

INVESTERINGSEJENDOMME

Den regnskabsmæssige værdiansættelse af investeringsejendomme



Aalborg Universitet

HD 2. del – Regnskab & Økonomistyring

Afgangsprojekt 2025, hold: HDR (Aalborg)

Afleveringsdato: 12. maj 2025

Forfatter: Mads Pinstrup Jørgensen

Studienr. 20232129

Vejleder: Jens Henrik Riis Andersen

Abstract

The valuation of investment properties involves significant accounting estimates, which raises a certain degree of uncertainty regarding its valuation. These estimates are crucial for ensuring that the annual financial statements present a true and fair view of the company's financial position, in accordance with the requirements of the Danish Financial Statements Act.

This study explores the challenges and uncertainties involved in valuing investment properties, and how companies can ensure compliance with the principle of a true and fair view.

Relevant legislation and accounting theory are reviewed to provide a solid foundation for understanding the topic. To examine the issue, different valuation models are analyzed alongside the recognition and measurement methods that best support a fair presentation of financial statements. In Denmark, companies prepare their financial statements in accordance with the Danish Financial Statements Act, which is informed by principles from international accounting standards IFRS/IAS. These standards are therefore also included as part of the assignment.

The analysis shows that most companies measure their investment properties at fair value, as this generally provides the most accurate representation. The most frequently used and accepted approaches are return-based models and the discounted cash flow (DCF) method. Among Denmark's largest publicly listed real estate investment companies, the return-based model appears to be the preferred choice.

Both models rely on inputs that are subject to considerable uncertainty. Even small changes in assumptions can significantly affect the resulting valuation. To address this, transparency in how fair value is determined is essential. Annual reports should clearly disclose the valuation method used and the key inputs applied. Including a sensitivity analysis can further enhance transparency by illustrating how changes in certain variables impact the valuation.

There is no universal answer to which model is superior. It depends on the specific characteristics of the property and how the company defines and applies the variables involved. Ultimately, the goal is to use the approach that best supports a true and fair representation of the company's financial position.

Indholdsfortegnelse

Abstract	1
Kapitel 1	4
1.1 Indledning.....	4
1.2 Problemstilling.....	5
1.3 Problemformulering.....	5
1.3.1 Undersøgelsesspørgsmål.....	5
1.4 Afgrænsning.....	6
1.5 Metode	7
1.5.1 Valg af metode	7
1.5.2 Anvendte datatyper	8
1.5.3 Vidensproduktionsprocessen.....	8
1.6 Disponering	9
1.6.1 Indledende fase	10
1.6.2 Udførende fase	10
1.6.3 Afsluttende fase.....	11
Kapitel 2	12
2.1 Årsregnskabsloven.....	12
2.2 Regnskabsmæssige krav	13
2.2.1 Brugernes informationsbehov og kvalitetskrav	13
2.2.2 Definition af elementer	14
2.2.3 Indregning og måling.....	15
2.2.4 Klassifikation og præsentation.....	15
2.2.5 Grundlæggende forudsætninger.....	16
2.3 Delkonklusion.....	17
Kapitel 3	18
3.1 Investeringsejendomme	18
3.2 Indregning og måling af investeringsejendomme	19
3.2.1 Kostpris	20
3.2.2 Dagsværdi	21
3.3 Opgørelse af dagsværdien – værdiansættelsesmodeller	23
3.3.1 Normalindtjeningsmodellen (den afkastbaserede model).....	24
3.3.2 Discounted cash flow (DCF-metoden)	25
3.3.3 Øvrige metoder	27

3.4 Præsentation i årsrapporten	27
3.4.1 Oplysningskrav	28
3.5 Delkonklusion.....	29
Kapitel 4	31
4.1 Sammenligning af ejendomsselskaber.....	31
4.1.1 Jeudan A/S	32
4.1.2 Prime Office A/S	33
4.1.3 Park Street A/S	34
4.1.4 Delkonklusion	35
4.2 Case – Aalborg Byinvest ApS.....	36
4.2.1 Første indregning – kostpris.....	37
4.2.2 Centrale forudsætninger – dagsværdi	38
4.2.3 Normalindtjeningsmodellen.....	40
4.2.4 DCF-metoden.....	42
4.2.5 Delkonklusion	44
Kapitel 5	46
5.1 Konklusion.....	46
Litteraturliste.....	48
Bilagsoversigt.....	51
Bilag 1 – Opgørelse af lejeindtægter	51
Bilag 2 – Nordicals markedsrapport	51
Bilag 3 – EDC markedsrapport	54
Bilag 4 – Markedsleje, forrentningskrav, tomgang	55
Bilag 5 – Inflationen i Danmark	55
Bilag 6 – Værdiansættelse (Normalindtjeningsmodellen).....	56
Bilag 7 – Følsomhedsanalyse (Normalindtjeningsmodellen).....	56
Bilag 8 – Værdiansættelse (DCF-metoden).....	57
Bilag 9 – Tomgang.....	57
Bilag 10 – Følsomhedsanalyse (DCF-metoden).....	58
Bilag 11 – Sammenligning af modeller	58

Kapitel 1

1.1 Indledning

Det er altafgørende for en virksomheds overlevelse, at den er i stand til at skabe overskud. Helt grundlæggende kræver det at man kan få penge i kassen. Der er i den forbindelse mange veje at gå. En attraktiv metode er at investere og derved skabe mulighed for at forrente sin kapital. Investeringsmuligheder præsenterer sig i mange former, og der er markante forskelle mellem kortsigtede og langsigtede investeringsstrategier. Desuden har størrelsen af den investeret kapital betydning for det forventede afkast, idet større kapitalindsatser ofte har potentiale til at generere højere afkast.

I Danmark er investering i ejendomme et foretrukken investeringsvalg, da ejendomsmarkedet tilbyder mulighed for at opnå et profitabelt afkast (Property Advice, u.d.). Denne tendens afspejles tydeligt i mange selskaber, der i stigende grad ejer og forvalter ejendomme som en integreret del af deres forretningsmodel. Som følge heraf spiller investeringsejendomme en central rolle i selskabernes balance, hvilket har betydelig indflydelse på både regnskabsmæssige resultater og økonomiske beslutninger. Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme er kompleks og kræver nøje overvejelser omkring valg af værdiansættelsesmetode. En præcis værdiansættelse af investeringsejendomme kan være afgørende for et retvisende billede af årsrapporten.

Erhvervsstyrelsen har i forbindelse med sin regnskabskontrol identificeret flere tilfælde af ukorrekt regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme, der er målt til dagsværdi (Erhvervsstyrelsen, 2023). På baggrund heraf må det forventes, at området vil være et centralt fokus for Erhvervsstyrelsens fremtidige kontrol, hvor der vil blive fulgt op på, om selskaberne træffer de nødvendige foranstaltninger. Dette danner grundlaget for nærværende projekt, som analyserer de problemstillinger, der knytter sig til værdiansættelsen af investeringsejendomme. Projektet vil undersøge, hvordan selskaber kan sikre et retvisende billede i årsrapporten, og hvordan de kan håndtere potentielle usikkerheder.

1.2 Problemstilling

Værdiansættelsen af investeringsejendomme indebærer væsentlige regnskabsmæssige skøn, hvilket medfører en vis grad af usikkerhed. Disse skøn er afgørende for, at årsregnskabet kan opfylde kravene om at give et retvisende billede af virksomhedens økonomiske situation, som fastlagt i årsregnskabsloven.

For at belyse denne problemstilling analyseres forskellige værdiansættelsesmodeller samt de metoder til indregning og måling, der i højeste grad understøtter et retvisende regnskab. I Danmark udarbejdes regnskaber i henhold til årsregnskabsloven, som i vid udstrækning bygger på fortolkningsprincipper fra internationale regnskabsstandarder IFRS/IAS. Disse standarder vil derfor også blive inddraget i opgaven.

Emnet vurderes som særdeles relevant, da præcise værdiansættelser har stor betydning for både virksomheder og interessenter.

1.3 Problemformulering

I forlængelse af ovenstående problemstilling, er følgende problemformulering udformet:

”Hvilke usikkerheder er forbundet med den regnskabsmæssige værdiansættelse af investeringsejendomme, og hvordan sikres det retvisende billede i henhold til årsregnskabsloven?”

1.3.1 Undersøgelsesspørgsmål

For at kunne besvare problemformuleringen på bedst vis, er der udarbejdet en række undersøgende spørgsmål, som danner grundlag for projektets analyse. Disse spørgsmål vil blive besvaret løbende gennem projektet. De formulerede undersøgelsesspørgsmål er følgende:

1. Hvilke krav er der til indregning og måling af investeringsejendomme i henhold til årsregnskabsloven?

2. Hvilke metoder kan anvendes i forbindelse med værdiansættelsen af investeringsejendomme, og hvordan anvendes disse?
3. Hvilke former for usikkerheder kan opstå i forbindelse med målingen af investeringsejendomme, og hvordan afdækkes disse?
4. Hvordan sikres det retvisende billede?
5. Hvilke værdiansættelsesmodeller anvender de største børsnoterede ejendomsselskaber i Danmark?
6. Hvilken værdiansættelsesmodel skal et nyopstartet ejendomsselskab anvende ved måling til dagsværdi?

1.4 Afgrænsning

Dette afsnit har til formål at definere projektets omfang og skabe klare rammer for læseren, så det tydeligt fremgår, hvilke emner projektet behandler, og inden for hvilke grænser. Samtidig sikres en præcis afgrænsning af projektets relevans og fokus.

Projektet sigter mod at besvare tidligere præsenterede problemstilling og tilhørende problemformuleringen. Fokus er primært på årsregnskabsloven (ÅRL) og de relevante bestemmelser heri. Det betyder, at projektet er afgrænset til en gennemgang af de danske regler for regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme, hvorfor analysen udelukkende behandler investeringsejendomme i danske selskaber, som aflægger regnskab efter ÅRL.

Da årsregnskabsloven isoleret set ikke giver en udtømmende vejledning for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, er fortolkningsprincipper fra de internationale standarder IFRS/IAS anvendt til at definere relevant regnskabslementer.

Projektet afgrænses desuden til investeringsejendomme og tager afsæt i fortolkningsgrundlaget i IAS 40. Investeringsejendomme defineres i denne sammenhæng som ejendomme, der besiddes med henblik på at opnå løbende driftsafkast eller en langsigtet kapitalgevinst ved salg.

Projektet omhandler udelukkende den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme og beskæftiger sig derfor ikke med den skattemæssige eller momsmæssige behandling.

Projektet fokuserer på den regnskabsmæssige behandling for virksomheder omfattet af regnskabsklasse B, C og D. Virksomheder i regnskabsklasse A vil derfor ikke blive behandlet, da disse ikke er omfattet af krav til indregning og måling af investeringsejendomme (Erhvervsstyrelsen, 2024). Ligeledes omfatter projektet ikke den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme i koncernregnskaber.

Endelig skal det bemærkes, at projektet anvender en række faglige begreber og udtryk, hvorfor det forudsættes, at læseren har en generel forståelse for regnskabsmæssige termer.

1.5 Metode

Følgende afsnit har til formål at redegøre for den metode, der er anvendt til at besvare problemformuleringen og dertilhørende undersøgelsesspørgsmål. Der er redegjort for de valgte metodiske tilgange samt begrundelsen for deres relevans i projektets kontekst. Afslutningsvis præsenteres en overordnet gennemgang af opgavens struktur, herunder hvordan de enkelte afsnit er opbygget, og hvordan de relaterer sig til problemstillingen og den overordnede problemformulering.

Forestående metodeafsnit er i overvejende grad udarbejdet med afsæt i Ib Andersens bog ”Den skinbarlige virkelighed” (Andersen, 2019).

1.5.1 Valg af metode

Projektet tager udgangspunkt i både det problemidentificerende niveau og det forklarende niveau. Formålet med projektet er at identificere de usikkerheder, der tilknytter sig værdiansættelse af investeringsejendomme i det eksterne regnskab. Derudover belyses de krav, som årsregnskabsloven stiller, og hvilke udfordringer der kan opstå i forbindelse med anvendelsen af forskellige værdiansættelsesmetoder. Projektet består i stor udstrækning af det forklarende niveau gennem en grundig gennemgang af relevant regnskabsteori og gældende lovgivning. Desuden analyseres den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, herunder indregning, måling og værdiansættelsesmodeller.

1.5.2 Anvendte datatyper

I forbindelse med gennemgang af relevant regnskabsteori, lovgivning, regnskabsmæssig behandling og værdiansættelsesmetoder, er kvantitative sekundære data hovedsagelig anvendt. Ligeledes anvendes den sekundære empiri til at understøtte analysen og besvare problemformuleringen. Eftersom projektet fokuserer på den regnskabsmæssige præsentation af investeringsejendomme, som er et område underlagt klare lovkrav, er det afgørende at benytte datakilder, der er validerede og anerkendte. Derfor er kilder, der er udarbejdet af fagfolk på området, vurderet som pålidelige og relevante (Andersen, 2019, pp. 172-182).

De centrale kilder, der benyttes i projektet, omfatter derfor:

- Regnskabshåndbøger (EY og PwC)
- Lovsamlinger (Årsregnskabsloven, IFRS-standarder)
- Faglige indlæg (Artikler)
- Erhvervsstyrelsen (Vejledning)
- Årsrapporter

1.5.3 Vidensproduktionsprocessen

Projektets overordnede formål er at generere viden om den regnskabsmæssige værdiansættelse af investeringsejendomme. Der er i denne forbindelse tre forskellige fremgangsmåder, der kan anvendes til at drage videnskabelige konklusioner. I dette projekt anvendes en deduktiv tilgang, hvor analysen tager udgangspunkt i eksisterende teori og afsluttes med en konkret analyse af et praktisk eksempel (Andersen, 2019, p. 35).

Med afsæt i gældende regnskabsprincipper, drages der således deduktive slutninger om regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme. Den anvendte viden, som tidligere beskrevet under afsnit 1.5.2 om datatyper, baserer sig på lovgivning og publikationer fra revisionshuse. Faglige artikler og indlæg bidrager til forståelsen af forskellige indregningsmetoder, værdiansættelsesmodeller og de tilhørende usikkerheder. Årsregnskabslovens bestemmelser har betydning for, hvilke forhold der er afgørende for at sikre et retvisende billede, og denne viden anvendes til at identificere centrale aspekter af værdiansættelsen.

På baggrund af ovenstående, foretages en analyse af et praktisk eksempel. Denne analyse gør det muligt at sammenholde forskellige metoder for indregning og værdiansættelse samt vurdere effekterne heraf. På baggrund af dette kan der konkluderes, hvilke usikkerheder som er forbundet med den regnskabsmæssige præsentation af investeringsejendomme, og hvordan kravet om et retvisende billede i henhold til årsregnskabsloven bedst muligt kan efterleves.

1.6 Disponering



Figur 1 - Opgavestruktur - Egen tilvirkning

Opgavestrukturen er illustreret ovenfor. Formålet med dette afsnit er at give læseren et overblik over projektets opbygning og sammenhæng. Figur 1 illustrerer projektets overordnede struktur, som kan opdeles i tre hovedfaser: en indledende fase, udførende fase og afsluttende fase.

