

Afgangsprojekt HD(R) Aalborg

Ejendomsbranchens påvirkning af ESG



Gruppe 35:

Andreas Nyeng Kær

studienr. 20242727

Camilla Fønss Jensen

studienr. 20221903

Emilie Athena Haugaard B. Pedersen

studienr. 20172873

Vejleder:

Peter Nørrevang

Aalborg Universitet

Maj 2026

Indholdsfortegnelse

Executive summary	4
Indledning	5
Afgrænsning	7
Videnskabsteori, metode og empiri	8
Den kvalitative metode	8
Det komparative casedesign	8
Reliabilitet og validitet	9
Projektets empiriske grundlag	10
Metodiske og empiriske begrænsninger	10
Teoriafsnit	12
Hvad er ESG?	12
ESG's relevans for ejendomsbranchen	13
Environmental (E) i ejendomsbranchen	13
Social (S) i ejendomsbranchen	14
Governance (G) i ejendomsbranchen	15
Opsummering	16
Den nuværende lovgivning om bæredygtighedsrapportering	16
De nuværende oplysningskrav om investeringsejendomme	18
Definition, klassifikation og måling af investeringsejendomme	18
De nuværende oplysningskrav	19
Fraværet af ESG i de nuværende oplysningskrav	20
Indregning og måling af investeringsejendomme	21
Kostpris eller dagsværdi	22
Værdiansættelsesmodeller	23
Den afkastbaserede model	24
DCF-modellen	25
Opsummering	26
Dataindsamling	27
Limfjorden Invest ApS	27
Generel information om virksomheden	27
Datagrundlag for grøn og ikke-grøn ejendom	28
Definition af primær og sekundær	28
Case 1: Den grønne ejendom (primær)	28
Case 2: Den ikke-grønne ejendom (sekundær)	29

Analyse.....	30
Den afkastbaserede model.....	30
Den grønne ejendom:.....	30
Den ikke-grønne ejendom:.....	31
Delkonklusion på beregningen.....	31
Analyse af forskellene.....	32
Hvordan påvirker ESG værdien af ejendommene?.....	33
Den afkastbaserede model i lyset af ESG.....	34
DCF modellen.....	35
De forskellige trin i DCF-modellen.....	35
Budgetperiodens længde.....	36
Inflation.....	36
Diskonteringsrente og fastsættelsen heraf.....	37
Det frie cash flow.....	37
Tilbagediskontering af det frie cash flow.....	39
Fastsættelse af ejendommenes terminalværdi.....	40
Tilbagediskontering af terminalværdien.....	41
Beregningen af dagsværdien.....	41
Hvordan bliver ejendommenes værdi påvirket af ESG?.....	42
DCF-modellen i lyset af ESG.....	44
Diskussion.....	45
Sammenligning af den afkastbaserede model og DCF modellen.....	45
Er ESG blevet nøglen til fremtidens ejendomsværdi?.....	46
Konklusion.....	50
Perspektivering.....	51
Revisors rolle i et marked, hvor ESG bliver en værdidriver.....	51
Litteraturliste.....	54

Executive summary

This project focuses on the increasing usage of ESG factors, and how they may affect the valuation of investment properties. Furthermore it focuses on, whether or not the end user of property corporations annual reports are provided with sufficient information, when it comes to the valuation of these.

In recent years, it stands clearly that properties with higher ESG profiles require a lower return on investment, and are in higher demand from tenants, compared to properties with lower ESG profiles, which are at risk of their value dropping, due to them potentially getting classified as a “stranded asset”. These changes are raising questions, in regard to how these ESG factors are incorporated in valuation models and financial disclosures.

The analysis focuses on two of the most commonly used valuations models; the income-based model and the discounted cash flow model. While the income-based model is very simple in its usage, it isn't the best at prospecting and incorporating possible future changes, due to its simplicity. On the contrary, the discounted cash flow model allows for more dynamic situations, as it allows this exact prospecting and incorporation of future expenses etc.

To back the claims in the analysis, we conducted a case study, with two hypothetical but realistic investment properties. These properties were set to be identical in size and location, but were on each side of the spectrum of the ESG profiles. One property was deemed as a “green” property, and the other was deemed as “non-green”. These were each tested in both valuation models, to make the differences stand out, both in terms of value, but also in terms of how much you could change the input factors in each model, to best suit it for containing the necessary information in terms of ESG factors.

Additionally, there was identified a gap in current reporting standards and practice, in terms of requirements to inform about certain details, hereby specifically focusing on ESG factors. There are currently very few types of companies that are legally obligated to state anything about these, which leaves a huge gap for possible misinformation. This is due to the fact that whilst looking at two different annual reports, you may be informed about the current valuation, however there is no way of telling whether certain things are accounted for, which may not be standard practice, and therefore those two annual reports disclosed valuations may be based on different factors, which only the owners and their accountants know about.

The project concludes that the discounted cash flow model has a better structure, in terms of incorporating ESG factors. Furthermore it concludes that the end users of the annual reports don't necessarily have the required information needed, in terms of how the properties are valued.

Indledning

I de senere år har ejendomsmarkedet gennemgået en markant udvikling, hvor bæredygtighed ikke længere blot udgør et mindre hensyn, men i stigende grad er blevet et centralt parameter i økonomiske nøgletal (Nordicals & NRGI, 2025). Flere markedsrapporter – blandt andet fra Nordicals, NRGI og Colliers – viser, at ejendomme med stærke ESG-profiler i stigende grad handles til lavere afkastkrav, mens ejendomme med dårlig energiklasse risikerer at miste værdi over tid og blive såkaldte “stranded assets” (Nordicals, 2026a; Nordicals 2026b; Nordicals & NRGI, 2025). Denne udvikling peger på, at ESG ikke blot er et politisk hensyn, men et forhold der påvirker investorenes risikovurdering, ejendommens driftsøkonomi og den fremtidige efterspørgsel. Det er netop disse markedsobservationer, der danner grundlaget for vores nysgerrighed på emnet og gør os undrende i det omfang, at hvis ESG påvirker priserne i markedet, hvordan afspejles det så i virksomhedernes værdiansættelser at netop disse ejendomme og den dertilhørende rapportering?

Traditionelt har værdiansættelsen af investeringsejendomme været baseret på to centrale modeller: den afkastbaserede model og DCF-modellen (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 23). Den afkastbaserede model er pr definition mere enkel og markedsorienteret, fordi værdien beregnes som et forhold mellem ejendommens nettoleje og et afkastkrav, der afspejler markedets forventninger (ibid. s. 25). Modellen er udbredt, men dens statiske perspektiv kan gøre det vanskeligt at indarbejde langsigtede ændringer og/eller forventninger til driftsomkostninger, energirenoveringer eller ændrede efterspørgsel som følge af ESG-forhold. DCF-modellen er derimod mere detaljeret og bygger på forventede fremtidige cash flows (ibid. s. 27). Den kan således give mulighed for at indregne ændringer i huslejeniveau, tomgang, driftsomkostninger og energiforbedringer. Til gengæld er modellen mere følsom over for antagelser og kræver et højere niveau af dokumentation og gennemsigtighed.

Når ESG-faktorer i stigende grad påvirker både risiko og afkast, bliver spørgsmålet derfor, hvilken model der bedst kan håndtere disse forhold – og om virksomhederne faktisk anvender modellerne på en måde, der afspejler markedets udvikling. Samtidig opstår der en anden udfordring; nemlig den nuværende variation i oplysningskravene for både investeringsejendomme og ESG. Store virksomheder i regnskabsklasse D og visse C-stor er allerede omfattet af ESG-krav jf. ÅRL §99, mens virksomheder i regnskabsklasse B og C-mellem kun skal give de minimumsoplysninger,

årsregnskabsloven kræver. Det betyder, at regnskabslæseren i mange tilfælde ikke får indsigt i, om – og hvordan – ESG er indarbejdet i værdiansættelsen af investeringsejendommene.

Selv hos de store virksomheder, hvor rapporteringen er mere omfattende, er det ikke nødvendigvis tydeligt, hvordan ESG-data kobles til de finansielle beregninger (BDO, 2026). Ofte præsenteres bæredygtighedsoplysninger i et særskilt afsnit, mens de økonomiske konsekvenser – eksempelvis ændrede cash flows, forventede investeringer eller justerede afkastkrav – ikke eksplicit fremgår af værdiansættelsen af investeringsejendommen (ibid.). Dermed kan manglende rapportering efterlade regnskabslæseren med et ufuldstændigt beslutningsgrundlag.

Markedets udvikling viser således tydeligt, at ESG ikke længere blot er en teoretisk betragtning, men et forhold der i stigende grad påvirker både investoradfærd og ejendommens økonomiske potentiale (Nordicals & NRGI, 2025). Markedets udvikling og de forskelle, der ses i virksomhedernes rapportering, gør det derfor relevant at undersøge, hvordan ESG konkret påvirker værdiansættelsen af investeringsejendomme, hvordan de forskellige værdiansættelsesmodeller håndterer divergerende ESG-faktorer, og om de oplysninger, virksomhederne giver, giver regnskabslæseren mulighed for at forstå de økonomiske konsekvenser.

På denne baggrund tager projektet udgangspunkt i følgende problemformulering:

Hvordan påvirker øget fokus på ESG værdiansættelsen af investeringsejendomme, når virksomheder anvender forskellige *værdiansættelsesmetoder* – og i hvilket omfang giver de tilhørende oplysninger et tilstrækkeligt beslutningsgrundlag for regnskabslæseren?

Underspørgsmål

Hvad er ESG, og hvilke konkrete ESG-faktorer er relevante, når man kigger på investeringsejendomme?

Hvilke værdiansættelsesmodeller anvendes typisk for investeringsejendomme, og hvordan kan de forskellige ESG-faktorer indarbejdes i metoderne?

Hvordan påvirker ESG-faktorer værdiansættelsen af investeringsejendomme?

I hvilket omfang giver virksomhedernes nuværende ESG-oplysninger et tilstrækkeligt beslutningsgrundlag for regnskabslæseren?

Hvordan kan virksomheder gennem udvidede noteoplysninger styrke transparensen og skabe en konkurrencemæssig fordel?

Afgrænsning

Projektet afgrænser sig til at undersøge, hvordan ESG-forhold påvirker den regnskabsmæssige værdiansættelse af investeringsejendomme efter årsregnskabsloven. Fokus er på de to mest anvendte værdiansættelsesmodeller, den afkastbaserede model og DCF-modellen, og projektet omfatter derfor ikke andre modeller.

Vi afgrænser endvidere ESG-begrebet til at omfatte de faktorer, der har direkte økonomisk betydning for investeringsejendomme, herunder energimærker, energieffektivitet, CO₂-udledning, fremtidige renoveringskrav og klimarelaterede risici. Det vil sige, at sociale og governance-relaterede forhold, der ikke har direkte indvirkning på ejendommens værdi, ikke behandles.

I projektet fokuserer vi alene på virksomheder i regnskabsklasse B og C-mellem, da disse udgør langt størstedelen af de danske virksomheder og da de ikke er omfattet af lovpligtige ESG-rapporteringskrav. Det er vores antagelse, at det er i netop disse regnskabsklasser, at der kan opstå et væsentligt informationsgab, fordi regnskabslæseren ikke nødvendigvis får indsigt i, om og hvordan ESG-forhold er indarbejdet i værdiansættelsen. Regnskabsklasse C-stor og D inddrages således kun i det omfang, de bidrager til at belyse forskelle i forskellige praksis.

Analysen omfatter desuden kun den regnskabsmæssige værdiansættelse og vi ser derfor ikke på skattemæssige værdier, finansieringsforhold, lånevilkår eller ejendomsudviklingsprojekter. Afslutningsvis baserer dette projekt sig på sekundære data i form af markedsrapporter, lovgivning og faglitteratur, og der gennemføres ikke interviews eller primær dataindsamling.

Videnskabsteori, metode og empiri

Projektet tager udgangspunkt i en pragmatisk videnskabsteoretisk tilgang (Andersen, 2013).

En pragmatisk tilgang er relevant, fordi værdiansættelse af investeringsejendomme i høj grad bygger på skøn, markedsforventninger og fortolkninger, og det er svært at argumentere for, at der findes én objektiv sandhed om en ejendoms værdi, særligt i lyset af problemstillingen i dette projekt. Som udgangspunkt påvirker ESG-forhold både risiko, afkastkrav og fremtidige cash flows, men effekterne er ofte usikre og afhænger af ledelsens forventninger. En pragmatisk tilgang er derfor relevant, da vi med den kan fokusere på, hvordan værdiansættelsesmodeller og ESG-data anvendes i praksis, og hvordan disse påvirker regnskabslæserens beslutningsgrundlag. (ibid.)

Den kvalitative metode

I vores projekt anvendes primært en kvalitativ metode. Valget af den kvalitative metode udspringer fra vores problemformulering, som sigter mod at forstå og forklare, hvordan ESG påvirker værdiansættelse af investeringsejendomme. Formålet med projektet er således ikke at kvantificere sammenhænge eller teste nogle hypoteser, men formålet er i stedet at analysere, hvordan ESG påvirker centrale parametre i værdiansættelsesmodellerne.

Den kvalitative metode giver os mulighed for at analysere mere dybdegående på de faktorer, der påvirker værdiansættelsen, og herudfra fortolke på effekterne. Dette er særligt relevant, fordi effekterne af ESG ikke kan måles entydigt og dermed kvantificeres. På den baggrund har vi valgt at bruge den kvalitative metode.

Det komparative casedesign

For at besvare vores problemformulering anvender vi et komparativt case-design, hvor vi har opstillet to fiktive ejendomme; én med høj ESG-profil og én med lav, som vi analyserer (Andersen & Burau, 2007: 256-257). Begge ejendomme værdiansættes efter henholdsvis den afkastbaserede model og DCF-modellen, men formålet er ikke at fastsætte en præcis markedsværdi, men det er i stedet at undersøge, hvilke parametre i modellerne der påvirkes af ESG-forhold, og hvordan justeringer i disse parametre kan ændre værdien.

Den afkastbaserede model anvendes til at illustrere, hvordan ændringer i afkastkrav og nettoleje påvirker værdien, mens DCF-modellen gør det muligt at analysere effekten af ændrede driftsomkostninger, investeringer i energiforbedringer, tomgangsrisiko og fremtidige cash flows. Ved at anvende begge modeller kan projektet belyse forskellene i deres evne til at håndtere ESG-relaterede risici og forventninger.

Formålet med at benytte det komparative casesdesign er at isolere de økonomiske betydninger af ESG i værdiansættelsen og skabe en direkte kobling mellem teori, markedsudvikling og den regnskabsmæssige praksis. Samtidig giver det et struktureret grundlag for at vurdere, om de oplysninger, virksomhederne giver i årsrapporten, er tilstrækkelige til, at regnskabslæseren kan forstå de økonomiske konsekvenser.

