

# Værdiansættelse af fast ejendom

- en introduktion til  
**DCF-modellen**



---

Udgivet af Ejendomsforeningen Danmark  
– erhvervsorganisationen for ejere, udlejere og administratorer af fast ejendom

Ejendomsforeningen Danmark  
Nørre Voldgade 2  
1358 København K

[www.ejendomsforeningen.dk](http://www.ejendomsforeningen.dk)  
Telefon: 3312 0330

Udgivet oktober 2006

# Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen

## Indhold

Forord.....	5
1. Indledning.....	5
2. Regnskabsregler .....	6
3. Modeller til brug for værdiansættelse af ejendomme.....	6
4. Bestemmelse af diskonteringsrenten.....	11
5. Terminalværdi .....	12
Tjekliste.....	13
Cases .....	14
Bilag 1: Resumé af regnskabsbestemmelser om værdiansættelse af ejendomme.....	18



## Forord

Værdiansættelse af erhvervsjendomme er traditionelt sket med udgangspunkt i den afkastbaserede model (1. års afkastmodel). I de senere år er det imidlertid – ikke mindst internationalt – discounted cash flow-modellen (DCF-modellen), som i stigende grad bliver anvendt. DCF-modellen bliver sædvanligvist også brugt ved værdiansættelse af virksomheder og en række andre aktiver.

Formålet med denne publikation er at give en introduktion til værdiansættelse af erhvervsjendomme efter DCF-modellen. Da publikationen alene er tænkt som en introduktion, bliver modellens detaljer og den bagvedliggende teori ikke nærmere diskuteret. Skatte- og finansieringsforhold berøres ikke.

Publikationen henvender sig til alle, der beskæftiger sig med værdiansættelse af erhvervsjendomme. Det vil sige investorer, mæglere, revisorer, rådgivere, administratorer m.fl. Målet er at klargøre og eksemplificere DCF-modellen, så flere af aktørerne på ejendomsmarkedet vil bruge den.

Publikationen er udarbejdet af en arbejdsgruppe, som Ejendomsforeningen Danmark nedsatte i efteråret 2005. Arbejdsgruppen bestod af

- |                       |                            |
|-----------------------|----------------------------|
| • Per Lykke           | ATP Ejendomme              |
| • Kenneth Olsson      | ATP Ejendomme              |
| • Bjarke Bendix Cloos | DATEA                      |
| • Ruben Carpens       | DATEA                      |
| • Anne Kaag Andersen  | Ejendomsforeningen Danmark |
| • Per Andersen        | KPMG                       |
| • Flemming Nielsen    | Price Waterhouse Coopers   |
| • Nicholas Thurø      | RED – Property Advisers    |
| • Peter Frische       | Sadolin og Albæk           |
| • Jeanett Vestergaard | Teesland iOG Danmark       |

## 1. Indhold

I afsnit 2 findes en kort beskrivelse af regnskabsreglerne for danske virksomheder. Reglerne er uddybet i bilag 1, der findes sidst i publikationen. I afsnit 3 præsenteres den afkastbaserede metode og DCF-modellen, som begge kan anvendes til værdiansættelse af ejendomme. Der er størst fokus på DCF-modellen, hvis beregninger opdeles i fem trin, som alle illustreres med eksempler. I DCF-modellen anvendes en

diskonteringsrente. Hvordan den skal bestemmes er temaet for afsnit 4. Beregningen af den såkaldte terminalværdi diskuteres i afsnit 5.

Som hjælp til at huske alle indtægter og udgifter i beregningen af cash flow er der på side 13 opstillet en tjekliste med korte beskrivelser. Herefter følger på side 14 tre eksempler på anvendelse af DCF-modellen.

## 2. Regnskabsregler

Danske virksomheders regnskabsaflæggelse er reguleret af forskellige regnskabsregler afhængigt af, om der er tale om finansielle eller ikke-finansielle virksomheder, og om virksomheden er børsnoteret eller ikke-børsnoteret.

Ikke-finansielle virksomheder skal aflægge årsrapport efter årsregnskabsloven, mens finansielle virksomheder skal følge regnskabsbestemmelser fastlagt af Finanstilsynet. Begge typer af virksomheder har dog mulighed for frivilligt at aflægge årsrapport efter de internationale regnskabsstandarder (IFRS/IAS), som er godkendt af EU-kommissionen.

For virksomheder, der har værdipapirer optaget til notering på en fondsbørs, er der krav om, at regnskabsaflæggelse for et eventuelt koncernregnskab sker efter de internationale regnskabsstandarder, som er godkendt af EU-kommissionen. For selskabsregnskabet er der krav om at følge de danske regnskabsvejledninger, medmindre selskabsregnskabet aflægges frivilligt efter de internationale regnskabsstandarder godkendt af EU-kommissionen.

I bilag 1 er der en kort beskrivelse af de internationale og danske regnskabsbestemmelser vedrørende investeringsejendomme. Sammenfattende kan man konstatere, at såvel de danske som de internationale regnskabsbestemmelser (IFRS/IAS) normalt tillader anvendelse af både den afkastbaserede model og DCF-modellen til fastsættelse af markedsværdien af investeringsejendomme.

## 3. Modeller til brug for værdiansættelse af ejendomme

Det bedste udgangspunkt for at vurdere markedsværdien er normalt at sammenligne med handelspriser for nyligt gennemførte handler af ejendomme med samme vedligeholdelsesstand, beliggenhed, anvendelsesmuligheder mv.

Hvis der imidlertid ikke findes sådanne oplysninger, foretager man i stedet et skøn over den forventede markedsværdi. Det gør man ved at benytte afkastbaserede modeller baseret på et eller flere år.

### Den afkastbaserede model

I praksis er den afkastbaserede model den mest anvendte model til opgørelse af markedsværdien. Her opgør man værdien på basis af ejendommens forventede driftsafkast i et typisk driftsår og et forrentningskrav, der er fastsat på basis af risikoen på den enkelte ejendom. Derudover kan man foretage tillæg og fradrag for særlige forhold til den opgjorte værdi. Se eksempel i boksen nedenfor.