1.6.1 Indledende fase

Projektets indledende fase består af et abstract, en indledning, problemstilling, problemformulering, afgrænsning og metode. Abstractet er udarbejdet med henblik på at give læseren en kortfattet oversigt over projektets indhold. Indledningen præsenterer emnet og baggrunden for projektet, herunder problemmotivation, og skaber derved en naturlig overgang til problemstillingen. Problemstillingen er konkretiseret i en problemformulering, som udgør den røde tråd i hele projektet. Til støtte herfor er der udarbejdet en række undersøgelsesspørgsmål, der skal medvirke til en struktureret besvarelse af problemformuleringen. Ydermere er der udarbejdet en afgrænsning, som præciserer projektets rammer og fokusområder, hvilket er afgørende for at kunne foretage en målrettet analyse. Endelig i den indledende fase er der udarbejdet et metodeafsnit, som beskriver den tilgang og de metoder, der anvendes til at besvare problemformuleringen.

1.6.2 Udførende fase

Herefter bevæger projektet sig over i den udførende fase, hvor de i den indledende fase opstillede problemstillinger og spørgsmål behandles i praksis.

Denne fase indledes bredt med en begrebsafklaring og en redegørelse for, hvordan investeringsejendomme defineres. Herefter følger en gennemgang af relevant teori og gældende lovgivning, hvilket danner grundlag for besvarelsen af undersøgelsesspørgsmål 1.

Efterfølgende rettes fokus mod værdiansættelsen, som behandles under undersøgelsesspørgsmål 2. Her analyseres hvilke metoder der kan anvendes, og hvordan disse implementeres. I forlængelse heraf behandles undersøgelsesspørgsmål 3 og 4, hvor der sættes fokus på de usikkerheder, der kan opstå i forbindelse med indregning og måling, samt deres betydning for opretholdelsen af et retvisende billede.

Ovenstående gennemgang leder frem til besvarelsen af undersøgelsesspørgsmål 5 og 6. Her analyseres, hvordan virksomheder i praksis arbejder med værdiansættelsen af investeringsejendomme. Herunder inddrages en fiktiv case om det nystiftede ejendomsselskab *Aalborg Byinvest ApS*. Casen anvendes til at analysere effekten af forskellige værdiansættelsesmetoder og identificere de regnskabsmæssige usikkerheder, samt hvordan disse påvirker det retvisende billede.

1.6.3 Afsluttende fase

Hovedelementet i den afsluttende fase er konklusionen. Her samles trådende fra hele projektet, og alle undersøgelsesspørgsmål besvares samlet, imens problemformuleringen behandles i en overordnet og afrundende kontekst. Konklusionen danner således grundlag for de samlede iagttagelser og vurderinger, der er foretaget på baggrund af hele projektets indhold.

Kapitel 2

For at identificere og analysere de usikkerheder, der er forbundet med den regnskabsmæssige værdiansættelse af investeringsejendomme, blev det i afsnit 1.4 fastlagt, at projektet afgrænses til den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme i henhold til årsregnskabsloven (ÅRL), suppleret af fortolkningsprincipper fra internationale standarder. Indledningsvist i dette kapitel skabes derfor en forståelse af de generelle bestemmelser i årsregnskabsloven, herunder i relation til investeringsejendomme.

2.1 Årsregnskabsloven

Årsregnskabsloven omfatter alle danske erhvervsdrivende virksomheder, med undtagelse af virksomheder beskrevet jf. ÅRL § 1 stk. 3. Årsregnskabsloven er en overordnet lovgivning, hvorfor reglerne i IFRS anvendes som fortolkningsgrundlag til ÅRL. Dermed er reglerne under IFRS også gældende under ÅRL. Der eksisterer dog fortsat forskelle, særligt i forhold til præsentation og oplysningskrav (PwC, 2025, p. 213).

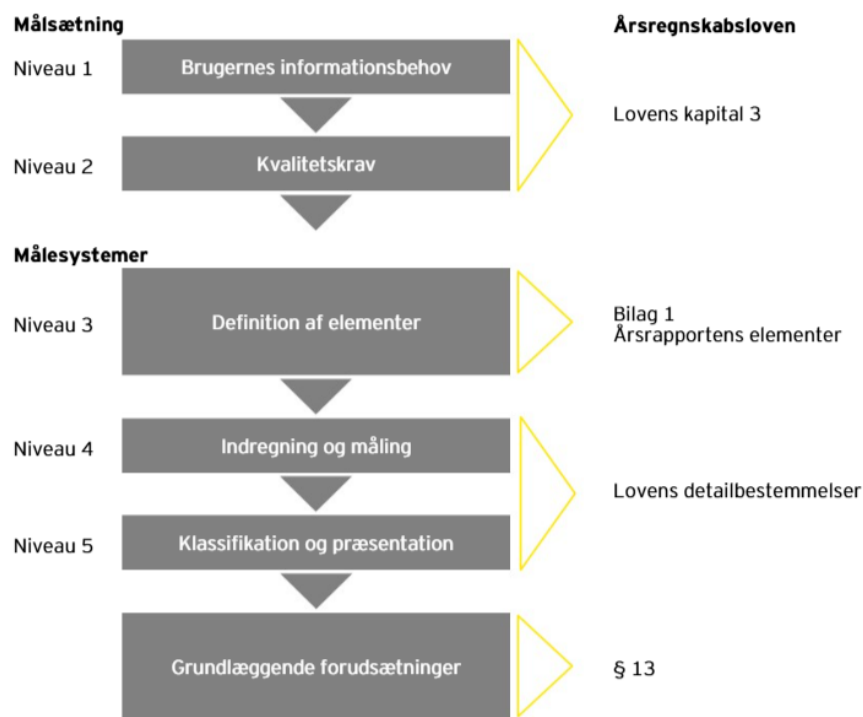
Bestemmelser vedrørende investeringsejendomme findes i:

- ÅRL § 33 Generelt om indregning og måling
- ÅRL § 36 Første indregning
- ÅRL § 38 Løbende værdiansættelse til dagsværdi
- ÅRL §§ 53, 59, 60 og 64 Præsentation i årsrapporten
- IAS 40 Investeringsejendomme
- IFRS 13 Opgørelse af dagsværdi

Hovedessensen i årsregnskabsloven er, at årsregnskabet skal give et retvisende billede af virksomhedens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat jf. ÅRL § 11. I forlængelse heraf, er der en række fundamentale krav, som virksomheder i al væsentlighed skal opfylde ved aflæggelse af årsregnskabet. Inden der rettes fokus mod den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme samt bestemmelser herfor, er det væsentligt at opnå en forståelse af de grundlæggende krav til årsrapporten.

2.2 Regnskabsmæssige krav

De grundlæggende krav til årsrapporten er beskrevet i årsregnskabslovens kapitel 3, §§ 11-16. Disse krav er sammenfattet i en begrebsramme, som har til formål at sikre ensartede retningslinjer for udarbejdelsen af årsrapporten. Begrebsrammen understøtter ligeledes opfyldelsen af generalklausulen om et retvisende billede og kan ifølge EY's "Indsigt i årsregnskabsloven 2024/25 11. udgave" inddeles i 5 niveauer.



Figur 2 - Begrebsrammens 5 niveauer, Indsigt i årsregnskabsloven 2024/25, 11. udgave, EY, side 49

2.2.1 Brugernes informationsbehov og kvalitetskrav

Årsrapporten har til formål at formidle finansiell og ikke-finansiell information om virksomheden. Den skal imødekomme informationsbehovet hos virksomhedens regnskabsbrugere, hvilket kan være relevant for såvel økonomiske som virksomhedspolitiske beslutningstagere. Omfanget af regnskabsbrugere afhænger af den enkelte virksomhed, hvorfor informationsbehovet varierer. Begrebsrammen tager udgangspunkt i antagelser om regnskabsbrugernes typiske informationsbehov (EY, 2025, p. 49).

ÅRL § 12 stiller kvalitetskrav til de oplysninger, som årsregnskabet skal indeholde for at opfylde kravet om et retvisende billede. For at sikre, at årsregnskabet opfylder kvalitetskravene til informationerne, opererer begrebsrammen med to fundamentale kvalitative egenskaber, som også er afspejlet i årsregnskabsloven:

- Pålidelighed – ÅRL § 12 stk. 2
- Relevans – ÅRL § 12 stk. 3

Pålidelighed forudsætter, at informationer kan verificeres. Herved forstås, at en regnskabspost er fuldstændig og regnskabsbrugeren har de nødvendige oplysninger.

Desuden skal der ske efterlevelse af forsigtighedsprincippet. Regnskabsmæssige vurderinger må ikke være for optimistiske eller for pessimistiske, og dermed forvride regnskabsbrugeren opfattelse af virksomheden. Afslutningsvis må der hverken eksisterer fejl eller væsentlige udeladelser, som vil påvirke præsentationen af regnskabsposter.

Årsrapporten skal oplyse om forhold, som har relevans for regnskabsbrugeren. Information er relevant, hvis den kan påvirke regnskabsbrugeren økonomiske eller virksomhedspolitiske beslutningstagen om virksomheden (EY, 2025, p. 52).

2.2.2 Definition af elementer

Årsregnskabet består af en balance og resultatopgørelse, som begge er defineret i årsregnskabsloven bilag 1C. Balancen består af aktiver og forpligtelser, mens resultatopgørelsen viser indtægter og omkostninger.

Investeringsejendomme indregnes i balancen efter de almindelige bestemmelser for indregning af aktiver. I årsregnskabsloven bilag 1C er aktiver defineret *”Ressourcer, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden”*. Endvidere inddeles aktiver i anlægsaktiver og omsætningsaktiver. Investeringsejendomme klassificeres som materielle anlægsaktiver.

2.2.3 Indregning og måling

Årsregnskabslovens § 33 fastsætter bestemmelserne for indregning af aktiver i balancen. Et aktiv skal indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden og aktivets værdi kan måles pålideligt jf. ÅRL § 33. Betingelsen om at værdien skal kunne måles pålideligt jf. ÅRL § 12 stk. 2 sætter derfor grænser for indregningen af aktiver.

Aktiver skal ved første indregning måles til kostpris jf. ÅRL § 36. Hovedreglen er, at aktiver efterfølgende skal måles til kostpris, medmindre andet fremgår af særlige bestemmelser for de specifikke aktiver. Årsregnskabsloven giver mulighed for at værdiansætte aktiver og forpligtelser i henhold til øvrige bestemmelser, der gælder for den enkelte aktivtype. Det er derfor væsentligt at analysere de specifikke bestemmelser og lovgrundlag, der gælder for investeringsejendomme, frem for udelukkende at basere sig på hovedbestemmelsen i ÅRL § 36. Den konkrete behandling af indregning og måling af investeringsejendomme undersøges nærmere i kapitel 3.

2.2.4 Klassifikation og præsentation

Klassifikation og præsentation sikrer årsrapportens korrekte fremtræden. Årsregnskabslovens bilag 2 indeholder et kontoskema for henholdsvis balancen og resultatopgørelsen.

Klassifikation vedrører kategoriseringen af aktiver, forpligtelser, indtægter og omkostninger. Korrekt klassifikation er afgørende for overholdelse af regnskabsregler og for, at regnskabsbrugeren kan opnå en retvisende forståelse af virksomhedens økonomiske forhold.

Præsentation omhandler, hvordan de klassificerede oplysninger fremvises i årsrapporten. Korrekt præsentation er et udtryk for, at transaktioner og begivenheder er passende specificeret og tydeligt forklaret. Desuden skal tilknyttede noter være relevante og forståelige.

Kapitel 3 indeholder en dybdegående gennemgang af de relevante regler om klassifikation og præsentation i relation til investeringsejendomme.

2.2.5 Grundlæggende forudsætninger

Begrebsrammen udmøntes i en række grundlæggende forudsætninger. For at årsrapporten opfylder sit formål om at give et retvisende billede af virksomhedens økonomiske situation, skal årsrapporten udarbejdes efter disse grundlæggende forudsætninger jf. ÅRL § 13. Der er i alt identificeret ti grundlæggende forudsætninger, som opsummeres jf. Figur 3.

Klarhed	Årsrapporten skal udarbejdes på en klar og overskuelig måde.
Substans	Der skal tages hensyn til de reelle forhold frem for formaliteter uden reelt indhold. Indhold frem for formalia indebærer, at det er vigtigere at vise det reelle indhold af et givent forhold frem for alene at henholde sig til de formelle karakteristika. Substansprincippet indebærer derfor også, at transaktioner, som hver især skulle behandles efter bestemte regler, kan risikere at skulle behandles anderledes, hvis de ses i en sammenhæng.
Væsentlighed	Alle relevante forhold skal indgå i årsrapporten, medmindre de er ubetydelige. Anses flere ubetydelige forhold tilsammen for at være betydelige, skal de medtages i årsrapporten. Regnskabsinformation er væsentlig, hvis fejl i informationen, udeladelser eller sloring af den pågældende information med rimelighed kan forventes at ville kunne påvirke en regnskabsbrugers beslutninger. Væsentlighed skal altid vurderes ud fra de specifikke forhold i den enkelte virksomhed.
Going concern	Driften af en aktivitet formodes at fortsætte, medmindre den ikke skal eller ikke antages at kunne fortsætte. Afvikles en aktivitet, skal klassifikation og opstilling samt indregning og måling tilpasses denne afvikling, men alene inden for lovens bestemmelser. Er denne forudsætning ikke opfyldt, skal der i redegørelsen for anvendt regnskabspraksis gives oplysning om, på hvilket grundlag årsrapporten i stedet er udarbejdet.
Forsigtighed	Forsigtighed skal ses i sammenhæng med neutralitet. Regnskabsmæssige skøn skal være underbyggede og neutrale. Enhver værdiændring skal præsenteres uanset indvirkningen på egenkapital og resultatopgørelse. Anvendelse af forsigtighedsprincippet må dog ikke føre til en overdreven forsigtighed i regnskabet.
Periodisering	Transaktioner, begivenheder og værdiændringer skal indregnes, når de indtræffer, uanset tidspunktet for betaling. Det indebærer, at der skal tages hensyn til indtægter og omkostninger vedrørende den regnskabsperiode, årsrapporten omfatter. Pengestrømsopgørelsen skal dog ikke udarbejdes under hensyntagen til dette princip.
Konsistens	Indregningsmetoder og målegrundlag skal anvendes ensartet for samme kategori af forhold.
Bruttoværdi	Hver transaktion, begivenhed og værdiændring skal indregnes og måles hver for sig, ligesom de enkelte forhold ikke må modregnes med hinanden. Det betyder, at modregning af aktiv og passivposter eller modregning af omkostnings- og indtægtsposter som altovervejende hovedregel ikke må forekomme i årsrapporten. Eksempelvis må et tilgodehavende hos en debitor ikke uden videre modregnes med en finansiel forpligtelse til den samme virksomhed. Hver enkelt regnskabspost skal i sig selv give udtryk for regnskabspostens værdi.
Formel kontinuitet	Balancen primo regnskabsåret skal svare til balancen ultimo det foregående regnskabsår.
Reel kontinuitet	Det kræves, at regnskabsår, opstilling, klassifikation, konsolideringsmetoder, indregningsmetoder og målegrundlag samt den anvendte monetære enhed ikke må ændres fra år til år. Kravet om reel kontinuitet giver mulighed for at udarbejde regnskabsanalyser for udviklingen i en virksomhed.