Reliabilitet og validitet

For at vurdere kvaliteten af vores analyse, så vil vi i nedenstående gennemgå begreberne validitet og reliabilitet (Bryman, 2016). Validitet handler grundlæggende om, hvorvidt vores undersøgelse måler dét, den har til hensigt at måle, og ligeledes om der er en sammenhæng mellem vores problemformulering, metode, empiri og analyse (ibid.). I et kvalitativt projekt som vores, vurderes validiteten typisk ud fra om vores konklusioner følger vores analysepunkter. For at styrke validiteten har vi forsøgt tydeligt at vise, hvordan ESG påvirker de enkelte parametre i modellerne. Derudover vurderes validiteten ligeledes ud fra om vores konklusioner af analysen kan generaliseres (Bryman, 2016). I og med vi arbejder med fiktive cases, er denne dimension af validiteten svag. Imidlertid er det en generel ulempe ved den kvalitative metode, og da formålet med projektet i højere grad er at *forstå* ESG's påvirkning og ikke lave en generel statistisk generalisering heraf, så er den en svaghed, som vi accepterer. I forlængelse heraf og for at imødekomme denne svaghed, kigger man ved kvalitative projekter ofte på troværdigheden som et alternativ til validiteten. Dette indebærer, at man vurderer kvaliteten ud fra om analysen er gennemsigtig, velargumenteret og metodisk konsistent. Dette opnår vi ved, at vi igennem analysen har dokumenteret vores antagelser ved at inddrage blandt andet Nordicals og Colliers og ligeledes at vi er konsistente i vores metodiske fremgangsmåde.

Foruden validiteten vurderes kvaliteten af vores projekt også ud fra reliabilitet. Reliabilitet handler grundlæggende om analysens pålidelighed, og om den er gennemført systematisk og konsistent,

hvormed det er muligt for andre at følge vores fremgangsmåde (Bryman, 2016). For at imødekomme dette har vi forsøgt at være gennemsigtige i vores metodevalg, at argumentere for vores antagelser, og sørge for at vores analysestrategi er konsistent. Ved kvalitative metoder er det svært at styrke reliabiliteten, men vi imødekommer ovenstående ved at være transparente i vores antagelser som ligger til grund for vores datagrundlag.

Projektets empiriske grundlag

Projektets empiriske grundlag består primært af sekundære data. Der anvendes markedsrapporter fra blandt andet Nordicals og Colliers (Nordicals, 2026c; Colliers, 2025), som dokumenterer udviklingen i prisdifferentiering mellem grønne og ikke-grønne ejendomme samt investorenes stigende fokus på ESG. Disse rapporter danner endvidere grundlag for de antagelser, der indarbejdes i vores cases (Nordicals, 2026c). Empirien anvendes således både til at underbygge de teoretiske modeller og til at analysere den faktiske rapporteringspraksis i danske virksomheder.

Metodiske og empiriske begrænsninger

Projektet er behæftet med en række metodiske begrænsninger. For det første baserer analysen sig udelukkende på sekundære data, hvilket indebærer, at datakvaliteten afhænger af eksterne kilder, og at der ikke kan indhentes supplerende oplysninger eller verificeres gennem primær dataindsamling. For det andet er de anvendte cases fiktive. Selvom de er baseret på realistiske markedsforhold, kan de altså ikke afspejle alle nuancer i det danske ejendomsmarked. Vores cases anvendes dog ikke med henblik på at fastsætte en præcis markedsværdi, men for at illustrere, hvordan ESG-forhold påvirker centrale parametre i værdiansættelsesmodellerne. Dette begrænser generaliserbarheden, men styrker forståelsen af mekanismerne bag ESG og de økonomiske betydninger af værdiansættelsen.

For det tredje fokuserer projektet på regnskabsklasse B og C-mellem. Dette valg er relevant, da disse virksomheder ikke er omfattet af rapporteringskrav om ESG, men det betyder samtidig, at resultaterne ikke nødvendigvis kan overføres til større virksomheder med mere omfattende rapportering.

Endelig bygger både den afkastbaserede model og DCF-modellen på skøn og antagelser. ESG-effekter er ofte langsigtede og usikre, hvilket kan påvirke modellernes robusthed. Det er dog en grundlæggende præmis ved værdiansættelse af investeringsejendomme og understøtter relevansen af projektets fokus.

På trods af disse begrænsninger vurderes den valgte metode at være velegnet til at belyse projektets problemformulering og skabe indsigt i, hvordan ESG påvirker værdiansættelsen af investeringsejendomme og regnskabslæserens beslutningsgrundlag.

Teoriafsnit

For at kunne analysere, hvordan ESG påvirker værdiansættelsen af investeringsejendomme, er det nødvendigt først at etablere et teoretisk grundlag. Formålet med dette afsnit er således at redegøre for de centrale elementer, der danner grundlag for værdiansættelsen af investeringsejendomme. Først introduceres ESG-begrebet med fokus på de faktorer, der er særligt relevante i en ejendoms kontekst. Herefter gennemgås den nuværende lovgivning om bæredygtighedsrapportering samt de nuværende oplysningskrav om investeringsejendomme. Afslutningsvis redegør vi for henholdsvis kostpris og dagsværdi og de to værdiansættelsesmodeller; den afkastbaserede model og DCF-modellen.

Ovenstående danner grundlaget for den efterfølgende analyse, hvor modellerne anvendes til at belyse ESG's betydning for værdiansættelsen.

Hvad er ESG?

ESG er en forkortelse for *Environmental, Social and Governance* og anvendes som en ramme til at vurdere virksomheders bæredygtighed og ansvarlighed. ESG kan på den måde være med til at sikre, at ikke-finansielle forhold – såsom miljøpåvirkning, sociale forhold og ledelsesmæssige strukturer – inddrages i vurderingen af virksomheders langsigtede værdiskabelse og risici. (Deloitte, 2025)

Ifølge European Commission er ESG en central del af bæredygtig finansiering, hvor formålet er at integrere miljømæssige og sociale hensyn i investeringsbeslutninger og virksomheders strategiske arbejde (Energy, 2026). ESG fungerer dermed både som et analyseværktøj for investorer og som en styringsramme for virksomheder.

ESG har i de senere år fået øget betydning som følge af stigende krav fra investorer, långivere og myndigheder. Dette ses blandt andet gennem implementeringen af EU's Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), som stiller øgede krav til virksomheders rapportering af bæredygtighedsforhold (European Commission, 2025).

ESG's relevans for ejendomsbranchen

ESG er særligt relevant for ejendomsbranchen, da branchen har en væsentlig påvirkning på både miljø og samfund. Ifølge European Commission står bygninger for omkring 40 % af energiforbruget og 36 % af CO₂-udledningen i EU, hvilket gør ejendomssektoren central i den grønne omstilling (European Commission, 2020).

I modsætning til mange andre brancher er værdiskabelsen i ejendomsbranchen tæt knyttet til de fysiske aktiver, hvor driftsforhold, vedligeholdelse og regulering har direkte økonomisk betydning. ESG påvirker derfor ikke alene virksomhedens omdømme, men også centrale økonomiske faktorer såsom driftsomkostninger, lejeniveau, finansieringsvilkår og værdiansættelse. Dette vil vi komme ind på senere.

Parallelt med det generelle øgede fokus på den grønne omstilling fremhæver Nordicals, at der i ejendomsmarkedet er et stigende fokus på ESG og energimæssige løsninger, og at moderne og energieffektive ejendomme i stigende grad efterspørges af både lejere og investorer (Nordicals, 2026c). Det betyder helt konkret, at ejendomme med en høj ESG-profil ofte har bedre vilkår, mens ejendomme med lav ESG-performance kan være forbundet med en øget risiko.

Særligt ældre ejendomme med en lav ESG-profil kan være udsat for risiko i form af:

- højere energiforbrug og driftsomkostninger
- potentielle lovmæssige krav om energirenovering
- lavere efterspørgsel fra lejere
- risiko for at blive såkaldte "stranded assets" (ibid.)

Dette viser, at ESG allerede har og potentielt kan få en endnu større betydning i ejendomsbranchen.

Environmental (E) i ejendomsbranchen

Som beskrevet ovenfor består ESG af flere dimensioner. Environmental-dimensionen omhandler virksomhedens påvirkning af miljø og klima og er den mest centrale ESG-dimension i ejendomsbranchen (Deloitte, 2026).

I en ejendoms kontekst omfatter dette blandt andet:

- energimærkning og energieffektivitet
- CO₂-udledning fra drift og materialer
- anvendelse af bæredygtige byggematerialer
- energireoveringer og optimering af bygningers energiforbrug

Disse faktorer har direkte økonomisk betydning, da de påvirker både driftsomkostninger og fremtidige investeringsbehov. Energieffektive ejendomme vil typisk have lavere driftsomkostninger og være mere attraktive for lejere og investorer.

Nordicals understreger, at energimæssige forhold i stigende grad er en central parameter for ejendommens værdi og attraktivitet (Nordicals, 2026c). Det betyder, at Environmental-forhold i praksis indgår som en væsentlig driver i værdiansættelsen af investeringsejendomme.

Social (S) i ejendomsbranchen

Som vi tidligere har beskrevet, behandler vi i rapporten ikke sociale og governance-relaterede forhold, der ikke har direkte indvirkning på ejendommens værdi. Dog har vi i dette afsnit valgt at medtage de to dimensioner for at danne en teoretisk forståelsesramme for det samlede ESG-begreb. Formålet er at give en samlet beskrivelse af ESG og samtidig placere begrebet i en ejendomsfaglig kontekst. Selvom de to dimensioner introduceres her, vil aspekterne i den videre analyse kun blive inddraget, når de har konkret relevans for vurderingen af investeringsejendomme.

Per definition vedrører faktorerne i den sociale dimension virksomhedens forhold til mennesker og samfund (Deloitte, 2026). I ejendomsbranchen relaterer dette sig primært til ejendommens brugere og omgivelser, herunder:

- indeklima (lys, ventilation, temperatur)
- sundhed og trivsel for lejere
- sikkerhed og tilgængelighed
- ejendommens påvirkning på lokalsamfund (ibid.)

Selvom de sociale faktorer ofte er sværere at kvantificere, kan de have væsentlig økonomisk betydning. Et godt indeklima og attraktive faciliteter kan eksempelvis øge efterspørgslen, reducere tomgang og dermed forbedre ejendommens indtjening (Deloitte, 2026). Men som netop dette

indikerer, påvirker disse forhold primært ejendommens værdi indirekte og ofte gennem langsigtede eller adfærdsmæssige mekanismer, hvorfor de ikke behandles mere indgående i rapportens videre analyser. De inddrages alene i det omfang, hvor deres betydning kan dokumenteres eller antages at have en konkret effekt på værdiansættelsen.

Governance (G) i ejendomsbranchen

Governance-dimensionen omhandler per definition virksomhedens ledelse og styringsstruktur, herunder transparens, risikostyring og rapportering (Deloitte, 2026). I ejendomsbranchen er governance relevant i forhold til værdiansættelse, da måling til dagsværdi ofte bygger på ledelsesmæssige skøn, eksempelvis ved fastsættelse af:

- afkastkrav
- lejeniveau
- tomgang
- driftsomkostninger (ibid).

Manglende transparens eller utilstrækkelig dokumentation kan derfor øge usikkerheden for investorer og svække tilliden til de rapporterede værdier.

Derudover er governance centralt i forhold til at undgå greenwashing, hvor virksomheder fremstiller deres ejendomme som mere bæredygtige, end de reelt er. Nordicals fremhæver, at der er behov for dokumenterbare ESG-data og konkrete analyser, hvis ESG skal have reel værdi i ejendomsmarkedet (Nordicals, 2026c).

Selvom governance-forhold kan have indirekte betydning for, hvordan en ejendom driftes og udvikles, er deres effekt typisk vanskelig at isolere på ejendomsniveau. Governance påvirker primært de organisatoriske rammer omkring beslutningsprocesserne, snarere end de økonomiske nøgletal, der direkte indgår i værdiansættelsen. Da rapportens fokus er rettet mod de forhold, der har en direkte og målbar indvirkning på investeringsejendommens værdi, såsom lejeniveau, driftsomkostninger, tomgang og afkastkrav, behandles governance-dimensionen derfor ikke dybdegående i den videre analyse. Ligesom ved de sociale forhold inddrages governance alene i det omfang, hvor det kan påvises eller sandsynliggøres, at det har væsentlig betydning for rapportens problemformulering.

Opsummering

Som ovenstående indikerer, udgør ESG dermed ikke kun en teoretisk ramme, men har konkret betydning for både værdiansættelse og risikovurdering af investeringsejendomme. Ovenstående anskueliggør, at ESG kan påvirke centrale økonomiske faktorer herunder eksempelvis afkastkrav, driftsomkostninger, tomgang og fremtidige investeringsbehov.

Den nuværende lovgivning om bæredygtighedsrapportering

På baggrund af den teoretiske gennemgang af ESG og dets betydning for investeringsejendomme er det nødvendigt at rette fokus mod de rammer, som regulerer virksomhedernes rapportering af bæredygtighedsforhold. Hvor ESG-dimensionerne i sig selv påvirker de økonomiske faktorer bag værdiansættelsen, er det den gældende lovgivning, der fastlægger, hvilke oplysninger virksomhederne skal give regnskabslæseren. For at forstå, hvorfor ESG-påvirkninger i nogle tilfælde fremgår tydeligt i en årsrapport og i andre tilfælde ikke gør, er det derfor centralt at gennemgå de nuværende krav til bæredygtighedsrapportering.

Med vedtagelsen af EU's direktiv om bæredygtighedsrapportering (CSRD) er der sket en markant udvidelse af kravene til virksomhedernes rapportering om bæredygtighed jf. indførelsen af §99 i 2023 (Erhvervsstyrelsen, 2023). Formålet er at sikre mere ensartet, sammenlignelig og pålidelig information til regnskabslæsere om virksomheders håndtering af bæredygtighedsrelaterede risici og muligheder (Finanstilsynet, 2024). Direktivet er implementeret i dansk lovgivning gennem ændringer til årsregnskabsloven, hvor kravene til bæredygtighedsrapportering nu er forankret i ÅRL §99.

Ifølge ÅRL §99 skal virksomheder omfattet af reglerne rapportere efter de europæiske bæredygtighedsstandarder (ESRS), som fastlægger detaljerede krav til oplysninger om miljø (E), sociale forhold (S) og governance (G). Disse krav gælder for virksomheder i regnskabsklasse D samt store virksomheder i regnskabsklasse C, jf. størrelsesgrænserne i ÅRL §7–13. Indfasningen sker gradvist fra regnskabsåret, der begyndte 1. januar 2024 for børsnoterede virksomheder og 1. januar 2025 for øvrige store virksomheder (Erhvervsstyrelsen, 2024). Der har sidenhen været utallige ændringer i indfasningen, som lige nu er sat på pause.