#### Eksempel: Værdi bestemt med den afkastbaserede model

Hvis det budgetterede driftsafkast (lejeindtægter fratrukket udgifter) er 10 mio. kr. og forrentningskravet er 5,0 procent bliver ejendommens værdi:

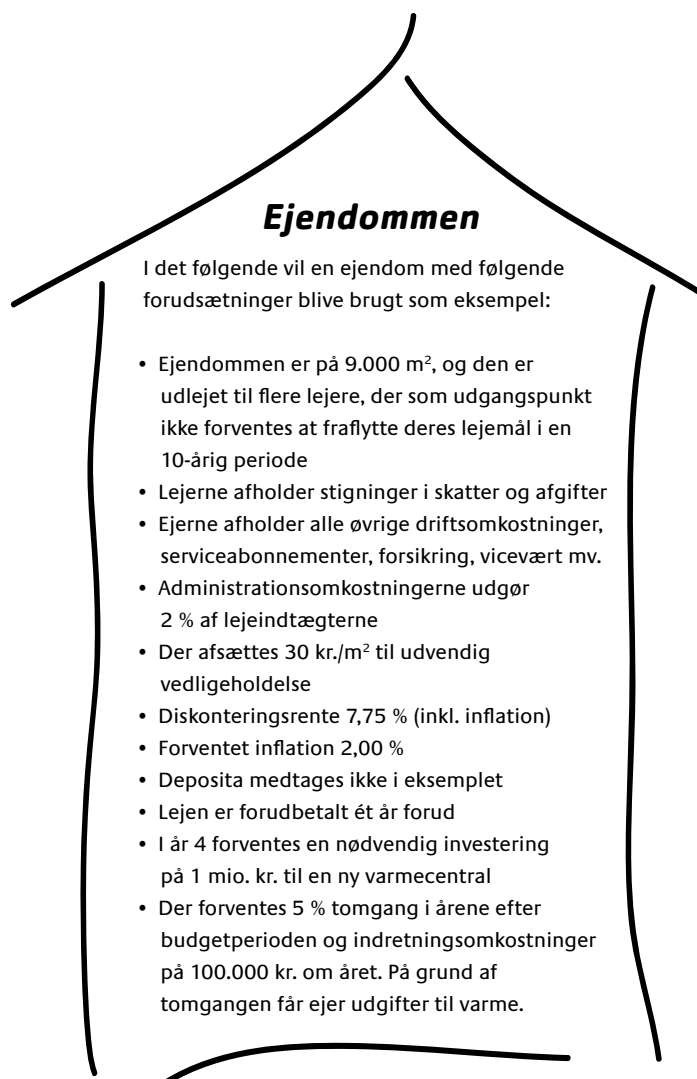
$$\frac{\text{driftsafkast}}{\text{forrentningskrav}} = \frac{10 \text{ mio. kr.}}{0,05} = 200 \text{ mio. kr.}$$

Modellen har den fordel, at den er overskuelig, og at den er velkendt blandt aktørerne på ejendomsmarkedet. Omvendt er modellen meget statisk, hvilket gør den mindre anvendelig til værdiansættelse af fx større erhvervsjendomme, ejendomme med hjemfaldspligt og ejendomme med stort lejepotentiale efter moderniseringer over en årrække.

Ejendomme med de kendetegn værdiansættes mere hensigtsmæssigt med modeller, som opererer med en længere budgetperiode. Her kan der tages eksplicit højde for den forventede udvikling i ejendommens drift i de kommende år. Et eksempel på en sådan model er DCF-modellen, som er en cash flow-baseret værdiansættelsesmodel.

### Discounted cash flow-modellen (DCF-modellen)

I DCF-modellen ser man dels på værdien opnået fra cash flowet (driftsafkastet) i en budgetperiode og dels på et terminalår, der bestemmer værdien af ejendommen efter budgetperioden – terminalværdien (se afsnit 5 på side 12 for en uddybning af begreberne terminalår og terminalværdi).



Beregningerne i DCF-modellen kan opdeles i følgende trin:

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

## Trin 1: Cash flowet i budgetperioden

Markedsværdien opgøres ud fra det forventede fremtidige frie cash flow fra ejendommens drift. I budgetperioden foretages derfor en detaljeret budgettering for driften i hvert enkelt regnskabsår. Det frie cash flow omfatter blandt andet:

### Indtægter

- lejeindtægter for lokaler
- lejeindtægter for parkeringspladser, lysreklamer mv.
- lejereguleringer, hvis lejen forventes at kunne hæves (eller sænkes)
- lejestigninger på basis af aftaler i lejekontrakter og forventninger til den almindelige prisudvikling

### Udgifter

- vicevært, administration, ejendomsskatter, forsikringer
- investeringer, der skal til, for at lejen kan hæves
- øvrige investeringer
- forventede omkostninger til tomgang i ejendommen
- udgifter til vedligeholdelse, evt. ud fra vedligeholdelsesplan

Mange af de forhold, som man skal huske ved bestemmelsen af det frie cash flow, kan findes i tjeklisten på side 13. Her er også en nærmere beskrivelse af de forskellige forhold.

I boksen herunder ser man et eksempel på opstilling af cash flow.

Budgetperiodens længde skal fastsættes, så de særlige forhold, der er i forbindelse med ejendommen, fx igangværende projekter, kan indregnes inden periodens udløb. Budgetperioden skal derfor løbe frem til et tidspunkt, hvor niveauet for det frie cash flow fra ejendommen er stabiliseret. De fleste anvender en 10-årig periode.

Udover de mere eller mindre automatiske fremskrivninger med inflation, tager budgettet hensyn til forventede udgifter til vedligeholdelse, investeringer, tomgang mv. De forventede ændringer i lejeniveau skal også inddrages.

Forrentning af deposita er ikke inkluderet i eksemplet; men de kan inkluderes enten ved at lægge dem til til sidst eller ved at beregne værdien af forrentningen.

### Eksempel: Opstilling af cash flow

I cash flowet inkluderes alle budgetterede indtægter og udgifter. For de første fem år kunne det se sådan ud:

(Alle tal i 1.000 kr.)	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
Lejeindtægter	7.036	7.177	7.320	7.467	7.616
Andre indtægter	0	0	0	0	0
Tomgang	0	0	0	0	0
<b>Bruttoleje</b>	<b>7.036</b>	<b>7.177</b>	<b>7.320</b>	<b>7.467</b>	<b>7.616</b>
Driftsudgifter	-500	-510	-520	-531	-541
Ejendomsskatter og afgifter	-201	-201	-201	-201	-201
Ejendommens andel af varme/fællesudgifter	0	0	0	0	0
Administration	-141	-144	-146	-149	-152
Udvendig vedligeholdelse	-270	-275	-281	-287	-292
Indretningsudgifter / investeringer	0	0	0	-1.000	0
<b>Udgifter i alt</b>	<b>-1.112</b>	<b>-1.130</b>	<b>-1.149</b>	<b>-2.167</b>	<b>-1.187</b>
<b>Cash flow</b>	<b>5.924</b>	<b>6.047</b>	<b>6.172</b>	<b>5.299</b>	<b>6.429</b>

Cash flowet udgøres af bruttolejen fratrukket de samlede udgifter. Både indtægter og udgifter stiger med inflationen. En undtagelse er dog ejendomsskatter og afgifter, da lejer betaler evt. stigninger. En anden undtagelse er indretningsudgifter/-investeringer. Her er indlagt en udgift på 1 mio. kr. i år 4, mens der ikke er budgetterede udgifter i de øvrige år.

## Trin 2: Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden

For at bestemme ejendommens værdi må cash flowet fra de enkelte år tilbagediskonteres til udgangstidspunktet. Det gøres ved hjælp af en diskonteringsrente, som fastsættes for den enkelte ejendom. Diskonteringsrenten afhænger både af ejendomsrelaterede faktorer og af makroøkonomiske forhold. Diskonteringsrenten kan ikke direkte sammenlignes med forrentningskravet i den afkastbaserede model. Det skyldes blandt

andet, at der er inkluderet inflation i DCF-modellen, og at DCF-modellen i højere grad end den afkastbaserede model tager hensyn til forskellige risici i budgetperioden. Se afsnit 4 for en nærmere diskussion.

