen af ejendomsporteføljerne kan også være afgørende for, hvor meget dagsværdierne har været påvirket. Eksempelvis kan dagsværdierne for dagligvarebutikker vise sig at være mere stabile end øvrige detailejendomme.

6 Årsrapporter

I dette afsnit foretages der en analyse og vurdering af selskabers offentliggjorte årsrapporter for regnskabsårene 2021, 2022 og 2023. Formålet er at analysere og vurdere, hvorvidt udviklingen i inputtene, og dermed værdiansættelsen, også afspejler sig i årsrapporterne. På denne måde skabes der overblik over, hvorvidt udviklingen fra ultimo 2021 til ultimo 2023 også har afspejlet sig hos virksomhederne. Et enkelt selskab har regnskabsafslutning pr. 31. januar, hvilket vurderes at afvige uvæsentligt fra ultimo 2023.

Der tages udgangspunkt i årsrapporter fra en række større selskaber. Der er ikke valgt større selskaber grundet større tal, men derimod som følge af højere regnskabskrav og forventninger til oplysninger. Det vurderes derfor mere muligt at drage konklusioner ned i detaljen for detailejendomme. Ved brug af årsrapporter fra mindre selskaber er der en risiko for så sparsomme oplysninger, at der ikke kan drages konklusioner ned i detaljen, men blot på et overordnet plan for alle kategorier af investeringsejendomme.

Analysen og vurderingen har til formål at belyse, hvordan selskaberne måler investeringsejendomme til dagsværdi. I den forbindelse analyseres udviklingen i dagsværdierne i årsrapporterne. I forlængelse heraf vurderes det, om specifikt detailejendomme, i væsentlige træk, følger den analyserede udvikling i afsnit 5. Der kan være en forskel i, hvor meget udviklingen i dagsværdierne har påvirket de enkelte selskaber alt efter, hvor stor en del af ejendomsporteføljen der udgøres af detailejendomme.

6.1 Park Street A/S

Park Street A/S (PS) er et børsnoteret ejendomsselskab, der aflægger koncernregnskabet efter IFRS jf. ÅRL § 137. Selskabet besidder 42 ejendomme pr. 31. december 2023, som udgør i alt 188.174 m² (Park Street A/S, 2024, s. 8). Dette ekskluderer dog ejendomme, der er solgt i 2024. PS ejer 15 detailejendomme, hvoraf 12 er såkaldte stable retail ejendomme (Park Street A/S, 2024, s. 100-101). Dette skal forstås som ejendomme, der vurderes at have stabile lejeindtægter og lavere risiko, da lejerne typisk befinder sig i sektorer, der klarer sig godt i næsten alle økonomiske situationer. Dette er nærmere bestemt butikker, hvor der sælges varer af mere nødvendig karakter, eksempelvis dagligvarebutikker. Det fremgår også, at 20 % af de samlede lejeindtægter stammer fra Salling Group, LIDL og Rema 1000 (Park Street A/S, 2024, s. 11).

6.1.1 Udvikling i dagsværdi

I 2021 var der en positiv dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 128.887 t.kr., som det fremgår af note 15 (Park Street A/S, 2022, s. 49). Dette er på trods af, at der var forbedringer på investeringsejendomme for 25.803 t.kr. Dagsværdien for investeringsejendomme pr. 31. december 2021 udgjorde 2.615.815 t.kr. Årets resultat før skat var 187.225 t.kr. (Park Street A/S, 2022, s. 31). Der var også indregnet en gevinst fra salg af investeringsejendomme på 1.472 t.kr.

I 2022 var der, igen, en positiv dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 36.066 t.kr., som det fremgår af note 15 (Park Street A/S, 2024, s. 61). Dette er på trods af, at der var forbedringer på investeringsejendomme for 98.638 t.kr. Dagsværdien for investeringsejendomme pr. 31. december 2022 udgjorde 2.521.580 t.kr. Faldet i dagsværdien skyldtes afgang i forbindelse med salg på 228.938 t.kr. Årets resultat før skat var 74.498 t.kr. (Park Street A/S, 2024, s. 45). Her var der indregnet et tab fra salg af investeringsejendomme på 4.466 t.kr.

I 2023 var der en negativ dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 73.750 t.kr., som det fremgår af note 15 (Park Street A/S, 2024, s. 61). Dette er på trods af, at der var forbedringer på investeringsejendomme for 65.284 t.kr. Med andre ord har forbedringerne altså ikke kunnet indeholdes i dagsværdien. Dagsværdien for investeringsejendomme pr. 31. december 2023 udgjorde 2.436.714. Årets resultat før skat var -34.917 t.kr. (Park Street A/S, 2024, s. 45). Der var indregnet et tab fra salg af investeringsejendomme på 2.535 t.kr.

6.1.2 Anvendt regnskabspraksis og værdiansættelsesmodel

PS' regnskabspraksis for investeringsejendomme fremgår af note 1.2, som er en del af afsnittet om væsentlig regnskabspraksis (Park Street A/S, 2024, s. 51-56). PS måler investeringsejendomme til dagsværdi og følger generelt bestemmelserne i IAS 40 som beskrevet i afsnit 2.2 og 2.2.2. Selskabet oplyser om sin værdiansættelsesmetode i samme afsnit.

PS anvender den afkastbaserede model til dagsværdimåling af investeringsejendomme. PS værdiansætter altså investeringsejendomme ud fra et normaliseret driftsafkast og et afkastkrav. For ikke-stabile investeringsejendomme indarbejdes der tomgang og renoveringsomkostninger.

PS' afkastbaserede model er opbygget således:

1. + Årlige lejeindtægter (fuldt udlejet)
2. – Ikke-refunderbare omkostninger
3. = Nettodriftsindtægt
4. ÷ Kapitaliseringsrate (netto startafkast)
5. = Markedsværdi før reguleringer og deposita
6. – Tomgangsomkostninger
7. – Renoveringsomkostninger
8. – Lejetab (rabatter mv.)
9. + Nutidsværdi af overlejede elementer
10. – Nutidsværdi af underlejede elementer
11. + Depositata
12. + Øvrige
13. = Markedsværdi efter reguleringer og deposita (dagsværdi)

Årlige lejeindtægter svarer til de budgetterede lejeindtægter. For fuldt udlejede bygninger svarer de budgetterede lejeindtægter til de faktiske lejeindtægter. Afviger de faktiske lejeindtægter væsentligt fra markedslejen, anvendes markedslejen i stedet. For ejendomme med tomgang anvendes markedslejen. Ikke-refunderbare omkostninger er de omkostninger, PS selv skal afholde til ejendommenes drift. Startafkastet er individuelt baseret på lignende ejendomme i samme geografiske område, korrigeret for risikoprofilen på ejendommen.

Tomgangsomkostninger svarer til tabte lejeindtægter ved tomgang indtil genudlejning. Derudover antager PS, at det kræver renoveringsomkostninger, før det kan lade sig gøre at genudleje. Lejetab er rabatter i forhold til markedslejen.

Hvis en ejendom er over- eller underudlejet, og lejen reguleres til markedslejen, sker det over en 4-årig periode. I den periode indregnes nutidsværdien af over- eller underudlejningen.

PS oplyser, at værdiansættelsesmodellen er følsom overfor alle beskrevne input. PS oplyser yderligere, at de væsentligste input i værdiansættelsesmodellen er markedslejen, tomgang og afkastkrav.

Alle investeringsejendomme indgår i niveau 3 i dagsværdihierarkiet (Park Street A/S, 2024, s. 61).

6.1.3 Påvirkning fra detailejendomme

Først og fremmest skal det fremhæves, at PS ikke har taget højde for tomgang i værdiansættelserne, da de vurderer, at varigheden af tomgang kun er 6-12 måneder (Park Street A/S, 2024, s. 53). I forlængelse af denne oplysning viser de også, i en følsomhedsanalyse, at tomgangen i værdiansættelserne ville have en beskeden effekt på dagsværdierne.

PS' årsrapporter er sparsomme med narrative oplysninger om, hvordan deres investeringsejendomme har været påvirket af udviklingen i markedet. PS beretter kort, at de i 2023 har været påvirket af investeringsmiljøet og stigende renter (Park Street A/S, 2024, s. 2). Dog er der en hensigtsmæssig opdeling af typerne af investeringsejendomme og kvantitative oplysninger herom.

Den gennemsnitlige bruttoleje pr. m² var 1.184 kr. (Park Street A/S, 2022, s. 40), og det vægtede gennemsnitlige afkastkrav var 7,64 % (Park Street A/S, 2022, s. 41). Dagsværdien af detailejendomme udgjorde 692 mio. kr. (Park Street A/S, 2022, s. 42).

Den gennemsnitlige bruttoleje pr. m² var i 2022 faldet med 126 kr. til 1.058 kr. (Park Street A/S, 2024, s. 52). Det vægtede gennemsnitlige afkastkrav var faldet med 0,69 procentpoint til 6,95 % (Park Street A/S, 2024, s. 53). Dagsværdien af detailejendomme udgjorde 824 mio. kr. (Park Street A/S, 2024, s. 54), og var dermed steget 132 mio. kr. Dette på trods af, at der i 2022 blev solgt fem detailejendomme (Park Street A/S, 2023, s. 2).

Den gennemsnitlige bruttoleje pr. m² var i 2023 steget med 84 kr. til 1.142 kr. (Park Street A/S, 2024, s. 52). Det vægtede gennemsnitlige afkastkrav var steget med 1,22 procentpoint til 8,17 % (Park Street A/S, 2024, s. 53-54). Dagsværdien af detailejendomme udgjorde 729 mio. kr. (Park Street A/S, 2024, s. 54), og var dermed faldet 95 mio. kr. I 2023 blev der solgt én detailejendom (Park Street A/S, 2024, s. 2).