For virksomheder i regnskabsklasse B og C-mellem, som er dem vi beskæftiger os med, er der fortsat ingen pligt til at aflægge bæredygtighedsrapportering. Samtidig er størrelsesgrænserne for regnskabsklasserne blevet forhøjet, hvilket betyder, at færre virksomheder end tidligere vil være omfattet af kravene (EY, 2026a). Det forstærker det informationsgab, der allerede er identificeret i indledningen, og som handler om, at en stor del af de danske virksomheder med investeringsejendomme fortsat kan aflægge årsrapport uden oplysninger om ESG, selvom deres ejendomsportefølje er eksponeret mod de samme risici og muligheder som de store selskaber.

Som nævnt skal de omfattede selskaber rapportere efter ESRS, som bygger på princippet om dobbelt væsentlighed, hvor virksomheder både skal rapportere om, hvordan bæredygtighedsforhold påvirker virksomhedens finansielle stilling, og hvordan virksomheden påvirker miljø og samfund (EY, 2026b s. 27). For ejendomsbranchen betyder det, at virksomheder skal forholde sig til energiforbrug, CO₂-udledning, klimarisici, sociale forhold for lejere og governance omkring værdiansættelse og risikostyring. Disse forhold er tæt knyttet til investeringsejendomme, hvor netop energimæssig performance, fremtidige renoveringsbehov og regulatoriske risici kan have væsentlig betydning for dagsværdi og cash flows (Erhvervsstyrelsen, 2023).

På trods af dette stiller hverken ÅRL §99 eller ESRS krav om, at virksomheder eksplicit skal beskrive, hvordan ESG-forhold påvirker værdiansættelsen af investeringsejendomme. Dermed kan ESG-påvirkninger være økonomisk integreret i værdiansættelsen uden at være kommunikativt synlige for regnskabslæseren. Dette skaber et betydeligt spillerum for fortolkning.

For store virksomheder kan CSRD føre til omfattende rapportering om bæredygtighedsstrategier, risici og målsætninger, men uden garanti for, at koblingen til værdiansættelsen bliver tydelig. For mindre virksomheder kan situationen være den modsatte: ESG-hensyn kan være indarbejdet i værdiansættelsen gennem justerede afkastkrav, forventede renoveringer eller ændrede cash flow, uden at regnskabslæseren får indsigt i disse overvejelser, fordi der ikke er krav om bæredygtighedsrapportering.

Dermed opstår der en risiko for manglende gennemsigtighed på tværs af branchen: Enten fordi ESG-påvirkningen ikke beskrives, selv om den er indarbejdet i værdiansættelsen, eller fordi ESG-data rapporteres i et særskilt afsnit uden klar kobling til de regnskabsmæssige skøn.

De nuværende oplysningskrav om investeringsejendomme

For at forstå, hvordan ESG i praksis kan være indarbejdet i værdiansættelsen uden at fremgå eksplicit af årsrapporten, er det nødvendigt at gennemgå de gældende regnskabsmæssige regler for investeringsejendomme. I dette afsnit redegør vi derfor for definition, klassifikation, måling og oplysningskrav efter både Årsregnskabsloven (ÅRL) og de internationale standarder IAS 40 og IFRS 13.

Definition, klassifikation og måling af investeringsejendomme

I Danmark reguleres den regnskabsmæssige behandling og præsentation af investeringsejendomme primært af årsregnskabsloven (ÅRL), mens de internationale regler er fastlagt i IAS 40 og IFRS 13. ÅRL er i betydeligt omfang tilpasset IFRS-standarderne, hvilket indebærer, at IFRS fungerer som et fortolkningsgrundlag på en række områder, herunder klassifikation og måling af investeringsejendomme (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 1-2). Dette er eksplicit fremhævet i Erhvervsstyrelsens vejledning om måling af investeringsejendomme, hvor det understreges, at IAS 40 anvendes som fortolkningsbidrag ved klassifikation, mens IFRS 13 anvendes som fortolkningsgrundlag ved måling til dagsværdi (ibid.).

ÅRL indeholder i sig selv ikke en selvstændig definition af investeringsejendomme. I praksis anvendes derfor IAS 40, som definerer investeringsejendomme som ejendomme, der besiddes med henblik på at opnå afkast i form af lejeindtægter og/eller kapitalgevinster, og som ikke anvendes i virksomhedens egen drift (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 3). Denne fortolkning er anerkendt af Erhvervsstyrelsen, som fremhæver, at klassifikationen skal ske i overensstemmelse med IAS 40's begrebsramme (ibid.).

Udgangspunktet i ÅRL er, at investeringsejendomme skal måles til kostpris jf. ÅRL § 36 med efterfølgende afskrivninger jf. § 43 (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 12). Virksomheder kan dog vælge at anvende dagsværdi som målegrundlag jf. ÅRL § 38, hvilket udgør et frivilligt tilvalg (ibid.). Ved valg af dagsværdi skal virksomheden anvende IFRS 13 som fortolkningsgrundlag for fastsættelsen af dagsværdien, hvilket indebærer krav om anvendelse af fair value-hierarkiet og vurdering af inputniveauer (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 16; EY, 2026a s. 65).

Erhvervsstyrelsen fremhæver, at der siden 2009 er sket væsentlige ændringer i reguleringen af investeringsejendomme, herunder implementeringen af IFRS 13 som obligatorisk

fortolkningsgrundlag ved dagsværdimåling (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 15). Dette har skærpet kravene til dokumentation og oplysningskrav i årsrapporten

De nuværende oplysningskrav

Oplysningskravene varierer afhængigt af virksomhedens regnskabsklasse og den valgte målemetode (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 30).

Alle virksomheder skal i noterne beskrive den anvendte regnskabspraksis, herunder:

- Valg af målemetode (kostpris eller dagsværdi)
- Metoder til værdiansættelse ved dagsværdi
- Centrale forudsætninger og skøn. (ibid.)

Dette følger ÅRL's generelle notepprincipper og understøttes af Erhvervsstyrelsens vejledning, som fremhæver, at oplysningerne skal være tilstrækkelige til at forstå målingen og dens usikkerheder (Erhvervsstyrelsen, 2023: s. 29).

Ved måling til dagsværdi skal virksomheden endvidere oplyse:

- De væsentlige forudsætninger for værdiansættelsen, herunder afkastkrav, normalindtjening, tomgang mv.
- Om dagsværdien er baseret på eksterne vurderinger
- Eventuel væsentlig usikkerhed ved målingen. (ibid.)

Erhvervsstyrelsen understreger, at oplysninger om usikkerhed skal gives i både noterne og i ledelsesberetningen, hvis det er relevant, for at regnskabsbrugerne kan forstå risici og skøn forbundet med værdiansættelsen (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 30)

Ifølge Erhvervsstyrelsens gennemgang af forskelle mellem ÅRL og IFRS er oplysningskravene stigende med virksomhedens størrelse. Regnskabsklasse C og D skal udarbejde en detaljeret anlægsnote, der viser tilgang, afgang og reguleringer i investeringsejendomme, mens klasse B har færre formelle krav, men stadig skal give tilstrækkelige oplysninger til at forstå målingen (ibid.).

Hvis vi i stedet vender blikket mod de større virksomheder, der aflægger regnskab efter IFRS, så skal de følge IAS 40's detaljerede oplysningskrav (EY, 2026a s. 63). Disse omfatter bl.a.:

- Oplysning om valg af målemodel (kostpris eller dagsværdi)
- Hvis dagsværdi anvendes:
 - Metoder og væsentlige forudsætninger
 - Om dagsværdien er baseret på ekstern vurdering
- Hvis kostpris anvendes:
 - Dagsværdien skal stadig oplyses i noterne. (ibid).

IFRS 13 stiller yderligere krav om:

- Klassifikation i fair value-hierarkiet
- Kvantitative oplysninger om input ved niveau 3-målinger
- Følsomhedsanalyser ved væsentlige skøn (EY, 2026a s. 63).

Disse krav er mere omfattende end ÅRL's, hvilket afspejler IFRS' generelle fokus på gennemsigtighed for regnskabslæseren.

Oplysningskravene for investeringsejendomme efter ÅRL og IFRS er således omfattende og afspejler et fælles mål om at sikre gennemsigtighed og retvisende information til regnskabsbrugerne. ÅRL giver mulighed for både kostpris og dagsværdi, men stiller skærpede krav til noteoplysninger ved valg af dagsværdi, særligt om forudsætninger og usikkerheder. IFRS stiller mere detaljerede og ensartede krav, især gennem IAS 40 og IFRS 13, og kræver en høj grad af dokumentation og transparens (Erhvervsstyrelsen, 2023; EY, 2026a).

Fraværet af ESG i de nuværende oplysningskrav

Så selvom ESG-faktorer i stigende grad påvirker ejendomsmarkedet og investorernes beslutningsgrundlag, er det bemærkelsesværdigt, at hverken ÅRL eller de internationale regnskabsstandarder opstiller eksplicite krav om at præsentere ESG-overvejelser i forbindelse med værdiansættelsen af investeringsejendomme (Erhvervsstyrelsen, 2023). De gældende regler fokuserer primært på finansielle forudsætninger, såsom afkastkrav, normalindtjening, tomgangsrisiko og markedsbaserede input, jf. Erhvervsstyrelsens vejledning om dagsværdimåling af investeringsejendomme (ibid.). ESG-relaterede forhold kan i praksis påvirke disse input,

eksempelvis gennem ændrede driftsomkostninger, energimæssige forbedringskrav eller ændret efterspørgsel efter bæredygtige ejendomme, men lovgivningen kræver ikke, at sådanne forhold identificeres eller præsenteres særskilt i noterne.

ÅRL's oplysningskrav er således begrænset til at omfatte de væsentlige forudsætninger, der ligger til grund for dagsværdien, uden at specificere, hvilke typer forudsætninger der skal indgå. Det betyder, at ESG-faktorer kun skal omtales, hvis ledelsen vurderer, at de udgør en væsentlig usikkerhed eller et væsentligt skøn, der påvirker målingen. I så fald skal oplysningerne gives i noten om usikkerhed ved indregning og måling og eventuelt i ledelsesberetningen, jf. Erhvervsstyrelsens krav om transparens ved væsentlige skøn (Erhvervsstyrelsen, 2023). Der findes dog ingen krav om, at ESG-forhold skal fremgå særskilt.

Tilsvarende indeholder IAS 40 ej heller eksplicitte krav om ESG-oplysninger (EY, 2026a). Standardens fokus er på klassifikation, målemodel og oplysningskrav om metoder og forudsætninger, mens IFRS 13 alene regulerer fair value-målingens aspekter, herunder hierarkiet for input og krav om følsomhedsanalyser (ibid.). ESG-faktorer kan indgå som niveau 3-input, hvis de påvirker fremtidige pengestrømme, men standarderne kræver ikke, at sådanne forhold identificeres eller præsenteres særskilt.

Den gældende regulering stiller således ikke krav om, at ESG-overvejelser skal fremgå særskilt i værdiansættelsen af investeringsejendomme. ESG-faktorer kan derfor være indarbejdet i forudsætningerne uden at blive tydeligt præsenteret i årsrapporten, hvilket kan give et betydeligt fortolkningsrum og fører til variation i praksis mellem virksomheder.

Indregning og måling af investeringsejendomme

De gældende oplysningskrav fastlægger således rammerne for, hvad virksomheder skal præsentere, men ikke hvordan selve værdiansættelsen udføres i praksis. For at forstå, hvordan ESG-faktorer kan påvirke målingen af investeringsejendomme, er det derfor nødvendigt at se nærmere på de målemetoder, som ÅRL giver mulighed for, nemlig kostpris og dagsværdi (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 1). Herefter redegøres for de to mest anvendte værdiansættelsesmodeller; DCF-modellen og den afkastbaserede model. Disse modeller udgør det praktiske grundlag for fastsættelse af dagsværdien og er derfor centrale for at forstå, hvordan ESG-faktorer kan påvirke værdiansættelsen.

Kostpris eller dagsværdi

Jf. årsregnskabsloven kan virksomheder vælge at måle sine investeringsejendomme enten til kostpris eller til dagsværdi (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 1). Ved anvendelse af kostprismetoden følger målingen reglerne i ÅRL §40, hvor ejendommen indregnes til anskaffelsessum med fradrag af eventuelle nedskrivninger (ibid.). For investeringsejendomme er der ikke krav om systematiske afskrivninger, da værdiforringelsen i stedet forventes at blive afspejlet i vurderingen af ejendommens genindvindingsværdi jf. ÅRL §43, som årligt skal revurderes (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 21). Dette er særligt relevant i ejendomsbranchen, hvor markedspriserne kan ændre sig betydeligt over tid.

Alternativt kan virksomheder vælge at indregne sine investeringsejendomme til dagsværdi efter ÅRL §38, hvor investeringsejendomme løbende måles til dagsværdi, og værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 1). Dagsværdien fastsættes efter det dagsværdihierarki, der følger IFRS 13 og er implementeret i ÅRL §37:

- Priser på identiske aktiver på markedet, hvilket i praksis aldrig er relevant for ejendomme.
- Priser for lignende ejendomme eller nylige køb/salg, men kan kun anvendes, når ejendomme er tilstrækkeligt sammenlignelige.
- Den mest anvendte som baseres på ikke-observerbare input, typisk gennem DCF-modellen, den afkastbaserede model eller valuarvurderinger. (EY, 2025: 66).

Ovenstående har særlig relevans for ESG, fordi ESG-faktorer i stigende grad påvirker både afkastkrav, driftsomkostninger og fremtidige investeringer i ejendomme jf. Nordicals mfl.. Valget mellem kostpris og dagsværdi har derfor direkte betydning for, hvor synlige disse forhold bliver i regnskabet. Under kostprismetoden synliggøres ESG-relaterede forhold således kun, hvis de medfører konkrete investeringer eller nedskrivninger. Modellen afspejler ikke ændringer i efterspørgsel, risiko eller fremtidige renoveringsbehov, medmindre disse er så væsentlige, at de påvirker genindvindingsværdien. Dermed giver kostpris en begrænset indsigt i ESG-relaterede risici og muligheder, selvom disse kan have stor betydning for ejendommens økonomiske potentiale.

Ved dagsværdimetoden kan ESG derimod påvirke både cash flows og afkastkrav, fordi modellen bygger på markedsforventninger og fremtidige økonomiske forhold (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 23). Energirenoveringer, ændrede driftsomkostninger og risikoen for “stranded assets” kan indarbejdes direkte i værdiansættelsen, særligt når dagsværdien fastsættes efter niveau 3 i dagsværdihierarkiet, hvor DCF-modeller og afkastbaserede modeller anvendes (ibid.). Overordnet set giver dagsværdi derfor et mere retvisende billede i et marked, hvor ESG er blevet en væsentlig værdidriver, og hvor investorer i stigende grad differentierer mellem ejendomme med høj og lav ESG-profil.

Værdiansættelsesmodeller

I forlængelse af gennemgangen af kostpris og dagsværdi er det relevant at præsentere de to værdiansættelsesmodeller, der typisk anvendes ved fastsættelse af dagsværdien for investeringsejendomme: den afkastbaserede model og DCF-modellen (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 20).