Figur 3 - Grundlæggende forudsætninger, Regnskabshåndbogen 2025, PwC, side 75

De grundlæggende forudsætninger skal være opfyldt før en virksomhed kan aflægge et lovmæssigt retvisende årsregnskab. Årsrapporten er implicit bygget på disse forudsætninger, og er med til at tilgodese regnskabsbrugeren, da dette skaber rammerne for gennemskelighed og sammenlignelighed – både mellem regnskabsår, og mellem forskellige virksomheder (PwC, 2025, p. 75).

2.3 Delkonklusion

Det kan på baggrund af denne gennemgang konstateres, at kernen i årsregnskabsloven er den generelle klausul om et retvisende billede jf. ÅRL § 11. Begrebet kan være ret ukonkret ved første ordlyd. Derfor er de i årsregnskabsloven indarbejdet en begrebsramme, som leder til en række grundlæggende forudsætninger, der skal opfyldes ved aflæggelsen af årsregnskabet. Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme skal derfor kunne afspejles i disse forudsætninger.

Derudover kan det konstateres, at korrekt værdiansættelse af investeringsejendomme er af afgørende betydning, da indregning, måling, klassifikation og præsentation spiller en central rolle i forbindelse med at opfylde kravet om et retvisende billede. Udover at den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme skal kunne afspejles i de grundlæggende forudsætninger, kan det også konkluderes, at der findes specifikke bestemmelser for investeringsejendomme. Disse skal opfyldes for at sikre, at årsregnskabet er lovmæssigt korrekt og retvisende. Reglerne om specifikke bestemmelser for investeringsejendomme undersøges nærmere i det følgende kapitel.

Kapitel 3

I kapitlet indsnævres projektet yderligere, med henblik på at analysere den regnskabsmæssige behandling, samt at forstå principperne for indregning og måling. Desuden analyseres anvendelsen af forskellige værdiansættelsesmodeller. Gennemgangen sker i lyset af de overordnede bestemmelser i ÅRL, som er gennemgået i forrige kapitel. Indledningsvist er det relevant at skabe en forståelse af, hvordan en investeringsejendom defineres.

3.1 Investeringsejendomme

Investeringsejendomme defineres som grunde og bygninger eller en del af en bygning, som besiddes for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele (PwC, 2025, p. 239).

IAS 40 giver følgende eksempler på investeringsejendomme (IFRS, 2025):

- Grunde, der besiddes med henblik på langsigtet kapitalvækst snarere end med henblik på kortsigtet salg som led i den normale forretningsdrift.
- Grunde, der besiddes til en aktuel ubestemt fremtidig anvendelse. (Hvis en virksomhed ikke har besluttet, at den vil anvende jorden som ejerbolig eller til kortsigtet salg som led i den normale forretningsdrift, anses grunden for at være besiddes med henblik på kapitalvækst.)
- Bygninger, der ejes af virksomheden (eller et brugsretsaktiv vedrørende en bygning, der besiddes af virksomheden) og er udlejet i henhold til en eller flere operationelle leasingaftaler.
- Bygninger, der står tom, men som besiddes med henblik på udleje i henhold til en eller flere operationelle leasingaftaler.
- Ejendomme, der er under opførelse eller udvikling til fremtidig anvendelse som investeringsejendom.

Til trods for ovenstående definition af en investeringsejendom, kan det stadig være vanskeligt at afgøre hvorvidt der er tale om en investeringsejendom og de regnskabsmæssige regler herom. Der er jævnfør PwC's regnskabshåndbog 2025 opstillet følgende beslutningstræ:



Figur 4 - Beslutningstræ, Regnskabshåndbogen 2025, PwC, side 241

3.2 Indregning og måling af investeringsejendomme

I afsnit 2.2.4 blev det konstateret, at investeringsejendomme tilhører kategorien anlægsaktiver, herunder materielle anlægsaktiver. Derfor er det relevant at gennemgå den grundlæggende praksis for behandling af materielle anlægsaktiver, og i forlængelse heraf, hvad der er særligt ved den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme.

Investeringssejendomme indregnes i balancen efter bestemmelsen i ÅRL § 33, som er yderligere beskrevet i afsnit 2.2.3. Ved første indregning måles værdien til kostpris jf. ÅRL § 36, hvorefter der er mulighed for måling til dagsværdi efter bestemmelsen i årsregnskabslovens § 38 stk. 1 (Erhvervsstyrelsen, 2023).

Regnskabsklasse	B	C (mellem)	C (stor)	D
Lovens hovedregel for investeringsejendomme	Kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger (§ 36)			
Alternativ 1 for investeringsejendomme	Dagsværdi med værdiregulering i resultatopgørelsen (§ 38)			
Alternativ 2 for investeringsejendomme (udgår ¹)	Dagsværdi med opskrivning over egenkapitalen, fradrag af afskrivninger og bindingskrav på egenkapitalen (§ 41)			
Måling af finansielle forpligtelser tilknyttet investeringsejendomme	Amortiseret kostpris Dog mulighed for måling til dagsværdi ved tilvalg af § 37, stk. 5, hvis alle finansielle instrumenter behandles efter IFRS-standarderne			

1) Metoden kan ikke anvendes fra regnskabsår, der begynder den 1. juni 2024 eller senere.

Figur 5 - Måling af investeringsejendomme, Indsigt i årsregnskabsloven 2024/25, 11. udgave, EY, side 304

Som angivet ovenfor, findes der overordnede to målemetoder: kostpris og dagsværdi. I afsnit 3.2.1 og 3.2.2 foretages en gennemgang af centrale forhold vedrørende disse begreber, herunder hvad der forstås ved henholdsvis måling til kostpris og måling til dagsværdi.

3.2.1 Kostpris

Ved indregning og måling til kostpris, følger den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme de generelle bestemmelser for materielle anlægsaktiver. Det kan i praksis være svært entydigt at definere hvad der indgår i kostprisen. ÅRL § 40 angiver, at kostprisen indebærer alle omkostninger, der er foranlediget af anskaffelsen, samt de omkostninger, som direkte kan henføres til aktivet.

For investeringsejendomme vil kostprisen oftest bestå af købsprisen og de omkostninger, der direkte kan henføres til erhvervelsen, eksempelvis advokatsalær og tinglysningsafgifter. Derudover skal omkostninger vedrørende udført arbejde på investeringsejendommen tillægges ejendommens regnskabsmæssige værdi når (PwC, 2025, p. 254):

- de afholdte omkostninger forventes at medføre en forøgelse af investeringsejendommens dagsværdi, og
- omkostningerne kan måles pålideligt.

Regnskabsklasse	B	C (mellem)	C (stor)	D
Hovedregel	Kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger			
Alternativ metode	Dagsværdi med fradrag af afskrivninger, jf. § 41			
Indregning af IPO på egenfremstillede materielle aktiver	Valgmulighed			
Indregning af finansieringsomkostninger	Valgmulighed			
Krav om dekomponering	Ja			
Krav om afskrivning	Ja			
Krav om løbende revurdering af restværdi og brugstid	Ja			
Krav om nedskrivning ved værdiforringelse	Ja			

Figur 6 - Materielle anlægsaktiver, Indsigt i årsregnskabsloven 2024/25, 11. udgave, EY, side 291

Ved indregning og måling til kostpris, skal aktivets komponenter behandles som et særskilt aktiv, hvis de enkelte komponenters levetid afviger væsentligt fra hinanden. Aktivets afskrives over den fastsatte levetid, og hvis der er foretaget dekomponering, afskrives der over de respektive levetider for komponenterne. Desuden skal restværdien og brugstiden for aktivet løbende revurderes. Der skal ske nedskrivning, hvis genindvindingsværdien er lavere end den regnskabsmæssige værdi (EY, 2025, p. 291).

3.2.2 Dagsværdi

Efter første indregning kan investeringsejendomme løbende reguleres til dagsværdi jf. ÅRL § 38. Ved brug af denne målingsmetode, skal der ikke foretages løbende afskrivninger, da værdiforringelsen vil være afspejlet i dagsværdireguleringen.

Investeringsejendomme kan måles til dagsværdi med værdiregulering i resultatopgørelsen jf. ÅRL § 38 eller med regulering over egenkapitalen jf. ÅRL § 41. Den sidstnævnte metode kan ikke anvendes fra regnskabsår, der begynder den 1. juni 2024 eller senere, hvorfor denne værdireguleringsmetode ikke behandles i projektet. At måle til dagsværdi er hyppigt anvendt i danske virksomheder, da det oftest er dagsværdien, som giver det mest retvisende billede og defineres i ÅRL bilag 1D nr. 2:

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

Konkret betyder det, at dagsværdien er svarende til købs-/salgsprisen for aktivet, og i denne sammenhæng, investeringsejendommen.

ÅRL § 38 henviser til, at bestemmelserne i § 37 finder anvendelse ved måling af investeringsejendomme til dagsværdi. Bestemmelsen i ÅRL § 38 angiver imidlertid ikke, hvordan dagsværdien konkret skal fastsættes, hvorfor der indhentes inspiration fra de internationale standarder. I denne sammenhæng fortolkes opgørelsen af dagsværdien i overensstemmelse med IFRS 13, som anses for velegnet til at opfylde bestemmelserne i ÅRL

§ 37. IFRS 13 angiver en præciseret vejledning til, hvordan investeringsejendomme måles til dagsværdi (Erhvervsstyrelsen, 2023).

IFRS 13 inddeler dagsværdimåling i et hierarki, det såkaldte dagsværdihierarki. Hierarkiet er rangeret fra niveau 1 til 3 (PwC, 2025, p. 255):

1. Værdiansættelse baseret på noterede priser i et aktivt marked, hvor prisen anvendes direkte. Dette henføres til ÅRL § 37 stk. 1, 2. pkt.
2. Værdiansættelse baseret på observerbare priser i et aktivt marked, hvor prisen er direkte eller indirekte observerbar. Dette henføres til ÅRL § 37 stk. 1, 3. pkt.
3. Værdiansættelse baseret på ikke-observerbare input, hvor input er baseret på antagelser, som en normal markedsdeltager vil gøre sig i forbindelse med værdiansættelse af aktivet. Dette henføres til ÅRL § 37 stk. 1, 4. pkt.

Da investeringsejendomme ikke handles på et aktivt marked, kan de som udgangspunkt ikke måles til dagsværdi ud fra niveau 1, og dermed heller ikke efter ÅRL § 37 stk. 1, 2. pkt. Den næstbedste metode til brug for dagsværdimåling er niveau 2, som bygger på observerbare priser for sammenlignelige ejendomme i et aktivt marked. Dette forudsætter dog, at ejendommene er sammenlignelige, hvilket kan være udfordrende i praksis, da ejendomme ofte adskiller sig fra hinanden i forhold til indvendige bestanddele, beliggenhed, indretning og størrelse mv. Måling til dagsværdi efter niveau 2 medfører derfor en vis usikkerhed, da sammenligningsgrundlaget sjældent er helt retvisende. Dette øger risikoen for, at den fastsatte dagsværdi ikke afspejler den faktiske markedsværdi, idet der kan være forhold ved ejendommene, som ikke er direkte henførbare til den pågældende investeringsejendom (PwC, 2025, p. 256).

Hvis der ikke findes observerbare priser for sammenlignelige ejendomme, skal dagsværdien opgøres efter niveau 3. Det er erhvervsstyrelsens vurdering, at værdiansættelsen af investeringsejendomme som udgangspunkt bør ske efter niveau 3 i dagsværdihierarkiet og dermed efter ÅRL § 37 stk. 1, 4. pkt. (Erhvervsstyrelsen, 2023). Dagsværdien skal i så fald beregnes ved brug af almindeligt anerkendte værdiansættelsesmodeller og -teknikker.

3.3 Opgørelse af dagsværdien – værdiansættelsesmodeller

Der er hverken i årsregnskabsloven eller IFRS fastlagt specifikke værdiansættelsesmodeller, som skal anvendes ved opgørelse af dagsværdien for investeringsejendomme. Som tidligere nævnt, skal værdiansættelsen foretages ud fra anerkendte værdiansættelsesmodeller. De mest udbredte og anvendte metoder er:

- Normalindtjeningsmodellen (den afkastbaseret model)
- Discounted cash flow (DCF-metoden)

Fælles for disse er, at benytter et forrentningskrav ved opgørelsen af dagsværdien. Forrentningskravet er en afgørende variabel, da selv mindre ændringer i kravet kan have betydelig indvirkning på opgørelsen af dagsværdien (Erhvervsstyrelsen, 2023). Forrentningskravet er et udtryk for det afkast, som en potentiel køber vil kræve for sin investering i ejendommen og består af følgende:

- Markedsrenteniveauet – den risikofrie rente
- Risikopræmien – som dækker både markedsrisici og de specifikke risici knyttet til den konkrete investeringsejendom
 - Markedsrisici kan blandt andet vedrøre ejendommens beliggenhed, udbud og efterspørgsel samt.
 - Specifikke risici er blandt andet lejernes bonitet, tomgang, ejendommens stand, og branchespecifikke risici.

Der udgives løbende markedsrapporter fra ejendomsvaluere, hvori det konstaterede forrentningskrav samt den gennemsnitlige markedsleje for de enkelte ejendomstyper i forskellige byer og områder fremgår for den pågældende periode. Markedsrapporterne udgør et relevant udgangspunkt for fastsættelsen af forrentningskravet. Det er dog væsentligt at understrege, at forrentningskravet altid bør tilpasses den konkrete investeringsejendom. Derfor skal virksomheder altid foretage en kritisk vurdering af, om det konstaterede forrentningskrav er retvisende for den pågældende ejendom, og om der er behov for justering. I forlængelse heraf skal virksomheder være i stand til at redegøre for det anvendte forrentningskrav (Redmark, 2024).

3.3.1 Normalindtjeningsmodellen (den afkastbaserede model)

Denne værdiansættelsesmodel tager udgangspunkt i ejendommens forventede normaliserede driftsafkast, forrentningskravet samt eventuelle særlige forhold. Normalindtjeningsmodellen forudsætter, at ejendommens fremtidige pengestrømme forventes at være stabile på lang sigt, mens størrelsen på udsvingene i pengestrømmene vil have indflydelse på nøjagtigheden af den beregnede værdi (PwC, 2025, p. 258). Ved opgørelsen af driftsafkastet skal der tages højde for en række potentielle reguleringer og forhold, herunder (Erhvervsstyrelsen, 2023):

- Om de nuværende lejeindtægter er på niveau med markedslejen?
- Eventuelle forskelle mellem erhvervslejemål og privatlejemål.
- Om der er aftalt lejerabatter i en uopsigelsesperiode?
- Om årets vedligeholdelsesomkostninger er på niveau med et normaliseret år?
- Om årets tomgangsprocent er på niveau med fremtidige tomgangsperioder?