Af PS' årsrapporter er det svært at udlede, at de skulle være særligt negativt påvirket af udviklingen i detailejendommenes dagsværdier. På trods af, at der er solgt en del detailejendomme i perioden, er detailejendommenes dagsværdier ultimo 2021 til ultimo 2023 steget med 37 mio. kr., svarende til 5,34 %. Dette kan skyldes flere faktorer. Først og fremmest har der været forbedringer på investeringsejendommene for 164 mio. kr. Derudover oplyses der også, at der er afsluttet flere forhandlinger om ejendomme, som forventes at forbedre topplinen (Park Street A/S, 2024, s. 2). Dette må forventes at have en positiv effekt på dagsværdierne. Derudover drager PS også stor fordel af, at stort set alle deres detailejendomme tilhører deres stabile retail segment. I de detailejendomme, PS ejer, sælges der altså i højere grad nødvendighedsvarer, og ejendommene er derfor, alt andet lige, forholdsvis stabile overfor økonomiske kriser. Dette kan understøttes af, at 80 % af PS' investeringsejendommene er koncentreret i Storkøbenhavn og på Sjælland nær København (Park Street A/S, 2024, s. 26), og at man i København ser størst interesse for supermarkeder, når det kommer til detailejendomme (Nordicals, 2024, s. 18). Som beskrevet i afsnit 5.1.3 er nettolejen ligeledes steget i København fra 4. kvartal 2021 til 4. kvartal 2023. Det er dog værd at bemærke, at den gennemsnitlige tomgang steg fra 13,67 % i 2022 til 28,64 % i 2023 (Park Street A/S, 2024, s. 27). PS' overskudsgrad på investeringsejendomme var 71,3 % i 2021 (Park Street A/S, 2023, s. 47), 62,64 % i 2022 og 69,43 % i 2023 (Park Street A/S, 2023, s. 57). Overskudsgraden er beregnet som lejeindtægter fra investeringsejendomme med fradrag af driftsomkostninger til investeringsejendomme. Ganske vist var der et fald i 2022, men en stigning igen i 2023, og dette tyder også på, at PS har en stabil ejendomsportefølje. PS' lejeindtægter er steget i alle årene, hvor lejeindtægterne var 124.328 t.kr. i 2021, 136.348 t.kr. i 2022 og 145.503 t.kr. i 2023 (Park Street A/S, 2024, s. 25). Afkastet på ejendomsporteføljen var 4,3 % i 2021, 3,9 % i 2022 og 4,6 % i 2023.

6.2 Dades A/S

Dades A/S (Dades) er et ejendomsselskab, der aflægger koncernregnskabet efter IFRS jf. ÅRL § 137. Selskabet har omlagt regnskabsåret til kalenderår i 2022. Selskabet besidder ejendomme, der tilsammen udgør 1.095.527 m² pr. 31. december 2023 (Dades A/S, 2024, s. 7). Selskabets centersegment udgør 402.670 m² fordelt på 13 ejendomme, hvormed 37 % af arealerne består af centre.

6.2.1 Udvikling i dagsværdi

I 2021/22 var der en positiv dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 1.452 mio. kr., som det fremgår af note 9 (Dades A/S, 2022, s. 58). Med årets forbedringer på 288 mio. kr. og afgang på 86 mio. kr., udgjorde dagsværdien af investeringsejendomme 27.773 mio. kr. Årets resultat før skat var 3.764 mio. kr. (Dades A/S, 2022, s. 35).

I 2022 var der en negativ dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 395 mio. kr., som det fremgår af note 9 (Dades A/S, 2024, s. 53). Med årets forbedringer på 142 mio. kr., tilgange på 166 mio. kr. og afgang på 598 mio. kr. udgjorde dagsværdien af investeringsejendomme 27.088 mio. kr. Årets resultat før skat var 349 mio. kr. (Dades A/S, 2024, s. 30).

I 2023 var der en negativ dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 2.059 mio. kr., som det fremgår af note 9 (Dades A/S, 2024, s. 53). Med årets forbedringer på 467 mio. kr. og afgang på 411 mio. kr. udgjorde dagsværdien af investeringsejendomme 25.085 mio. kr. Årets resultat før skat var -1.823 mio. kr. (Dades A/S, 2024, s. 30).

6.2.2 Anvendt regnskabspraksis og værdiansættelsesmodel

Dades' regnskabspraksis for investeringsejendomme fremgår af note 1 (Dades A/S, 2024, s. 42-43). Dades måler investeringsejendomme til dagsværdi og følger generelt bestemmelserne i IAS 40 som beskrevet i afsnit 2.2 og 2.2.2.

Dades oplyser om sin værdiansættelsesmetode i note 2 (Dades A/S, 2024, s. 45-46). Dades anvender en 10-årig DCF-model til dagsværdimåling af investeringsejendomme. Dades oplyser også, at der er anvendt eksterne vurderinger til værdiansættelserne, herunder til fastsættelse af afkastkrav. De væsentlige, ikke-observerbare input ved opgørelse af dagsværdien er inflation og afkastkrav. Her oplyser Dades, at der tages højde for en inflation på 2 %.

Alle investeringsejendomme indgår i niveau 3 i dagsværdihierarkiet (Dades A/S, 2024, s. 53).

6.2.3 Påvirkning fra detailejendomme

Dades har opdelt dagsværdireguleringer og input i segmentoplysninger, hvormed det er gennemskueligt at udlede, hvordan detailejendommene har påvirket regnskaberne.

I regnskabsåret 2021/22 var det vægtede afkastkrav for centersegmentet 5,69 % (Dades A/S, 2022, s. 51), mens tomgangsprocenten var 5,6 % (Dades A/S, 2022, s. 23). Til trods for en samlet, positiv dagsværdiregulering, var dagsværdireguleringen for centersegmentet negativ med 433 mio. kr. (Dades A/S, 2022, s. 52). Dagsværdien af centersegmentet udgjorde 7.753 mio. kr.

I regnskabsåret 2022 var det vægtede afkastkrav steget med 0,29 procentpoint til 5,98 % (Dades A/S, 2024, s. 46), mens tomgangsprocenten var faldet 0,7 procentpoint til 4,9 % (Dades A/S, 2023, s. 19). Dagsværdireguleringen for centersegmentet var negativ med 172 mio. kr. (Dades A/S, 2023, s. 47). Dagsværdien af centersegmentet udgjorde 7.613 mio. kr., og var dermed faldet 140 mio. kr.

I regnskabsåret 2023 var det vægtede afkastkrav steget med 0,5 procentpoint til 6,48 % (Dades A/S, 2024, s. 46), mens tomgangsprocenten var steget med 1,9 procentpoint til 6,8 % (Dades A/S, 2024, s. 19). Dagsværdireguleringen for centersegmentet var negativ med 709 mio. kr. (Dades A/S, 2024, s. 47). Dagsværdien af centersegmentet udgjorde 7.215 mio. kr., og var dermed faldet 398 mio. kr.

I Dades' tilfælde er det tydeligt, at de står overfor en helt anden situation end PS. Dades har haft negative dagsværdireguleringer på deres detailejendomme i alle tre regnskabsår, hvilket har resulteret i, at dagsværdien af detailejendommene er faldet 538 mio. kr. i perioden, svarende til 6,94 %. Dagsværdireguleringen i perioden udgør samlet -1.314 mio. kr., så der har til og med været en del forbedringer, som ikke har kunnet indeholdes i dagsværdien. Lejeindtægterne var 441 mio. kr. i 2021/22, 475 mio. kr. i 2022 og 495 mio. kr. i 2023. Samtidigt faldt overskudsgraden i centersegmentet i hele perioden, først fra 67,1 % i 2021/22 (Dades A/S, 2022, s. 23) til 63,6 % i 2022, og derefter til 63,3 % i 2023 (Dades A/S, 2024, s. 19). Det direkte afkast i centersegmentet steg således fra 3,7 % i 2021/22 til 3,8 % i 2022, og derefter til 4,2 % i 2023. Dades har altså været negativt påvirket af udviklingen i detailejendommenes dagsværdier. Dades' detailejendomme består udelukkende af centre, som typisk huser en masse butikker, der ikke sælger

nødvendighedsvarer. Centrene har altså været udsatte i perioden, hvilket også hænger sammen med mekanismerne i høj inflation og stigende renter som beskrevet i afsnit 4.2.1 og 4.2.2. En afdæmpning af den økonomiske aktivitet resulterer i, at folk holder på pengene og må holde sig til nødvendighedsvarer. I 2021/22 berettede Dades, at det danske ejendomsmarked havde klaret sig godt igennem COVID-19, men at krigen i Ukraine, med høj inflation og stigende renter til følge, bød på problemer, ligesom man også manglede at se effekterne af stigende onlinehandel (Dades, 2022, s. 13). Denne beretning gik igen året efter (Dades, 2023, s. 10). I 2023 omtalte Dades også den væsentlige korrektion i priser og værdier, krigen i Ukraine har medført som følge af høj inflation og stigende renter (Dades, 2024, s. 10). Derudover berettede Dades, at deres centre har oplevet stigende besøg efter de sidste COVID-19 restriktioner, men at onlinehandel på samme tid påvirker omsætningen i butikkerne. De arbejder på at etablere aktiviteter i centrene, der ikke er direkte handelsrelaterede, for på denne måde at øge centrenes anvendelsesmuligheder. Med andre ord oplyste Dades altså, at centrenes nuværende anvendelsesmuligheder mindsker dagsværdierne.

6.3 ATP Ejendomme A/S

ATP Ejendomme A/S (ATP) er et ejendomsselskab, der er ejet af Arbejdsmarkedet Tillægspension. ATP aflægger årsregnskab efter ÅRL. ATP besidder 38 detailejendomme pr. 31. december 2023 (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 66). 30 af disse ejendomme huser dagligvarebutikker.

6.3.1 Udvikling i dagsværdi

I 2021 var der en positiv dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 595 mio. kr. (ATP Ejendomme A/S, 2022, s. 82). Årets resultat før skat var 1.302 mio. kr. Med årets tilgange på 353 mio. kr., afgang på 3.203 mio. kr. og øvrige reguleringer udgjorde dagsværdien af investeringsejendomme 15.424 mio. kr. (ATP Ejendomme A/S, 2022, s. 91).

I 2022 var der en negativ dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 280 mio. kr. (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 46). Årets resultat før skat var 344 mio. kr. Med årets tilgange på 1.486 mio. kr. og øvrige reguleringer udgjorde dagsværdien af investeringsejendomme 16.636 mio. kr. (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 54).

I 2023 var der en negativ dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 1.691 mio. kr. (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 46). Årets resultat før skat var -1.089 mio. kr. Med årets tilgange på

757 mio. kr. og øvrige reguleringer udgjorde dagsværdien af investeringsejendomme 15.697 mio. kr. (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 54).

6.3.2 Anvendt regnskabspraksis og værdiansættelsesmodel

ATPs regnskabspraksis for investeringsejendomme fremgår af note 1 (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 51-52). ATP måler investeringsejendomme til dagsværdi og følger generelt bestemmelserne i IAS 40 som beskrevet i afsnit 2.2 og 2.2.2.

ATP anvender den afkastbaserede model til opgørelse af investeringsejendommenes dagsværdier. Der tages udgangspunkt i de forventede lejeindtægter, eventuelt reguleret til markedisleje, med fradrag af driftsomkostninger. Derefter reguleres der for tomgang, større vedligeholdelsesarbejder og deposita. Ved beregning af kapitalværdien anvendes et afkastkrav, der er fastsat for de enkelte ejendomme. Dette er gjort med ekstern bistand.

I forbindelse med opgørelse af dagsværdien oplyser ATP ikke om andre input end afkastkravet (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 55). Dog oplyses der om antal m² på de enkelte kategorier af investeringsejendomme, og af nøgletalsoversigten fremgår udlejningsprocenten også (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 9).

I 2022 indgik der investeringsejendomme i niveau 2 i dagsværdihierarkiet for 972 mio. kr. Derudover indgik investeringsejendommene i niveau 3 i dagsværdihierarkiet (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 60).