Begge modeller bygger på et forrentningskrav, som er et centralt element i værdiansættelsen, fordi selv små ændringer kan få betydelig indvirkning på den endelige værdi (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 24). Fastlæggelsen af forrentningskravet skal afspejle både det generelle renteniveau og de risici, der knytter sig til den konkrete ejendom. Det omfatter blandt andet forhold som beliggenhed, markedsforhold, reguleringsmæssige rammer, lejernes betalingsevne, sandsynligheden for genudlejning samt ejendommens stand og anvendelse (ibid). Erhvervsstyrelsen understreger, at selvom valuarer ofte udarbejder generelle markedsafkast for forskellige ejendomstyper og geografiske områder, skal forrentningskravet altid tilpasses den enkelte ejendom og dens specifikke karakteristika (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 24).

Den afkastbaserede model

Den afkastbaserede model er en af de mest anvendte værdiansættelsesmetoder for investeringsejendomme. Modellen bygger på en kapitalisering af ejendommens forventede nettoresultat med et afkastkrav, der afspejler markedets forventninger til risiko og afkast. Modellen anvendes især, når der findes et aktivt marked for sammenlignelige ejendomme (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 14-15). Grundstrukturen kan udtrykkes som:

$$\text{Ejendommens værdi} = \frac{\text{Driftsresultat før renter, afskrivninger og skat}}{\text{Afkastkrav}}$$

Modellen forudsætter, at nettolejen afspejler et stabiliseret niveau uden store engangsposter og andre ikke-repræsentative forhold. Afkastkravet skal fastsættes på baggrund af relevante markedsdata og afspejle ejendommens risiko, beliggenhed og kvalitet (ibid.).

Da modellen bygger på væsentlige skøn, stiller Erhvervsstyrelsens vejledning krav om, at virksomheder skal dokumentere centrale forudsætninger såsom markedsleje, tomgang, driftsomkostninger og vedligeholdelsesniveau (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 16–17). Disse skøn skal være velbegrundede (ibid.).

Dog kan man argumentere for, ESG-faktorer udfordrer flere af disse antagelser. På indtjeningssiden kan miljømæssige forhold som energiforbrug og bygningens energimærke påvirke både driftsomkostninger og lejeniveau. Ejendomme med lav energieffektivitet kan opleve stigende omkostninger til vedligehold og fremtidige reoveringskrav, hvilket reducerer driftsresultatet (Nordicals, 2026). Samtidig viser markedsanalyser, at lejere i stigende grad efterspørger bæredygtige bygninger, hvilket kan påvirke tomgang og lejeniveauer både for ejendomme med lav og stærk ESG-profil (Nordicals & NRGI, 2025). På risikosiden kan man argumentere for, at ESG-forhold påvirker afkastkravet direkte. Flere undersøgelser peger på, at ejendomme med gode energimærker og dokumenteret bæredygtighed handles til lavere afkastkrav, fordi investorer vurderer dem som mindre risikable og mere fremtidssikrede (Nordicals & NRGI, 2025). Omvendt kan ejendomme med dårlig energiklasse blive mødt med højere afkastkrav som følge af regulatoriske krav til energiforbedringer, faldende efterspørgsel og risikoen for at blive “stranded assets” (ibid.). ESG påvirker dermed både driftsøkonomien og investorernes risikovurdering, hvilket udfordrer modellens antagelser om stabilitet. Samlet set rejser det stigende fokus på ESG spørgsmålet om, hvorvidt den afkastbaserede model fortsat kan betragtes som en retvisende metode. Det vender vi tilbage til.

DCF-modellen

DCF-modellen (Discounted Cash Flow) er en mere detaljeret og fremadskuende værdiansættelsesmetode, der estimerer værdien af en investeringsejendom ved at tilbagediskontere de forventede fremtidige cash flows til nutidsværdi (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 27). Modellen består typisk af en eksPLICIT budgetperiode på 5–10 år, hvor indtægter, omkostninger, tomgang, vedligeholdelsesudgifter og investeringer estimeres, samt en terminalværdi, der repræsenterer ejendommens værdi efter budgetperioden (ibid.). Den grundlæggende struktur kan udtrykkes som:

$$\text{Ejendommens værdi} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminalværdien}}{(1+r)^n}$$

hvor CF^t er de frie cash flows i periode t , r er diskonteringsrenten, og n er budgetperiodens længde. Terminalværdien beregnes ofte som en kapitalisering af det stabiliserede cash flow i terminalåret (EY, 2026a s. 303-304).

DCF modellen bygger på flere centrale antagelser. For det første forudsætter den, at fremtidige cash flows kan estimeres med en vis grad af præcision, hvilket kræver detaljerede antagelser om lejeudvikling, tomgang, vedligeholdelsesbehov og investeringsplaner (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 28). For det andet antager modellen, at diskonteringsrenten afspejler ejendommens risiko og forbliver stabil eller forudsigelig over tid (EY, 2026a: 303). For det tredje forudsættes den, at ejendommen efter budgetperioden befinder sig i en steady state med stabil drift (ibid. s. 304). DCF modellen er dermed mere fleksibel end den afkastbaserede model, men også mere følsom over for usikkerhed i parametrene.

Overordnet set kan ESG faktorer mere direkte integreres i DCF modellen, fordi modellen eksplicit arbejder med fremtidige cash flows. På indtægtssiden kan ESG påvirke lejeniveauer og tomgang, idet lejere i stigende grad efterspørger energieffektive og bæredygtige bygninger (Nordicals & NRGI, 2025). På omkostningssiden kan ESG relaterede investeringer i energireoveringer og andre grønne løsninger påvirke både investeringer og driftsomkostninger. Disse investeringer kan reducere fremtidige driftsomkostninger, men kræver samtidig væsentlige etableringsudgifter, som skal indarbejdes i ejendommens cash flow (ibid.). Dertil kommer, at ESG også kan påvirke diskonteringsrenten. Ejendomme med stærk ESG profil vurderes ofte som mindre risikable, hvilket

kan føre til lavere afkastkrav og dermed højere nutidsværdi (NRGi & Nordicals, 2025a). Omvendt kan ejendomme med svag ESG performance blive mødt med højere risikopræmier som følge af regulatoriske krav om energiforbedringer, stigende energipriser og faldende efterspørgsel (ibid.). Ud fra ovenstående kan man således argumentere for, at DCF-modellen gør det muligt at indarbejde ESG faktorer i flere facetter, hvilket giver en mere fremadskuende vurdering af ejendommens økonomiske potentiale.

Opsummering

Den afkastbaserede model og DCF modellen repræsenterer således to forskellige tilgange til værdiansættelse. Den afkastbaserede model er enkel og egner sig særligt til stabile markeder med begrænset usikkerhed. DCF modellen er derimod mere detaljeret og fremadskuende, idet den arbejder med årlige cash flows, investeringer og en terminalværdi, hvilket giver en større forståelse af ejendommens økonomiske udvikling over tid (Erhvervsstyrelsen, 2023). Når fokus rettes mod ESG, bliver forskellene tydeligere. I den afkastbaserede model kan ESG effekter primært indarbejdes indirekte gennem justeringer af driftsresultatet og afkastkrav, hvilket gør modellen mindre sensitiv over for de langsigtede ændringer, som ESG krav medfører. DCF modellen giver derimod mulighed for at integrere ESG relaterede investeringer, ændrede driftsomkostninger, lejeudvikling og risiko direkte i de fremtidige cash flows og diskonteringsrenten. Dermed kan modellen i højere grad afspejle de økonomiske konsekvenser af energirenoveringer og ændringer i efterspørgsel efter bæredygtige ejendomme. På den baggrund fremstår DCF modellen teoretisk som den metode, der bedst kan håndtere de fremtidige ESG krav. Dette er dog en vurdering, der kræver empirisk underbygning, og som derfor undersøges nærmere i de efterfølgende talanalyser, hvor modellernes følsomhed over for ESG parametre belyses mere konkret.

Dataindsamling

Limfjorden Invest ApS

Følgende afsnit tager udgangspunkt i den fiktive virksomhed Limfjorden Invest ApS, som er et anpartsselskab i regnskabsklasse B. Udgangspunktet med casen er at belyse, hvordan ESG har en påvirkning på værdiansættelsen af ejendomme, når det gælder værdireguleringer efter tidligere beskrevne metoder.

Generel information om virksomheden

Limfjorden Invest ApS er et investeringsselskab, specifikt med øje for udlejningsejendomme i Aalborg og omegn. Virksomheden har tidligere erhvervet to centralt beliggende ejendomme i Aalborg, med identisk arealfordeling. Den ene ejendom er af ældre karakter, hvor der ikke er gjort meget ud af renovering, men hvor der blot bliver foretaget de nødvendige løbende vedligeholdelser. Den anden ejendom er i en helt anden kategori, da den er nyopført, og dermed også har en bedre energimærkning.

Vi tager udgangspunkt i to vidt forskellige ejendomme som til trods har identisk areal og geografisk placering med det formål at isolere de ESG relaterede påvirkninger og dermed komme nærmere en vurdering af vores problemformulering.

I casen vil vi sammenligne beregninger foretaget på de to ejendomme ved brug af henholdsvis den afkastbaserede model samt DCF-modellen. Det gør vi for at identificere, hvilken model der bedst egner sig til at håndtere en integration af ESG.

Datagrundlag for grøn og ikke-grøn ejendom

Til fastlæggelse af datagrundlaget tager vi udgangspunkt i markedsdata fra Nordicals specifikt Market Foresight Q1 2026, hvor der tages udgangspunkt i data for boliger fra 65 til 85 kvadratmeter. Disse data anvendes som reference for lejeniveau og afkastkrav på boligudlejningsejendomme i Aalborg. (Nordicals, 2026c)

Begge ejendomme har et samlet udlejningsareal på 1.500 m², men adskiller sig i forhold til kvalitet og energimæssig standard. På den baggrund er ejendommene kategoriseret som henholdsvis primær (grøn) og sekundær (ikke-grøn).

Definition af primær og sekundær

Ifølge Nordicals refererer *primære ejendomme* til ejendomme med høj kvalitet, attraktiv beliggenhed og høj genudlejningssikkerhed. Disse ejendomme er typisk nyere eller væsentligt moderniserede og lever i højere grad op til markedets krav til komfort, energieffektivitet og standard. (Nordicals, 2026c)

Sekundære ejendomme betegner derimod ejendomme med lavere kvalitet og større usikkerhed i forhold til genudlejning. Dette kan skyldes ældre bygningsmasse, lavere energimæssig standard eller et større behov for vedligeholdelse og modernisering. Sekundære ejendomme vil derfor typisk være forbundet med højere risiko og lavere efterspørgsel. (Nordicals, 2026c)

Case 1: Den grønne ejendom (primær)

Den grønne ejendom klassificeres som en primær ejendom. På baggrund af Nordicals' markedsdata fra Q4 2025 fastsættes lejeniveauet til ca. 1.275 kr. pr. m² årligt for primære boligudlejningsejendomme i Aalborg. (Nordicals, 2026c)

Afkastkravet fastsættes til 4,50 %, hvilket afspejler den lavere risiko, der er forbundet med ejendomme af høj kvalitet, herunder lavere tomgang, bedre driftsøkonomi og begrænset eksponering mod fremtidige energikrav. (Nordicals, 2026c)

Tomgangen fastsættes med udgangspunkt i den generelle udvikling i efterspørgslen efter lejeboliger, hvor markedet er kendetegnet ved lav tomgang og høj efterspørgsel. Nyere og mere attraktive ejendomme vurderes i denne sammenhæng at have en høj genudlejningssikkerhed. På baggrund af det fastsættes tomgangen for den grønne ejendom til 2 %, hvilket afspejler, at ejendommen antages at være moderne, energieffektiv og attraktiv for lejere (Dansk Byudvikling, 2025).

Driftsomkostningerne er væsentligt sværere at fastsætte, da det afhænger meget fra ejendom til ejendom, og hvordan arealerne for ejendommen er fordelt. Vi har derfor valgt at fastsætte denne udgift ud fra et skøn, om at det ikke burde være langt fra virkeligheden, at de løbende omkostninger på en ejendom af denne type, nok vil ligge i omegnen af 325 kr. pr. m² om året.

Case 2: Den ikke-grønne ejendom (sekundær)

Den ikke-grønne ejendom klassificeres som en sekundær ejendom. På baggrund af samme markedsdata fra Nordicals fastsættes lejeniveauet til ca. 1.125 kr. pr. m² årligt, hvilket afspejler den lavere attraktivitet sammenlignet med den primære ejendom. (Nordicals, 2026c)

Afkastkravet fastsættes til 4,75 %, hvilket er højere end for den primære ejendom. Dette skyldes, at sekundære ejendomme vurderes at være forbundet med større risiko, herunder højere driftsomkostninger, større vedligeholdelsesbehov samt øget usikkerhed i forhold til fremtidige energikrav og regulering. (Nordicals, 2026c)

Tomgangen fastsættes højere for den ikke-grønne ejendom, da ældre og mindre energieffektive ejendomme typisk har lavere genudlejningssikkerhed og dermed større risiko for tomgang. På baggrund af markedsniveauet i Aalborg fastsættes tomgangen derfor til 5,3 %, hvilket afspejler den lavere attraktivitet og øgede usikkerhed forbundet med ældre ejendomme (Dansk Byudvikling, 2025).

Som også nævnt under case 1, med den grønne ejendom, så er driftsomkostningerne væsentligt sværere at fastslå end de andre data. Derfor har vi for denne type ejendom valgt at skønsmæssigt fastsætte de løbende omkostninger 100 kr. dyrere pr. m² sammenlignet med den grønne ejendom, da det bør være forventeligt, at der vil være væsentligt større udgifter til vedligeholdelse på denne ejendom. Dermed har vi for denne type ejendom fastsat driftsomkostningerne til 425 kr. pr. m².

Analyse

Den afkastbaserede model

Erhvervsstyrelsen beskriver den afkastbaserede model som en af de mest anvendte dagsværdimodeller for investeringsejendomme efter årsregnskabsloven, hvor værdiansættelsen tager udgangspunkt i ejendommens afkast og det anvendte forrentningskrav (Nordicals, 2023).

Som tidligere beskrevet, tager vores analyse udgangspunkt i to udlejningsejendomme på hver 1.500 m².

Forudsætningerne er fastsat på baggrund af markedsdata fra Nordicals, hvormed antagelserne er understøttet af konkrete data. De er ikke udtryk for direkte observerede priser for to identiske ejendomme, men bygger på markedsretningen i Aalborg samt en analytisk antagelse om, at en nyopført og energieffektiv ejendom vil være mere attraktiv for både lejere og investorer end en ældre ejendom med lavere energimæssig standard.

Nordicals peger samtidig på et stigende fokus på energimæssige løsninger og ESG-forhold i markedet og beskriver, at de mest attraktive og moderne ejendomme står stærkest. Det understøtter, at en nyere og mere energieffektiv ejendom realistisk kan opnå både højere leje, lavere tomgang og et lavere afkastkrav end en ældre ejendom (Nordicals, 2023).