Desuden anerkender IFRS 13, at en investeringsejendoms udviklingspotentiale udgør en væsentlig faktor ved fastsættelsen af dagsværdien. Ved anvendelse af normalindtjeningsmodellen kan dette eksempelvis komme til udtryk gennem (Erhvervsstyrelsen, 2023):

- en ændret fremtidig pengestrøm ved tildeling af byggerettigheder på en grund
- ændret driftsafkast og forrentningskrav ved ændret brug af ejendommen

De grundlæggende forudsætninger for dagsværdiberegningen skal indgå i noteoplysningerne jf. ÅRL § 58 a, stk. 2. Herunder skal det kunne dokumenteres, hvorvidt der er taget højde for investeringsejendommens udviklingspotentiale.

Fastsættelse af dagsværdien af investeringsejendomme ved brug af normalindtjeningsmodellen kan overordnet set reduceres til en ligning:

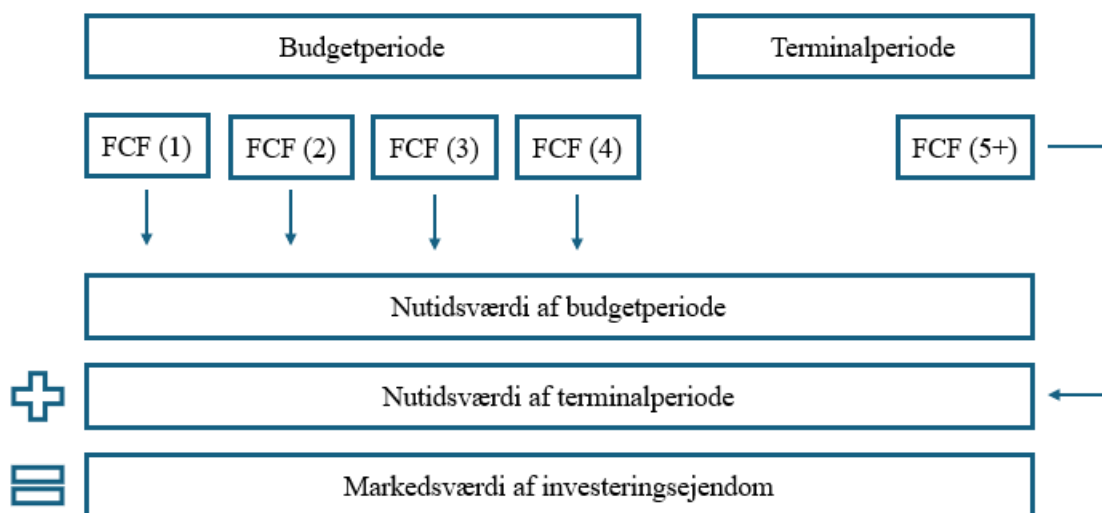
$$\text{Dagsværdi} = \frac{\text{Driftsafkast}}{\text{Forrentningskrav}} * 100 \pm \text{Øvrige reguleringer}$$

Normalindtjeningsmodellen anvendes ofte i praksis, da den er relativt simpel at arbejde med. Driftsafkastet baseres på investeringsejendommens lejeindtægter og driftsomkostninger, hvilket er forholdsvis nemt at opgøre. Det er dog vigtigt, at der i denne opgørelse tages højde for tidligere nævnte reguleringer og forhold. Den primære udfordring ved anvendelsen af modellen knytter sig til fastsættelsen af det korrekte forrentningskrav. Det bemærkes dog, at tilsvarende udfordringer også gør sig gældende ved anvendelse af mere avancerede værdiansættelsesmodeller som eksempelvis DCF-metoden. De væsentligste usikkerheder ved modellen relaterer sig til korrekt håndtering af særlige forhold samt fastsættelsen af det anvendte forrentningskrav, som er to nøgleparametre i opgørelsen af investeringsejendommens dagsværdi.

3.3.2 Discounted cash flow (DCF-metoden)

Discounted cash flow, som oversat til dansk kaldes diskonteret pengestrøm, er en værdiansættelsesmodel, hvor investeringsejendommens værdi beregnes ved at tilbagediskontere fremtidige betalingsstrømme til nutidsværdi (PwC, 2025, p. 258). Det vil sige, at fremtidige ind- og udbetalinger vedrørende ejendommens drift omregnes til deres værdi på et givent tidspunkt (Den danske ordbog, 2025). Denne tilbagediskontering sker ved anvendelse af en diskonteringsrente, der i praksis ofte fastsættes med udgangspunkt i samme forrentningskrav, som anvendes i normalindtjeningsmodellen. Derfor bygger DCF-metoden på mange af de samme antagelser og forudsætninger som normalindtjeningsmodellen (Erhvervsstyrelsen, 2023).

Forskellen mellem de to modeller ligger primært i detaljegraden. DCF-metoden tillader en højere grad af specificering, idet den omfatter en budgetperiode, hvor der kan indarbejdes detaljerede forventninger til fremtidige pengestrømme. Det kan blandt andet være justeringer af faktorer som lejeindtægter, tomgangsperioder, vedligeholdelse- og forbedringsomkostninger mv. Budgetperiodens længde afhænger af forholdene omkring den enkelte ejendom, men strækker sig typisk over en årrække. Desuden indeholder DCF-metoden en terminalperiode, som omfatter de langsigtede, stabile lejeindtægter (EY, 2025, p. 314).



Figur 7 - DCF-modellen illustreret - Egen tilvirkning

I budgetperioden skal lejeindtægter og driftsudgifter pålægges et inflationstillæg, som dog modregnes ved tilbagediskonteringen, eftersom diskonteringsrenten allerede indeholder en kompensation for inflationsforventninger (EY, 2025, p. 314). I terminalperioden indregnes derimod ikke noget særskilt inflationstillæg, da denne periode baseres på et normaliseret driftsafkast.

Forrentningskravet for terminalperioden fastsættes på samme måde som i normalindtjeningsmodellen. Dog kan det være relevant at operere med forskellige forrentningskrav i henholdsvis budgetperioden og terminalperioden, særligt i tilfælde hvor der i budgetperioden er gennemført væsentlige forbedringer, som har betydelig indvirkning på investeringsejendommens stand.

DCF-metoden betragtes som et mere præcist værdiansættelsesværktøj end normalindtjeningsmodellen, primært grundet mulighederne for at tilpasse de fremtidige pengestrømme, således datagrundlaget afspejler den mest retvisende økonomiske virkelighed (Erhvervsstyrelsen, 2023). En væsentlig usikkerhed ved modellen er dog fastsættelsen af diskonteringsrenten, herunder forrentningskravet, som skal afspejle relevante risici, markedsf forhold og inflationsforventninger. Desuden ligger en stor del af den samlede værdi ofte i terminalperioden, hvorfor selv mindre ændringer i forrentningskravet kan have væsentlig betydning for investeringsejendommens værdi.

3.3.3 Øvrige metoder

Som beskrevet i afsnit 3.2.2 er der også mulighed for at værdiansætte ud fra dagsværdihierarkiet metode 2, hvor værdiansættelsen baseres på observerbare priser i et aktivt marked jf. ÅRL § 37 stk. 1, 3. pkt. For at denne metode kan anvendes retvisende, er det afgørende, at de sammenlignelige handler er indgået på markedsvilkår og afspejler en tilstrækkelig høj volumen af ejendomshandler med ensartede karakteristika.

Ved vurdering af sammenligneligheden bør følgende faktorer indgå (EY, 2025, p. 315):

- Ejendomstype
- Beliggenhed
- Stand og størrelse
- Tomgang/udlejningsprocent
- Lejernes betalingsevne

Som det fremgår af afsnit 3.2.2 indebærer markedsmetoden en vis usikkerhed grundet anvendelsen af et retvisende sammenligningsgrundlag. Dette øger risikoen for, at den opgjorte dagsværdi ikke afspejler den reelle markedsværdi.

Det ses desuden, at visse virksomheder anvender offentlige ejendomsvurderinger som grundlag for værdiansættelsen. Dette er ikke regnskabsmæssigt retvisende, da offentlige ejendomsvurderinger er udarbejdet i skattemæssig henseende og vil i de fleste tilfælde være opgjort på et andet tidspunkt end balancedagen. Offentlige ejendomsvurderinger opfylder derfor ikke de regnskabsmæssige regler om dagsværdi og tager således ikke højde for særlige forhold vedrørende den konkrete investeringsejendom (EY, 2025, p. 316).

3.4 Præsentation i årsrapporten

Årsregnskabslovens bilag 2 indeholder skemakrav til årsrapporten, som i udgangspunktet er tilpasset produktions- og handelsvirksomheder. Ejendomsselskaber kan derfor have behov for visse tilpasninger, så regnskabspostens benævnelse giver regnskabsbrugeren et retvisende billede af virksomhedens aktiviteter. Investeringsejendomme skal præsenteres på en særskilt

regnskabslinje i balancen som illustreret i Figur 8 nedenfor. Tilsvarende skal der i resultatopgørelsen fremgå en særskilt linje for årets værdiregulering, hvis der måles til dagsværdi jf. §§ 37-38.

AKTIVER	NOTE	2024
Investeringsejendomme	15	34.712.087
Domicilejendom	15	201.915
Igangværende projekter investeringsejendomme	15	436.275
Driftsmateriel og inventar	15	43.142
Materielle aktiver i alt		35.393.419

Figur 8 - Udklip fra Jeudan A/S' Årsrapport 2024

3.4.1 Oplysningskrav

Årsregnskabslovens § 53 fastslår, at der skal redegøres for de indregningsmetoder og målegrundlag, der er anvendt for posterne i balancen, resultatopgørelsen, noterne og ledelsesberetningen. Det skal derfor fremgå af den anvendte regnskabspraksis, hvordan og hvilke værdiansættelsesmetoder, der er brugt til indregning og måling af investeringsejendomme. For virksomheder, der aflægger årsrapport efter regnskabsklasse C og D, er der desuden krav om udarbejdelse af anlægsnoter for investeringsejendomme. Det er dermed ikke et direkte krav for virksomheder i regnskabsklasse B, men da investeringsejendomme ofte udgør en væsentlig andel af den samlede aktivsum, vælger mange virksomheder alligevel at medtage anlægsnoten for at sikre regnskabsbrugerne de nødvendige informationer.

Herudover skal der jf. ÅRL § 58 a, stk. 2 oplyses om centrale forudsætninger, der er anvendt ved værdiansættelsen til dagsværdi i overensstemmelse med årsregnskabslovens § 37, stk. 1, 4. pkt. (Erhvervsstyrelsen, 2023). Disse centrale forudsætninger skal præsenteres som både kvalitative og kvantitative oplysninger. Formålet er at imødekomme regnskabsbrugerens behov for gennemsigtighed samt forståelse for det grundlag, som værdiansættelsen bygger på. Eksempler på centrale forudsætninger for investeringsejendomme, der måles til dagsværdi efter § 38, kan være (EY, 2025, p. 327):

- Ejendomstype
- Beliggenhed
- Forrentningskrav / Diskonteringsrente
- Inflation
- Driftsomkostninger
- Tomgang
- Udviklingspotentiale

Det er afgørende for oplysningskravet, at der tages stilling til, hvilken værdiansættelsesmodel der er anvendt, og at der redegøres for relevante forhold, som sikrer regnskabsbrugeren bedst mulig indsigt i beregningen.

3.5 Delkonklusion

På baggrund af gennemgangen i dette kapitel kan det konkluderes, at den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme indebærer en række komplekse vurderinger og valg, som har væsentlig indflydelse på værdiansættelsen og den information, der formidles til regnskabsbrugeren. Overordnet skal der tages stilling til, om investeringsejendomme skal måles til kostpris eller dagsværdi, hvor sidstnævnte målingsmetode i højere grad anvendes, da den oftest giver et mere retvisende billede af investeringsejendommens aktuelle værdi.

Ved måling til dagsværdi skal der anvendes anerkendte værdiansættelsesmodeller, herunder normalindtjeningsmodellen og DCF-metoden. Fælles for disse modeller er, at de afhænger af et forrentningskrav. DCF-metoden muliggør større præcision af værdiansættelsen gennem justering af fremtidige pengestrømme i budgetperioden. Det skal dog bemærkes, at begge modeller er forbundet med en række usikkerheder, hvorfor Figur 9 er udarbejdet til at illustrere disse forhold:

Normalindtjeningsmodellen	DCF-metoden
Fastlæggelse af forrentningskrav / diskonteringsfaktor	
Skøn forbundet med øvrige reguleringer (særlige forhold)	Fastsættelse af inflationsrate
Fremtidige udsving i pengestrømme	Skøn forbundet med budgetperioden
Vurdering af udviklingspotential	Skøn forbundet med terminalperioden – evt. ændring af forrentningskravet

Figur 9 - Usikkerheder ved værdiansættelsesmodeller - Egen tilvirkning

Årsregnskabsloven stiller desuden krav til præsentation og oplysningspligt, herunder særskilt præsentation af investeringsejendomme i balancen, redegørelse for valg af målemetode samt beskrivelse af centrale forudsætninger for værdiansættelsen. Disse krav skal sikre regnskabsbrugerens forståelse og tillid til de aflagte regnskabsmæssige oplysninger.

Overordnet set kræver den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme i høj grad anvendelse af professionel dømmekraft og faglig forståelse. Det er centralt at sikre gennemsigtighed i de anvendte metoder og forudsætninger for værdiansættelsen, for at opnå et retvisende billede. Som illustreret i Figur 9, er der identificeret en række teoretiske usikkerheder ved de to mest anvendte værdiansættelsesmodeller. Disse usikkerheder vil blive efterprøvet i en analyse af praktiske eksempler, som forekommer i næste kapitel.

Kapitel 4

Projektet har hidtil omhandlet overordnet regnskabsteori og relevant lovgivning, herunder bestemmelser, der har til formål at sikre, at årsrapporten giver et retvisende billede jf. ÅRL § 11. Dette har dannet grundlaget for en videre undersøgelse af den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme og de tilhørende værdiansættelsesmetoder. Det er i den sammenhæng konstateret, at der knytter sig en række usikkerheder til de forskellige målemetoder. I dette kapitel analyseres, hvordan disse teoretiske usikkerheder håndteres i praksis. Der rettes derfor fokus mod, hvordan nogle af Danmarks største børsnoterede ejendomsselskaber tilgår værdiansættelsen og håndterer de forbundne usikkerheder.

Herudover efterprøves værdiansættelsesmodellerne i en fiktiv case, med henblik på at undersøge følsomheden over for de identificeret usikkerheder, samt hvorledes dette påvirker værdiansættelsen. Dette giver mulighed for at vurdere, hvilken model der i den konkrete sammenhæng bedst bidrager til at opnå et retvisende billede.

4.1 Sammenligning af ejendomsselskaber

Der er foretaget en analyse af årsrapporterne fra tre af de største børsnoterede ejendomsselskaber i Danmark målt på markedsværdi, med henblik på deres regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme (SaxoBank, 2025). Analysen fokuserer særligt på beskrivelsen af anvendt regnskabspraksis samt præsentationen og oplysningerne i noterne til årsrapporterne. Følgende ejendomsselskaber er udvalgt på baggrund af størst markedsværdi:

Instrument	Markedsværdi
 Jeudan A/S	11,1mia. DKK
 Prime Office A/S	619mio. DKK
 Park Street A/S	486mio. DKK

Figur 10 - SaxoInvestor, Markedsværdi

Alle tre selskaber aflægger regnskab i overensstemmelse med IFRS Accounting Standards, samt de danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber – svarende til regnskabsklasse D.