6.3.3 Påvirkning fra detailejendomme

ATP har opdelt dagsværdireguleringer og input i ejendoms kategorier, hvormed det er gennemskueligt at udlede, hvordan detailejendommene har påvirket regnskaberne.

I 2021 var det vægtede gennemsnitlige afkastkrav for detailejendomme 5,8 % mod 5,34 % i 2020 (ATP Ejendomme A/S, 2022, s. 92). I 2021 fremgik den direkte værdiregulering af detailejendomme ikke. Følsomhedsanalysen viser dog, at en ændring af afkastkravet på 0,25 procentpoint ville påvirke dagsværdien med 62 mio. kr. Alligevel faldt dagsværdien fra 2.933 mio. kr. til 1.493 mio. kr. Dette skyldes til dels nedgangen i antal m² fra 115.051 til 70.545. ATP ejede Hobrovej 450 (Ålborg Storcenter) i 2020 (ATP Ejendomme A/S, 2021, s. 77), som ikke længere fremgik af oversigten i 2021 (ATP Ejendomme A/S, 2022, s. 104). Afkastkravet må, trods alt, med en

stigning på 0,46 procentpoint, antages at have påvirket dagsværdien på detailejendomme i den negative retning. I 2021 berettede ATP om, at der var kommet større fokus på onlinehandel i detailhandlen (ATP Ejendomme A/S, 2022, s. 14), men generelt virkede ledelsen positive trods COVID-19 restriktioner, der ikke var helt overståede.

I 2022 var det vægtede gennemsnitlige afkastkrav for detailejendomme steget med 0,15 procentpoint til 5,95 % (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 55). Til trods for dette, var dagsværdireguleringen for detailejendomme positiv med 62 mio. kr., hvormed dagsværdien udgjorde 1.581 mio. kr. Følsomhedsanalysen viser, at en ændring af afkastkravet med 0,25 procentpoint ville påvirke dagsværdien af detailejendomme med 64 mio. kr. Årsagen til den positive dagsværdiregulering for detailejendomme skal muligvis findes i, at tomgangen for selskabets detailejendomme faldt væsentligt i 2022, så det var på niveauet før COVID-19 restriktionerne (ATP Ejendomme A/S, 2023, s. 14). Den generelle udlejningsprocent steg fra 86,8 i 2021 til 93 i 2022 (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 9). ATP berettede, at selskabets investeringsejendomme har været negativt påvirket af krigen i Ukraine, der medførte høj inflation og stigende renter med indhug i købekraften og forbrugertilliden samt finansiell uro til følge (ATP Ejendomme A/S, 2023, s. 14). I forlængelse heraf berettede ATP, at usikkerheden i markedet såvel som i verden var uforholdsmæssig stor.

I 2023 var det vægtede gennemsnitlige afkastkrav for detailejendomme steget med 0,38 procentpoint til 6,33 % (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 55). Dagsværdireguleringen for detailejendomme var negativ med 81 mio. kr., hvormed dagsværdien udgjorde 1.511 mio. kr. Dette til trods for, at detailejendommenes m² var steget med 168, hvilket tyder på, at der har været forbedringer og tilbygninger, som ikke kunne indeholdes i dagsværdien. Den generelle udlejningsprocent steg fra 93 i 2022 til 94,2 i 2023 (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 9). ATP berettede fortsat, at den geopolitiske situation og stigende renter påvirkede selskabets investeringsejendomme (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 12).

Det er svært at udlede, at ATP skulle være særligt negativt påvirket af dagsværdireguleringerne på detailejendommene. Dagsværdien for detailejendomme ultimo 2021 til ultimo 2023 er steget med 18 mio. kr., svarende til en stigning på 1,21 %, og den samlede dagsværdiregulering, der kan måles, udgør kun -19 mio. kr. Den er muligvis en smule mere negativ som følge af, at stigningen i afkastkravet, trods alt, var størst i 2021, hvor dagsværdireguleringen ikke er oplyst.

Dog udgør dagsværdireguleringen en lille andel af den samlede værdi af selskabets investeringsejendomme på 15.697 mio. kr. såvel som den isolerede værdi af detailejendommene. En stor del af årsagen skal sandsynligvis findes i, at langt størstedelen af ATPs detailejendomme huser dagligvarebutikker. Ligesom i PS tilhører ATPs detailejendomme også segmentet af stabile detailejendomme. Der bliver solgt nødvendighedsvarer, og disse butikker er nogle af de sidste til at blive påvirket af økonomisk modgang. Det er ligeledes også ATPs egen opfattelse, at de har en robust og diversificeret ejendomsportefølje, der præsterer godt, også selvom der er markedsuro (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 12). Dette kan understøttes af, at deres overskudsgrad på investeringsejendommene var 84,57 % i 2021, hvilket ganske vist faldt til 74,79 % i 2022, men igen steg til 84,82 % i 2023 (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 8). Dette er beregnet ud fra resultat af ejendommenes drifts andel af lejeindtægterne. Lejeindtægterne faldt fra 810 mio. kr. i 2021 til 718 mio. kr. i 2022, hvorefter de steg til 850 mio. kr. i 2023. Det direkte afkast var 4 % i 2021, 3,3 % i 2022 og 4,4 % i 2023 (ATP Ejendomme A/S, 2024, s. 9).

6.4 Danske Shoppingcentre P/S

Danske Shoppingcentre P/S (DS) er et ejendomsselskab, der er ejet af Danica Ejendomme P/S og Arbejdsmarkedets Tillægspension. DS aflægger årsregnskab efter ÅRL. DS besidder, som det eneste, 16 butikcentre i København og øvrige, større provinsbyer pr. 31. december 2023 (Danske Shoppingcentre P/S, 2024, s. 8).

6.4.1 Udvikling i dagsværdi

I 2021 var der en positiv dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 33.267 t.kr. (Danske Shoppingcentre P/S, 2022, s. 12). Årets resultat var 516.840 t.kr. Med årets tilgange på 1.552.056 t.kr. udgjorde dagsværdien af investeringsejendomme 14.902.280 t.kr. (Danske Shoppingcentre P/S, 2022, s. 20).

I 2022 var der en negativ dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 140.628 t.kr. (Danske Shoppingcentre P/S, 2024, s. 12). Årets resultat var 423.573 t.kr. Med årets tilgange på 226.088 t.kr. udgjorde dagsværdien af investeringsejendomme 14.987.740 t.kr. (Danske Shoppingcentre P/S, 2024, s. 20).

I 2023 var der en negativ dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 1.399.423 t.kr. (Danske Shoppingcentre P/S, 2024, s. 12). Årets resultat var -798.061 t.kr. Med årets tilgange på

399.299 t.kr. og afgang på 520.000 t.kr. og øvrige reguleringer udgjorde dagsværdien af investeringsejendomme 13.879.117 t.kr. (Danske Shoppingcentre P/S, 2024, s.12).

6.4.2 Anvendt regnskabspraksis og værdiansættelsesmodel

DS' regnskabspraksis for investeringsejendomme fremgår af note 1 (Danske Shoppingcentre P/S, 2024, s. 17-18). DS måler investeringsejendomme til dagsværdi efter ÅRL § 38, og følger generelt bestemmelserne i IAS 40 som beskrevet i afsnit 2.2 og 2.2.2.

DS beskriver, at afkastkravet opgøres ud fra ejendommenes individuelle forhold såsom beliggenhed, ejendomstype, anvendelsesmulighed, stand og forhold i lejekontrakterne.

DS beskriver, at de anvender DCF-modellen (Danske Shoppingcentre P/S, 2024, s. 20). Foruden afkastkravet er der indarbejdet 2 % inflation i diskonteringsrenten. I værdiansættelsen indgår der strukturel tomgang, løbende udskift af ejersammensætning og vedligeholdelse.

De eneste væsentlige input, der beskrives, er afkastkravet og diskonteringsrenten.

6.4.3 Påvirkning fra detailejendomme

Som allerede beskrevet, besidder DS udelukkende butikscentre.

I 2021 var det vægtede gennemsnitlige afkastkrav 4,92 % (Danske Shoppingcentre P/S, 2022, s. 18). I 2022 var dette steget med 0,11 procentpoint til 5,03 % (Danske Shoppingcentre P/S, 2023, s. 18). I 2023 var dette steget yderligere med 0,57 procentpoint til 5,6 % (Danske Shoppingcentre P/S, 2023, s. 18).

Afkastkravet er steget kontinuerligt i perioden, og der har været en samlet, negativ dagsværdiregulering i de tre år på 1.506.784 t.kr. Dette er til trods for en nettotilgang i perioden på 1.657.443 t.kr. Dagsværdien ultimo 2021 til ultimo 2023 faldt med 6,87 %.

DS' bruttomargin steg i hele perioden, hvor den var 53,4 % i 2021, 56,7 % i 2022 og 57,6 % i 2023 (Danske Shoppingcentre, 2024, s. 7). På samme tid steg lejeindtægterne i alle årene. Lejeindtægterne var 882 mio. kr. i 2021, 978 mio. kr. i 2022 og 1.030 mio. kr. i 2023.

I 2021 berettede DS om problemer med COVID-19, men tonen var alligevel optimistisk, da lejerne omsætning var højere end niveauet før COVID-19 trods færre besøgende (Danske Shoppingcentre P/S, 2022, s. 8). Ligeledes indgik DS flere lejekontrakter, end de modtog opsigelser.

I 2022 berettede DS om det positive i, at de ikke længere var ramt af COVID-19 restriktioner, men at selskabet til gengæld var udfordret af følgevirkningerne af krigen i Ukraine (Danske Shoppingcentre P/S, 2023, s. 8). Ligeledes var der et mindre kundefald i forhold til niveauet før COVID-19. DS oplevede en væsentlig fremgang i pengestrømmene fra deres centre, men heller ikke dette var nok til at gøre op for de negative dagsværdireguleringer, det stigende afkastkrav førte med sig (Danske Shoppingcentre P/S, 2023, s. 9).

De usikre markedsforhold fortsatte ind i 2023, dog med en smule bedring undervejs (Danske Shoppingcentre P/S, 2024, s. 8). I 2023 kunne DS også berette om en højere tomgang end i 2022. Slutteligt kunne DS igen berette om, at dagsværdierne var positivt påvirket af en forøgelse i de forventede, fremtidige pengestrømme, denne gang med en stigning på 258 mio. kr. (Danske Shoppingcentre P/S, 2024, s. 9). Dette var dog ikke nær nok til at opveje de negative konsekvenser af de stigende afkastkrav. I forlængelse heraf berettede DS, at de fortsat foretager væsentlige investeringer i lejemålsindretninger og opdatering af centrene. Det kunne altså tyde på, at DS søger alternative anvendelsesmuligheder i centrene.