I boksen er illustreret, hvordan diskonteringen foregår.

### Eksempel: Tilbagediskontering af cash flowet

Som nævnt i forudsætningerne anvendes en diskonteringsfaktor på 7,75 % (inklusive inflation)

(Alle tal i 1.000 kr.)	Nu	År 1	År 2	År 3	År 4	...	År 10
Lejeindtægter		7.036	7.177	7.320	7.467		8.409
Andre indtægter		0	0	0	0		0
Tomgang		0	0	0	0		0
<b>Bruttoleje</b>		<b>7.036</b>	<b>7.177</b>	<b>7.320</b>	<b>7.467</b>	...	<b>8.409</b>
Driftsudgifter		-500	-510	-520	-531		-598
Ejendomsskatter og afgifter		-201	-201	-201	-201		-201
Ejendommens andel af varme/fællesudgifter		0	0	0	0		0
Administration		-141	-144	-146	-149		-168
Udvendig vedligeholdelse		-270	-275	-281	-287		-323
Indretningsudgifter/investeringer		0	0	0	-1.000		0
<b>Udgifter i alt</b>		<b>-1.112</b>	<b>-1.130</b>	<b>-1.149</b>	<b>-2.167</b>		<b>-1.289</b>
<b>Cash flow</b>		<b>5.924</b>	<b>6.047</b>	<b>6.172</b>	<b>5.299</b>		<b>7.119</b>
Tilbagediskonterede værdier fra år			$\frac{6.047}{(1+0,0775)}$	$\frac{6.172}{(1+0,0775)^2}$	$\frac{5.299}{(1+0,0775)^3}$		$\frac{7.119}{(1+0,0775)^9}$
År 1	5.924						
År 2	5.612						
År 3	5.316						
År 4	4.236						
...							
År 10	3.636						

Note: Da det er forudsat, at lejen er forudbetalt, tilbagediskonteres det første års cash flow *ikke*. I praksis vil lejen oftest være kvartalsvist forudbetalt, mens udgifterne er fordelt over hele året. Ved *ikke* at tilbagediskontere cash flowet det første år, får man en mindre overvurdering af ejendommens værdi.

### Trin 3: Terminalværdi

Det antages, at det frie cash flow vil være konstant efter udløbet af budgetperioden. Værdien for denne periode bliver opgjort med udgangspunkt i et terminalår. Det forventede cash flow i terminalåret skal være et udtryk for gennemsnittet over de fremtidige år. Værdien af ejendommen i terminalåret findes ved hjælp af et reelt forrentningskrav (uden inflation). Beregningsmetoden svarer til den afkastbaserede model.

Se afsnit 5 (side 12), hvor bestemmelsen af terminalværdien er nærmere beskrevet. I boksen herunder er et eksempel på beregningen af terminalværdien.

#### Eksempel: Beregning af terminalværdi

Cash flowet i terminalåret bestemmes på samme vis som i de enkelte budgetår.

Dog skal tallene være udtryk for gennemsnitsbeløb uden enkeltstående poster til fx investering.

(Alle tal i 1.000 kr.)	Terminalår
Lejeindtægter	8.577
Andre indtægter	0
Tomgang	-429
<b>Bruttoleje</b>	<b>8.148</b>
Driftsudgifter	-609
Ejendomsskatter og afgifter	-201
Ejendommens andel af varme/fællesudgifter	-68
Administration	-172
Udvendig vedligeholdelse	-329
Indretningsudgifter / investeringer	-100
<b>Udgifter i alt</b>	<b>-1.479</b>
<b>Cash flow</b>	<b>6.669</b>

Terminalværdien bestemmes ud fra cash flowet ved hjælp af et reelt forrentningskrav, som her er 5,75 procent:

$$\frac{\text{cash flow}}{\text{forrentningskrav}} = \frac{6,669 \text{ mio. kr.}}{0,0575} = 115,99 \text{ mio. kr.}$$

### Trin 4: Tilbagediskontering af terminalværdi

Terminalværdien skal, ligesom cash flowet i budgetperioden, tilbagediskonteres med diskonteringsrenten.

#### Eksempel: Tilbagediskontering af terminalværdi

Nutidsværdien bliver:

$$\frac{115,99}{(1+0,0775)^{10}} = 54,99 \text{ mio. kr.}$$

ved en 10-årig budgetperiode.

### Trin 5: Ejendommens værdi

Ejendommens værdi er summen af det tilbagediskonterede cash flow fra budgetperioden og den tilbagediskonterede terminalværdi.

Boksen på næste side viser den samlede model.

**Eksempel: Den samlede DCF-model**

	Nu	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
(Alle tal i 1.000 kr.)												
Lejeindtægter		7.036	7.177	7.320	7.467	7.616	7.768	7.924	8.082	8.244	8.409	8.577
Andre indtægter		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-429
<b>Bruttoleje</b>		<b>7.036</b>	<b>7.177</b>	<b>7.320</b>	<b>7.467</b>	<b>7.616</b>	<b>7.768</b>	<b>7.924</b>	<b>8.082</b>	<b>8.244</b>	<b>8.409</b>	<b>8.148</b>
Driftsudgifter		-500	-510	-520	-531	-541	-552	-563	-574	-586	-598	-609
Ejendomsskatter og afgifter		-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201
Ejendommens andel af varme/fællesudgifter		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-68
Administration		-141	-144	-146	-149	-152	-155	-158	-162	-165	-168	-172
Udvendig vedligeholdelse		-270	-275	-281	-287	-292	-298	-304	-310	-316	-323	-329
Indretningsudgifter/investeringer		0	0	0	-1.000	0	0	0	0	0	0	-100
<b>Udgifter i alt</b>		<b>-1.112</b>	<b>-1.130</b>	<b>-1.149</b>	<b>-2.167</b>	<b>-1.187</b>	<b>-1.207</b>	<b>-1.227</b>	<b>-1.247</b>	<b>-1.268</b>	<b>-1.289</b>	<b>-1.479</b>
<b>Cash flow</b>		<b>5.924</b>	<b>6.047</b>	<b>6.172</b>	<b>5.299</b>	<b>6.429</b>	<b>6.562</b>	<b>6.697</b>	<b>6.835</b>	<b>6.976</b>	<b>7.119</b>	<b>6.669</b>
Nominal diskonteringsfaktor	7,75%											
Tilbagediskonterede værdier fra år		5.924	5.612	5.316	4.236	4.770	4.518	4.279	4.053	3.839	3.636	
												5,75%
												<b>115.989</b>
<b>Summen af tilbagediskonterede værdier fra budgetperioden</b>		<b>46.184</b>										
<b>Tilbagediskonteret terminalværdi</b>		<b>54.985</b>										
<b>Ejendommens værdi</b>		<b>101.169</b>										

## 4. Bestemmelse af diskonteringsrenten

Investering i ejendomme er forbundet med en lang række risici, hvilket der bør tages højde for i værdiansættelsen af en specifik ejendom. Risiko er kort sagt sandsynligheden for, at indtægter og udgifter afviger negativt fra budgettet. Jo mere korrekt et budget, der kan lægges, jo mindre er der behov for at risici skal indregnes i diskonteringsrenten.