4.1.1 Jeudan A/S

Jeudan-koncernen er Danmarks største ejendoms- og servicevirksomhed. Koncernen råder over en ejendomsportefølje bestående af mere end 200 ejendomme til en samlet værdi på over DKK 35 milliarder (Jeudan A/S, 2025). Det er relevant at analysere, hvordan Danmarks største ejendomsselskab håndterer den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, da de potentielt fungerer som frontløber for best practice, hvilket andre selskaber kan forventes at afspejle sig i eller anvende som sammenligningsgrundlag.

Investeringsejendommene måles ved første indregning til kostpris og efterfølgende til dagsværdi. Dagsværdien fastsættes individuelt for hver enkelt ejendom med afsæt i et detaljeret budget for det kommende driftsår, justeret for ikke-tilbagevendende forhold. Dagsværdien måles med udgangspunkt i en afkastbaseret værdiansættelsesmodel, mens kun to investeringsejendomme værdiansættes ved brug af DCF-metoden. Den afkastbaseret model består af følgende hovedelementer (Jeudan A/S, 2024, p. 201):

1. + Årlige lejeindtægter
 2. +/- Eventuel regulering af eksisterende leje til anslået markedsleje
 3. - Driftsomkostninger
 4. - Ind- og udvendig vedligeholdelse
 5. - Administration = Nettoresultat (sum af 1 til 4)
 6. / Afkastprocent = Kapitaliseret nettoresultat (nettoresultat / 5)
 7. + Refusionssaldi
 8. - Øvrige reguleringer
- = Dagsværdi (kapitaliseret nettoresultat + 7 - 8)

Jeudan A/S beskriver i note 1 til årsrapporten, hvad de ovenstående hovedelementer indebærer.

Det kan umiddelbart fremstå bemærkelsesværdigt, at en koncern af Jeudan A/S' størrelse ikke anvender DCF-metoden, som ofte betragtes som mere detaljeret og dermed potentielt mere

præcis. Ifølge årsrapporten baseres værdiansættelsen på det kommende driftsår frem for en flerårig budgetperiode. Det fremgår dog, at posten "Øvrige reguleringer" inkluderer hensættelser til planlagte renoverings- og ombygningsopgaver. Denne tilgang kan medføre en vis usikkerhed, idet der ikke foretages flerårig vurdering på ejendomsniveau. For at imødekomme usikkerheder forbundet med denne skønsbaserede tilgang har Jeudan A/S udarbejdet følsomhedsanalyser. På side 15 i årsrapporten for 2024 analyseres effekten af ændringer i afkastkravet, mens side 20 indeholder en følsomhedsanalyse vedrørende påvirkningen af ændringer i lejeindtægter pr. kvm. Disse analyser bidrager til øget gennemsigtighed for regnskabsbrugeren og giver dermed indsigt i, hvordan dagsværdien påvirkes af centrale forudsætninger (Jeudan A/S, 2024, pp. 15-20).

4.1.2 Prime Office A/S

Prime Office A/S investerer i bolig-, kontor-, og erhvervsejendomme med attraktive beliggenheder i Nordtyskland. Selskabet blev børsnoteret i 2008 og har siden da forøget deres ejendomsportefølje markant (Prime Office A/S, 2025).

Af årsrapporten for 2024 fremgår det, at investeringsejendommene klassificeres efter niveau 3 i dagsværdihierarkiet, da det er problematisk at sammenholde med markedspriser og forrentningskrav for de enkelte ejendomme. Ejendommene værdiansættes ud fra en afkastbaseret model, som tager udgangspunkt i reelle lejeindtægter og driftsudgifter for det kommende år (Prime Office A/S, 2024, p. 118).

Prime Office A/S indhenter eksterne vurderinger fra tyske valuarer for at kunne sammenligne værdiansættelser (Prime Office A/S, 2024, p. 122). De tyske valuarer anvender DCF-metoden til at måle dagsværdien og tager dermed højde for en række andre faktorer. Desuden offentliggøres vurderingerne på selskabets hjemmeside, så de er tilgængelige for regnskabsbrugeren (Prime Office A/S, 2025).

Den endelige dagsværdimåling fastsættes på baggrund af selskabets egne beregninger og resultatet af de eksterne vurderinger. I lighed med Jeudan A/S er der i årsrapporten udarbejdet følsomhedsanalyser ved ændring af forrentningskravet og lejeindtægter (Prime Office A/S, 2024, p. 134).

4.1.3 Park Street A/S

Park Street A/S er et dansk ejendomsselskab med kontorer i henholdsvis København og London. Deres ejendomsportefølje strækker sig over hele Danmark og består af erhvervsejendomme i form af kontorer, detail og bolig (Park Street A/S, 2025).

Investerings ejendommene måles til dagsværdi ved hjælp af en afkast baseret model. Denne model er baseret på en stabiliseret nettleje, der kapitaliseres med en afkastprocent. Kun når oplysninger om en stabil markedsleje ikke er tilgængelig, anvender koncernen værdiansættelsesmetoder såsom markedsmetoden eller DCF-metoden (Park Street A/S, 2024, p. 49).

Modellen som Park Street A/S gør størst brug af består af følgende (Park Street A/S, 2024, pp. 49-50):

1. + Årlig lejeindtægt (fuldt udlejet)
2. - Driftsomkostninger
3. = Nettodriftsindtægt
4. - Kapitaliseringsgrad
5. = Markedsværdi før reguleringer og depositum
6. 6 - Tomgangsomkostninger
7. 7 - Renoveringsomkostninger
8. - Lejetab
9. + Nutidsværdi (NPV) af overudlejede elementer
10. - Nutidsværdi (NPV) af underudlejede elementer
11. + Kontantindskud
12. + Andet
13. = Markedsværdi efter reguleringer og depositum

Strukturen i modellen har klare ligheder med den afkastbaseret model, som Jeudan A/S benytter. Park Street A/S inkluderer dog en række yderligere elementer, der tilfører flere inputs til værdiansættelsen, hvilket kan medvirke til større præcision af dagsværdireguleringen.

Herudover indeholder årsrapporten for 2024 følsomhedsanalyser, som illustrerer, hvordan dagsværdien påvirkes ved ændringer i de centrale forudsætninger. Det kan konstateres, at ændringer i afkastprocenten giver store udsving for dagsværdien (Park Street A/S, 2024, pp. 50-52).

4.1.4 Delkonklusion

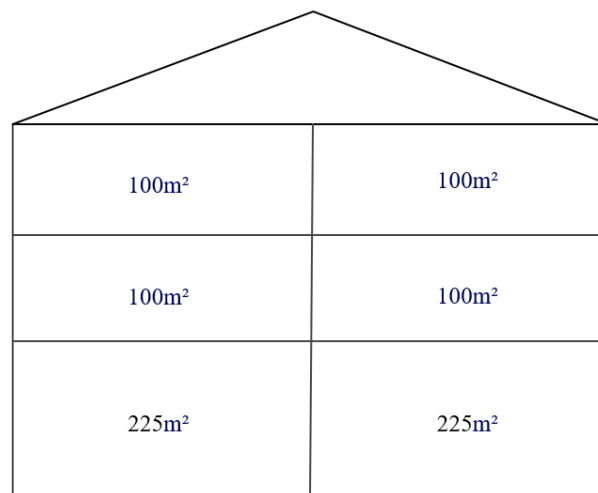
Sammenligningen af værdiansættelsesmodeller hos Park Street A/S, Jeudan A/S og Prime Office A/S viser, at alle tre selskaber anvender afkastbaserede modeller som grundlag for opgørelsen af dagsværdien af deres investeringsejendomme. Der tages udgangspunkt i ejendommens forventede driftsafkast samt et fastlagt forrentningskrav, som afspejler både markedsrisiko og ejendomsspecifikke forhold. Denne metode er veletableret i praksis og anerkendt for sin relativt simple struktur.

Jeudan A/S og Park Street A/S' tilgange minder om hinanden, men adskiller sig ved, at Park Street A/S inkluderer flere inputs, hvilket giver mulighed for en mere præcis værdiansættelse. Derudover inddrager begge selskaber følsomhedsanalyser, som klart viser, hvordan dagsværdien påvirkes ved ændringer i centrale forudsætninger.

Overordnet set viser analysen, at selvom selskaberne tager udgangspunkt i samme overordnede modeltype – den afkastbaserede model – adskiller de sig på hver sin måde. Park Street A/S og Prime Office A/S udviser en mere analytisk tilgang sammenlignet med Jeudan A/S, vis model i højere grad er baseret på stabile og enkle forudsætninger. Det fremgår tydeligt, at brugen af følsomhedsanalyser og dokumentation af forrentningskrav er centrale værktøjer i forbindelse med at præsentere en retvisende dagsværdi og imødekomme regnskabsbrugerens behov for indsigt og sammenlignelighed.

4.2 Case – Aalborg Byinvest ApS

Aalborg Byinvest ApS er et fiktivt ejendomsselskab, vis formål er at investere i og drive erhvervsejendomme i Aalborg. Selskabet er nyopstartet ultimo 2023 og overtog sin første investeringsejendom 1. januar 2024. Ejendommen er bestående af to adskilte butikslokaler i stueetagen samt fire lige store erhvervslokaler/kontorer fordelt på henholdsvis 1. og 2. sal. Ejendommen er beliggende i Bredegade og dermed tæt på Aalborg centrum. Det er på nuværende tidspunkt Aalborg Byinvest ApS' eneste ejendom, men der er forventning om køb af to mere i 2025.



Figur 11 - Investeringsejendommen - Egen tilvirkning

Ejendommen er i alt 900m² fordelt på 450m² butikslokaler, 400m² kontor samt 50m² opgang og loftsrum til fælles opbevaring. Alle lokaler er udlejet pr. 1. januar 2024.

De to butiksljemål udlejes hver især til en årlig leje på DKK 519.740, og de fire kontorlejemål udlejes til DKK 99.205. Dette giver en årlig lejeindtægt på DKK 1.436.300. Den årlige leje er fastsat på baggrund af en selvstændig undersøgelse af niveauet for gennemsnitlig årlig leje for henholdsvis butikslokaler og kontorer i Aalborg centrum jf. Bilag 1. Lejeindtægterne er inklusive fælles driftsudgifter. Derudover afholder Aalborg Byinvest ApS omkostninger vedrørende vedligeholdelse, administration og dertilhørende.

Selskabet aflægger årsrapport efter regnskabsklasse B. Da det er første regnskabsår, har selskabet behov for assistance til, hvordan investeringsejendommen skal behandles regnskabsmæssigt. Herunder hvilke overvejelser, inputs og usikkerheder som er forbundet med

værdiansættelsen. Desuden skal der foretages en vurdering af, hvilken værdiansættelsesmetode der giver det mest retvisende billede.

4.2.1 Første indregning – kostpris

Det blev klargjort i kapitel 3, at første indregning skal ske til kostpris. Aalborg Byinvest ApS overtog ejendommen pr. 1. januar 2024, hvorfor der skal ske indregning pr. den dato. Det er væsentligt at vurdere, hvorvidt investeringsejendommen kan dekomponeres samt identificere forskellige levetider og scrapværdier. Investeringsejendommen på Bredegade kan dekomponeres til følgende bestanddele:

Bestanddel	Kostpris	Restværdi	Levetid
Grund	5.600.000	5.600.000	Uendelig
Fundament og mursten	11.200.000	0	70 år
Vinduer	1.400.000	0	20 år
Tagkonstruktion	5.600.000	0	15 år
Installationer	4.200.000	1.260.000	10 år
Total	28.000.000	6.860.000	

Figur 12 - Dekomponering - Egen tilvirkning

Kostprisen for ejendommen er DKK 28.000.000 og er inklusive alle direkte tilknyttede omkostninger. Grunden er fastsat til at udgøre 20% af den samlede kostpris, og restværdien vurderes at være tilsvarende kostprisen, da der er tale om en central beliggenhed i Aalborg. Desuden er levetiden uendelig, da en grund ikke værdiforringes over tid. Selve bygningen udgør naturligvis den største del af kostprisen og vurderes ikke at have en restværdi, til gengæld er der fastsat en lang levetid. Ligeledes vurderes vinduer og tagkonstruktion ikke at have værdi ved endt levetid. Installationer er primært bestående af genvexanlæg, elevator, fibernet, toiletfaciliteter, vandanlæg samt andre praktiske installationer, som vurderes at have en værdi ved endt levetid, da der forventes at foretages udskiftning inden disse er slidt helt op. Levetiderne er estimeret og fastsat ud fra typiske levetider for disse bestanddele (EY, 2025, p. 293).

I årsrapporten skal kostprisen præsenteres som en tilgang i året, da der er tale om et nyanskaffet aktiv. Første indregning af investeringsejendommen bliver derfor DKK 28.000.000 (kostprisen), og halvdelen af noten for investeringsejendomme kan hermed udarbejdes:

2024	Investerings- ejendomme
Kostpris 1. januar	0
Tilgang i årets løb	28.000.000
Kostpris 31. december	28.000.000

Figur 13 - Note - Egen tilvirkning

4.2.2 Centrale forudsætninger – dagsværdi

Som det blev defineret i kapitel 3, er det vigtigt at fastsætte centrale forudsætninger for værdiansættelsen. Med andre ord er det afgørende for værdiansættelsen at inddrage relevante inputs. Der er for denne case følgende centrale forudsætninger for værdiansættelsen:

- Årlige lejeindtægter
- Eventuel regulering til anslået markedsleje
- Ejendomsudgifter
- Forrentningsprocent / Diskonteringsfaktor
- Inflation (DCF)
- Budgetperiode & Terminalperiode (DCF)

De årlige lejeindtægter for Aalborg Byinvest ApS' investeringsejendom er fastsat på baggrund af en undersøgelse af huslejeniveauet på en række lignende lejemål jf. bilag 1. Den årlige leje pr. kvadratmeter for kontor er fastsat til DKK 992, butikslejemålene er opgjort til DKK 2.310 pr. kvadratmeter. Den totale årlige lejeindtægt for investeringsejendomme bliver herved DKK 1.436.300.

For at kunne sammenholde den fastsatte leje med markedslejen, er der indhentet markedsrapporter fra henholdsvis Nordicals og EDC jf. bilag 2 og 3 (Norcials, 2025, pp. 21-31) (EDC, 2025, pp. 4-12). Der er på baggrund heraf beregnet et gennemsnitligt lejeniveau for kontor på DKK 1.250 pr. kvadratmeter og for detail DKK 3.600 pr. kvadratmeter. Hvis der er

en væsentlig afvigelse mellem den faktiske leje og markedslejen, er det afgørende at vurdere, hvorvidt der skal reguleres til markedslejen. Dette skyldes, at der i erhvervslejelovens §13 er anført, at lejen kan reguleres til markedslejen, hvis den gældende leje er væsentligt lavere eller højere end markedslejen. Markedslejen er derfor et mere korrekt udtryk for de årlige lejeindtægter.