Ligesom for Dades' tilfælde, er det tydeligt, at DS ejer centre. Deres ejendomsportefølje udgøres i høj grad af lejemål, hvor der ikke sælges mange nødvendighedsvarer, og det har negative konsekvenser for dagsværdierne. Trods DS kan berette om forbedringer i driften, kan det ikke opveje de negative konsekvenser, markedsuroen har for afkastkravene, og dermed dagsværdierne.

6.5 Agat Ejendomme A/S

Agat Ejendomme A/S (Agat) er et børsnoteret ejendomsselskab. Agat aflægger koncernregnskabet efter IFRS jf. ÅRL § 137. Agats primære aktivitet er at drive fire centre og en række lejligheder, hvor værdien af ejendomsporteføljen pr. 31. januar 2024 fordeler sig på shopping- og outletcentre med 97,2 %, retail i øvrigt med 1 % og boliger med 1,8 % (Agat Ejendomme A/S, 2024, s. 8). Heraf er et af centrene et joint venture, der er klassificeret som en investeringsejendom, der ejes 35 %. Endnu et center samt lejlighederne er klassificeret som investeringsejendom, og ejes 100 %. De sidste to ejendomme er ejet 100 % og er klassificeret som færdigopførte projekter, der måles til kostpris eller forventet nettorealiseringsværdi, hvis denne er lavere. De to sidste ejendomme er efterfølgende reklassificeret til investeringsejendomme (Agat

Ejendomme A/S, 2024b, s. 20). Ledelsens hensigt med disse ejendomme har derfor ændret sig fra videresalg til at opnå afkast gennem lejeindtægter eller kapitalgevinst, og det vurderes derfor også relevant at undersøge udviklingen for disse ejendomme trods visheden om, at der, som beskrevet i afsnit 3.1, er forskel på dagsværdi og nettorealisationsværdi. At analysere udviklingen i disse ejendomme vurderes at kunne supplere yderligere til udviklingen i selskabets ejendomme.

6.5.1 Udvikling i dagsværdi og nettorealisationsværdi

I 2021/22 var der en positiv dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 1 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 33). Årets resultat før skat var 6,3 mio. kr. Med årets tilgange på 0,8 mio. kr. og årets afgang på 10,6 mio. kr. udgjorde dagsværdien af investeringsejendomme 506,3 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 55). Der var en positiv dagsværdiregulering af investeringsejendommene i Agats joint ventures på 60,9 mio. kr., fordelt med 59,6 mio. kr. på Ringsted Outlet Center P/S og 1,3 mio. kr. på BROEN Shopping A/S, svarende til 30,3 mio. kr. ud fra ejerandelene (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 52). Ejendomsporteføljen af igangværende og færdige projekter faldt fra 339,9 mio. kr. til 310,6 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2022, s. 64). Dette hænger i høj grad sammen med nedskrivningen af deres polske center på 30,1 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2022, s. 50).

I 2022/23 var der en negativ dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 25,3 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 33). Årets resultat før skat var -61,3 mio. kr. Med årets tilgange på 0,5 mio. kr. og årets afgang på 3,8 mio. kr. udgjorde dagsværdien af investeringsejendomme 477,7 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 55). Der var en negativ dagsværdiregulering af investeringsejendommene i Agats joint ventures på 84,8 mio. kr., fordelt med 19 mio. kr. på Ringsted Outlet Center P/S og 65,8 mio. kr. på BROEN Shopping A/S, svarende til 32,5 mio. kr. ud fra ejerandelene (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 51). I forlængelse heraf fremgår det, at Ringsted Outlet Center P/S blev solgt pr. 31. januar 2023. Ejendomsporteføljen af igangværende og færdige projekter faldt fra 310,6 mio. kr. til 275,2 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 57). Igen skyldtes faldet i høj grad en nedskrivning af det polske center på 37,3 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 45).

I 2023/24 var der en negativ dagsværdiregulering af investeringsejendomme på 59,7 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 30). Årets resultat før skat var -49,3 mio. kr. Med årets tilgange på 0,5 mio. kr. og årets afgang på 6,3 mio. kr. udgjorde dagsværdien af investeringsejendomme 412 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 51). Der var en negativ dagsværdiregulering af investeringsejendommen i Agats joint venture BROEN Shopping A/S på 88,5 mio. kr., svarende til 31 mio. kr. ud fra ejerandelen (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 47). Ejendomsporteføljen af færdiggjorte ejendomme og grunde faldt fra 275,2 mio. kr. til 176 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 53). Dette skyldes, at det polske center samt en retailpark i Aabenraa blev solgt i regnskabsåret (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 6). Dog blev der stadig indregnet en nedskrivning på det polske center på 23,3 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 42). Derudover medførte salget af centeret et tab på 11,9 mio. kr. (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 7).

6.5.2 Anvendt regnskabspraksis og værdiansættelsesmodel

Agats regnskabspraksis for investeringsejendomme fremgår af note 1 (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 39). Agat måler investeringsejendomme til dagsværdi og følger generelt bestemmelserne i IAS 40 som beskrevet i afsnit 2.2 og 2.2.2. Agat anvender DCF-modellen som værdiansættelsesmodel. Agat uddyber, at det er en 10-årig DCF-model, og at de væsentligste forudsætninger i modellen er forventninger til den fremtidige udlejning, lejeniveau, tomgang samt afkastkrav (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 43). Alle investeringsejendomme indgår i niveau 3 i dagsværdihierarkiet (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 51).

Agat måler færdiggjorte ejendomme og grunde under kortfristede aktiver til kostpris eller nettorealisationsværdi, hvis denne er lavere (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 40). Agat beskriver, at de er påvirket af prisudsving på de forskellige ejendomsmarkeder og de generelle økonomiske konjunkturer, og at lejeniveauer, priser på ejendomme og grunde samt ændringer i afkastkrav kan have en betydning for nettorealisationsværdierne (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 43). Dermed kan det antages, at Agat anvender en del af de samme forudsætninger ved opgørelse af nettorealisationsværdierne, som de gør ved opgørelse af dagsværdierne.

6.5.3 Påvirkning fra detailejendomme

Som allerede beskrevet, består Agats ejendomsportefølje, i væsentligste grad, af centre med en mindre række lejligheder.

Bruttolejen pr. m² for retail var 1.500 kr. i 2021/22 (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 55), og dette har været uændret i perioden (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 51). Derimod fremgår det, at afkastkravet for retail er steget i hele perioden, først fra 6 % i 2021/22 til 6,25 % i 2022/23, og dernæst til 6,9 % i 2023/24. Derudover indgik der en strukturel tomgang i værdiansættelsen på 5 % for retail i 2021/22 (Agat Ejendomme A/S, 2022, s. 61), mens dette var 7 % i 2022/23 og 2023/24. Gennem de tre regnskabsår har der været en samlet, negativ dagsværdiregulering på 84 mio. kr. på investeringsejendomme, og langt størstedelen må antages at vedrøre centrene, givet fordelingen i ejendomsporteføljen. Dagsværdien af investeringsejendomme er således faldet 18,63 % i perioden. Det er også værd at bemærke, at den fremtidige minimumshusleje i Agat er faldet fra 90,2 mio. kr. i 2021/22 (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 56) til 73,8 mio. kr. i 2023/24 (Agat Ejendomme A/S, 2024, s. 52), hvilket må forventes at påvirke dagsværdien negativt. Agats lejeindtægter var 75,3 mio. kr. i 2021/22 (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 49), 81,6 mio. kr. i 2022/23 og 86 mio. kr. i 2023/24 (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 45). Nettolejen var 35,1 mio. kr. i 2021/22 (Agat Ejendomme A/S, 2022, s. 9), 33,2 mio. kr. i 2022/23 og 36,2 mio. kr. i 2023/24 (Agat Ejendomme A/S, 2024a, s. 8). Lejeindtægterne og nettolejerne giver en overskudsgrad på ejendommene på 46,41 %, 40,69 % og 42,09 %. Overskudsgraden på ejendommene er dermed faldet en smule. Dette giver også et højere direkte afkast, da dagsværdien er faldet, hvilket afspejler udviklingen i afkastkravene.

Selvom nettorealisationsværdi ikke skal sidestilles med dagsværdi, er udviklingen i nettorealisationsværdien på Agats detailejendomme alligevel interessant, og kan, til en vis grad, understøtte udviklingen i dagsværdien på deres detailejendomme. Agats center i Polen er samlet nedskrevet med 90,7 mio. kr. gennem de tre regnskabsår, ikke meget ulig den samlede negative dagsværdiregulering på investeringsejendomme. Isoleret set må nedskrivningerne på det polske center antages at have påvirket de samlede nettorealisationsværdier med minimum 25 %.

I overensstemmelse med markedsforholdene på daværende tidspunkt, virkede Agat meget optimistiske i ledelsesberetningen for 2021/22. Agat berettede om kunder, der vendte tilbage til de fysiske butikker ovenpå COVID-19 med en stigende købelyst og med en generelt tilfredsstillende omsætning i butikkerne (Agat Ejendomme A/S, 2022, s. 3). Dog meldte de også, at butiksejendomme generelt havde været negativt påvirket af COVID-19 samt ændrede indkøbsmønstre og stigende onlinehandel (Agat Ejendomme A/S, 2022, s. 17).

I 2022/23 kunne Agat berette om, at nedskrivninger og negative dagsværdireguleringer som følge af høj inflation og rentestigninger, og dermed højere afkastkrav, havde påvirket årets resultat (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 3). Ydermere berettede Agat, at ejendomsporteføljen var under pres af de markante ændringer som følge af krigen i Ukraine og lav forbrugertillid (Agat Ejendomme A/S, 2023, s. 14).

I 2023/24 kunne Agat ligeledes berette om stigende renteniveau og en afventende holdning i markedet for ejendomsinvesteringer, hvilket førte til stigende afkastkrav (Agat Ejendomme A/S, 2024, s. 3). Ifølge Agat var størstedelen af investeringsmarkedet præget af handler relateret til dagligvarebutikker (Agat Ejendomme A/S, 2024, s. 14). Dette bakker også op omkring, at dagligvarebutikkerne har været mere modstandsdygtige overfor markedsuren.