Den grønne ejendom:

Potentiel bruttoleje:	$1.500 \text{ m}^2 \times 1.275 \text{ kr.}$	=	1.912.500	Kr.
Tomgang på 2,0 %:	$1.912.500 \times 2,0 \%$	=	38.250	Kr.
Effektiv lejeindtægt:	$1.912.500 - 38.250$	=	1.874.250	Kr.
Driftsomkostninger:	$1.500 \text{ m}^2 \times 325 \text{ kr.}$	=	487.500	Kr.
Normaliseret driftsafkast:	$1.874.250 - 487.500$	=	1.386.750	Kr.
Afkastkrav på 4,50 %:	$1.386.750 / 0,045$	=	30.816.667	Kr.

Figur 1 - egen tilvirkning

Den ikke-grønne ejendom:

Potentiel bruttoleje:	$1.500 \text{ m}^2 \times 1.125 \text{ kr.}$	=	1.687.500 Kr.
Tomgang på 5,3 %:	$1.687.500 \times 5,3 \%$	=	89.438 Kr.
Effektiv lejeindtægt:	$1.687.500 - 89.438$	=	1.598.062 Kr.
Driftsomkostninger:	$1.500 \text{ m}^2 \times 425 \text{ kr.}$	=	637.500 Kr.
Normaliseret driftsafkast:	$1.598.062 - 637.500$	=	960.562 Kr.
Afkastkrav på 4,75 %:	$960.562 / 0,0475$	=	20.222.358 Kr.

Figur 2 - egen tilvirkning

Delkonklusion på beregningen

Den afkastbaserede model viser, at den grønne ejendom har en beregnet værdi på ca. 30,8 mio. kr., mens den ikke-grønne ejendom har en værdi på ca. 20,2 mio. kr. Forskellen udgør dermed ca. 10,6 mio. kr. Beregningen indikerer, at forskelle i ESG-profil kan have væsentlig betydning for værdiansættelsen, selv når ejendommene er sammenlignelige i forhold til areal og beliggenhed.

Det er dog vigtigt at understrege, at casen er en illustrativ, markedsunderstøttet modelanalyse. Formålet er ikke at fastslå et konkret markedsniveau for de to ejendomme i Aalborg, men at vise, hvordan ESG-relaterede forskelle i leje, tomgang, driftsomkostninger og afkastkrav kan påvirke værdiansættelsen i en afkastbaseret model. Særligt driftsomkostningerne, det præcise lejespænd og forskellen i afkastkrav bygger på analytiske skøn. Det centrale er derfor ikke de præcise værdier, men den måde ESG påvirker flere af modellens nøgleparametre samtidig, og dermed kan skabe markante forskelle i den beregnede værdi.

Analyse af forskellene

Ovenstående case illustrerer, hvordan ESG-forhold kan påvirke værdiansættelsen af to ellers sammenlignelige udlejningsejendomme. Forskellen i værdi opstår gennem fire centrale kanaler; lejeniveau, tomgang, driftsomkostninger og afkastkrav. Som vi tidligere har beskrevet, er det imidlertid væsentligt at understrege, at alle input er skønsbaserede, men at de tager udgangspunkt i dokumenterede og faglige vurderinger, som også fremhæves i analyser fra bl.a. Nordicals (Nordicals, 2026c).

For det første viser ovenstående, at ESG påvirker lejeniveauet. Den grønne ejendom er forudsat at kunne opnå en højere markedsleje end den ikke-grønne ejendom. Det konkrete spænd mellem 1.275 kr./m² og 1.125 kr./m² tager udgangspunkt i markedsdata fra Nordicals og afspejler dermed observerede niveauer og variationer i markedet for boligudlejningsejendomme i Aalborg (Nordicals, 2026c). Forskellen i lejeniveau kan forklares ved, at moderne og mere energieffektive ejendomme typisk opnår en højere leje som følge af større efterspørgsel og bedre kvalitet. Nordicals fremhæver netop, at de mest attraktive og moderne ejendomme står stærkest i markedet, og at energimæssige forhold i stigende grad tillægges betydning i ejendomsmarkedet (Nordicals, 2023).

For det andet påvirker ESG tomgang og udlejningssikkerheden. Den grønne ejendom er forudsat at have lavere tomgang, hvilket øger den effektive lejeindtægt og dermed driftsafkastet. Dette bygger på en forventning om, at moderne og energieffektive ejendomme er lettere at udleje og tiltrækker en bredere gruppe af lejere. Nordicals peger på, at efterspørgslen i stigende grad koncentrerer sig om ejendomme med høj kvalitet og lavere driftsomkostninger, hvilket reducerer risikoen for tomgang (Nordicals, 2023). Der er dog fortsat tale om et skøn, da der ikke findes præcise, sammenlignelige data for to identiske ejendomme.

For det tredje påvirker ESG driftsomkostningerne. Den grønne ejendom antages at have lavere driftsomkostninger som følge af lavere energiforbrug og mindre behov for vedligeholdelse. Den ældre ejendom antages derimod at have højere omkostninger, hvilket reducerer det normaliserede driftsafkast. Dette input er det mest skønsbaserede i casen, men samtidig økonomisk intuitivt.

For det fjerde, og mest centrale, påvirker ESG afkastkravet. Forskellen mellem 4,50 % og 4,75 % er afgørende for den beregnede værdiforskel mellem de to ejendomme. Ifølge Erhvervsstyrelsen skal afkastkravet afspejle ejendommens risikoprofil, og selv mindre ændringer kan have væsentlig betydning for dagsværdien (Erhvervsstyrelsen, 2023).

Den grønne ejendom vurderes som mindre risikofyldt og har dermed et højere afkastkrav, da den:

- er bedre positioneret i forhold til fremtidige energikrav
- forventes at have lavere tomgang og mere stabile cash flows
- har lavere driftsomkostninger
- i stigende grad efterspørges af både lejere og investorer

Nordicals understøtter, at ESG og energimæssige forhold i stigende grad er blevet en integreret del af investorenes vurdering af ejendomme, hvilket betyder, at forskellen i afkastkrav ikke blot er en teknisk antagelse, men afspejler en reel forskel i risikoprofil (Nordicals, 2025b).

Hvordan påvirker ESG værdien af ejendommene?

Ovenstående analyse viser, at ESG påvirker værdiansættelsen af investeringsejendomme gennem flere kanaler samtidig. ESG fremgår ikke som en selvstændig post i den afkastbaserede model, men den påvirker de input, som værdien beregnes ud fra, herunder lejeniveau, tomgang, driftsomkostninger og afkastkrav.

Energieffektivitet, lavere energiforbrug og mindre behov for renovering kan relativt let omsættes til økonomiske effekter i form af lavere omkostninger, lavere risiko og dermed lavere afkastkrav. Med dette kommer ESG-faktorerne til at fungere som en værdidriver, fordi den grønne ejendom både opnår et højere driftsafkast og et lavere afkastkrav, hvilket resulterer i en betydelig forskel i værdiansættelsen.

Samtidig viser analysen, at den afkastbaserede model er meget følsom over for skøn. Da der ikke findes præcise markedsdata for alle de valgte forudsætninger og parametre, er det derfor afgørende, at virksomhederne er transparente om de forudsætninger, der ligger til grund for de fastsatte værdier. Hvis ESG påvirker værdiansættelsen, men ikke tydeligt fremgår af noteoplysningerne, så kan regnskabslæserens mulighed for at vurdere, om værdien afspejler en markedsbaseret vurdering af ESG-risici og -muligheder, blive svækket.

Dette understreger Erhvervsstyrelsen i sin vejledning, hvor de pointerer, at dokumentation og oplysningskrav er centrale, når investeringsejendomme måles til dagsværdi og da særligt i et marked, hvor ESG i stigende grad påvirker både risiko og afkast (Erhvervsstyrelsen, 2023 s. 28-29).

Den afkastbaserede model i lyset af ESG

Så selvom den afkastbaserede model fortsat er en af de mest anvendte metoder til værdiansættelse af investeringsejendomme, viser analysen, at modellen har væsentlige begrænsninger i et marked, hvor ESG-forhold spiller en stadig større rolle. Modellen er grundlæggende bygget til et marked med stabile risiko og relativt forudsigelige driftsforhold, men ovenstående viser, at ESG introducerer nye typer af risici, usikkerheder og værdidrivere, som modellen ikke er designet til at håndtere.

For det første indgår ESG ikke som en selvstændig parameter i modellen. ESG påvirker alene værdien indirekte gennem skøn af lejeniveau, tomgang, driftsomkostninger og afkastkrav. Det betyder, at ESG-effekter ikke indregnes ensartet, men afhænger af ledelsens skøn. Afhængigt af øjet der ser, kan der således opnås vidt forskellige værdier for samme ejendom, alene fordi ESG-forhold vægtes forskelligt. Dette kan udfordre både sammenligneligheden og transparensen i værdiansættelserne.

For det andet er modellen meget følsom over for små ændringer i input, særligt afkastkravet. ESG-forhold er ofte præget af betydelig usikkerhed, og når disse forhold omsættes til skøn, kan selv små justeringer føre til store udsving i værdien. Den afkastbaserede model forstærker dermed usikkerheden i ESG-relaterede vurderinger, hvilket øger risikoen for både over- og undervurdering.

For det tredje håndterer modellen ikke fremtidige ESG-risici og investeringsbehov. ESG-relaterede forhold som kommende energikrav, renoveringsbehov og risikoen for "stranded assets" indgår ikke automatisk i modellen. Medmindre ledelsen aktivt indarbejder disse forhold i afkastkravet eller driftsbudgettet, risikerer modellen at undervurdere risikoen ved ejendomme med lav ESG-profil. Det gælder særligt for ældre ejendomme, hvor fremtidige behov kan være betydelige, men ikke fremgår som en faktor i den afkastbaserede model.

For det fjerde er modellen udfordret af, at ejendomsmarkedet befinder sig i en overgangsfase, hvor fokus på ESG bliver stadig større. Præferencer fra investorer, finansieringsvilkår og regulatoriske rammer ændrer sig hurtigt, og disse dynamiske forhold bliver ikke nødvendigvis afspejlet i de data, som modellen bygger på. Den samlede vurdering er således, at den afkastbaserede model kan blive mindre retvisende i et marked, hvor ESG-faktorer i stigende grad påvirker både risiko og afkast.

DCF modellen

Hvor den afkastbaserede model baserer sig på et enkelt normalår og et markedsbestemt afkastkrav, giver DCF-modellen (Discounted Cash Flow) mulighed for en mere detaljeret og fremadskuende vurdering af en investeringsejendoms dagsværdi. Modellen inddrager en flerårig budgetperiode, hvor både indtægter, omkostninger, tomgang, investeringer og inflationsforventninger indarbejdes. DCF-modellen er derfor særligt velegnet til at analysere effekten af ESG-relaterede forhold, da disse ofte påvirker ejendommens cash flows gradvist over tid.

I det følgende gennemgår vi modellens centrale beregningstrin, hvorefter modellen anvendes på vores to fiktive ejendomme, hvormed vi vil forsøge at belyse forskellene i værdiansættelsen.

De forskellige trin i DCF-modellen

DCF-modellen består af en række beregningstrin, som tilsammen danner grundlaget for opgørelsen af ejendommens dagsværdi. De nødvendige mellemtrin omfatter følgende:

- Fastsættelse af budgetperiode
- Fastsættelse af inflationsniveau
- Identifikation af det frie cash flow i budgetperioden
- Tilbagediskontering af de fremtidige frie cash flows
- Fastlæggelse af aktivets terminalværdi
- Tilbagediskontering af terminalværdien
- Samlet beregning af dagsværdien som summen af de tilbagediskonterede værdier

Når disse trin er gennemført, foreligger der et beregningsgrundlag, der danner fundamentet for opgørelsen af ejendommenes dagsværdi efter DCF-modellen. De ovenstående trin er med til at sikre, at både de kortsigtede **og** langsigtede økonomiske forhold indgår i værdiansættelsen.

Budgetperiodens længde

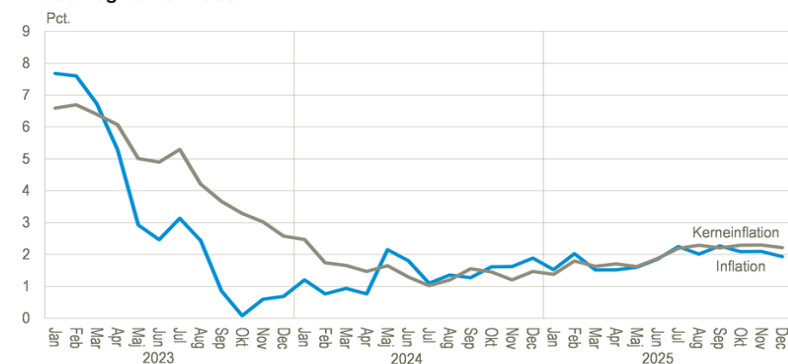
Som tidligere beskrevet anvendes der i praksis typisk en budgetperiode på 5 til 10 år ved udarbejdelsen af en dagsværdiregulering efter DCF-modellen. I denne analyse er der valgt en 10-årig budgetperiode, da investeringsejendomme af denne karakter generelt har en lang investeringshorisont, og fordi en længere periode giver mulighed for at indarbejde de langsigtede effekter af ESG-relaterede forhold, herunder ændret efterspørgsel, driftsomkostninger og fremtidige renoveringsbehov.

Inflation

Et andet centralt element i DCF-modellen er inflation. Inflationen er et centralt parameter i DCF-modellen, fordi modellen bygger på fremtidige budgetår modsat den afkastbaserede model, der blot tager udgangspunkt i indeværende år. Inflationen påvirker både lejeindtægter og driftsomkostninger og kan derfor have væsentlig betydning for de fremtidige cash flows.

Inflationen er ikke altid let at forudsige og den er derfor en af de absolutte risici ved at benytte DCF-modellen. Som udgangspunkt tager man afsæt i, hvordan inflationen i den senere tid har udviklet sig. Inflationen kan imidlertid være meget varierende, hvilket vi blandt andet har set i 2023, hvor inflationen i starten af året lå højt, både på inflationen og kerneinflationen, som lå et sted mellem 6,5 - 8 procent. Senere på året var inflationen helt nede på nulpunktet, hvor der sammenlignet året før slet ikke var sket nogen ændring. Af dette kan det konkluderes, at inflationen ikke er en fast, forudsigelig faktor, men den historiske data kan give et nogenlunde præj om dens udvikling indenfor nærmeste fremtid.

Inflation og kerneinflation



Anm.: Inflationen er opgjort som den årlige stigning i forbrugerprisindekset i forhold til samme måned året før. Kerneinflationen er opgjort som den årlige stigning i forbrugerprisindekset ekskl. energi og ikke-forarbejdede fødevarer i forhold til samme måned året før.

Figur 3 - Fald i inflationen (Danmarks Statistik, 2026)

Med ovenstående taget i betragtning, har vi valgt at tage udgangspunkt i 2025, hvor inflationen og kerneinflationen hele året har lagt på et nogenlunde jævnt niveau mellem 1,5 og 2,5 procent. Ud fra denne information, har vi valgt at fastsætte et inflationsniveau på 2% til beregningen af værdien af ejendommene ud fra DCF-modellen.