Der vurderes i denne case at være væsentlig afvigelse mellem lejeniveauerne, hvorfor der reguleres til markedslejen. De årlige lejeindtægter, som vil blive anvendt til værdiansættelsen, bliver herved DKK 2.120.000 jf. bilag 4.

Ejendomsudgifter består af alle udgifter forbundet med den løbende drift af ejendommen. Ejendomsskat er fastsat på baggrund af grundskyldspromillen i Aalborg (Vurderingsstyrelsen, 2024). Desuden er der estimeret udgifter i form af forsikringer samt el, vand og varme. Administrationshonorar udgør DKK 3.500 for hvert lejemål, og vedligeholdelsesudgifter er anslået til DKK 115 pr. kvadratmeter.

	Kontor	Detail	Total
Lejeindtægter	396.819	1.039.480	1.436.300
Regulering til anslået markedsleje	103.181	580.520	683.700
Årlige lejeindtægter	500.000	1.620.000	2.120.000
Ejendomsskat	19.501	21.939	41.440
Forsikringer	21.647	24.353	46.000
El, vand og varme	30.588	34.412	65.000
Kloak og renovation	7.059	7.941	15.000
Administrationshonorar	14.000	7.000	21.000
Vedligeholdelsesudgifter	46.000	51.750	97.750
Årlige ejendomsudgifter	138.795	147.395	286.190
Nettoresultat	361.205	1.472.605	1.833.810

Figur 14 - Resultat af ejendom - Egen tilvirkning

Årlige lejeindtægter og årlige ejendomsudgifter er præsenteret ovenfor. Der opnås herved et nettoresultat på DKK 1.833.810.

Det er tidligere i projektet blevet konstateret, at værdiansættelsen forudsætter anvendelsen af et forrentningskrav, hvilket er afgørende for måling af dagsværdien. Forrentningskravet udgør samtidig en af de identificerede usikkerheder, som er forbundet med værdiansættelsen. Til

fastsættelsen heraf er der anvendt markedsrapporter fra ejendomsmæglere – herunder EDC og Nordicals jf. bilag 2 og 3 (EDC, 2025, pp. 21-31) (Nordicals, 2025, pp. 4-12). På baggrund af disse data er der fastsat forrentningskrav for henholdsvis kontor og detail. Forrentningskravet tillagt en inflationsrate, er anvendt som diskonteringsfaktor i DCF-modellen.

	Nordicals	EDC	Gennemsnit
Kontor	5,75%	5,75%	5,75%
Detail	6,25%	6,25%	6,25%
Gennemsnit	6%	6%	

Figur 15 – Forrentningskrav – Bilag 4 -Egen tilvirkning

Udover en diskonteringsrente anvendes inflationsniveau i DCF-modellen. Den Europæiske Centralbank har en målsætning om, at inflationsniveauet i euroområdet skal ligge tæt på 2% (Nationalbanken, 2025). Inflationen svinger markant, især på kort sigt, men hvis der kigges på niveauet gennem tiden, og der ses bort fra kriser, har inflationsniveauet ofte ligget omkring 2% ifølge grafen fra Danmarks Statistik i bilag 5. Derfor er netop dette inflationsniveau anvendt som grundlag for den regnskabsmæssige værdiansættelse af investeringsejendommen. Denne inflationsrate anvendes som terminalvækst samt som reguleringsfaktor til indtægter og udgifter i budgetperioden.

Budgetperioden i DCF-modellen er angivet til at være 5 år. Det vurderes at ejendommens drift er nogenlunde stabil efter 5 år, og at det dermed er en rimelig tidshorisont for fastsættelse af fremtidige ekstraordinære omkostninger, ændring i lejeindtægter, samt effekten af tomgangsperioder.

4.2.3 Normalindtjeningsmodellen

Som konstateret i kapitel 3, er der to anerkendte og oftest anvendte værdiansættelsesmodeller. Normalindtjeningsmodellen vil i første omgang blive anvendt til at opgøre dagsværdien for Aalborg Byinvest ApS' investeringsejendom. Der er taget udgangspunkt i de centrale forudsætninger, som er defineret i afsnit 4.2.2.

Forrentningskravet	5,75%	6,25%	
Normalindtjeningsmodellen	Kontor	Detail	Total
Dagsværdi	6.281.821	23.561.685	29.843.506
Bogført værdi			28.000.000
Årets værdiregulering			1.843.506

Figur 16 - Aalborg Byinvest ApS (Normalindtjeningsmodellen) - Egen tilvirkning

Da der er relativ markant forskel på forrentningskravet ved kontor og detail, er det valgt at opgøre disse hver især. Der henvises til bilag 6 for fulde opgørelse heraf. Dagsværdien for investeringsejendommen kan ved normalindtjeningsmodellen opgøres til DKK 29.843.506, og der opnås herved en værdiregulering på DKK 1.843.506 pr. 31.12.2024.

Normalindtjeningsmodel 2024	Investerings- ejendomme
Kostpris 1. januar	0
Tilgang i årets løb	28.000.000
Kostpris 31. december	28.000.000
Værdireguleringer 1. januar	0
Årets værdireguleringer	1.843.506
Værdireguleringer 31. december	1.843.506
Regnskabsmæssig værdi 31. december	29.843.506

Figur 17 - Note til Årsrapporten (Normalindtjeningsmodellen) – Egen tilvirkning

Anlægsnoten for investeringsejendomme i Aalborg Byinvest ApS' årsrapport for 2024 er præsenteret i Figur 17. Kostprisen præsenteres som en tilgang i balancen. Årets værdiregulering indregnes i balancen med modpost som indtægt i resultatopgørelsen.

Følsomhedsanalyse – Normalindtjeningsmodellen

Følsomhedsberegninger:	Kontor	Detail	Total	<i>Forskel</i>
Forrentningsprocenter (-0,25%)	5,50%	6,00%		
Dagsværdi	6.567.358	24.543.422	31.110.780	
				1.267.274
Forrentningsprocenter	5,75%	6,25%		
Dagsværdi	6.281.821	23.561.685	29.843.506	
				-1.167.961
Forrentningsprocenter (+0,25%)	6,00%	6,50%		
Dagsværdi	6.020.078	22.655.466	28.675.544	

Figur 18 - Følsomhedsanalyse (Normalindtjeningsmodellen) - Egen tilvirkning

Fastlæggelse af forrentningskravet er en usikkerhed forbundet med måling af dagsværdien. Derfor er det interessant at undersøge, hvorvidt dette gør sig gældende i et praktisk eksempel. Figur 18 viser effekten af ændringer i forrentningskravet på +/- 0,25 procentpoint. Ved lavere forrentningskrav vil ejendommen værdiansættes til DKK 1.267.274 mere end ved brug af de oprindelige forrentningskrav. Modsat vil dagsværdien blive DKK 1.167.961 lavere ved et højere forrentningskrav.

For et nyopstartet ejendomsselskab kan dette være væsentlige udsving. Med årlige lejeindtægter på DKK 1.436.300, svarer udsvingene i Figur 18 næsten til et års omsætning.

4.2.4 DCF-metoden

Der vil i det følgende blive efterprøvet en alternativ værdiansættelsesmodel, nemlig DCF-metoden. I afsnit 4.2.2 er de forudsætninger, der danner grundlag for de anvendte input i modellen, blevet gennemgået og beskrevet.

DCF-metoden	
Nutidsværdi af budgetperiodens cash flow	7.304.858
Nutidsværdi af cash flow efter budgetperioden	23.138.272
Dagsværdi af investeringsejendom	30.443.130
Bogført værdi	28.000.000
Årets værdiregulering	2.443.130

Figur 19 - Aalborg Byinvest ApS (DCF-metoden) - Egen tilvirkning

Investeringssejendommens regnskabsmæssige værdi kan ved denne model måles til DKK 30.443.130, hvortil årets værdiregulering udgør DKK 2.443.130.

Der er i budgetperioden taget højde for tomgangsperioder. Butikslejemålene er på lejekontrakter med uopsigelighedsperiode på ti år, og kontorlokalerne er på kontrakter med uopsigelighedsperiode på to år. Der er fra år 2026 budgetteret med tomgangsperioder for kontorlokalerne jf. beregninger i bilag 9. Tomgangsprocenten er fastsat på baggrund af markedsrapporter jf. bilag 2-4.

I år 5 forventes der at være ekstraordinære omkostninger forbundet med større reparationer og vedligeholdelse, hvorfor der er budgetteret med yderligere omkostninger for DKK 250.000. Der henvises til bilag 8 for illustration af anvendelsen af DCF-metoden.

DCF-metode	
2024	
	<u>Investerings- ejendomme</u>
Kostpris 1. januar	0
Tilgang i årets løb	28.000.000
<u>Kostpris 31. december</u>	<u>28.000.000</u>
Værdireguleringer 1. januar	0
Årets værdireguleringer	2.443.130
<u>Værdireguleringer 31. december</u>	<u>2.443.130</u>
Regnskabsmæssig værdi 31. december	30.443.130

Figur 20 - Note til Årsrapporten (DCF-metoden) – Egen tilvirkning

Anlægsnoten udarbejdes på samme vis som ved normalindtjeningsmodellen.

Følsomhedsanalyse – DCF-metoden

Følsomhedsberegninger:

Vækst efter budgetperiode	Diskonteringfaktor				
	7,50%	7,75%	8,00%	8,25%	8,50%
-0,50%	31.034.343	29.873.163	28.663.262	27.588.221	26.590.199
-0,25%	32.063.969	30.809.481	29.517.599	28.370.181	27.307.978
0%	33.187.198	31.827.218	30.443.130	29.214.697	28.080.970
0,25%	34.417.400	32.937.476	31.449.141	30.129.590	28.915.802
0,50%	35.770.623	34.153.473	32.546.609	31.124.038	29.820.203

Figur 21 - Følsomhedsanalyse (DCF-metoden) - Egen tilvirkning

Figur 21 viser effekten ved ændring i diskonteringsfaktor og inflationsrate med +/- 0,25 procentpoint. Det ses, at måling af dagsværdien spænder sig mellem DKK 26.590.199 og DKK 35.770.623. Dette understøtter blot hvor afgørende den anvendte diskonteringsfaktor, og det anvendte inflationsniveau, er for værdiansættelsen med denne model.

4.2.5 Delkonklusion

Casen om Aalborg Byinvest ApS illustrerer, hvordan valget af værdiansættelsesmodel har væsentlig betydning for fastsættelsen af dagsværdien af investeringsejendomme. I casen anvendes både normalindtjeningsmodellen og DCF-metoden, hvilket giver mulighed for at sammenligne, hvordan forskellige modeller påvirker værdiansættelsen.

Normalindtjeningsmodellen er velegnet i tilfælde, hvor pengestrømme antages at være stabile og kun påvirket af få reguleringer. Den er let at anvende og giver hurtigt et resultat af ejendommens værdi. Simpliciteten indebærer samtidig en risiko for, at relevante forhold såsom udviklingspotentiale, fremtidige vedligeholdelsesarbejder og udsving i markedsløjen ikke indregnes tilstrækkeligt.

Anvendelsen af DCF-metoden i samme case demonstrerede en højere præcision, idet modellen tillader detaljeret budgettering af fremtidige pengestrømme samt særskilt behandling af terminalperioden. Især for investeringsejendomme med planlagt udvikling, renovering eller forventede ændringer i lejeindtægter, som det er tilfældet for Aalborg Byinvest ApS. Modellen giver et mere nuanceret billede af den potentielle fremtidige værdiskabelse, men kræver til gengæld et større datagrundlag og flere forudsætninger, hvilket øger kompleksiteten.

Analysen af casen bekræfter, at valget af model bør vurderes ud fra den konkrete ejendom. For ejendomme med simple og stabile forhold kan normalindtjeningsmodellen være tilstrækkelig og effektiv. I tilfælde med flere variable og fremtidige ændringer, som ved Aalborg Byinvest ApS, er DCF-metoden mere egnet til at afspejle den reelle markedsværdi.

Kapitel 5

5.1 Konklusion

Først og fremmest kan det konstateres, at årsregnskabsloven indeholder specifikke krav til indregning og måling af investeringsejendomme. Disse krav udspringer af princippet om et retvisende billede jf. ÅRL § 11, som understøttes af en begrebsramme. Investeringsejendomme kan indregnes til enten kostpris eller dagsværdi, hvoraf sidstnævnte metode anvendes mest, idet den bedre afspejler markedsforholdene og derved den faktiske værdi. Årsregnskabsloven suppleres af IFRS standarder, da bestemmelserne i ÅRL ikke er fyldestgørende i forhold til den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme.

Analysen af værdiansættelsesmetoder har identificeret to anerkendte modeller: Normalindtjeningsmodellen og DCF-metoden. Normalindtjeningsmodellen er præget af sin enkelhed og anvendes hyppigt i tilfælde med stabile pengestrømme. Modellen kræver få input og giver et hurtigt overblik, men er begrænset i forhold til at inddrage udviklingspotentiale og fremtidige risici. DCF-metoden tillader en mere detaljeret budgettering og en højere grad af præcision, men kræver til gengæld et omfattende datagrundlag og kvalificerede skøn.

Usikkerhederne ved måling af dagsværdi er væsentlige, særligt fordi modellerne i vid udstrækning er afhængige af skønsmæssige forudsætninger såsom forrentningskrav, inflationsforventninger, tomgangsprocenter og fremtidige lejeindtægter. Følsomhedsanalyser har vist, at selv små ændringer i disse variabler kan medføre betydelige udsving i den beregnede dagsværdi. Derfor er det essentielt, at virksomheder dokumenterer deres antagelser og kommunikerer dem i årsrapporten. Det sikrer ikke blot et retvisende billede, men også øget tillid fra regnskabsbrugere.

Sammenligningen med tre af Danmarks største børsnoterede ejendomsselskaber viser, at alle benytter sig af afkastbaserede modeller. Dertil indeholder årsrapporterne nøje redegørelser for modellens inputs og dermed datagrundlaget. Alle tre selskaber anvender følsomhedsanalyser for at øge gennemsigtigheden i årsrapporten og herved værdiansættelsen.

Casen om Aalborg Byinvest ApS efterprøver anvendelsen af modellerne i praksis. Her demonstreres det, hvordan normalindtjeningsmodellen og DCF-metoden hver især bidrager til værdiansættelsen. Det kan konkluderes, at for en nystartet virksomhed som Aalborg Byinvest ApS med forventede ændringer i lejeindtægter og fremtidige større vedligeholdelsesarbejder, er DCF-metoden den mest retvisende tilgang. Dette skyldes, at modellen tager højde for fremtidige begivenheder og muliggør en præcis estimering af værdien over tid.

Litteraturliste

Andersen, I., 2019. *Den skinbarlige virkelighed*. 6 red. Frederiksberg: Samfundslitteratur.

Den danske ordbog, 2025. *ordnet.dk*. [Online]

Available at: <https://ordnet.dk/ddo/ordbog?query=diskontere>

[Senest hentet eller vist den 13 04 2025].

EDC, 2025. *Market Update Q4 2024*, Indhentet på hjemmeside:

<https://kampagne.edc.dk/marketupdate/>.