Agat har også været negativt påvirket af udviklingen i deres joint ventures, som også udelukkende består af centre. BROEN Shopping A/S (BROEN), hvis eneste investeringsejendom er BROEN Shopping i Esbjerg (BROEN Shopping A/S, 2024, s. 7), anvendte et afkastkrav på 5,75 % i 2021 (BROEN Shopping A/S, 2022, s. 15). Det væsentligste input i øvrigt udgjorde en gennemsnitlig leje på 1.724 kr. pr. m². Dagsværdien af investeringsejendommen var 849 mio. kr. I 2021 berettede BROEN, at de var negativt påvirket af COVID-19 restriktioner i starten af året, men at genåbningen i foråret var forløbet tilfredsstillende (BROEN Shopping A/S, 2022, s. 7). Dermed var der en vis optimisme at spore. I 2022 var afkastkravet steget med 0,25 procentpoint til 6 % (BROEN Shopping A/S, 2023, s. 15). Den gennemsnitlige leje pr. m² var faldet til 1.650 kr. Dagsværdien af investeringsejendommen var faldet til 764 mio. kr. I 2022 berettede BROEN, at driften fortsat var tilfredsstillende, men at høj inflation og stigende renter havde påvirket dagsværdien negativt (BROEN Shopping A/S, 2023, s. 7). I 2023 var afkastkravet steget med 0,5 procentpoint til 6,5 % (BROEN Shopping A/S, 2024, s. 15). Den gennemsnitlige leje pr. m² var faldet til 1.500 kr., og den gennemsnitlige leje er dermed faldet 12,99 % i perioden. Derudover var der også indarbejdet en strukturel tomgang på 5 %. Dagsværdien af investeringsejendommen var faldet til 662 mio. kr., og dagsværdien er dermed faldet 22,03 % i perioden. I 2023 berettede BROEN, at forbrugernes indkøbsmønstre var negativt påvirket af høje renter, høje priser og den generelle usikkerhed i verden, ligesom lav forbrugertillid også var et problem. Dagsværdien var fortsat negativt påvirket af stigende renter og den generelle markedsudvikling (BROEN Shopping A/S, 2024, s. 7).

Agats ejendomsportefølje af detailejendomme vurderes at have været særdeles negativt påvirket af udviklingen i markedsforholdene i perioden.

6.6 Væsentlige observationer

Ud fra årsrapporterne virker det klart, at de regnskabsmæssige konsekvenser af markedsuroen og udviklingen i inputtene som følge heraf afhænger af, hvilke detailejendomme der indgår i selskabernes ejendomsporteføljer.

For Dades', DS' og Agats vedkommende, som alle har en stor andel i centersegmentet, har detailejendommenes dagsværdier været tydeligt negativt påvirket af markedsuroen fra ultimo 2021 til ultimo 2023, hvorfor der også ses en tydelig sammenhæng med udviklingen i de væsentlige input for detailejendomme samt værdiansættelsen. Dagsværdierne i alle tre selskaber er faldet væsentligt, specielt for Agat og Agats joint venture BROEN. På den anden side tyder det også på, at udviklingen har påvirket dagsværdierne væsentligt mindre hos selskaber, der ejer mange detailejendomme, hvor der sælges nødvendighedsvarer, ligesom det er tilfældet for PS og ATP. PS og ATP virker ikke til at være væsentligt negativt påvirket af udviklingen, tværtimod er dagsværdierne af begge selskabers detailejendomme steget moderat i perioden. De har, med andre ord, haft ejendomsporteføljer, der har stået mere robust gennem markedsuroen. Det er dog værd at bemærke, at detailejendommenes dagsværdier i alle selskaber er faldet i regnskabsåret 2023, hvor de negative dagsværdireguleringer også har været størst, hvilket formentligt skyldes, at effekterne af markedsuroen først er begyndt, for alvor, at påvirke selskaberne på dette tidspunkt. Der er en vis forsinkelse, fra renterne sættes op, til effekten kan mærkes fuldt ud, hvilket skyldes, at der går et vist stykke tid, før rentestigninger påvirker husholdningernes og virksomhedernes forbrug og investeringer, og dermed efterspørgslen (Danmarks Nationalbank, 2022, s. 5). Som det fremgår af afsnit 5.1.2, var renterne også steget yderligere 1,85 procentpoint fra ultimo 2022 til ultimo 2023, hvorfor man, endnu, havde til gode at se toppen af renteniveauet i 2022.

Selskaberne berettede generelt om, at udviklingen i de makroøkonomiske og forbrugerøkonomiske faktorer i 2022 og 2023, som følge af krigen i Ukraine, har påvirket investeringsejendommenes dagsværdier negativt. Nærmere bestemt berettede de om, at høj inflation og stigende renter har været en udfordring. Alle selskabernes afkastkrav relateret til detailejendomme steg

fra ultimo 2021 til ultimo 2023, dog med de største stigninger hos Dades, DS og Agat. Fire ud af fem selskaber berettede også om stigende tomgang for detailejendommene, mens det modsatte skete for ATP. ATP oplyser dog kun den generelle udlejningsprocent, og det er derfor svært at udlede, om tomgangen faktisk er steget eller faldet for deres detailejendomme. Som beskrevet, var deres seneste udmelding dog, at tomgangen for detailejendommene var faldet, så det var på niveauet før COVID-19 restriktionerne. Nærmere relateret til detailejendomme berettede selskaberne også, at udviklingen i øvrige input som øget onlinehandel og lav forbrugertillid påvirkede detailejendommene negativt.

Der vurderes at være en høj grad af overensstemmelse mellem udviklingen i inputtene, værdiansættelsen og de oplysninger, der kan udledes af årsrapporterne.

7 Konklusion

IAS 40 fungerer som fortolkningsbidrag til ÅRL. IAS 40 definerer investeringsejendomme som grunde, bygninger, en del af en bygning eller både grunde og bygninger, som besiddes med henblik på at opnå et afkast gennem lejeindtægter eller kapitalgevinst. Investeringsejendomme skal indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden, og kostprisen kan måles pålideligt. Investeringsejendomme skal ved første indregning måles til kostpris. Herefter er der mulighed for at måle investeringsejendomme til kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger eller til dagsværdi. Der er forskellige oplysningskrav til de to metoder, hvor der for kostprismetoden lægges vægt på afskrivningsmetoder samt skøn over restværdi og brugstid, mens der for dagsværdi lægges vægt på værdiansættelsesmodeller og -teknikker samt de centrale forudsætninger ved opgørelse af dagsværdien.

IFRS 13 fungerer som fortolkningsbidrag til ÅRL. ÅRL og IFRS har hver sin definition af dagsværdi, som der i sidste ende er overensstemmelse imellem. ÅRL definerer dagsværdi som det beløb, hvormed et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse kan udlignes ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter. IFRS definerer dagsværdi som den pris, der ville blive opnået ved salg af et aktiv eller betalt for at overdrage en forpligtelse i en normal transaktion mellem markedsdeltagere på målingstidspunktet. Det forudsættes, at der er tale om velordnede transaktioner mellem markedsdeltagere. Det centrale i en dagsværdimåling er, at der skal tages

hensyn til et aktivs eller en forpligtelses kendetegn, hvis markedsdeltagerne lægger vægt på disse kendetegn ved opgørelse af dagsværdien. Ligeledes skal en dagsværdimåling ske ud fra de forudsætninger, som markedsdeltagerne ville anvende ved opgørelse af dagsværdien, da markedsdeltagerne antages at agere i bedste økonomiske interesse. En dagsværdimåling forudsætter også, at en transaktion finder sted på tidspunktet for målingen, set fra markedsdeltagerens synspunkt. Værdiansættelsesmodellerne til brug for dagsværdimåling skal maksimere observerbare input og minimere ikke-observerbare input. Dagsværdihierarkiet skal sikre korrekt måling af aktiver og forpligtelser, hvor man skal søge at opgøre dagsværdien efter så højt et niveau i hierarkiet som muligt. Oplysningskravene til dagsværdi har til formål at skabe forståelse for opgørelsen af dagsværdien, heriblandt gennem oplysninger om værdiansættelsesmodeller og -teknikker, væsentlige input, kvantitative oplysninger om væsentlige input og følsomhed overfor ændringer i væsentlige input. Investeringssejendomme tilhører, grundet et manglende aktivt marked og unikke karakteristika, i langt de fleste tilfælde, niveau 3 i dagsværdihierarkiet, hvor dagsværdimålinger baseres på ikke-observerbare input.

Dagsværdien af investeringsejendomme skal opgøres til kapitalværdi beregnet ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker. I IFRS 13 omtales dette, nærmere specifikt, som nutidsværdimetoden. I nutidsværdimetoden skal der udarbejdes et skøn over de fremtidige pengestrømme, en investeringsejendom vurderes at kunne generere. Der skal tages højde for den tidsmæssige værdi af penge ved brug af en diskonteringsrente, der består af en risikofri rente samt en markedsrisikopræmie. Nutidsværdimetoden skal tage højde for alle forhold, som, set fra markedsdeltagerens synspunkt, ville være relevante på målingstidspunktet. Uanset valg af værdiansættelsesmodel, skal man komme frem til den samme dagsværdi. De hyppigst anvendte modeller til opgørelse af dagsværdien for investeringsejendomme er den afkastbaserede model og DCF-modellen. Den afkastbaserede model opgør dagsværdien ud fra ét års normaliseret driftsafkast og et afkastkrav. Den afkastbaserede model er særledes relevant, hvis en investeringsejendom forventes at være forholdsvis stabil uden større udsving i driftsafkastet. DCF-modellen opgør dagsværdien ud fra en tilbagediskontering af de forventede pengestrømme over en årrække ud fra en fastlagt budgetperiode, hvorefter der kommer en terminalperiode, der skal betragtes som det fremtidige, normaliserede driftsafkast efter budgetperioden. DCF-modellen er særdeles relevant, hvis man forventer større udsving i

en investeringsejendoms pengestrømme over en bestemt periode, der kan gøre det vanskeligt at opgøre et normaliseret driftsafkast. Detailejendommens dagsværdier bliver påvirket af en række forskellige input i værdiansættelsesmodellerne, heriblandt inflation, renteutvikling, lejeindtægter, tomgang, onlinehandel og forbrugertillid. Udviklingen i disse input har potentialet til enten at øge eller reducere købekraften og -lysten hos forbrugerne, ændre i købemønstrene hos forbrugerne samt påvirke investeringsmiljøet, hvilket har en stor betydning for detailejendommene, da det kan påvirke driftsresultaterne og afkastkravene i positiv og negativ retning.