Den afkastbaserede model forudsætter implicit, at afkastet i investeringsåret er konstant ud i al fremtid. Man kan dog tage højde for nogle udsving i cash flowet ved at foretage tillæg og fradrag for særlige forhold, fx tomgang og udskudt vedligeholdelse. I DCF-modellen er der derimod mulighed for at variere budgettet for cash flowet i budgetperioden. Forskellen betyder, at diskonteringsrenten i den afkastbaserede model skal tage højde for en del flere risici end i DCF-modellen.

Uanset om der vælges en afkastbaseret model eller en DCF-model indeholder diskonteringsrenten følgende elementer:

- Den risikofrie rente
- En risikopræmie

Diskonteringsrenten bør vælges med udgangspunkt i den risikofrie rente, fx en 10-årig statsobligation. Den risikofrie rente bør ikke variere afhængigt af valg af model.

Uanset valg af model, skal der tages stilling til risikopræmien i hvert enkelt tilfælde. Den skal afspejle den risiko, som ejendomsinvesteringen medfører.

Men her hører lighederne mellem modellerne op.

I den afkastbaserede model regner man ikke med en inflationsstignings-takst, da indtægter og udgifter forudsættes konstante. Det betyder, at der ikke er inflation med i diskonteringsrenten (en real diskonteringsrente). Omvendt vil man typisk indekser indtægter og udgifter i DCF-modellen. Derfor skal der også tages højde for inflationen i diskonteringsrenten (en nominel diskonteringsrente).

Der er en lang række risici forbundet med ejendomsinvesteringer. Som nævnt ovenfor er der forskel på, hvordan de håndteres i DCF-modellen og i den afkastbaserede model. I tabellen er angivet, hvorvidt der i DCF-modellen tages hensyn til dem i diskonteringsfaktoren eller i cash flowet. Overordnet kan risici ved investering i ejendomme inddeles i ejendomsrelaterede faktorer og makroøkonomiske forhold. Under tabellen er de forskellige risici, der normalt tages højde for i diskonteringsfaktoren, nærmere beskrevet.

### Ejendomsrelaterede faktorer

#### Type af ejendom

Det har stor betydning for risici for investor – og dermed for diskonteringsrenten – hvorvidt der er tale om en boligejendom, butik, kontor eller andet erhverv.

#### Beliggenhed

I fastsættelsen af diskonteringsrenten bør der tages højde for ejendommens beliggenhed, da den har en væsentlig betydning for ejendommens leje- og investorefterspørgsel. En ejendom med en god belig-

genhed, fx i forhold til infrastruktur, adgang til arbejdskraft, kunder og samarbejdspartnere, identitet og herlighedsværdi er mere eftertragtet af både lejere og investorer og har derfor en relativt lavere diskonteringsrente.

#### Lejers bonitet

Et vigtigt element i fastsættelsen af diskonteringsrenten er lejerens bonitet, idet den er et udtryk for lejerens evne til at leve op til sine økonomiske forpligtelser. Eftersom lejere med ringe finansiell styrke udgør en driftsrisiko, medfører dette en højere diskonteringsrente. Betydningen af lejerens bonitet er dog varierende alt afhængig af ejendommens beliggenhed. Derfor tildeles lejers bonitet ikke nogen særlig betydning, hvis ejendommen har en primær beliggenhed, da risikoen for tomgang i en længere periode er relativ lav.

#### Udbud og efterspørgsel

I fastsættelsen af diskonteringsrenten bør der tages højde for det generelle forhold mellem udbud og efterspørgsel på ejendomsmarkedet. I perioder med et relativt højt udbud af ejendomme bør diskonteringsrenten være højere, idet den enkelte ejendom bliver vanskeligere at sælge. Endvidere bør diskonteringsrenten korrigeres i forhold til

### Håndtering af de forskellige risikofaktorer i DCF-modellen:

	Diskonterings- rente	Cash flow
<b>Ejendomsrelaterede faktorer</b>		
Type af ejendom	✗	
Beliggenhed	✗	
Lejers bonitet	✗	
Udbud og efterspørgsel	✗	
Kontraktlængde		✗
Faktisk leje i forhold til markedsløjen		✗
Genudlejningsrisiko og restværdi		✗
Tomgang		✗
Indretningsudgifter		✗
Deposita		✗
Udskudt vedligeholdelse		✗
<b>Makroøkonomiske faktorer</b>		
BNP, beskæftigelse m.m.	✗	
Inflation	✗	✗
Risikofri rente	✗	

udbuddet af en specifik type ejendom og efterspørgslen af netop denne type ejendom. I et marked med et lavt udbud af ejendomme samt en høj efterspørgsel vil det medføre en lavere diskonteringsrente.

Se yderligere kommentarer til de ejendomsrelaterede faktorer under tjeklisten side 13.

## Makroøkonomiske faktorer

### *BNP, beskæftigelse m.m.*

Udviklingen i de makroøkonomiske faktorer som fx BNP, beskæftigelse samt privat- og offentligt forbrug har en væsentlig betydning for de risici, der er forbundet med investering i ejendomme. Det skyldes, at der i perioder med lavkonjunktur er større sandsynlighed for, at lejere ikke lever op til deres økonomiske forpligtigelser.

Højkonjunktur betyder også en lavere genudlejningsrisiko og en forventning om en højere leje på grund af stigende lejerefterspørgsel. Diskonteringsrenten bør derfor tage højde for, hvor stabilt det økonomiske klima er, således at der i perioder med lavkonjunktur anvendes en højere diskonteringsrente.

### *Inflation*

Da den forventede inflation indgår i cash flowet, skal den også indgå i diskonteringsfaktoren.

### *Risikofri rente*

Renteniveauet har stor betydning for diskonteringsrenten, da det både danner grundlaget for finansieringen af den pågældende ejendom og for investorens alternative investeringsmuligheder. Der er dog visse tilfælde, hvor diskonteringsrenten er lavere end finansieringsrenten, specielt hvis ejendommen har særlige udviklingsmuligheder. Desuden danner renteniveauet grundlag for investorens alternativafkast. Stigninger i renteniveauet vil derfor medføre et højere alternativafkast, hvilket medfører en stigning i diskonteringsrenten.

Som beskrevet i afsnit 5 beregner man en terminalværdi for at få værdien af cash flowet for årene efter budgetperioden. Terminalværdien skal også tilbagediskonteres. Normalt anvendes den samme diskonteringsrente for terminalværdien som for budgetperioden.

## 5. Terminalværdi

Den 10-årige budgetperiode afsluttes med et terminalår. Med udgangspunkt i terminalåret findes værdien af ejendommens cash flow efter budgetperioden. Den tilbagediskonterede terminalværdi udgør ofte mellem 40 og 60 procent af ejendommens samlede værdi, og er derfor en meget central del af DCF-modellen.