Erhvervsstyrelsen, 2023. *Erhvervsstyrelsen.dk*. [Online]

Available at: <https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-maaling-af-investeringsejendomme-til-dagsvaerdi-efter-aarsregnskabsloven>

[Senest hentet eller vist den 07 04 2025].

Erhvervsstyrelsen, 2024. *erhvervsstyrelsen.dk*. [Online]

Available at: <https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-regnskabskrav-til-klasse-a-virksomheder#:~:text=Virksomheder%20i%20regnskabsklasse%20A%20er%20ikke%20omfattet%20af%20detaljerede%20krav,lovens%20regler%20for%20regnskabsklasse%20B.>

[Senest hentet eller vist den 01 04 2025].

EY, 2025. *Indsigt i årsregnskabsloven 2024/25*. 11 red. Frederiksberg: EY Danmark A/S.

IFRS, 2025. *IAS 40 Investment Property*. [Online]

Available at: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-40-investment-property/>

[Senest hentet eller vist den 7 April 2025].

Jeudan A/S, 2024. *Jeudan A/S - Årsrapport*, s.l.: CVR - Det Centrale Virksomhedsregister.

Jeudan A/S, 2025. *Jeudan.dk*. [Online]

Available at: https://www.jeudan.dk/om-jeudan?_gl=1*bouzgx*_up*MQ..*_gs*MQ..&gclid=Cj0KCQjwrPHABhCIARIsAFW2XBN958XAfk14HtHgCje7tBM1UYaV33Yh-SUU0i90-U9ZTb3tkLCF1vEaAqTdEALw_wcB&gbraid=0AAAAADsGUr8GPEL-5TbRR6yD6UDMKm0e9

[Senest hentet eller vist den 25 04 2025].

Nationalbanken, 2025. *nationalbanken.dk*. [Online]

Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da/ofte-stillede-spoergsmaal/spoergsmaal-om-inflation#:~:text=Et%20af%20Nationalbankens%20overordnede%20form%C3%A5l,p%C3%A5%20mellemlangt%20sigt>

[Senest hentet eller vist den 02 05 2025].

Norcials, 2025. *Nordicals Marketforesight 2025 Q1*, Indhentet på hjemmeside:

<https://nordicals.dk/foresight/markedssrapporter/>.

Park Street A/S, 2024. *Park Street A/S - Årsrapport*, s.l.: CVR - Det Centrale Virksomhedsregister.

Park Street A/S, 2025. *psnas.com*. [Online]

Available at: <https://www.psnas.com/index.php/da/home-dn/>

[Senest hentet eller vist den 28 04 2025].

Prime Office A/S, 2024. *Prime Office A/S - Årsrapport*, s.l.: CVR - Det Centrale Virksomhedsregister.

Prime Office A/S, 2025. *primeoffice.dk*. [Online]

Available at: <https://primeoffice.dk/om-prime-office/>

[Senest hentet eller vist den 26 04 2025].

Property Advice, u.d. *Property Advice*. [Online]

Available at: <https://www.propertyadvice.dk/nyheder-og-indsigter/vaerdiansaettelse-af-investeringsejendomme>

[Senest hentet eller vist den 14 04 2025].

PwC, 2025. *Regnskabshåndbogen*. Hellerup: PWC STATS AUTORISERET REVISIONS ANPARTS SELSKAB.

Redmark, 2024. *Redmark.dk*. [Online]

Available at: <https://redmark.dk/indregning-af-investeringsejendomme-i-aarsrapporten/>

[Senest hentet eller vist den 11 04 2025].

Retsinformation - Årsregnskabsloven, 2025. *retsinformation.dk*. [Online]

Available at: <https://www.retsinformation.dk/eli/lt/2022/1441>

[Senest hentet eller vist den 11 05 2025].

SaxoBank, 2025. *home.saxo*. [Online]

Available at: https://www.home.saxo/da-dk?wtkw=saxoinvestor&cmpid=ppc_google_21369010252_163622279415&gad_source=1&gad_campaignid=21369010252&gbraid=0AAAAAD4GUnGQ0rF78RqdONTMRbsABK_CH&gclid=CjwKCAjwiczABhBZEiwAEbTPGLQ35zZBkler1CWGqL0cEWJVad_GCVA5LjSMh3PQyxJeKohNT29UzRo

[Senest hentet eller vist den 15 04 2025].

Undervisning: Ekstern Regnskab, 2024. *PowerPoint Dag 1, lektion 7-8*, Aalborg: Aalborg Universitet.

Vurderingsstyrelsen, 2024. *Vurderingsportalen*. [Online]

Available at: <https://www.vurderingsportalen.dk/ejrbolig/boligskat/forstaa-din-boligskat/grundskyld/kommunale-grundskyldspromiller-fra-2024-til-2028/>

[Senest hentet eller vist den 10 04 2025].

Bilagsoversigt

Bilag 1 – Opgørelse af lejeindtægter

Butik i gågaden								
Kilde	Adresse	Årlig Leje	Størrelse m2	Leje pr. m2	Gns. Årlig Leje pr. m2	Ejendom fra Case	M2	Årlig leje
Colliers	Bredgade 1B, St.	658.900,00	343	1.920,99	2.310	Butik 1	225	519.740
Colliers	Gravensgade 10, St.	793.600,00	673	1.179,20		Butik 2	225	519.740
Colliers	Østerågade 5, St. Tv.	715.400,00	267	2.679,40		Kontor 1	100	99.205
Colliers	Østerågade 17, St. Th.	477.750,00	126	3.791,67		Kontor 2	100	99.205
Colliers	Nørregade 1, St.	294.800,00	149	1.978,52		Kontor 3	100	99.205
						Kontor 4	100	99.205
						Total lejeindtægt		1.436.300
Kontor i gågaden								
Kilde	Adresse	Årlig Leje	Størrelse m2	Leje pr. m2	Gns. Årlig Leje pr. m2			
Colliers	Bispensgade 15, 1.	208.465,00	181	1.151,74	992			
Nordicals	Adelgade 12, 1.	188.450,00	175	1.076,86				
EDC	Bispensgade 22, 1.	198.000,00	272	727,94				
EDC	Boulevarden 30, 4.	294.760,00	296	995,81				
EDC	Maren Turis Gade 2	308.415,00	306	1.007,89				

Bilag 2 – Nordicals markedsrapport

AKTUEL NETTOLEJE AALBORG			
BOLIG Primær leje pr. kvm.	KONTOR Primær leje pr. kvm.	DETAIL Primær leje pr. kvm.	INDUSTRI Primær leje pr. kvm.
1.475 kr.	1.200 kr.	3.200 kr.	475 kr.

Kontor

AFKAST									
FORRETNINGER		PROGNOSE	4. kvartal 2024	3. kvartal 2024	2. kvartal 2024	1. kvartal 2024	4. kvartal 2023	3. kvartal 2023	2. kvartal 2023
HILLERØD	PRIMÆR	→	6,75	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,50
	SEKUNDÆR	→	7,50	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,50
KØBENHAVN	PRIMÆR	→	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75
	SEKUNDÆR	→	4,75	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,25
ROSKILDE	PRIMÆR	→	6,25	6,25	6,25	6,00	6,00	5,50	5,25
	SEKUNDÆR	→	8,75	8,75	8,75	8,75	8,75	8,50	8,50
KØGE	PRIMÆR	→	6,25	6,25	6,25	6,00	6,00	5,50	5,25
	SEKUNDÆR	→	8,75	8,75	8,75	8,75	8,75	8,50	8,50
NÆSTVED	PRIMÆR	→	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,00	7,00
	SEKUNDÆR	→	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50
SLAGELSE	PRIMÆR	→	6,75	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
	SEKUNDÆR	→	8,50	8,50	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25
ODENSE	PRIMÆR	→	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50	6,00
	SEKUNDÆR	→	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
SVENDBORG	PRIMÆR	→	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,50
	SEKUNDÆR	→	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,25
SØNDERBORG	PRIMÆR	→	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25
	SEKUNDÆR	→	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75
HADERSLEV	PRIMÆR	→	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,25
	SEKUNDÆR	→	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75
ESBJERG	PRIMÆR	→	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,00
	SEKUNDÆR	→	9,75	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50
KOLDING	PRIMÆR	→	6,50	6,50	6,50	6,00	6,00	6,00	5,75
	SEKUNDÆR	→	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,75
VEJLE	PRIMÆR	→	6,50	6,50	6,50	6,00	6,00	6,00	5,75
	SEKUNDÆR	→	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,75
HORSSENS	PRIMÆR	→	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
	SEKUNDÆR	→	8,00	8,00	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
HERNING	PRIMÆR	→	7,75	7,75	7,75	7,50	7,25	7,00	7,00
	SEKUNDÆR	→	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
SILKEBORG	PRIMÆR	→	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
	SEKUNDÆR	→	7,50	7,25	7,25	7,00	7,00	7,00	7,00
AARHUS	PRIMÆR	→	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
	SEKUNDÆR	→	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	5,75
RANDERS	PRIMÆR	→	7,25	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
	SEKUNDÆR	→	8,50	8,25	8,25	8,00	8,00	8,00	8,00
VIBORG	PRIMÆR	→	7,00	7,00	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75
	SEKUNDÆR	→	8,25	8,25	8,25	8,00	8,00	8,00	8,00
HOLSTEBRO	PRIMÆR	→	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
	SEKUNDÆR	→	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
AALBORG	PRIMÆR	→	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
	SEKUNDÆR	→	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
FREDERIKSHAVN	PRIMÆR	→	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25	7,00	7,00
	SEKUNDÆR	→	9,50	9,50	9,50	9,50	9,25	9,00	9,00

TOMGANG %								
FORRETNINGER		4. kvartal 2024	3. kvartal 2024	2. kvartal 2024	1. kvartal 2024	4. kvartal 2023	3. kvartal 2023	2. kvartal 2023
HILLERØD		4,50	4,50	5,10	5,40	4,80	4,00	3,30
KØBENHAVN		7,40	6,60	6,90	6,50	6,30	6,10	5,80
ROSKILDE		3,50	3,80	2,90	3,00	3,20	3,50	3,50
NÆSTVED		4,00	4,00	4,00	4,00	4,30	3,70	3,30
SLAGELSE		4,00	4,00	4,00	4,00	4,30	3,70	3,30
ODENSE		8,70	7,30	8,60	8,50	7,50	8,00	7,30
SVENDBORG		6,80	6,10	6,70	6,30	5,60	5,60	5,10
SØNDERBORG		5,40	5,40	5,00	4,80	4,70	4,70	4,90
HADERSLEV		5,40	5,40	5,00	4,80	4,70	4,70	4,90
ESBJERG		5,40	5,40	5,00	4,80	4,70	4,70	4,90
KOLDING		5,40	5,40	5,00	4,80	4,70	4,70	4,90
VEJLE		5,40	5,40	5,00	4,80	4,70	4,70	4,90
HORSSENS		7,20	7,00	7,00	6,30	6,70	6,10	6,00
HERNING		2,60	2,60	2,30	1,80	1,90	2,00	2,20
SILKEBORG		7,20	7,00	7,00	6,30	6,70	6,10	6,00
AARHUS		7,80	7,50	7,30	6,50	6,60	6,20	6,00
RANDERS		7,20	7,00	7,00	6,30	6,70	6,10	6,00
VIBORG		2,60	2,60	2,30	1,80	1,90	2,10	2,20
HOLSTEBRO		2,60	2,60	2,30	1,80	1,90	2,10	2,20
AALBORG		6,20	5,20	4,30	4,30	4,10	4,20	4,20
FREDERIKSHAVN		4,60	4,30	3,80	3,80	3,60	3,70	3,70

Detail

AFKAST									
FORRETNINGER		PROGNOSE	4. kvartal 2024	3. kvartal 2024	2. kvartal 2024	1. kvartal 2024	4. kvartal 2023	3. kvartal 2023	2. kvartal 2023
HILLERØD	PRIMÆR	→	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
	SEKUNDÆR	→	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
KØBENHAVN (stræget)	PRIMÆR	→	4,50	4,50	4,25	4,25	4,25	4,00	3,75
	SEKUNDÆR	→	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00	4,75	4,75
KØBENHAVN (kvarter hoved-handelsgader)	PRIMÆR	→	5,00	5,00	5,00	5,00	4,75	4,75	4,75
	SEKUNDÆR	→	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,75	5,75
ROSKILDE	PRIMÆR	↗	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
	SEKUNDÆR	↗	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,25	8,00
KØGE	PRIMÆR	↗	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
	SEKUNDÆR	↗	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,25	8,00
NÆSTVED	PRIMÆR	→	7,50	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25
	SEKUNDÆR	→	8,75	8,75	8,75	8,75	8,50	8,50	8,50
SLAGELSE	PRIMÆR	→	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50
	SEKUNDÆR	→	8,50	8,50	8,25	8,25	8,25	8,25	8,00
ODENSE	PRIMÆR	→	6,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25
	SEKUNDÆR	→	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
SVENDBORG	PRIMÆR	↗	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50
	SEKUNDÆR	↗	8,00	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25
SØNDERBORG	PRIMÆR	→	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
	SEKUNDÆR	→	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50
HADERSLEV	PRIMÆR	→	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50
	SEKUNDÆR	→	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75
ESBJERG	PRIMÆR	↗	8,50	8,50	8,50	8,50	8,25	8,25	8,00
	SEKUNDÆR	↗	10,00	10,00	10,00	10,00	9,75	9,75	9,50
KOLDING	PRIMÆR	→	7,50	7,50	7,50	7,00	7,00	7,00	7,00
	SEKUNDÆR	→	8,00	8,00	8,00	7,50	7,50	7,50	7,50
VEJLE	PRIMÆR	→	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
	SEKUNDÆR	→	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
HORSENS	PRIMÆR	→	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
	SEKUNDÆR	→	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
HERNING	PRIMÆR	→	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75
	SEKUNDÆR	→	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
SILKEBORG	PRIMÆR	↗	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,25
	SEKUNDÆR	↗	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,75	7,75
AARHUS	PRIMÆR	→	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
	SEKUNDÆR	→	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,75	5,75
RANDERS	PRIMÆR	→	8,00	8,00	8,00	7,50	7,50	8,00	8,00
	SEKUNDÆR	→	9,00	9,00	9,00	8,50	8,50	9,00	9,00
VIBORG	PRIMÆR	→	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
	SEKUNDÆR	→	9,00	9,25	9,25	9,00	8,75	8,75	8,75
HOLSTEBRO	PRIMÆR	→	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
	SEKUNDÆR	→	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
AALBORG	PRIMÆR	→	6,25	6,25	6,25	6,25	6,00	6,00	5,75
	SEKUNDÆR	→	7,75	7,75	7,75	7,75	7,50	7,50	7,25
FREDERIKSHAVN	PRIMÆR	→	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,75	7,75
	SEKUNDÆR	→	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	9,25	9,25