Diskonteringsrente og fastsættelsen heraf

Diskonteringsrenten afspejler det samlede afkastkrav til ejendommen og består af inflation og markedets afkastkrav (Erhvervsstyrelsen, 2023). Denne rente er essentiel når det gælder værdiansættelsen af ejendommene, i og med den er sammensat af inflationen samt de tidligere fastsatte forrentningskrav på hhv. 4,5% for den grønne ejendom og 4,75% for den ikke-grønne ejendom.

I vores tilfælde bevirker det, at vi i vores beregninger benytter en diskonteringsrente på hhv. 6,5% for den grønne ejendom, og en diskonteringsrente på 6,75% for den ikke-grønne ejendom, fordi de førnævnte procenter tillægges inflationen på 2%.

Forskellen i diskonteringsrenten afspejler, at den grønne ejendom vurderes at have en lavere risikoprofil som følge af bedre energimæssig performance og forventet højere efterspørgsel. Diskonteringsrenten er et af de mest følsomme parametre i DCF-modellen og selv små ændringer kan have betydelig indflydelse på den beregnede dagsværdi.

Det frie cash flow

Det frie cash flow beregnes som ejendommens samlede indtægter, fratrukket driftsomkostninger, tomgang og eventuelle ekstraordinære udgifter. I denne analyse er der medtaget:

- Lejeindtægter
- Tomgangsprocent
- Driftsomkostninger
- Andre eventuelle udgifter eller indtægter

Til beregningen af vores eksempel, har vi forsøgt at holde det så simpelt som muligt, ved kun at gøre brug af lejeindtægter, tomgangsprocent, driftsomkostninger samt ekstraordinære renoveringer, som eksempelvis udskiftning af tag eller vinduer. Typisk vil driftsomkostningerne være væsentligt mere udspecificerede end her, da man typisk har et grundlag fra tidligere år, hvorudfra man specifikt kan se hvad de enkelte poster har kostet. Det har vi ikke i vores tilfælde, hvor vi blot har valgt at sætte en bestemt kvadratmeterpris på vedligeholdelse mv., ud fra ejendommens stand.

Ved at gøre brug af ovenstående er vi for den grønne ejendom kommet frem til et frit cash-flow fordelt på de forskellige budgetår i budgetperioden som følge:

DCF-modellen (Grøn ejendom)											
Årstal:	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	Terminalværdi
År:	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Lejeindtægter:	1.912.500	1.950.750	1.989.766	2.029.560	2.070.152	2.111.555	2.153.786	2.196.861	2.240.799	2.285.615	2.331.327
Tomgang:	-38.250	-38.040	-37.830	-37.622	-37.415	-37.210	-37.005	-36.801	-36.599	-36.398	-37.126
Indtægter i alt:	1.874.250	1.912.710	1.951.936	1.991.938	2.032.736	2.074.345	2.116.781	2.160.060	2.204.200	2.249.217	2.294.201
Driftsomkostninger:	487.500	497.250	507.195	517.339	527.686	538.239	549.004	559.984	571.184	582.608	594.260
Driftsomkostninger i alt:	487.500	497.250	507.195	517.339	527.686	538.239	549.004	559.984	571.184	582.608	594.260
Frie cash flow:	1.386.750	1.415.460	1.444.740	1.474.599	1.505.050	1.536.106	1.567.776	1.600.076	1.633.016	1.666.609	1.699.941

Figur 4 - egen tilvirkning

For den grønne ejendom er der indarbejdet en faldende tomgangsprocent, da markedsrapporterne peger på stigende efterspørgsel efter energieffektive ejendomme. Dette medfører, at tomgangsprocenten falder over tid, selv med inflation. Derfor har vi valgt at indarbejde dette i vores værdiansættelse, hvormed der i figur 1 kan udledes en faldende tomgangsprocent.

På samme måde har vi beregnet det frie cash-flow for hvert budgetår for den ikke-grønne ejendom, som ser ud som følgende:

DCF-modellen (Ikke-grøn ejendom)											
Årstal:	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	Terminalværdi
År:	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Lejeindtægter:	1.687.500	1.704.375	1.721.419	1.738.633	1.756.019	1.773.579	1.791.315	1.809.228	1.827.321	1.845.594	1.882.506
Tomgang:	-89.438	-91.226	-93.051	-94.912	-96.810	-98.746	-100.721	-102.736	-104.790	-106.886	-109.024
Indtægter i alt:	1.598.063	1.613.149	1.628.368	1.643.721	1.659.209	1.674.833	1.690.594	1.706.493	1.722.530	1.738.708	1.773.482
Driftsomkostninger:	637.500	650.250	663.255	676.520	690.051	703.852	717.929	732.287	746.933	761.872	777.109
Ekstraordinære renoveringer:			400.000						200.000		0
Driftsomkostninger i alt:	637.500	650.250	1.063.255	676.520	690.051	703.852	717.929	732.287	946.933	761.872	777.109
Frie cash flow:	960.563	962.899	565.113	967.201	969.159	970.982	972.666	974.206	775.598	976.836	996.373

Figur 5 - egen tilvirkning

For den ikke-grønne ejendom er lejeindtægterne kun reguleret med ca 1% årligt, da efterspørgslen forventes at falde. Modsat den grønne ejendom, hvor vi på baggrund af de forskellige fremlagte rapporter forventer, at efterspørgslen vil stige i de kommende år, så har vi i vores værdiansættelse af den ikke-grønne ejendom taget højde for, at der i markedet er en risiko for, at den ikke-grønne ejendom bliver mindre og mindre eftertragtet.

Udover at vi har reguleret på lejeindtægterne, så har vi taget højde for, at der er en risiko for, at markedet kræver at der bliver lavet energivenlige renoveringer på bygningen i fremtiden, hvormed vi har budgetteret med to store renoveringsposter, eksempelvis forbedring af tag, udskiftning af vinduer mm.

Tilbagediskontering af det frie cash flow

I forlængelse af ovenstående skal vi nu tilbagediskontere de årlige frie cash flows til nutidsværdien ved hjælp af diskonteringsrenten.

Diskonteringsrenten fungerer som den procentsats, der anvendes til at tilbagediskontere de fremtidige cash flows, således at deres nutidsværdi kan beregnes. Den udgør dermed et centralt element i DCF-modellen, idet den omsætter fremtidige økonomiske værdier til et sammenligneligt nutidigt niveau. Til denne beregning bruger vi således den tidligere fastsatte diskonteringsrente.

Formlen for tilbagediskonteringen af det frie cash flow til nutidsværdi er følgende:

$$\text{Nutidsværdi af det frie cash flow} = \frac{\text{Årets frie cash flow}}{(1 + \text{diskonteringsrenten})^{\text{Budgetår}-1}}$$

For den grønne ejendom kommer vi frem til følgende:

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	SUM
Tilbagediskontering af frie pengestrømme:	1.302.112	1.247.953	1.196.025	1.146.239	1.098.506	1.052.745	1.008.873	966.815	926.496	887.845	10.833.608

Figur 6 - egen tilvirkning

og for den ikke-grønne ejendom er vi kommet frem til følgende:

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	SUM
Tilbagediskontering af frie pengestrømme:	899.823	844.976	464.548	744.809	699.125	656.150	615.726	577.706	430.848	508.326	6.442.037

Figur 7 - egen tilvirkning

Ovenstående illustrerer således, at nutidsværdien af det frie cash flow for henholdsvis den grønne og ikke-grønne ejendom er:

- Grøn ejendom: 10.833.608 kr.
- Ikke-grøn ejendom: 6.442.037 kr.

Forskellen i nutidsværdien skyldes primært de væsentligt lavere lejeindtægter samt højere løbende udgifter og renoveringsprojekter.

Fastsættelse af ejendommens terminalværdi

Terminalåret er kendetegnet ved at være det sidste år i budgetperioden, som i vores tilfælde vil være det 11. budgetår. Det er dette år, som skal afspejle den fremtidige drift efter budgetperiodens afslutning. Det er derfor væsentligt, at der ikke foretages markante ændringer i de forudsatte nøgletal i terminalåret, idet terminalåret metodisk skal afspejle et repræsentativt og stabiliseret niveau for ejendommens indtjening. Terminalåret bør således fungere som et normaliseret gennemsnitsår baseret på udviklingen i budgetperioden.

Til beregningen af terminalværdien, tager vi udgangspunkt i det frie cash flow som er beregnet for terminalåret og den reelle afkastsats for den berørte ejendom. Afkastkravet i vores tilfælde er diskonteringsrenten minus inflationsraten. Formlen for beregningen af terminalværdien er følgende:

$$\text{Terminalværdi} = \frac{\text{Terminalårets frie cash flow}}{\text{Afkastkravet}}$$

For den grønne ejendom gør det sig gældende, at den i terminalåret har et frit cash flow på 1.699.941 kr. Det sætter vi i sammenhæng med vores tidligere fastsatte afkastkrav, hvilket giver en terminalværdi på 37.776.474 kr.

For den ikke-grønne ejendom har vi beregnet et frit cash flow for terminalåret på 996.373 kr., som vi ligeledes sætter i sammenhæng med det tidligere fastsatte afkastkrav for netop denne ejendom. Terminalværdien for den ikke grønne ejendom er således 20.976.274 kr.

Tilbagediskontering af terminalværdien

Princippet for tilbagediskontering af terminalværdien er grundlæggende identisk med tilbagediskonteringen af de årlige frie cash flows. Den væsentlige forskel består i, at der her ikke er tale om én enkelt års likviditetsstrøm, men om en beregnet fremtidig ejendomsværdi, som skal omregnes til nutidsværdi på tidspunktet for år 0. Terminalværdien repræsenterer således den langsigtede værdi af ejendommen efter budgetperiodens udløb og tilbagediskonteres efter samme metode som de øvrige fremtidige pengestrømme. Formlen for tilbagediskonteringen af terminalværdien er følgende:

$$\text{Nutidsværdi af terminalværdi} = \frac{\text{Terminalværdi}}{(1 + \text{diskonteringsrenten})^{\text{antallet af budgetår}}}$$

Ud fra ovenstående har vi beregnet nutidsværdien af terminalværdien på den grønne ejendom til 20.124.511 kr. For den ikke-grønne ejendom beregnes en nutidsværdi af terminalværdien til 10.915.648 kr.

Beregningen af dagsværdien

Det sidste trin i modellen er fastsættelse af dagsværdien. Dagsværdien fastsættes ud fra de beregnede tilbagediskonterede værdier vi gennem de øvrige trin er fundet frem til, og er beregnet på følgende måde:

$$\text{Dagsværdi} = \text{Nutidsværdi af det frie cash flow} + \text{Nutidsværdi af terminalværdi}$$

Ud fra ovenstående kan vi beregne dagsværdien af den grønne ejendom til 10.833.608 kr. (tilbagediskonteret frie cash flows) + 20.124.511 kr. (tilbagediskonteret terminalværdi), hvilket samlet set giver en dagsværdi på 30.958.119 kr.

For den ikke-grønne ejendom er beregningsgrundlaget 6.442.037 kr. (tilbagediskonteret frie cash flows) + 10.915.648 kr. (tilbagediskonteret terminalværdi), hvilket samlet giver en dagsværdi på 17.357.685 kr.

Hvordan bliver ejendommens værdi påvirket af ESG?

Som gennemgangen af DCF-modellen viser, er modellen i sin grundstruktur relativt fast defineret, i og med lejeindtægter, tomgang, driftsomkostninger, investeringer og diskonteringsrente udgør de centrale parametre, der tilsammen bestemmer ejendommens fremtidige frie cash flows og dermed dens dagsværdi.

Det afgørende er imidlertid ikke modellens struktur, men hvordan ledelsen vælger at fastsætte de enkelte parametre. Det er netop her, at ESG forholdende får betydning. ESG påvirker ikke dagsværdien direkte, men slår igennem via ændringer i de økonomiske forhold, der indgår i modellen. I vores beregninger har vi derfor justeret en række parametre for at afspejle de risici og muligheder, som markedsrapporterne fra Colliers og Nordicals peger på i forhold til grønne og ikke-grønne ejendomme.

For den ikke-grønne ejendom har vi reduceret væksten i lejeindtægterne til ca. 1 % årligt, hvilket er lavere end den generelle inflationsrate. Dette afspejler en forventning om, at en ældre ejendom med lav energiklasse vil blive mindre attraktiv i et marked, hvor lejere i stigende grad efterspørger energieffektive bygninger. Som vi med modellen har forsøgt at vise, vil en lavere efterspørgsel betyde, at udlejere må acceptere lavere huslejestigninger for at fastholde lejere og undgå stigende tomgang. Dette er i tråd med markedsudviklingen, hvor flere rapporter dokumenterer en stigende prisdifferentiering mellem grønne og ikke-grønne ejendomme.

For den grønne ejendom har vi derimod indarbejdet en faldende tomgangsprocent på 2,5% årligt. Dette afspejler, at energieffektive ejendomme forventes at opleve stigende efterspørgsel, hvilket både reducerer tomgang og styrker ejendommens indtjeningspotentialer over tid. Effekten er tydelig i vores beregninger, fordi selv med en fast inflationsrate falder tomgangsbeløbet i kroner og øre, fordi den procentvise tomgang reduceres år for år.

Et andet centralt parameter, hvor ESG-forhold spiller ind, er driftsomkostningerne. For den ikke-grønne ejendom har vi indsat to større renoveringsposter i budgetperioden. Selvom udskiftning af tag og vinduer ikke nødvendigvis foretages udelukkende af ESG-hensyn, kan sådanne renoveringer have en direkte effekt på ejendommens energimæssige performance. Nye vinduer reducerer varmekonsumet og udskiftning af ældre tag kan reducere miljøskadelige stoffer som asbest. Dermed er renoveringerne både nødvendige for at opretholde ejendommens drift og endvidere relevante i en ESG-kontekst. Hvis sådanne renoveringer ikke indarbejdes i budgetperioden, risikerer værdiansættelsen at undervurdere de fremtidige omkostninger ved at eje

og drive en ikke-grøn ejendom. Dette er særligt relevant i lyset af de stigende lovmæssige krav til bygningers energimæssige standarder, som forventes at påvirke ejendomsmarkedet markant i de kommende år jf. Colliers og Nordicals (Colliers, 2025).

Hvis ikke vi havde valgt at skrue på ovenstående parametre, så ville resultatet af dagsværdien være den samme som ved den afkastbaserede model. Det skyldes, at begge modeller i deres grundform bygger på de samme økonomiske forhold. DCF-modellens styrke ligger således ikke i dens struktur, men i dens fleksibilitet, da den gør det muligt at justere en lang række parametre ud fra ledelsens forventninger til fremtidig drift, risiko og markedsudvikling. Det betyder, at ESG-relaterede forhold kan indarbejdes eksplicit i budgetperioden, eksempelvis ved stigende tomgang i ældre ejendomme, højere vedligeholdelsesomkostninger, kommende energikrav eller risikoen for stranded assets, ligesom vi har forsøgt at vise i vores beregninger. Men dette sker ikke automatisk. Det kræver, at ledelsen foretager velbegrundede skøn, og at disse skøn tydeligt afspejler de ESG-risici og -muligheder, der forventes at påvirke ejendommens fremtidige cash flows og afkastkrav.