Terminalåret kan betragtes som et normalår, der beskriver den del af cash flowet, hvor det på grund af tidshorisonten ikke længere giver me-

ning at tage stilling til tidsspecifikke pengestrømme. Hvis terminalåret sættes ind som år 11, skal nutidsværdien heraf findes ved at tilbagediskontere værdien af terminalåret i 10 år.

Cash flowet, som angives i terminalåret, er et udtryk for forventningerne til et evigt cash flow. Man skal derfor ikke tage højde for tidsspecifikke forhold, og der skal alene være tale om gennemsnitsbetragtninger. Man taler om en ejendoms livscyklus, som er den periode, hvor ejendommens periodiske cash flow gentager sig. Ved at kaste et blik på ejendommens livscyklus, får man en god indikation af, hvad cash flowet i terminalåret skal være. Fx vil en forventning om, at taget på ejendommen skal skiftes hvert 30. år medføre, at der i terminalåret skal indlægges 1/30 af de forventede omkostninger ved udskiftning af taget.

Driftsomkostninger til forsikring, vicevært og administration mv. skal normaliseres, så en eventuel kraftig midlertidig ændring i år 10 ikke overføres til terminalåret.

Omkostninger til vedligeholdelse omfatter både den almindelige vedligeholdelse, som er forholdsvis ligefrem at budgettere, og en mere periodisk del, der er sværere at håndtere. Dels er den ofte betydelig mere bekostelig, dels er den mere uregelmæssig. Da der er tale om værdiansættelse af et evigt cash flow, er den tidsmæssige uregelmæssighed heldigvis ikke så afgørende. Det er ikke centralt, om de ekstraordinære vedligeholdelsesomkostninger falder i år 12 eller år 20. Det centrale er at bestemme niveauet for den normale vedligeholdelse. Det er nødvendigt at opstille forventninger til, hvor ofte disse større vedligeholdelsesarbejder skal finde sted og prisniveauet for dem. Når det er gjort, kan man fastsætte den årlige del af de periodiske vedligeholdelsesomkostninger. Ofte udtrykkes disse omkostninger som et nøgletal i kroner pr. kvadratmeter.

I forbindelse med tomgang er det vigtigt at inkludere alle omkostninger. Udover den tabte lejeindtægt er der omkostninger til genudlejning, istandsættelse, tomgangvarme mv.

Diskonteringsrenten for terminalåret er som udgangspunkt den samme som i budgetperioden, dog eksklusiv inflation. Er der forhold som taler for, at risikoen i cash flowet ændres fundamentalt i løbet af terminalperioden, kan man overveje at ændre diskonteringsrenten i terminalåret, så det afspejler en ny risikoprofil. Det må understreges, at der skal meget markante ændringer til, før det bør ske. Diskonteringsrenten i terminalåret dækker som før nævnt en uendelig periode, hvorfor svingninger i starten af terminalperioden ikke må overvurderes.

Udover niveauet for cash flowet i terminalåret kan man inddrage et vækstled. I vækstleddet afspejles forventningerne til markedslejen. Kun de vækstrater, der afviger fra den forventede inflation, medtages. Vækstraten fratrækkes i diskonteringsfaktoren.

## Tjekliste

I forbindelse med anvendelsen af en DCF-model til værdiansættelse af investeringsejendomme, er det naturligvis vigtigt at få så korrekt et billede af det fremtidige forventede cash flow som overhovedet muligt.

### Indtægter

#### ✓ Lejeindtægter

Husk at medtage alle lejeindtægter fra bolig, kontor, lager, facadereklaime, mobilantenner mv. Eventuelle lejerabatter og lignende skal fratrækkes. Lejetillæg for særindretninger mv., der løber over en begrænset årrække, skal kun tages med i den relevante periode.

#### ✓ Estimerede lejeindtægter

Hvis der er tomme lokaler i ejendommen eller øvrige potentielle lejeindtægtsmuligheder, skal de indgå i DCF-modellen.

#### ✓ Fremtidige indtægter

Er der planlagt en udvidelse af ejendommen, skal de fremtidige forventede indtægter tages med, ligesom de øgede driftsudgifter og opførelsesomkostninger skal tages med i beregningen.

#### ✓ For høj eller lav leje?

Det er nødvendigt at forholde sig til den aktuelle leje. Er den på niveau med markedslejen, eller er den for høj eller for lav? Hvis den aktuelle leje afviger fra markedslejen, vil det være nødvendigt at forholde sig til, hvornår en regulering tidligst kan finde sted ifølge lejekontrakten og så medtage reguleringen i DCF-modellen.

#### ✓ Årlig lejeregulering

Langt de fleste lejekontrakter reguleres årligt med stigningen i nettoprisindekset (NPI), måske med et minimum eller maksimum eller en fast regulering. For hvert enkelt lejemål skal den fremtidige lejeudvikling estimeres ud fra den aftalte reguleringsklausul i lejekontrakten.

#### ✓ Regulering af deposita

Har lejerne betalt et kontant depositum, vil det ofte reguleres årligt i takt med, at lejen stiger.

#### ✓ Stigninger i skatter og afgifter, vand, renovation mv.

For de lejere, som betaler en bruttoléje (dvs. inklusiv skatter og afgifter mv.), vil udlejeren som hovedregel have mulighed for at hæve lejen med stigninger i skatter og afgifter. Enten skal denne indtægt tages med i DCF-modellen på indtægtssiden, eller også skal skatter og afgifter fastfryses på udgiftssiden.

#### ✓ Indtægter fra varme- og driftsregnskab

Man ser ofte, at udlejeren har indtægter på varme- og driftsregnskaberne, som ikke modsvares af en tilsvarende udgift. Det kan være henlæggelser til fornyelse af tekniske installationer, afskrivning på varmeanlæg, henlæggelse til fremtidig indretning af fællesarealer mv. Henlæggelserne og afskrivningerne kan med rimelighed tages med på indtægtssiden, hvis der er taget højde for de fremtidige omkostninger til installationerne i vedligeholdelsesudgiften på udgiftssiden.

#### ✓ Lejers forpligtigelser ved fraflytning

Når lejere opsiger deres lejeaftale, vil de typisk have en række istandsættelsesforpligtigelser ifølge lejekontrakten. Har lejeren overtaget et nyistandsat lejemål, skal lejeren som regel også aflevere lejemålet nyistandsat. Lejerens forpligtelse konverteres ofte til et kontantbeløb. Ved lejerens opsigelse får udlejeren derfor ofte en indtægt.

Herunder er der opstillet en liste over en lang række af de forhold som kan være relevante at medtage i DCF-modellen.

### Udgifter – drift

#### ✓ Ejendomsskatter og -afgifter

Vær opmærksom på, om lejerne skal betale for stigningerne i skatter og afgifter. I givet fald skal stigningerne med på indtægtssiden eller alternativt skal skatter og afgifter fastfryses i DCF-modellen.