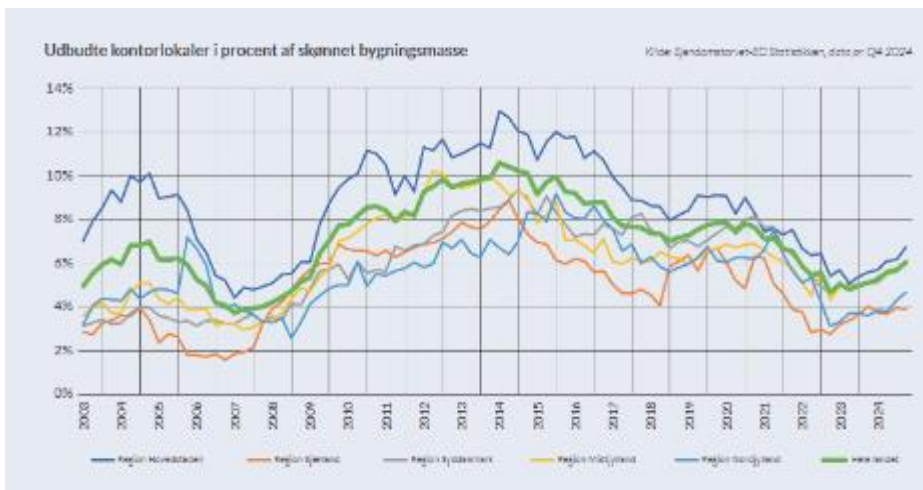
TOMGANG %								
FORRETNINGER	4. kvartal 2024	3. kvartal 2024	2. kvartal 2024	1. kvartal 2024	4. kvartal 2023	3. kvartal 2023	2. kvartal 2023	
HILLERØD	3,20	2,60	2,90	2,90	2,70	3,50	2,80	
KØBENHAVN	3,30	3,20	3,10	3,00	3,20	3,30	3,00	
ROSKILDE	4,00	4,20	4,30	4,30	3,80	4,40	4,60	
NÆSTVED	3,30	3,20	3,00	3,10	2,90	3,00	3,10	
SLAGELSE	3,30	3,20	3,00	3,10	2,90	3,00	3,10	
ODENSE	4,60	4,80	5,30	5,40	5,10	5,10	4,60	
SVENDBORG	3,30	3,20	3,40	3,70	3,60	3,50	3,30	
SØNDERBORG	4,00	3,80	3,70	3,60	3,60	3,80	3,50	
HADERSLEV	4,00	3,80	3,70	3,60	3,60	3,80	3,50	
ESBJERG	4,00	3,80	3,70	3,60	3,60	3,80	3,50	
KOLDING	4,00	3,80	3,70	3,60	3,60	3,80	3,50	
VEJLE	4,00	3,80	3,70	3,60	3,60	3,80	3,50	
HORSENS	3,00	3,20	3,10	3,10	3,10	3,10	2,70	
HERNING	2,70	2,70	2,70	2,60	2,60	2,40	2,70	
SILKEBORG	3,00	3,20	3,10	3,10	3,10	3,10	2,70	
AARHUS	3,30	2,80	3,00	3,10	3,00	3,00	2,70	
RANDERS	3,00	3,20	3,10	3,10	3,10	3,10	2,70	
VIBORG	2,70	2,70	2,70	2,60	2,60	2,40	2,70	
HOLSTEBRO	2,70	2,70	2,70	2,60	2,60	2,40	2,70	
AALBORG	2,40	2,20	2,40	2,30	2,30	2,30	1,90	
FREDERIKSHAVN	3,40	3,00	2,90	3,10	2,80	2,70	2,60	

Bilag 3 – EDC markedsrapport

Kontor

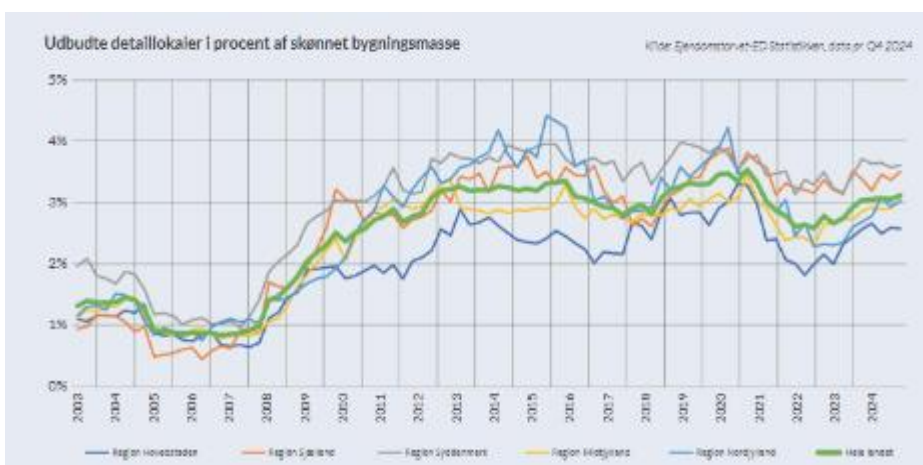
Nordjylland	Aalborg	Afkastkrav i %	5,75%	6,50%	7,50%	→
		Årlig markedsleje i kr./m ²	1.300 kr.	900 kr.	600 kr.	→
	Hjørring	Afkastkrav i %	7,00%	8,00%	11,00%	→
		Årlig markedsleje i kr./m ²	1.000 kr.	650 kr.	400 kr.	→
	Frederikshavn	Afkastkrav i %	7,50%	8,50%	11,00%	→
		Årlig markedsleje i kr./m ²	850 kr.	500 kr.	350 kr.	→

Kilde: EDC ErhvervsData NV



Detail

Nordjylland	Aalborg	Afkastkrav i %	6,25%	7,50%	8,75%	→
		Årlig markedsleje i kr./m ²	4.000 kr.	1.800 kr.	900 kr.	→
	Hjørring	Afkastkrav i %	7,50%	8,50%	10,50%	→
		Årlig markedsleje i kr./m ²	1.400 kr.	750 kr.	400 kr.	→
	Frederikshavn	Afkastkrav i %	8,00%	9,00%	10,50%	→
		Årlig markedsleje i kr./m ²	1.200 kr.	700 kr.	375 kr.	→



Bilag 4 – Markedsleje, forrentningskrav, tomgang

	Nordicals	EDC	Gennemsnit	Faktisk leje	Afvigelse
Kontor					
Leje pr. kvm	1.200,00	1.300,00	1.250,00	992	-21%
Forrentningskrav	5,75%	5,75%	5,75%		
Tomgang	5,00%	4,13%	4,56%		
Detail					
Leje pr. kvm	3.200,00	4.000,00	3.600,00	2.310	-36%
Forrentningskrav	6,25%	6,25%	6,25%		
Tomgang	2,33%	3,10%	2,71%		
Total					
Forrentningskrav			6,00%		
Tomgang			3,64%		
Ejendom fra Case					
	M2	Leje pr. M2	Årlig leje		
Butik 1	225	3.600,00	810.000		
Butik 2	225	3.600,00	810.000		
Kontor 1	100	1.250,00	125.000		
Kontor 2	100	1.250,00	125.000		
Kontor 3	100	1.250,00	125.000		
Kontor 4	100	1.250,00	125.000		
Total lejeindtægt			2.120.000		

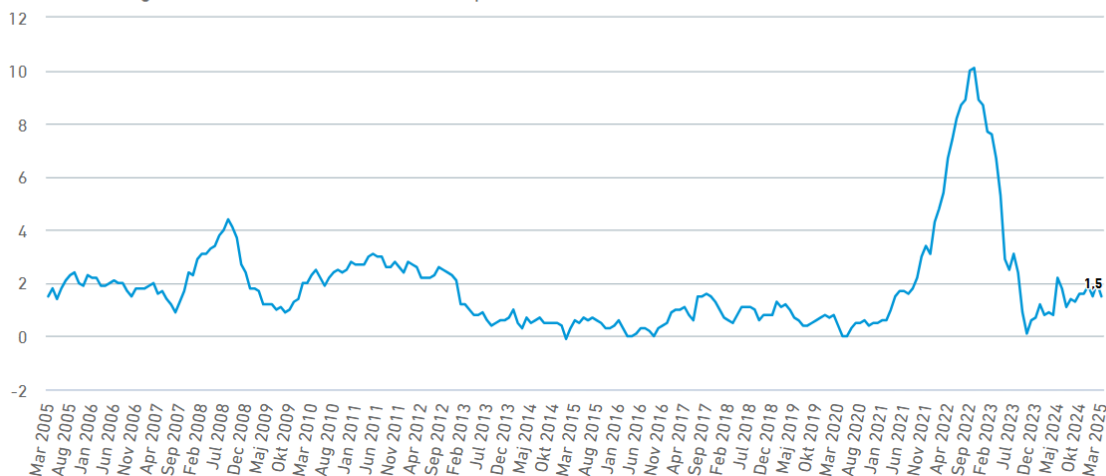
Bilag 5 – Inflationen i Danmark

Inflationen i Danmark

Her kan du se udviklingen i inflationen de seneste 20 år. Grafen viser den procentvise ændring i forbrugerprisindekset sammenlignet med samme måned året før.

Forbrugerprisindeks, ændring i forhold til samme måned året før

Enhed: Ændring i forhold til samme måned året før (pct.):



Bilag 6 – Værdiansættelse (Normalindtjeningsmodellen)

Værdiansættelse - Normalindtjeningsmodellen				Ejendommen	
	Kontor	Detail	Total	Kostpris	28.000.000,00
Lejeindtægter	396.819	1.039.480	1.436.300	Grund	5.600.000,00
Regulering til anslået markedsleje	103.181	580.520	683.700		
Årlige lejeindtægter	500.000	1.620.000	2.120.000	Antal lejemål	
Ejendomsskat	19.501	21.939	41.440	Kontor	4
Forsikringer	21.647	24.353	46.000	Detail	2
El, vand og varme	30.588	34.412	65.000		6
Kloak og renovation	7.059	7.941	15.000	Antal kvm	
Administrationshonorar	14.000	7.000	21.000	Kontor	400
Vedligeholdelsesudgifter	46.000	51.750	97.750	Detail	450
Årlige ejendomsudgifter	138.795	147.395	286.190		850
Nettoresultat	361.205	1.472.605	1.833.810		
Forrentningskravet	5,75%	6,25%			6%
Normalindtjeningsmodellen	Kontor	Detail	Total		
Dagsværdi	6.281.821	23.561.685	29.843.506		
Bogført værdi			28.000.000		
Årets værdiregulering			1.843.506		

Bilag 7 – Følsomhedsanalyse (Normalindtjeningsmodellen)

Følsomhedsberegninger:	Kontor	Detail	Total	Forskel
Forrentningsprocenter (-0,25%)	5,50%	6,00%		
Dagsværdi	6.567.358	24.543.422	31.110.780	
				1.267.274
Forrentningsprocenter	5,75%	6,25%		
Dagsværdi	6.281.821	23.561.685	29.843.506	
				-1.167.961
Forrentningsprocenter (+0,25%)	6,00%	6,50%		
Dagsværdi	6.020.078	22.655.466	28.675.544	

Bilag 8 – Værdiansættelse (DCF-metoden)

Værdiansættelse - DCF-metoden						
Forrentningskravet	6,00%					
Inflation / Terminalvækst	2,00%					
Diskonteringsfaktor	8,00%					
	1	2	3	4	5	Terminalperiode
	<i>Budget</i>	<i>Budget</i>	<i>Budget</i>	<i>Budget</i>	<i>Budget</i>	5+
	2025	2026	2027	2028	2029	
Årlige lejeindtægter	2.120.000	2.162.400	2.205.648	2.249.761	2.294.756	2.340.651
Tomgang	0	-45.518	-46.428	-47.357	-49.270	0
Lejeindtægter	2.120.000	2.116.882	2.159.220	2.202.404	2.245.486	2.340.651
Årlige ejendomsudgifter	-286.190	-289.052	-291.942	-294.862	-297.810	-300.789
Ekstraordinære ejendomsudgifter	0	0	0	0	-250.000	0
Ejendomsudgifter	-286.190	-289.052	-291.942	-294.862	-547.810	-300.789
Cashflow	1.833.810	1.827.830	1.867.278	1.907.543	1.697.676	2.039.863
Nutidsværdi af cash flow	1.697.972	1.567.070	1.482.305	1.402.101	1.155.410	33.997.712
						<i>Terminalværdi</i>
DCF-metoden						
Nutidsværdi af budgetperiodens cash flow	7.304.858					
Nutidsværdi af cash flow efter budgetperioden	23.138.272					
Dagsværdi af investeringsejendom	30.443.130					
Bogført værdi	28.000.000					
Årets værdiregulering	2.443.130					

Bilag 9 – Tomgang

		1	2	3	4	5
Ejendom fra Case	Kvm.					
Butik 1	225	561.176	572.400	583.848	595.525	607.435
Butik 2	225	561.176	572.400	583.848	595.525	607.435
		1.122.353	1.144.800	1.167.696	1.191.050	1.214.871
Tomgang		2,71%	2,71%	2,71%	2,71%	2,71%
		30.444	31.053	31.674	32.307	32.953
Kontor 1	100	249.412	254.400	259.488	264.678	269.971
Kontor 2	100	249.412	254.400	259.488	264.678	269.971
Kontor 3	100	249.412	254.400	259.488	264.678	269.971
Kontor 4	100	249.412	254.400	259.488	264.678	269.971
	850	997.647	1.017.600	1.037.952	1.058.711	1.079.885
Tomgang		4,56%	4,56%	4,56%	4,56%	4,56%
		45.517,65	46.428,00	47.356,56	48.303,69	49.269,77

Bilag 10 – Følsomhedsanalyse (DCF-metoden)

Følsomhedsberegninger:					
Vækst efter budgetperiode	Diskonteringfaktor				
	7,50%	7,75%	8,00%	8,25%	8,50%
-0,50%	31.034.343	29.873.163	28.663.262	27.588.221	26.590.199
-0,25%	32.063.969	30.809.481	29.517.599	28.370.181	27.307.978
0%	33.187.198	31.827.218	30.443.130	29.214.697	28.080.970
0,25%	34.417.400	32.937.476	31.449.141	30.129.590	28.915.802
0,50%	35.770.623	34.153.473	32.546.609	31.124.038	29.820.203
Hjælpeberegninger til følsomhedsanalyse:					
Nutidsværdi af cash flow:	1	2	3	4	5
NV af cash flow, diskont - 0,25%	1.701.912	1.574.350	1.492.647	1.415.159	1.168.876
NV af cash flow, diskont - 0,50%	1.705.870	1.581.681	1.503.085	1.428.369	1.182.531
NV af cash flow, diskont + 0,25%	1.694.051	1.559.840	1.472.059	1.389.193	1.142.129
NV af cash flow, diskont + 0,50%	1.690.147	1.552.660	1.461.907	1.376.434	1.129.032

Bilag 11 – Sammenligning af modeller

	Normalindtjening	DCF
Kostpris 1. januar	0	0
Tilgang i årets løb	28.000.000	28.000.000
Kostpris 31. december	28.000.000	28.000.000
Værdireguleringer 1. januar	0	0
Årets værdireguleringer	1.843.506	2.443.130
Værdireguleringer 31. december	1.843.506	2.443.130
Regnskabsmæssig værdi 31. december	29.843.506	30.443.130
<i>Forskel</i>		<i>599.624</i>