Inputtene har været væsentligt negativt påvirket af markedsuren i 2022 og 2023, som Ruslands invasion af Ukraine har medført. I oktober 2022 nåede inflationen 10,1 %, det højeste niveau i 40 år, og 7,7 % på årsbasis. Inflationen var fortsat høj i 2023, men aftagende, og endte på 3,3 % på årsbasis. Dette kom ovenpå et årti med meget lav inflation. Som følge af den høje inflation er Nationalbankens udlånsrente steget markant for at dæmpe inflationen. Udlånsrenten er steget fra -0,45 %, som renten var fastsat til pr. 1. oktober 2021, til 3,75 % pr. 15. september 2023. Det er dermed blevet markant dyrere at låne penge, hvilket dæmper investeringslysten og reducerer forbrugernes rådighedsbeløb. I perioden har nettolejen for detailejendomme i alle områder omfattet af markedsrapporterne været udsat for fald eller stilstand, dog med undtagelse af København, hvor nettolejen er steget. Den gennemsnitlige nettoleje faldt fra 2.048 kr. pr. m² til 1.931 kr. pr. m². Tomgangen er steget i alle områderne omfattet af markedsrapporterne med en enkelt undtagelse. Den gennemsnitlige tomgang steg fra 2,77 % til 3,18 %. Andelen af onlinehandel er steget mere eller mindre konstant i over et årti og må fortsat forventes at udgøre en stigende trussel for detailejendommene i takt med teknologiske fremskridt. I 2012 havde 60 % af den danske befolkning handlet online indenfor de seneste tre måneder, hvilket var steget til 80 % i 2023, og derefter til 82 % i 2024. Markedsuroen har også medført en historisk lav forbrugertillid på -37, hvilket forårsager, at forbrugerne er påpasselige med at bruge penge. Udviklingen i inputtene har, stort set udelukkende, påvirket detailejendomme negativt, hvilket, på et generelt plan, forværrer detailejendommenes driftsafkast og skaber stigende afkastkrav som følge af en højere risiko. Ud fra udviklingen i inputtene er der lavet en værdiansættelse af en fiktiv detailejendom ved brug af den afkastbaserede model, der afspejler, hvordan udviklingen i inputtene har påvirket dagsværdierne fra 31. december 2021 til 31. december 2023 på et generelt niveau. Dagsværdien pr. 31. december 2021 blev opgjort til 6.049.597 kr., mens

dagsværdien pr. 31. december 2023 blev opgjort til 5.208.356 kr. Dagsværdien er dermed faldet 13,91 % i perioden med markedsure. Ændring af inputtene enkeltvist viste, at særdeles stigningen i afkastkravet fra 6,55 % til 7,13 % udgjorde en stor del af faldet i dagsværdien. Analysen af inputtene tydeliggjorde dog, at udviklingen i de fleste input afleder udviklingen i et andet input. Derfor skal faldet i dagsværdien betragtes således, at udviklingen i inputtene er afledt af hinanden, og de har alle, samlet, været med til at forårsage faldet i dagsværdien. Ydermere skal værdiansættelsen betragtes på et generelt niveau, da den ikke nødvendigvis er et udtryk for, hvordan alle ejendomsporteføljer har udviklet sig. Eksempelvis er fysiske tøj- og skobutikker væsentligt mere negativt eksponeret overfor stigningen i onlinehandel end dagligvarebutikker, hvorfor dagsværdien for dagligvarebutikker er mindre påvirket af onlinehandlen. Detailejendomme, hvorfra der sælges nødvendighedsvarer, vil, i øvrigt, typisk klare sig bedre gennem markedsure, da forbrugerne stadig skal bruge eksempelvis mad eller vedligeholdelse af bolig og inventar uanset den økonomiske situation, hvorfor de må fokusere deres rådighedsbeløb mod disse typer af varer.

Analysen og vurderingen af årsrapporterne for en række selskaber for regnskabsårene 2021, 2022 og 2023 viste, at den regnskabsmæssige konsekvens for investeringsejendommenes dagsværdier som følge af markedsuren i 2022 og 2023 varierer efter, hvordan ejendomsporteføljerne i selskaberne er sammensat. Der blev konstateret store fald i dagsværdierne i de selskaber, hvor detailejendommene, i overvejende grad, består af centre. Her faldt dagsværdierne ultimo 2021 til ultimo 2023 med 6,87 – 22,03 %. På den anden side blev der konstateret mindre stigninger i dagsværdierne i de selskaber, hvor detailejendommene, i overvejende grad, består af dagligvarebutikker og øvrige butikker, hvor der sælges nødvendighedsvarer. Her steg dagsværdierne ultimo 2021 til ultimo 2023 med 1,21 – 5,34 %. Forskellen mellem de to situationer er i høj grad, at centrene tenderer til butikker, der er under hård konkurrence fra onlinehandel samt, at butikker som dagligvarebutikker typisk klarer sig bedre gennem økonomiske kriser, da forbrugernes disponible indkomst må prioriteres mod nødvendighedsvarer fremfor luksusvarer. Selskaberne har dog dét til fælles, at alle detailejendommenes dagsværdier faldt i regnskabsåret 2023, hvor faldene også var størst, da effekterne af markedsuren på dette tidspunkt havde haft tilstrækkeligt med tid til at påvirke samfundet, og dermed de forhold, der påvirker dagsværdierne i negativ retning. Heriblandt toppede renteniveauet først i slutningen af 2023.

Afkastkravene er steget fra ultimo 2021 til ultimo 2023 hos alle selskaberne, hvor stigningerne i afkastkravene var størst hos selskaberne, der besidder centre. Tomgangsrateerne for detailejendommene steg hos alle selskaberne bortset fra ét, hvor den generelle tomgang faldt, dog uden yderligere oplysninger om detailejendomme isoleret set. Selskaberne berettede om, at de var påvirket af høj inflation og stigende renter, som krigen i Ukraine har medført. Selskaberne berettede også om, at onlinehandel og lav forbrugertillid påvirkede detailejendommene negativt. Det er vurderet, at der er en høj grad af sammenhæng mellem udviklingen i inputtene, resultatet af værdiansættelsen og detailejendommens dagsværdier og oplysninger herom i årsrapporterne for 2021, 2022 og 2023. Inputtene har udviklet sig i negativ retning for detailejendomme, hvilket har påvirket eksemplet på en værdiansættelse væsentligt negativt. Dette er også det billede, der generelt tegner sig i selskaberne, da dagsværdierne, for det meste, er faldet markant, mens andre selskabers detailejendomme har stået robust gennem markedssuroen. At alle selskaberne beretter om negativ påvirkning fra høj inflation, stigende renter, tomgang, onlinehandel og lav forbrugertillid bakker dog op om, at detailejendommens dagsværdier har været negativt påvirket, i særdeleshed i 2023, hvor alle dagsværdierne faldt.

Den regnskabsmæssige konsekvens af markedssuroen i 2022 og 2023 for værdiansættelsen af investeringsejendomme i årsregnskaberne, specifikt detailejendomme, der måles til dagsværdi, er ikke entydig, da konsekvensen afhænger af sammensætningen af selskabernes ejendomsporteføljer. Fra ultimo 2021 til ultimo 2023 er der sket markante fald i dagsværdierne for selskaber med ejendomsporteføljer, der består af shoppingcentre. På den anden side er der, i samme periode, sket mindre stigninger i dagsværdierne for selskaber med ejendomsporteføljer med mange dagligvarebutikker og lignende butikker med nødvendighedsvarer. Dette er tilfældet, da butikker med nødvendighedsvarer typisk klarer sig bedre gennem økonomiske kriser end øvrige butikker. Detailejendomme, hvorfra der ikke sælges nødvendighedsvarer, er således mere følsomme overfor markedssuro. De er også mere følsomme overfor den stigende onlinehandel. Fælles for alle detailejendommens dagsværdier var dog, at de faldt i 2023, hvilket også var året med de største fald, hvilket skyldes, at effekterne af markedssuroen først har ladet sig mærke fuldt ud i samfundet og selskabernes porteføljer af detailejendomme på dette tidspunkt. Den regnskabsmæssige konsekvens er foranlediget af høj inflation, stigende renter,

faldende nettoleje, stigende tomgang, stigende onlinehandel og lav forbrugertillid, hvilket har forårsaget stigende afkastkrav.

Litteraturliste

Agat Ejendomme A/S. (2022). *Årsrapport 2021/22*. Tilgængelig på: <https://agat.dk/wp-content/uploads/2022/03/Agat-Q4-2021-22.pdf>.

Agat Ejendomme A/S. (2023). *Årsrapport 2022/23*. Tilgængelig på: <https://agat.dk/wp-content/uploads/2023/03/Agat-Q4-2022-23.pdf>.

Agat Ejendomme A/S. (2024a). *Årsrapport 2023/24*. Tilgængelig på: <https://agat.dk/wp-content/uploads/2024/03/Agat-Q4-2023-24.pdf>.

Agat Ejendomme A/S. (2024b). *Delårsrapport 1. halvår 2024/25*. Tilgængelig på: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzFkL2Q4LzYzLzEYL2Q3YjQtNGE2MS1iMTM4LWY-wODg4NGE2OTMyZA&cvrNummer=24256782>.

ATP Ejendomme A/S. (2021). *Årsrapport 2020*. Tilgængelig på: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzQ0L2RiL2E2Lzc3LzZlMjUtNGE3MC1iYjg4LTcwZmNmZTY4NzVjZQ&cvrNummer=17261649>.

ATP Ejendomme A/S. (2022). *Årsrapport 2021*. Tilgængelig på: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzL2E2L2U0L2MwLzc0LzYxMDEtNGQ3My05ZDc1LWU4NDhiOTgwYzg5OQ&cvrNummer=17261649>.

ATP Ejendomme A/S. (2023). *Årsrapport 2022*. Tilgængelig på: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzFkLzY0LzViLzQwL2U2NzQtNGQ2MC1hN2E3LWQwNTEwYzRkNjZkMw&cvrNummer=17261649>.

ATP Ejendomme A/S. (2024). *Årsrapport 2023*. Tilgængelig på: <https://atp-ejendomme.dk/media/2023-atp-ejendomme.pdf>.

BROEN Shopping A/S. (2022). *Årsrapport 2021*. Tilgængelig på: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzA-zLzg1L2Y4L2EzLzY2Lzc5MzMtNDkxYS1hOTAxLWQ1ZmM2MmYyMTgxYw&cvrNummer=34051356>.

BROEN Shopping A/S. (2023). *Årsrapport 2022*. Tilgængelig på: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzA-zLzQzLzQ3LzRmL2YzLzUwN2UtNDVmNS1hZTlhLTBhMTg4Yzc4M2QxZA&cvrNummer=34051356>.

BROEN Shopping A/S. (2024). *Årsrapport 2023*. Tilgængelig på: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzL2RhLzU1L2Q0L2l0LzFkYTgtNDI2Ny1hNWE2LTcyZmY0ZmNkZDA1Mw&cvrNummer=34051356>.

Colliers. (2022). *Colliers Puls – 4. kvartal 2022*. Tilgængelig på: <https://www.colliers.com/dk/markedssindsigt/2022-q4-colliers-puls>.

Colliers. (2024). *Colliers Puls – 3. kvartal 2024*. Tilgængelig på: <https://www.colliers.com/dk/markedssindsigt/2024-q3-colliers-puls>.

Dades A/S. (2022). *Årsrapport 2021/22*. Tilgængelig på: <https://viewer.ipaper.io/dades/aarsrapport-202122/>.

Dades A/S. (2023). *Årsrapport 2022*. Tilgængelig på: <https://viewer.ipaper.io/dades/aarsrapport-2022/>.

Dades A/S. (2024). *Årsrapport 2023*. Tilgængelig på: <https://viewer.ipaper.io/dades/aarsrapport-2023/>.