#### ✓ Øvrige driftsomkostninger

Der skal afsættes penge til de driftsomkostninger, som ejeren har ansvar for. Eksempelvis bygningsforsikring, vicevært, udvendig renholdelse, administration og serviceabonnementer. Omkostningen skal reguleres årligt med den forventede inflation.

#### ✓ Udvendigt vedligehold

Den udvendige vedligeholdelse kan opgøres som en årlig gennemsnitlig omkostning (normtal) eller opdeles i en løbende vedligeholdelse (mindre opgaver) og planlagt vedligehold (større renoveringsopgaver). Hvis der er udarbejdet et vedligeholdelsesbudget for en 5 eller 10-årig periode for ejendommen, bør det anvendes i DCF-modellen

### Udgifter – periodiske

#### ✓ Tomgang

Over en 10-årig horisont vil der ofte være tomgang i de fleste investeringsejendomme. Det gælder især ejendomme med mange lejemål med kort uopsigelighed. For at få det mest realistiske billede af de kommende års cash flow, estimerer man den fremtidige tomgang med udgangspunkt i lejerens uopsigelighed, attraktiviteten af lejemålene, beliggenheden mv.

#### ✓ Udlejers andel af drift ved tomgang

Hvis lejeren har en nettolejekontrakt, hvor alle driftsomkostninger betales særskilt, vil der ved tomgang være en driftsudgift, som ejeren skal betale. Endvidere vil der være en andel af varmeudgifter mv., som skal dækkes.

#### ✓ Genudlejningsomkostninger

I forbindelse med tomgang vil der ofte være omkostninger til genudlejning fx salær til ejendomsmægler og advokat. Der bør afsættes penge til dette i de år, der forventes tomgang.

#### ✓ Indretningsomkostninger

I forbindelse med genudlejning vil udlejeren ofte skulle afholde omkostninger til indretning/ombygning til en ny lejer. I DCF-modellen skal omkostningerne sættes af i det/de år, hvor man kan forvente tomgang. Omkostningerne estimeres efter bedste evne i forhold til lejemålets aktuelle stand og indretning.

#### ✓ Terminalåret

I terminalåret indregnes de normaliserede indtægter og udgifter for ét år. Som udgangspunkt skal der også her tages stilling til de ovenfor nævnte forhold. Man kan ikke altid bruge de foregående ti års indtægter og udgifter direkte, da der i denne periode kan være indarbejdet forhold, som vil vægte uforholdsmæssigt meget i en gennemsnitsberegning.

## Cases

De forskellige cases illustrerer anvendeligheden af DCF-modellen. Hver case tager udgangspunkt i eksemplet fra afsnit 3.

### *Udgangspunkt*

Som illustreret på side 10 estimeres ejendommens værdi til 101,169 mio. kr.

### *Case 1: Udlejning af antenne*

Ved at udleje en antenne på ejendommens tag er det muligt at øge de årlige lejeindtægter med 50.000 kr. i år 1. Lejen stiger med inflationen. På grund af denne øgede indtægt stiger ejendommens værdi til 102,049 mio. kr.

### *Case 2: Stigning til markedsleje*

Der varsles en stigning til markedsleje efter erhvervslejelovens § 13 for én af lejerne. Sagen ender med at parterne indgår et forlig, hvor lejen stiger med 564.000 kr. Stigningen fordeles over 4 år begyndende fra år 1. Herefter stiger lejen med inflationen. Der fratrækkes omkostninger til betaling af retsafgift og advokat på 150.000 kr. På grund af den øgede lejeindtægt stiger ejendommens værdi til 109,644 mio. kr.

### *Case 3: Fraflytning og tomgang*

En af lejerne forventes at flytte fra lejemålet primo år 2. Der påregnes et års tomgang og dermed mistede lejeindtægter på 2.225.000 kr. og indretningsomkostninger på 500.000 kr. Det forventes ikke, at der ved genudlejning kan opnås samme leje, som i dagens marked. Lejeindtægterne nedsættes derfor med 225.000 kr. pr. år. Desuden er der udlejningsomkostninger på 300.000 kr. Resultatet bliver, at ejendommens værdi falder til 94,688 mio. kr.

### Case 1: Udlejning af antenne

(Alle tal i 1.000 kr.)	Nu	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejeindtægter	7.036	7.177	7.320	7.467	7.616	7.768	7.924	8.082	8.244	8.409	8.577	8.577
Andre indtægter - opsætning af antenne	50	51	52	53	54	55	56	57	59	60	61	61
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-429
<b>Bruttoleje</b>	<b>7.086</b>	<b>7.228</b>	<b>7.372</b>	<b>7.520</b>	<b>7.670</b>	<b>7.824</b>	<b>7.980</b>	<b>8.140</b>	<b>8.302</b>	<b>8.468</b>	<b>8.636</b>	<b>8.209</b>
Driftsudgifter	-500	-510	-520	-531	-541	-552	-563	-574	-586	-598	-609	-609
Ejendomsskatter og afgifter	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201
Ejendommens andel af varme/fællesudgifter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-68
Administration	-142	-145	-147	-150	-153	-156	-160	-163	-166	-169	-173	-173
Udvendig vedligeholdelse	-270	-275	-281	-287	-292	-298	-304	-310	-316	-323	-329	-329
Indretningsudgifter / investeringer	0	0	0	-1.000	0	0	0	0	0	0	0	-100
<b>Udgifter i alt</b>	<b>-1.113</b>	<b>-1.131</b>	<b>-1.150</b>	<b>-2.169</b>	<b>-1.188</b>	<b>-1.208</b>	<b>-1.228</b>	<b>-1.248</b>	<b>-1.269</b>	<b>-1.291</b>	<b>-1.313</b>	<b>-1.480</b>
<b>Cash flow</b>	<b>5.973</b>	<b>6.097</b>	<b>6.223</b>	<b>5.351</b>	<b>6.482</b>	<b>6.616</b>	<b>6.752</b>	<b>6.891</b>	<b>7.033</b>	<b>7.178</b>	<b>7.327</b>	<b>6.729</b>
Nominal diskonteringsfaktor	7,75%											
Tilbageiskonterede værdier fra år		5.973	5.658	5.360	4.278	4.809	4.555	4.315	4.087	3.871	3.666	
<b>Summen af tilbageiskonterede værdier fra budgetteringsperioden</b>		<b>46.572</b>										
<b>Tilbageiskonteret terminalværdi</b>												<b>55.477</b>
<b>Ejendommens værdi</b>												<b>102.049</b>
Real diskonteringsfaktor												5,75%
<b>Terminalværdi</b>												<b>117.027</b>