Hvis man fuldstændigt skulle se lyset af, hvordan DCF-modellen kan påvirkes af ESG-faktorer, så havde det også været oplagt at kigge på en ikke-grøn ejendom og en grøn ejendom, hvor deres nuværende vurderingspris jf. en afkastbaseret model var akkurat den samme. Det ville formodentligt give et helt andet billede, hvor man ved hjælp af en DCF-model kunne diskutere, hvorvidt den ene ejendom er en bedre investering end den anden. Den ikke-grønne ejendom ville forventeligt være større end den grønne ejendom, og derfor har flere udlejningsmæssige kvadratmeter. Det er selvfølgelig noget som nogen vil vurdere som et plus, da det typisk vil betyde flere lejeindtægter. Dog er det væsentligt at huske, at der ligeledes her vil være langt flere kvadratmeter, som skal vedligeholdes, og der vil formentlig i den nærmere fremtid være større renoveringer, hvis de ikke er foretaget for nyligt. Her kunne man, hvis begge ejendomme eksempelvis kostede 50 mio. kr., beregne dagsværdien ud fra DCF-modellen, og potentielt komme til den konklusion, at den ikke-grønne ejendom over en 10 års periode, måske kun er 45 mio. kr. værd, og hvor den grønne-ejendom er 50 mio. kr., eller mere.

DCF-modellen i lyset af ESG

Selvom DCF-modellen giver en mere detaljeret og fremadrettet værdiansættelse end den afkastbaserede model, håndterer den umiddelbart ej heller ESG-forhold på en systematisk måde. ESG indgår alene indirekte gennem skøn over lejeniveau, tomgang, driftsomkostninger og diskonteringsrente, hvilket betyder, at modellens resultater i høj grad afhænger af ledelsens skøn. Dette er særligt problematisk, fordi DCF-modellen er meget følsom over for små ændringer i input, og ESG-relaterede forhold ofte er forbundet med betydelig usikkerhed.

Modellen indarbejder heller ikke fremtidige ESG-risici og investeringsbehov automatisk, ligesom den afkastbaserede model. Forhold som kommende energikrav, potentielle renoveringsomkostninger og risikoen for stranded assets skal manuelt indarbejdes i cash flows eller diskonteringsrenten. Hvis det ikke sker, risikerer værdiansættelsen at undervurdere risikoen ved ældre ejendomme og overvurdere deres langsigtede indtjeningspotentiale.

Terminalværdien, som udgør en væsentlig del af den samlede værdi, er ligeledes sårbar over for ESG-usikkerhed, da den bygger på en antagelse om en stabil drift i et marked præget af store forandringer.

Samlet set er det vores vurdering, at DCF-modellen i højere grad end den afkastbaserede model sagtens kan håndtere det stadig voksende fokus på ESG. Dette fordi værdien fastsættes på baggrund af en længere budgetperiode, hvor det er muligt at tage højde for, at virksomhederne eksempelvis har en ældre ejendom, hvor der forventeligt kommer en højere tomgang med årene og at omkostninger til vedligehold vil stige. Imidlertid kræver det større ledelsesmæssige skøn, hvormed værdien er baseret på en del usikkerheder. På den måde vil vi argumentere for, at DCF-modellen godt kan anvendes til at værdiansætte investeringsejendomme i et marked, hvor ESG får en stadig større betydning, men det er væsentligt, at forudsætningerne for beregningerne er gennemsigtige, velbegrundede og eksplicit afspejler de ESG-relaterede risici og muligheder, der er indarbejdet i værdiansættelsen.

Diskussion

På baggrund af ovenstående vurdering af henholdsvis den afkastbaserede model og DCF-modellens styrker og begrænsninger i forhold til ESG, er det relevant at sætte de to modellers egenskaber i perspektiv ved at sammenholde dem. En sådan sammenligning gør det muligt at vurdere, i hvilket omfang modellerne adskiller sig i deres evne til at indarbejde ESG-relaterede forhold, og hvilke metodiske konsekvenser det har for værdiansættelsen af investeringsejendomme. Dette danner grundlag for den følgende diskussion.

Sammenligning af den afkastbaserede model og DCF modellen

Set i lyset af den stigende betydning af ESG-forhold i ejendomsmarkedet adskiller de to modeller sig markant i deres evne til at indarbejde ESG-relaterede risici og muligheder. Den afkastbaserede model er metodisk enkel og bygger på et øjebliksbillede af ejendommenes indtjening og et afkastkrav. Det gør modellen relativt ufleksibel i forhold til ESG, da ESG-effekterne kun kan indarbejdes indirekte gennem justeringer af afkastkravet eller enkelte driftsparametre. Modellen er derfor mindre egnet til at håndtere de dynamiske og fremadrettede forhold, som ESG kan medføre, herunder forventede energirenoveringer, ændrede lejerpræferencer og potentielle lovmæssige skærper.

Det kan umiddelbart virke paradoksalt, at fremtidige forhold spiller så stor en rolle i værdiansættelsen, når årsregnskabet grundlæggende skal give et retvisende billede på balancedagen. Men i og med dagsværdien betragtes som et markedsbaseret skøn over den pris, en køber ville betale på balancedagen og denne pris netop afhænger af forventninger til fremtidig indtjening og eventuelle renoveringsbehov, så bliver fremtidige ESG-forhold en del af nutidsmålingen, fordi markedet allerede indregner dem i værdien på balancedagen.

Som vi argumenterer for i analysen, tilbyder DCF-modellen i den forbindelse en mere fremadrettet og detaljeret tilgang, hvor ESG-forhold kan indarbejdes eksplicit i flere led af beregningen. Fremtidige ændringer i lejeniveau, tomgangsrisiko og driftsomkostninger kan modelleres år for år, og ESG-relaterede risici kan i højere grad afspejles i både cash flows og diskonteringsrente. Det gør DCF-modellen metodisk bedre egnet til et marked, hvor ESG påvirker både indtjening, finansieringsvilkår og den langsigtede risiko, som bl.a. Nordicals påpeger at det gør (Nordicals,

2025a). Samtidig indebærer modellens kompleksitet, at den også er mere følsom over for usikre skøn, hvilket stiller større krav til det datagrundlag, der bruges til beregningerne samt til transparensen og den faglige vurdering.

Selvom DCF-modellen metodisk fremstår bedre rustet end den afkastbaserede model til at indarbejde ESG-relaterede forhold, er det væsentligt at understrege, at ingen af modellerne fuldt ud formår at indfange ESG's kompleksitet. Begge modeller bygger på forudsætninger og skøn, som i stigende grad påvirkes af usikre fremtidige reguleringer og ændringer i markedet. Analysen afspejler, at både risici og muligheder ved ESG udvikler sig hurtigere, end modellerne kan afspejle, og flere af de centrale ESG-drivere, såsom fremtidige renoveringsbehov, lovmæssige krav og potentielle stranded-asset-risici, ligger delvist uden for modellernes rammer.

På baggrund af ovenstående fordele og ulemper kan vi konkludere, at DCF-modellen er den mest anvendelige af de to modeller i et marked, hvor ESG spiller en stadig større rolle. Modellen giver mulighed for at indarbejde ESG-forhold mere detaljeret og fremadrettet, men dette sker ikke automatisk. DCF-modellen kræver, at ledelsen aktivt tager stilling til de fremtidige ESG-relaterede risici og muligheder og indarbejder dem i forudsætningerne for cash flows og diskonteringsrente. Hvis det ikke sker, vil ESG-forhold ikke blive afspejlet i værdiansættelsen, selvom modellen metodisk giver mulighed for det. Det stiller derfor betydelige krav til ledelsens vurderinger og til gennemsigtigheden i de anvendte forudsætninger.

Er ESG blevet nøglen til fremtidens ejendomsværdi?

Netop fordi de to værdiansættelsesmodeller alene indarbejder ESG, hvis ledelsen aktivt vælger det, opstår der et informationsgab mellem regnskabernes indhold og markedets behov. Denne udvikling ses tydeligt i ejendomsbranchen, hvor aktører som Colliers og Nordicals allerede er begyndt at udvide deres vurderingsgrundlag med ESG-data, fordi de traditionelle regnskabskrav ikke længere anses for tilstrækkelige (Colliers, 2025). Colliers' lancering af deres udvidede ESG-datagrundlag i vurderingsrapporter markerer et tydeligt skifte i ejendomsbranchens forståelse af, hvad der udgør et tilstrækkeligt beslutningsgrundlag for investorer. I rapporten understreger Colliers, at ESG-data ikke længere kan betragtes som et supplement, men som en nødvendig del af vurderingen, fordi bæredygtighed i stigende grad påvirker både efterspørgsel og markedsværdi (ibid.). Denne tilgang udspringer af, at de nuværende regnskabsoplysninger, herunder de krav, der følger af ÅRL og de internationale retningslinjer, ikke længere giver et fyldestgørende billede af

en ejendoms økonomiske fremtid. Når Colliers eksempelvis analyserer, hvornår en ejendom risikerer at “strande” i forhold til EU-lovgivning, er det i realiteten en vurdering af fremtidig værdiforringelse, som ikke fremgår af de nuværende krav til oplysning (Colliers, 2025). Dermed bliver Colliers’ rapport et konkret bevis på, at markedet efterspørger oplysninger, som regnskabsreglerne ikke kræver, men som regnskabslæseren anser for at være afgørende.

Denne udvikling bliver yderligere underbygget af Nordicals’ MarketForesight Q2 2025, som viser, at ESG-krav ikke blot påvirker værdiansættelsen i praksis, men også ændrer de strategiske vilkår for ejendomsinvesteringer (Nordicals, 2025a). Nordicals beskriver, hvordan bæredygtighed i stigende grad bliver en forretningsmæssig fordel, fordi ejendomme med stærk ESG-profil lettere tiltrækker kapital, opnår mindre tomgang og står stærkere i konkurrencen (ibid.). Samtidig peger de på, at EU’s Bygningsdirektiv skaber en situation, hvor en betydelig del af de eksisterende ejendomme risikerer at blive uomsættelige, hvis de ikke energieffektiviseres inden for de kommende år. Nordicals fremhæver nemlig, at de dårligste ejendomme skal løftes markant inden 2030 og 2033, og at manglende overholdelse kan føre til tab af markedsadgang (Nordicals, 2025a). Dermed viser rapporten, at ESG-relaterede forhold ikke blot påvirker værdiansættelsen, men kan påvirke selve ejendommens eksistensgrundlag på markedet.

Når Colliers og Nordicals læses sammen, bliver det tydeligt, at de begge peger på et strukturelt misforhold mellem markedets informationsbehov og de gældende oplysningskrav. Colliers dokumenterer, at investorer efterspørger dokumenterbare ESG-data og risikovurderinger, fordi disse forhold påvirker ejendommens fremtidige værdi. Nordicals viser, at de samme forhold påvirker ejendommens markedsposition, tilgængelighed for indtægter og risiko for uomsættelighed. Begge rapporter illustrerer dermed, at ESG-data er blevet en integreret del af den finansielle vurdering af en ejendom, og at fraværet af disse oplysninger i regnskaberne skaber et informationsgab, som kan føre til fejlvurderinger af værdien. (Colliers, 2025; Nordicals, 2025a).

Dette informationsgab bliver centralt, fordi regnskabslæserens beslutningsgrundlag i dag er utilstrækkeligt, hvis virksomhederne alene følger minimumskravene i lovgivningen. Markedet bevæger sig mod en ny standard, hvor ESG-data forventes at være en naturlig del af vurderingsgrundlaget, og hvor manglende oplysninger kan få direkte konsekvenser for investorenes beslutninger. I dette spændingsfelt opstår en anden væsentlig problematik. For når ESG-faktorer får stigende betydning for værdiansættelsen, men ikke er underlagt klare og standardiserede oplysningskrav, skabes der et rum for strategisk kommunikation.

Litteraturen peger her på to modsatrettede, men lige problematiske fænomener: greenwashing og greenhushing (KPMG, 2026; KPMG, 2024). Greenwashing opstår, når virksomheder fremstiller sig som mere bæredygtige, end de reelt er, eksempelvis ved at fremhæve udvalgte tiltag uden at synliggøre de økonomiske konsekvenser eller de underliggende risici (ibid.). I en ejendoms kontekst kan dette indebære, at energirenoveringer eller energimærker præsenteres som værdiskabende, uden at det fremgår, hvordan disse forhold påvirker eksempelvis afkastkrav. Det modsatte fænomen, greenhushing, beskriver situationer, hvor virksomheder bevidst nedtoner eller undlader at kommunikere ESG-risici for at undgå negativ opmærksomhed fra investorer og långivere. I ejendomsbranchen kan det eksempelvis ske ved ikke at omtale, at ejendommene ikke lever op til kommende energikrav, at renoveringsbehovet er stort eller at der forventes stigende driftsomkostninger grundet ESG, selvom disse forhold har direkte betydning for værdiansættelsen.

Begge fænomener forstærkes af, at lovgivningen ikke kræver, at ESG-faktorer identificeres særskilt i værdiansættelsen. Da værdiansættelse af investeringsejendomme i høj grad bygger på ledelsesmæssige skøn, kan to ejendomsselskaber med identiske ESG-risici derfor rapportere vidt forskelligt – uden at det er i strid med lovgivningen. Det skaber en reel risiko for, at regnskabslæseren enten overvurderer eller undervurderer ESG's økonomiske betydning.

Netop denne manglende eksplicitte kobling mellem ESG-data og værdiansættelse er centralt for projektets problemformulering og danner grundlag for diskussion. For hvordan kan vi sikre, at regnskabslæseren i en verden, hvor ESG spiller en stadig større rolle, bliver præsenteret for et tilstrækkeligt beslutningsgrundlag, når de læser et regnskab med investeringsejendomme?

Set fra regnskabslæserens perspektiv bliver dette informationsgab særligt problematisk. Når ESG-forhold alene indarbejdes implicit i værdiansættelsen, eksempelvis gennem justeringer af afkastkrav eller driftsomkostninger, uden at blive synliggjort, efterlades regnskabslæseren med et ufuldstændigt billede af de bagvedliggende værdidrivere. Det betyder, at forskelle i værdiansættelse mellem virksomheder ikke nødvendigvis afspejler reelle økonomiske forskelle, men kan være et resultat af forskellige skøn og antagelser. Dermed reduceres sammenligneligheden og beslutningsgrundlaget svækkes.

Samtidig har regnskabslæseren begrænsede muligheder for at vurdere kvaliteten af de anvendte forudsætninger. Et lavt afkastkrav kan eksempelvis skyldes en stærk ESG-profil, eller manglende indarbejdelse af ESG-risici. Dette skaber en situation, hvor regnskabslæseren ikke kan gennemskue, hvordan ESG påvirker værdiansættelsen.