Danmarks Nationalbank. (2020). *Hvorfor har vi nu negative renter?* Tilgængelig på: <https://undersvisning.nationalbanken.dk/nyheder/hvorfor-har-vi-nu-negative-renter>. Tilgået 10 september 2024.

Danmarks Nationalbank. (2022). *Penge- og finanspolitik i Danmark*. Tilgængelig på: <https://www.nationalbanken.dk/media/q1hlhxm4/analyse-nr-12-penge-og-finanspolitik.pdf>.

Danmarks Nationalbank. (2024). *Effekter af pengepolitiske renteforhøjelser*. Tilgængelig på: <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/analyse/2024/effekter-af-pengepolitiske-renteforhoejelser>. Tilgået 10. september 2024.

Danmarks Nationalbank. (u.å.). *Officielle rentesatser*. Tilgængelig på: <https://www.nationalbanken.dk/da/vores-arbejde/stabile-priser-pengepolitik-og-dansk-oekonomi/officielle-rentesatser>. Tilgået 15. september 2024.

Danmarks Statistik. (2023). *It-anvendelse i befolkningen 2023*. Tilgængelig på: <https://www.dst.dk/Site/Dst/Udgivelser/GetPubFile.aspx?id=49775&sid=itbef2023>.

Danmarks Statistik. (2024). *It-anvendelse i befolkningen 2024*. Tilgængelig på: <https://www.dst.dk/Site/Dst/Udgivelser/GetPubFile.aspx?id=52301&sid=itbef2024>.

Danmarks Statistik. (u.å.-a). *Forbrugerforventninger*. Tilgængelig på: <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/oekonomi/forbrug/forbrugerforventninger>. Tilgået 1. november 2024.

Danmarks Statistik. (u.å.-b). *Forbrugerprisindeks*. Tilgængelig på: <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/oekonomi/prisindeks/forbrugerprisindeks>. Tilgået 15. september 2024.

Danmarks Statistik. (u.å.-c). *Nettoprisindeks*. Tilgængelig på: <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/oekonomi/prisindeks/nettoprisindeks>. Tilgået 11. september 2024.

Danmarks Statistik. (u.å.-d). *Rentesatser, ultimo (pct p.a.)*. Statistikbanken. Tilgængelig på: <https://m.statbank.dk/TableInfo/MPK3?lang=da>. Tilgået 19. september 2024.

Danske Shoppingcentre P/S. (2022). *Årsrapport 2021*. Tilgængelig på: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzL2FIL2QyLzBILzE2LzFiMDAtNDlmZi05Mzc5LTJhMmE0M2E2ZjE1YQ&cvrNummer=37070726>.

Danske Shoppingcentre P/S. (2023). *Årsrapport 2022*. Tilgængelig på: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzEwLzhjLzlk4LzU4LzliYzAtNDNiMC04NjJzLWE5ODY1YjRmMzUzNg&cvrNummer=37070726>.

Danske Shoppingcentre P/S. (2024). *Årsrapport 2023*. Tilgængelig på: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVL-zAzL2RjLzM3L2VhL2I3L2RmYzAtNGU2YS1iZmQzLWY4OTBiNGEwNWFMmYw&cvrNumber=37070726>.

Den Europæiske Centralbank. (u.å.). *Pengepolitik*. Tilgængelig på: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/tasks/monpol/html/index.da.html>. Tilgået 15. september 2024.

Ejendomstorvet. (2023). *"Flere ledige butikslokaler i Aalborg det seneste år"*. Ejendomstorvet.dk. Tilgængelig på: <https://www.ejendomstorvet.dk/nyheder/flere-ledige-butikslokaler-i-aalborg-det-seneste-%C3%A5r/>. Tilgået 25. august 2024.

Erhvervsministeriet. (2001). *Forslag til lov om erhvervsdrivende virksomheders aflæggelse af årsregnskab m.v. (årsregnskabsloven)*. 2000/1 LSF 138. Retsinformation. Tilgængelig på: <https://www.retsinformation.dk/eli/ft/200012L00138>.

Erhvervsministeriet. (2024). *Lov om ændring af årsregnskabsloven, revisorloven og forskellige andre love*. LOV nr 480 af 22/05/2024. Retsinformation. Tilgængelig på: <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2024/480>.

Erhvervsstyrelsen. (2023). *Vejledning om måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven*. Tilgængelig på: <https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-maaling-af-investeringsejendomme-til-dagsvaerdi-efter-aarsregnskabsloven>. Tilgået 2. september 2024.

Finans Danmark. (2020). *Historisk lave renter lægger stadig større pres på bankerne*. Tilgængelig på: <https://finansdanmark.dk/nyheder/2020/december/historisk-lave-renter-laegger-stadigt-stoerre-pres-paa-bankerne/>. Tilgået 15. september 2024.

International Accounting Standards Board (IASB). (2016a). *IAS 2 Varebeholdninger*. Karnov Group. Tilgængelig på: <https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000298861>. Tilgået 1. november 2024.

International Accounting Standards Board (IASB). (2016b). *IFRS 13 Måling af dagsværdi*. Karnov Group. Tilgængelig på: <https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000522787>. Tilgået 2. september 2024.

International Accounting Standards Board (IASB). (2017). *IAS 40 Investeringssejendomme*. Karnov Group. Tilgængelig på: <https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000298974>. Tilgået 2. september 2024.

International Accounting Standards Board (IASB). (2020a). *IAS 16 Materielle anlægsaktiver*. Karnov Group. Tilgængelig på: <https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000298904>. Tilgået 2. september 2024.

International Accounting Standards Board (IASB). (2020b). *IAS 36 Værdiforringelse af aktiver*. Karnov Group. Tilgængelig på: <https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000298968>. Tilgået 2. september 2024.

Jepsen, H. H. & Poulsen-Hansen, L. P. (2024). *Ukraines historie*. Lex.dk. Tilgængelig på: https://lex.dk/Ukraines_historie. Tilgået 22. december 2024.

Nordicals. (2023). *Market Foresight Q3 2023*. Tilgængelig på: <https://viewer.ipaper.io/nordicals/kaedekontor/marketforesight-q3-2023/>.

Nordicals. (2024). *Market Foresight Q2 2024*. Tilgængelig på: <https://viewer.ipaper.io/nordicals/kaedekontor/marketforesight-q2-2024/>.

Park Street A/S. (2022). *2021 annual report*. Tilgængelig på: <https://www.psnas.com/wp-content/uploads/2022/04/Park-Street-Annual-Report-2021.pdf>.

Park Street A/S. (2023). *2022 annual report*. Tilgængelig på: <https://www.psnas.com/wp-content/uploads/2023/04/Park-Street-Annual-Report-2022.pdf>.

Park Street A/S. (2024). *2023 annual report*. Tilgængelig på: <https://www.psnas.com/wp-content/uploads/2024/04/Park-Street-Annual-Report-2023.pdf>.

Schou, P. (2024). *Inflation*. Lex.dk. Tilgængelig på: <https://lex.dk/inflation>. Tilgået 22. december 2024.

Skatteforvaltningen. (2019). *4.1 DCF-modellen*. Info.skat.dk. Tilgængelig på: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813207>. Tilgået 11. september 2024.

Skatteforvaltningen. (2024a). *Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav*. Info.skat.dk. Tilgængelig på: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882>. Tilgået 14. september 2024.

Skatteforvaltningen. (2024b). *Prisfastsættelse af de finansielle transaktioner i praksis*. Info.skat.dk. Tilgængelig på: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2296533>. Tilgået 14. september 2024.

Statens Serum Institut. (2022). *Tidslinje for covid-19*. Tilgængelig på: <https://www.ssi.dk/-/media/arkiv/subsites/covid19/presse/tidslinje-over-covid-19/covid-19-tidslinje-lang-for-2020-2022-version-2---december-2022.pdf>.

Årsregnskabsloven. (2024). *LBK nr 1057 af 29/09/2024*. Erhvervsministeriet. Tilgængelig på: <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2024/1057>.

Bilag 1 – Afkastbaseret model

Normaliserede lejeindtægter	200.000
Normaliserede driftsudgifter	100.000
Normaliseret driftsafkast	100.000
Dagsværdi	2.500.000
Afkastkrav	4%

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 2 – DCF-model

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal- periode
Lejeindtægter	200.000	204.000	208.080	212.242	216.487	220.817	225.233	229.738	234.333	239.020	243.800
Driftsudgifter	100.000	102.000	104.040	106.121	108.243	110.408	112.616	114.868	117.165	119.508	121.898
Pengestrømme	100.000	102.000	104.040	106.121	108.244	110.409	112.617	114.870	117.168	119.512	121.902
Nutidsværdi pengestrømme	94.340	90.780	87.354	84.058	80.886	77.834	74.897	72.071	69.352	66.735	
Terminalværdi											3.047.550
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	798.305										
Nutidsværdi af terminalværdi	1.701.736										
Dagsværdi	2.500.041										
Diskonteringsrente	6,0%										
Afkastkrav	4,0%										

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 3 – Nettoleje

Nettoleje, Nordicals				
Område		4. kvartal 2023	4. kvartal 2021	Ændring
Hillerød	Primær	2.000	2.200	- 200
	Sekundær	1.000	1.000	-
København (strøget)	Primær	19.500	19.000	500
	Sekundær	11.500	11.500	-
København (kvarter hovedhandelsgader)	Primær	4.000	4.000	-
	Sekundær	1.750	1.750	-
Roskilde	Primær	2.600	2.800	- 200
	Sekundær	1.300	1.500	- 200
Køge	Primær	2.500	3.000	- 500
	Sekundær	1.200	1.500	- 300
Næstved	Primær	1.400	1.600	- 200
	Sekundær	900	1.000	- 100
Slagelse	Primær	1.700	1.700	-
	Sekundær	800	850	- 50
Odense	Primær	5.000	5.500	- 500
	Sekundær	1.500	2.000	- 500
Svendborg	Primær	1.950	2.000	- 50
	Sekundær	1.100	1.100	-
Sønderbog	Primær	1.450	1.500	- 50
	Sekundær	1.050	1.100	- 50
Haderslev	Primær	1.550	1.700	- 150
	Sekundær	1.000	1.200	- 200
Esbjerg	Primær	1.750	1.750	-
	Sekundær	800	800	-
Kolding	Primær	2.000	2.000	-
	Sekundær	900	1.000	- 100
Vejle	Primær	2.600	2.750	- 150
	Sekundær	1.250	1.500	- 250
Horsens	Primær	2.300	2.400	- 100
	Sekundær	1.200	1.200	-
Herning	Primær	1.400	1.800	- 400
	Sekundær	700	800	- 100
Silkeborg	Primær	2.800	3.000	- 200
	Sekundær	1.350	1.500	- 150
Aarhus	Primær	5.250	5.800	- 550
	Sekundær	1.500	1.800	- 300
Randers	Primær	1.650	1.900	- 250
	Sekundær	1.000	1.100	- 100
Viborg	Primær	2.300	2.300	-
	Sekundær	1.100	1.100	-
Holstebro	Primær	2.200	2.500	- 300
	Sekundær	1.000	1.000	-
Aalborg	Primær	3.300	3.500	- 200
	Sekundær	1.500	1.800	- 300
Frederikshavn	Primær	1.000	1.000	-
	Sekundær	600	650	- 50