## Case 2: Stigning til markedsleje

(Alle tal i 1.000 kr.)	Nu	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejeindtægter	7.036	7.177	7.177	7.320	7.467	7.616	7.768	7.924	8.082	8.244	8.409	8.577
Andre indtægter - forhøjelse til markedsleje	141	282	282	423	564	575	587	599	610	623	635	648
Tomgang	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-429
<b>Bruttoleje</b>	<b>7.177</b>	<b>7.459</b>	<b>7.459</b>	<b>7.743</b>	<b>8.031</b>	<b>8.191</b>	<b>8.355</b>	<b>8.522</b>	<b>8.693</b>	<b>8.866</b>	<b>9.044</b>	<b>8.796</b>
Driftsudgifter	-500	-510	-510	-520	-531	-541	-552	-563	-574	-586	-598	-609
Ejendomsskatter og afgifter	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201
Ejendommens andel af varme/fællesudgifter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-68
Administration	-144	-149	-149	-155	-161	-164	-167	-170	-174	-177	-181	-184
Udvendig vedligeholdelse	-270	-275	-275	-281	-287	-292	-298	-304	-310	-316	-323	-329
Retsafgift	-150	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Indretningsudgifter / investeringer	0	0	0	0	-1.000	0	0	0	0	0	0	-100
<b>Udgifter i alt</b>	<b>-1.265</b>	<b>-1.136</b>	<b>-1.136</b>	<b>-1.157</b>	<b>-2.179</b>	<b>-1.198</b>	<b>-1.218</b>	<b>-1.239</b>	<b>-1.259</b>	<b>-1.281</b>	<b>-1.302</b>	<b>-1.492</b>
<b>Cash flow</b>	<b>5.912</b>	<b>6.323</b>	<b>6.323</b>	<b>6.586</b>	<b>5.852</b>	<b>6.993</b>	<b>7.137</b>	<b>7.284</b>	<b>7.433</b>	<b>7.586</b>	<b>7.742</b>	<b>7.304</b>
Nominal diskonteringsfaktor	7,75%											5,75%
Tilbagediskonterede værdier fra år												
År 1	5.912											
År 2	5.868											
År 3	5.673											
År 4	4.678											
År 5	5.188											
År 6	4.914											
År 7	4.654											
År 8	4.408											
År 9	4.175											
År 10	3.954											
<b>Summen af tilbagediskonterede værdier fra budgetteringsperioden</b>	<b>49.425</b>											
<b>Tilbagediskonteret terminalværdi</b>	<b>60.219</b>											
<b>Ejendommens værdi</b>	<b>109.644</b>											
									Real diskonteringsfaktor			
										<b>Terminalværdi</b>		<b>127.030</b>

### Case 3: Fraflytning og tomgang

(Alle tal i 1.000 kr.)	Nu	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejeindtægter		7.036	7.177	7.095	7.237	7.382	7.530	7.680	7.834	7.990	8.150	8.313
Tomgang		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Bruttoleje</b>		<b>7.036</b>	<b>4.952</b>	<b>7.095</b>	<b>7.237</b>	<b>7.382</b>	<b>7.530</b>	<b>7.680</b>	<b>7.834</b>	<b>7.990</b>	<b>8.150</b>	<b>7.998</b>
Driftsudgifter		-500	-510	-520	-531	-541	-552	-563	-574	-586	-598	-609
Ejendomsskatter og afgifter		-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201	-201
Ejendommens andel af varme/fællesudgifter		0	-419	0	0	0	0	0	0	0	0	-68
Administration		-141	-144	-142	-145	-148	-151	-154	-157	-160	-163	-166
Udvendig vedligeholdelse		-270	-275	-281	-287	-292	-298	-304	-310	-316	-323	-329
Indretningsudgifter / investeringer		0	-500	0	-1.000	0	0	0	0	0	0	-100
Udlejningsomkostninger			-300									
<b>Cash flow</b>		<b>-1.112</b>	<b>-2.348</b>	<b>-1.144</b>	<b>-2.163</b>	<b>-1.182</b>	<b>-1.202</b>	<b>-1.222</b>	<b>-1.242</b>	<b>-1.263</b>	<b>-1.284</b>	<b>-1.473</b>
<b>Driftsresultat / cash flow</b>		<b>5.924</b>	<b>2.603</b>	<b>5.951</b>	<b>5.074</b>	<b>6.200</b>	<b>6.328</b>	<b>6.458</b>	<b>6.592</b>	<b>6.727</b>	<b>6.866</b>	<b>6.424</b>

Nominel diskonteringsfaktor 7,75%

Tilbagediskonterede værdier fra år

År 1	5.924	
År 2	2.416	
År 3	5.126	
År 4	4.056	
År 5	4.599	
År 6	4.357	
År 7	4.127	
År 8	3.909	
År 9	3.703	
År 10	3.507	
<b>Summen af tilbagediskonterede værdier fra budgetteringsperioden</b>	<b>41.724</b>	
<b>Tilbagediskonteret terminalværdi</b>	<b>52.963</b>	
<b>Ejendommens værdi</b>	<b>94.688</b>	

Real diskonteringsfaktor

5,75%

**Terminalværdi**

**111.725**

## Bilag 1: Resumé af regnskabsbestemmelser om værdiansættelse af ejendomme

I det følgende er givet et resumé af regnskabsbestemmelserne om værdiansættelse af ejendomme fra de internationale regnskabsstandarder (IFRS og IAS) og de danske regnskabsbestemmelser.

### *De internationale regnskabsstandarder (IFRS og IAS)*

I henhold til de internationale regnskabsstandarder skal ejendomme regnskabsmæssigt betragtes enten som domicil- eller som investerings-ejendomme. Domicilejendomme anvendes i eget regi til fx administration eller produktion, mens investeringsejendommens formål er at opnå et afkast enten i form af løbende indtægter ved udlejning eller ved handel med ejendommen.

Domicilejendomme skal indregnes til kostpris eller omvurderet værdi. Anvendelse af omvurderet værdi betyder, at ejendommens bogførte værdi skal reguleres til markedsværdi, hvis den bogførte værdi afviger væsentligt fra markedsværdien. Efter kostprismetoden er der krav om at foretage nedskrivning af domicilejendommen, såfremt den bogførte værdi ikke afspejler nytteværdien.

Investerings-ejendomme skal indregnes til kostpris eller dagsværdi (i denne publikation kaldet markedsværdi).

Ifølge de internationale regnskabsstandarder skal dagsværdien udtrykke den pris, der kan opnås ved en transaktion mellem en velinformeret køber og sælger, der begge er interesseret i at gennemføre handlen.

Ifølge IAS 40, der omhandler investeringsejendomme, skal dagsværdien af investeringsejendomme baseres på oplysninger om aktuelle priser i et aktivt marked for sammenlignelige ejendomme i samme område og stand samt under hensyntagen til sammenlignelige leje- og andre kontrakter.

Såfremt der ikke findes aktuelle markedspriser for sammenlignelige ejendomme kan dagsværdien både opgøres ved hjælp af den afkastbaserede model og ved hjælp af DCF-modellen, jf. IAS 40, afsnit 46.

IAS 40 beskriver i hvor høj grad forventede forbedringer kan indregnes i værdiansættelsen. Det vil sige om lejeindtægter på basis af alle forventede bygge- og renoveringsprojekter kan indregnes. De overordnede retningslinjer kan fortolkes sådan, at der kan medtages forventede moderniseringsopgaver på alle eksisterende bygningsarealer. Moderniseringsopgaverne skal være sandsynlige og velbegrundede. Derimod kan der formentlig ikke tages højde for reelle nyinvesteringer i form af tilbygninger, udvidelser og lignende.