Derudover kan det diskuteres, om regnskabslæseren overvurderer sikkerheden i de rapporterede værdier. Dagsværdier fremstår præcise, men bygger på usikre og langsigtede antagelser, særligt i relation til ESG. Dette understøtter, at problemet ikke nødvendigvis er, at ESG ikke indgår i værdiansættelsen, men at det ikke fremgår, hvordan det gør.

Set i lyset af den udvikling, som belyses i ovenstående, bliver det tydeligt, at de gældende regnskabsregler, både årsregnskabsloven og IFRS/IAS, i stigende grad kommer til kort. Begge regelsæt er udviklet i en tid, hvor de primære værdidrivere blev forstået som finansielle og driftsmæssige forhold, og hvor klimarisici og energikrav ikke havde samme økonomiske betydning som i dag. Resultatet er, at reglerne i deres nuværende form risikerer at fastholde en forståelse af værdi, samtidig med at de giver virksomheder betydelig frihed til at nedtone eller udelade ESG-relaterede forhold, selv når disse er økonomisk væsentlige.

Som det tidligere er beskrevet, stiller årsregnskabsloven kun generelle krav om oplysninger om væsentlige risici, men uden at specificere, hvordan ESG-faktorer skal identificeres, vurderes eller præsenteres. IFRS/IAS går ikke meget længere: IAS 40 og IFRS 13 kræver nemlig, at ledelsen anvender relevante input i værdiansættelsen, men de præciserer ikke, hvordan bæredygtighed skal indarbejdes. Dermed overlades det til ledelsens skøn at afgøre, om, og i hvilket omfang, ESG påvirker værdiansættelsen. I en tid, hvor ESG-faktorer kan være afgørende, fremstår denne fleksibilitet som en direkte svaghed i regelsættet.

Hvis målet er, som årsregnskabsloven kræver, at sikre et retvisende billede, kan man derfor argumentere for, at både ÅRL og IFRS/IAS bør udvikles, så de afspejler at ESG er blevet en central del af værdiansættelsen. En mere retvisende og sammenlignelig rapportering kunne blandt andet kræve:

- Krav om en kort redegørelse for væsentlige ESG-forhold, der påvirker værdiansættelsen.
- Eventuel oplysning om ejendommens energimæssige udgangspunkt, f.eks. energimærke.
- En oversigt over forventede eller planlagte energireoveringer.
- En kort beskrivelse af, hvordan ESG-forhold er indarbejdet i afkastkrav eller driftsomkostninger.
- En standardiseret note om klimarisici, hvor virksomheder skal angive, om de vurderer risikoen som lav, moderat eller høj og hvorfor.

Sådanne tiltag vil ikke blot reducere risikoen for greenwashing og greenhushing, men også skabe en mere ensartet og sammenlignelig rapportering på tværs af ejendomsselskaber. Samtidig ville

det styrke investorernes mulighed for at identificere, hvilke ejendomme der er eksponeret mod fremtidige værdiforringelser, og hvilke der er positioneret til at drage fordel af den grønne omstilling.

Konklusion

Formålet med dette projekt har været at analysere og diskutere ESG's betydning for værdiansættelsen af investeringsejendomme og vurdere, om de nuværende oplysninger giver regnskabslæseren et tilstrækkeligt grundlag for beslutningstagning. Vi har med projektet vist, at ESG-forhold i stigende grad påvirker værdiansættelsen af investeringsejendomme, fordi de har direkte betydning for afkastkrav, driftsomkostninger, tomgangsrisiko og fremtidige investeringsbehov.

Analysen viser, at både den afkastbaserede model og DCF-modellen kan indarbejde ESG-forhold, men i forskelligt omfang. Den afkastbaserede model kan kun afspejle ESG indirekte gennem justeringer af afkastkravet eller enkelte driftsparametre, mens DCF-modellen giver mulighed for at indarbejde ESG eksplicit i både cash flows og diskonteringsrente. På den baggrund kan vi konkludere, at DCF-modellen bør være den mest egnede metode i et marked, hvor ESG påvirker både risiko og afkast.

Foruden ovenstående viser projektet, at de nuværende oplysningskrav for investeringsejendomme ofte ikke giver regnskabslæseren et tilstrækkeligt beslutningsgrundlag. Særligt virksomheder i regnskabsklasse B og C-mellem er ikke forpligtet til at rapportere om ESG, og selv hos større virksomheder er koblingen mellem ESG-data og værdiansættelsen ofte uklar. Dette skaber et informationsgab, hvor det kan være svært for regnskabslæseren at vurdere, om og hvordan ESG er indarbejdet i de anvendte skøn.

Projektet peger derfor på, at virksomheder kan styrke transparensen og skabe en konkurrencemæssig fordel ved at udvide deres noteoplysninger. Det gælder særligt oplysninger om energimærker, forventede renoveringsomkostninger og klimarisici, som er mere forståelige for regnskabslæseren. Sådanne oplysninger kan nemlig reducere usikkerhed, øge sammenligneligheden og give et mere retvisende billede af ejendommens økonomiske potentiale.

Samlet set kan vi med projektet konkludere, at ESG allerede påvirker værdiansættelsen af investeringsejendomme, men at gennemsigtheden i rapporteringen ikke følger med udviklingen. Derudover fremstår DCF-modellen som den mest hensigtsmæssige metode til at indarbejde ESG-forhold, men uden klare og fyldestgørende oplysninger i årsrapporten risikerer regnskabslæseren fortsat at stå med et ufuldstændigt beslutningsgrundlag.

Perspektivering

I det følgende perspektiveres analysens resultater ved at rette fokus mod revisors rolle i et marked, hvor ESG i stigende grad påvirker værdiansættelsen af investeringsejendomme. Formålet er at sætte analysens resultater ind i en bredere faglig kontekst og diskutere, hvilke nye krav og forventninger udviklingen kan medføre for revisor.

Revisors rolle i et marked, hvor ESG bliver en værdidriver

Analysen har vist, at ESG-forhold i stigende grad påvirker værdiansættelsen af investeringsejendomme, men at hverken årsregnskabsloven eller IFRS stiller klare krav til, hvordan disse forhold skal indarbejdes eller oplyses i regnskaberne. Resultatet er et informationsgab, hvor regnskabslæseren ikke nødvendigvis kan se, om og hvordan ESG påvirker de anvendte skøn. I et bredere perspektiv rejser dette spørgsmålet om, hvilken rolle revisor kan og bør spille i at mindske dette gab og sikre, at regnskaberne fortsat giver et retvisende billede.

Revisors rolle har traditionelt været forankret i det forgangne år og kontrol af dokumentation, men ESG-relaterede forhold udfordrer denne tilgang. Når værdiansættelsen i stigende grad afhænger af fremtidige forhold, som energireoveringer, klimarisici, ændrede lejerpræferencer og potentielle “stranded-asset” scenarier, bevæger revisor sig ind i et område, hvor dokumentationen ikke nødvendigvis findes, og hvor vurderingerne er præget af betydelig usikkerhed. Det kan medføre, at revisor i højere grad må forholde sig til ledelsens antagelser, datagrundlag og metodiske valg, end det tidligere har været tilfældet.

I denne udvikling kan revisor få en mere central rolle som “brobygger” mellem markedets forventninger og lovgivningens minimumskrav. Når investorer og långivere efterspørger

ESG-data, som ikke fremgår af regnskabet, kan revisor blive den aktør, der udfordrer ledelsen på, om væsentlige forhold faktisk er identificeret og vurderet. Det gælder særligt i situationer, hvor ESG-risici kan have direkte betydning for ejendommens værdi, men hvor ledelsen ikke har valgt at synliggøre dem i noterne. Dermed kan revisor blive en vigtig modvægt til både greenwashing og greenhushing, fordi revisors arbejde i stigende grad vil omfatte en vurdering af, om de anvendte skøn er dokumenterede og tilstrækkeligt transparente.

Samtidig kan udviklingen udfordre revisors kompetenceprofil. ESG-forhold kræver forståelse for mere tekniske forhold som energimærker, CO₂-udledning, bygningsstandarder og klimarisici, områder, der ikke nødvendigvis ligger inden for revisors faglighed. I takt med at disse forhold får større økonomisk betydning, kan det blive nødvendigt, at revisor enten opbygger nye kompetencer eller i højere grad inddrager specialister i revisionen. Det kan ændre revisionsfagets praksis, hvor vurdering af fremtidige forhold og ikke-finansielle data bliver en mere integreret del af revisionsarbejdet.

Et andet perspektiv er, at revisor kan få en rolle i at drive standardisering. Når markedet efterspørger mere ensartede ESG-oplysninger, og når virksomheder i regnskabsklasse B ikke er omfattet af detaljerede krav, kan revisor være med til at forme, hvilke oplysninger der anses for "best practice". Det kan eksempelvis være ved at anbefale, at virksomheder redegør for energimærker, planlagte renoveringer eller vurderede klimarisici, selvom lovgivningen ikke kræver det. På den måde kan revisor bidrage til at skabe en mere sammenlignelig og gennemsigtig rapportering, som reducerer risikoen for misvisende værdiansættelser.

Endelig kan man stille spørgsmålet, om revisors rolle i fremtiden vil bevæge sig fra primært at kontrollere eksisterende forhold til i højere grad at validere fremtidige vurderinger. Når ESG-forhold påvirker både risiko og afkast, og når værdiansættelsen i stigende grad afhænger af ledelsens forventninger til fremtidige forhold, kan revisor blive en central aktør i at sikre, at disse forventninger er realistiske og baseret på et tilstrækkeligt datagrundlag. Dette kan potentielt ændre revisors rolle fra at være en "kontrollant" af det forgangne år til at arbejdet i højere grad er baseret på at sikre kvaliteten af de skøn, der danner grundlag for værdiansættelsen.

Perspektiveringer peger dermed på, at ESG ikke kun ændrer på tilgangen til værdiansættelse af investeringsejendomme, men også revisors rolle. I takt med at markedet bevæger sig mod større forventninger til ESG-data, kan revisor blive en nøgleaktør i at sikre, at regnskaberne fortsat giver et retvisende billede, ikke kun af det forgangne år, men også af de fremtidige risici og muligheder,

som i stigende grad påvirker ejendommenes værdi. Udviklingen rejser derfor spørgsmålet, om revisionsfaget er rustet til denne opgave, eller om der er behov for nye standarder, kompetencer og samarbejdsformer for at imødekomme de krav, ESG stiller til fremtidens regnskabsaflæggelse.

Litteraturliste

Andersen, Ib (2013). *Videnskabsteori i samfundsvidenskaberne*. Samfundslitteratur

Andersen, L. & Bureau, V. (2007). *Komparativ forskning i statskundskaben*. *Politica*. 39. årgang, nr. 3. Side 256-260

BDO (2026) *ESG rapportering, data og dokumentation*. [online]. Tilgængelig her: [ESG rapportering, data og dokumentation - BDO](#) (Tilgået 11. marts 2026)

Bryman, A. (2016) *Social Research Methods*. 5th. edition. Oxford University Press

Colliers (2025). *ESG data i vurderinger. Colliers bidrager til et bedre beslutningsgrundlag*. [online]. Tilgængelig her: [Colliers | ESG-data i vurderinger: Colliers bidrager til et bedre beslutningsgrundlag](#)

Danmarks Statistik (2026). *Fald i inflationen*. [online]. Tilgængelig her: <https://www.dst.dk/da/Statistik/udgivelser/NytHtml?cid=51961> (tilgået d. 20. april)

Dansk Byudvikling (2025). *Lav tomgang på markedet for lejeboliger*. [online]. Tilgængelig her: <https://dansk-byudvikling.dk/lav-tomgang-paa-markedet-for-lejeboliger/> (Tilgået d. 24. marts)

Deloitte (2025) *Sustainability & Climate* [online] Tilgængelig her: <https://www.deloitte.com/nl/en/services/risk-advisory/services/sustainability-climate.htm> (Tilgået 17. marts 2026)

Deloitte (2026) *Environmental, Social and Governance (ESG)* [online] Tilgængelig her:
<https://www.deloitte.com> (Tilgået 17. marts 2026)

Energy (2026) *Energy Performance of Buildings Directive* [online] Tilgængelig her:
https://energy.ec.europa.eu/topics/energy-efficiency/energy-performance-buildings/energy-performance-buildings-directive_en (Tilgået 17. marts 2026)

Erhvervsstyrelsen (2023). *Vejledning: Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven*. [online]. Tilgængelig her:
[Vejledning-maaling-investeringsejendomme-dagsvaerdi-efter-aarsregnskabsloven-nov2023_TA.pdf](#) (Tilgået 15. marts 2026)

Erhvervsstyrelsen (2024) *Årsregnskabsloven §99*.

European Commission (2020) *In focus: Energy efficiency in buildings* [online] Tilgængelig her:
<https://commission.europa.eu/news-and-media/news/focus-energy-efficiency-buildings-2020-02-1> (Tilgået 17. marts 2026)

EY (2025) *Indsigt i årsregnskabsloven*. 12. udgave 2025/2026.

EY (2026a) *Indsigt i årsregnskabsloven*. 13. udgave 2026/2027.

EY (2026b) *Indsigt i bæredygtighedsrapportering*. 2. udgave.

Finanstilsynet (2024). *Bæredygtighedsrapporteringsdirektivet*. [online]. Tilgængelig her: [Bæredygtighedsrapporteringsdirektivet \(CSRD\) | Finanstilsynet](#) (Tilgået 1. april 2026)

KPMG (2024). The challenge of Greenwashing. [online]. Tilgængelig her: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/xx/pdf/2025/06/greenwashing-slipsheet.pdf.coredownload.inline.pdf> (Tilgået 24. april 2026).

KPMG (2026) Assurance Insights. [online]. Tilgængelig her: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/xx/pdf/2025/06/greenwashing-slipsheet.pdf.coredownload.inline.pdf> (Tilgået 24. april 2026).

Nordicals (2023) *Marketreport Q4 2023*.

Nordicals (2024) *Marketreport Q4 2024*.

Nordicals (2025a) *Marketreport Q2 2025*.

Nordicals (2025b), *Forventninger til 2025*: [online] Tilgængelig her: [Nordicals – Forventninger til 2025](#) (Tilgået 18. marts 2026)

Nordicals (2026a). *ESG*. [online]. Tilgængelig her: nordicals.dk/ydelser/esg.com (Tilgået 9. marts 2026)

Nordicals (2026b) *Gevinsten ved ESG er meget mere end grøn*. [online]. Tilgængelig her: nordicals.dk/find-forretning/kaedekontor/lokale-nyheder/der-ligger-en-staerk-business-case-i-esg-hos-de-danske-ejendomsbesiddere/ (Tilgået 9. marts 2026)

Nordicals (2026c) *Marketreport Q1 2026*.

Nordicals & NRGi (2025) *Klumme: Danske ejendomsbesiddere sidder med en stærk business case i ESG*. [online] Tilgængelig her:

<https://ejendomswatch.dk/Klummer/article17990126.ece>. (Tilgået 9. marts 2026)