Kilde: Nordicals (2023), s. 30 og Nordicals (2024), s. 30

Nettoleje, Colliers				
Område		4. kvartal 2023	4. kvartal 2021	Ændring
Strøget, København	Primær	21.500	20.000	1.500
	Sekundær	6.500	6.500	-
København	Primær	3.600	3.400	200
	Sekundær	1.600	1.600	-
Forstæder nord for København	Primær	3.600	3.400	200
	Sekundær	1.600	1.600	-
Forstæder syd/vest for København	Primær	2.600	2.500	100
	Sekundær	1.300	1.300	-
Sjælland	Primær	2.100	2.200	- 100
	Sekundær	1.100	1.200	- 100
Aarhus	Primær	5.800	6.000	- 200
	Sekundær	2.800	3.000	- 200
Horsens	Primær	2.300	2.500	- 200
	Sekundær	1.200	1.200	-
Randers	Primær	1.500	1.600	- 100
	Sekundær	1.000	1.000	-
Trekantområdet	Primær	3.000	3.000	-
	Sekundær	1.400	1.400	-
Esbjerg	Primær	2.400	2.700	- 300
	Sekundær	1.100	1.200	- 100
Aalborg	Primær	3.800	4.000	- 200
	Sekundær	1.700	1.800	- 100
Nordjylland	Primær	1.400	1.600	- 200
	Sekundær	700	700	-
Odense	Primær	5.000	5.000	-
	Sekundær	2.500	2.500	-
Fyn	Primær	2.200	2.300	- 100
	Sekundær	650	700	- 50
Simpelt gennemsnit		1.931	2.048	

Kilde: Colliers (2022), s. 9 og Colliers (2024), s. 3

Bilag 4 – Tomgang

Tomgang %, Nordicals					Tomgang %, Colliers			
Område	4. kvartal 2023	4. kvartal 2021	Ændring		Område	4. kvartal 2023	4. kvartal 2021	Ændring
Hillerød	2,70	2,20	0,50		København by	3,10	2,70	0,40
København	3,20	2,90	0,30		København omegn	2,20	1,30	0,90
Roskilde	3,80	4,50	- 0,70		Nordsjælland	2,70	2,20	0,50
Næstved	2,90	2,70	0,20		Østsjælland	3,80	4,50	- 0,70
Slagelse	2,90	2,70	0,20		Vest- og Sydsjælland	2,90	2,80	0,10
Odense	5,50	4,10	1,40		Fyn	3,80	2,60	1,20
Svendborg	3,80	2,60	1,20		Syddjylland	3,60	3,40	0,20
Sønderborg	3,60	3,40	0,20		Østjylland	3,10	2,60	0,50
Haderslev	3,60	3,40	0,20		Vestjylland	2,60	2,10	0,50
Esbjerg	3,60	3,40	0,20		Nordjylland	2,80	2,40	0,40
Kolding	3,60	3,40	0,20					
Vejle	3,60	3,40	0,20		Simpelt gennemsnit %	3,18	2,77	
Horsens	3,10	2,60	0,50					
Herning	2,60	2,20	0,40					
Silkeborg	3,10	2,60	0,50					
Aarhus	3,00	2,50	0,50					
Randers	3,10	2,60	0,50					
Viborg	2,60	2,20	0,40					
Holstebro	2,60	2,20	0,40					
Aalborg	2,30	1,40	0,90					
Frederikshavn	2,80	2,40	0,40					

Nordicals (2023), s. 31, Nordicals (2024), s. 31, Colliers (2022), s. 9 og Colliers (2024), s. 3

Bilag 5 – Afkastkrav

Afkastkrav %, Nordicals					Afkastkrav %, Colliers				
Område		4. kvartal 2023	4. kvartal 2021	Ændring	Område		4. kvartal 2023	4. kvartal 2021	Ændring
Hillerød	Primær	7,00	6,00	1,00	Strøget, København	Primær	4,25	3,38	0,87
	Sekundær	7,50	6,75	0,75		Sekundær	5,00	4,25	0,75
København (strøget)	Primær	4,25	3,25	1,00	København	Primær	4,88	4,50	0,38
	Sekundær	5,00	4,00	1,00		Sekundær	6,00	5,75	0,25
København (kvarter hovedhandelsgader)	Primær	4,75	4,00	0,75	Forstæder nord for København	Primær	5,25	4,75	0,50
	Sekundær	5,75	5,00	0,75		Sekundær	6,75	6,50	0,25
Roskilde	Primær	6,50	5,75	0,75	Forstæder syd/vest for København	Primær	6,13	5,50	0,63
	Sekundær	8,50	7,25	1,25		Sekundær	7,00	7,00	-
Køge	Primær	6,50	5,75	0,75	Sjælland	Primær	5,75	5,50	0,25
	Sekundær	8,50	7,25	1,25		Sekundær	7,50	7,50	-
Næstved	Primær	7,25	6,50	0,75	Aarhus	Primær	5,00	4,25	0,75
	Sekundær	8,50	8,50	-		Sekundær	6,00	5,50	0,50
Slagelse	Primær	6,75	6,00	0,75	Horsens	Primær	6,50	5,75	0,75
	Sekundær	8,50	7,50	1,00		Sekundær	7,50	6,75	0,75
Odense	Primær	6,50	5,50	1,00	Randers	Primær	6,88	6,50	0,38
	Sekundær	8,00	7,50	0,50		Sekundær	8,38	7,75	0,63
Svendborg	Primær	6,75	6,25	0,50	Trekantområdet	Primær	6,25	5,50	0,75
	Sekundær	7,50	7,00	0,50		Sekundær	7,25	6,75	0,50
Sønderborg	Primær	8,00	8,00	-	Esbjerg	Primær	6,75	6,00	0,75
	Sekundær	9,50	9,50	-		Sekundær	7,75	7,25	0,50
Haderslev	Primær	8,50	8,50	-	Aalborg	Primær	6,25	5,25	1,00
	Sekundær	9,75	9,75	-		Sekundær	7,75	6,75	1,00
Esbjerg	Primær	8,25	7,50	0,75	Nordjylland	Primær	7,50	6,50	1,00
	Sekundær	9,75	9,00	0,75		Sekundær	8,75	7,75	1,00
Kolding	Primær	7,00	6,50	0,50	Odense	Primær	6,00	5,75	0,25
	Sekundær	7,50	7,00	0,50		Sekundær	7,00	6,50	0,50
Vejle	Primær	6,50	6,00	0,50	Fyn	Primær	7,00	6,25	0,75
	Sekundær	7,50	7,00	0,50		Sekundær	9,00	8,25	0,75
Horsens	Primær	6,50	5,75	0,75	Simpelt gennemsnit %				
	Sekundær	7,50	6,50	1,00			7,13	6,55	
Herning	Primær	7,75	7,00	0,75					
	Sekundær	10,00	9,00	1,00					
Silkeborg	Primær	6,50	6,00	0,50					
	Sekundær	8,00	7,50	0,50					
Aarhus	Primær	4,75	4,50	0,25					
	Sekundær	5,75	5,50	0,25					
Randers	Primær	7,50	7,50	-					
	Sekundær	8,50	8,25	0,25					
Viborg	Primær	7,00	6,50	0,50					
	Sekundær	8,75	8,50	0,25					
Holstebro	Primær	7,00	7,00	-					
	Sekundær	9,00	9,00	-					
Aalborg	Primær	6,00	5,00	1,00					
	Sekundær	7,50	6,50	1,00					
Frederikshavn	Primær	8,00	7,50	0,50					
	Sekundær	9,50	9,00	0,50					

Nordicals (2023), s. 31, Nordicals (2024), s. 31, Colliers (2022), s. 9 og Colliers (2024), s. 3

Bilag 6 – Værdiansættelse 2021

Lejeindtægter	482.000
Reduktion for tomgang	- 13.351
Driftsudgifter	- 72.400
Driftsafkast	396.249
Dagsværdi	6.049.597
Afkastkrav	6,55%
Tomgang	2,77%
Bruttoleje pr. m2	2.410
Driftsudgifter pr. m2	362
Nettoleje pr. m2	2.048
m2	200

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 7 – Værdiansættelse 2023 nettoleje

Lejeindtægter	466.800
Reduktion for tomgang	- 12.930
Driftsudgifter	- 80.600
Driftsafkast	373.270
Dagsværdi	5.698.773
Afkastkrav	6,55%
Tomgang	2,77%
Bruttoleje pr. m2	2.334
Driftsudgifter pr. m2	403
Nettoleje pr. m2	1.931
m2	200

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 8 – Værdiansættelse 2023 tomgang

Lejeindtægter	482.000
Reduktion for tomgang	- 15.328
Driftsudgifter	- 72.400
Driftsafkast	394.272
Dagsværdi	6.019.426
Afkastkrav	6,55%
Tomgang	3,18%
Bruttoleje pr. m2	2.410
Driftsudgifter pr. m2	362
Nettoleje pr. m2	2.048
m2	200

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 9 – Værdiansættelse 2023 afkastkrav

Lejeindtægter	482.000
Reduktion for tomgang	- 13.351
Driftsudgifter	- 72.400
Driftsafkast	396.249
Dagsværdi	5.557.484
Afkastkrav	7,13%
Tomgang	2,77%
Bruttoleje pr. m2	2.410
Driftsudgifter pr. m2	362
Nettoleje pr. m2	2.048
m2	200

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 10 – Værdiansættelse ultimo 2023

Lejeindtægter	466.800
Reduktion for tomgang	- 14.844
Driftsudgifter	- 80.600
Driftsafkast	371.356
Dagsværdi	5.208.356
Afkastkrav	7,13%
Tomgang	3,18%
Bruttoleje pr. m2	2.334
Driftsudgifter pr. m2	403
Nettoleje pr. m2	1.931
m2	200

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 11 – Følsomhed afkastkrav

Lejeindtægter	466.800
Reduktion for tomgang	- 14.844
Driftsudgifter	- 80.600
Driftsafkast	371.356
Dagsværdi	5.397.613
Afkastkrav	6,88%
Tomgang	3,18%
Bruttoleje pr. m2	2.334
Driftsudgifter pr. m2	403
Nettoleje pr. m2	1.931
m2	200

Lejeindtægter	466.800
Reduktion for tomgang	- 14.844
Driftsudgifter	- 80.600
Driftsafkast	371.356
Dagsværdi	5.031.921
Afkastkrav	7,38%
Tomgang	3,18%
Bruttoleje pr. m2	2.334
Driftsudgifter pr. m2	403
Nettoleje pr. m2	1.931
m2	200

Kilde: Egen tilvirkning