### *Årsregnskabsloven*

Årsregnskabsloven opererer med fire klasser af selskaber: A-D, hvor A omfatter helt små virksomheder og virksomheder med personligt ansvar

og D omfatter børsnoterede og statslige aktieselskaber. Regnskabsbestemmelser er helt overordnede for klasse A og er mest omfattende for klasse D.

Den regnskabsmæssige behandling af ejendomme følger som hovedregel de generelle bestemmelser om regnskabsmæssige behandling af materielle anlægsaktiver. Det betyder, at ejendomme som udgangspunkt skal indregnes til kostpris, jf. ovenfor.

Virksomheder i klasse B-D hvis hovedaktivitet er investeringsvirksomhed, kan indregne investeringsejendomme til dagsværdi, jf. lovens § 38 .

Ifølge årsregnskabsloven udgøres dagsværdi af det beløb, som et aktiv kan udveksles for, ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter. Dette svarer til definitionen efter IFRS.

Årsregnskabsloven omfatter ikke bestemmelser om opgørelse af dagsværdien for investeringsejendomme, men henviser til IFRS40. Efter årsregnskabsloven kan dagsværdien således også opgøres efter både den afkastbaserede model og DCF-modellen.

### *De danske regnskabsbestemmelser for finansielle virksomheder*

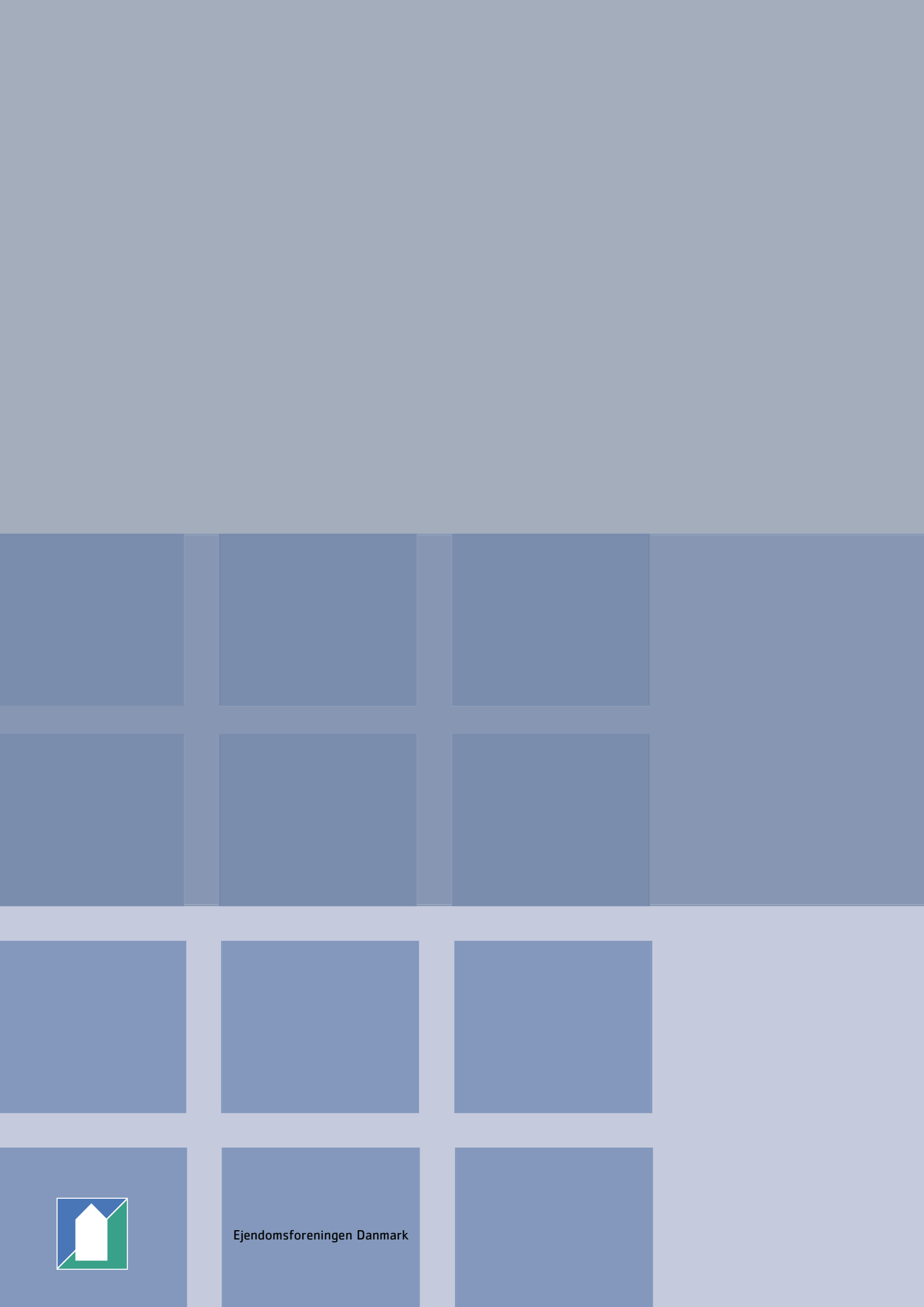
Regnskabsbestemmelserne for livsforsikrings-selskaber har i adskillige år bestemt, at ejendomme skal værdiansættes til markedsværdi. Finanstilsynet udstedte i den sammenhæng en vejledning om værdiansættelse af ejendomme til markedsværdi. Vejledningen fastlagde en afkastbaseret model til opgørelse af markedsværdien. Vejledningen blev relativt hurtigt adopteret af andre virksomheder end livsforsikrings-selskaber, fx af en række ejendomsselskaber.

I 2004 blev de danske regnskabsbestemmelser for finansielle virksomheder tilrettet så de ikke, på nær enkelte undtagelser, er i modstrid med de internationale regnskabsbestemmelser (IFRS/IAS). Tilpasningen blev gennemført for at sikre en større grad af sammenligning mellem de finansielle virksomheders årsrapporter, også hvis de blev aflagt efter de danske regnskabsbestemmelser.

Som led i tilpasningen blev det bestemt, at finansielle virksomheders domicilejendomme skal indregnes til omvurderet værdi, og at investeringsejendomme skal indregnes til markedsværdi. De danske regnskabsbestemmelser for finansielle virksomheder indeholder således ikke muligheden for at indregne ejendommene til kostpris, som efter IFRS/IAS.

I forbindelse med tilpasningen i 2004 blev der også frit valg mellem anvendelse af den afkastbaserede model og DCF-modellen ved fastsættelse af investeringsejendommens markedsværdi. Ændringen kom blandt andet efter en henvendelse fra Ejendomsforeningen Danmark og Dansk Ejendomsindeks til Finanstilsynet i foråret 2003.





Ejendomsforeningen Danmark