

NEWSLETTER

Erhvervsejendomme i Danmark og udlandet

Februar 2001

Indholdsfortegnelse

	Side
Investeringsmarkedet for erhvervsejendomme	1
Fortsat god efterspørgsel efter investeringsejendomme	1
Nettostartafkast præget af høj stabilitet	1
"Yield gap" er steget til 1%-point	2
Prisindekset for erhvervsejendomme viser prisstigninger på 6,1% i 2000	2
Har de børsnoterede ejendomsselskaber en fremtid?	3
Selskabsformer med skattemæssig transparens vil fremover blive benyttet	4
"Indlåsnings-effekten" bliver af mindre betydning	4
Kontormarkedet i Storkøbenhavn	5
Kontornybyggeriet er steget markant	5
En økonomisk afmatning betyder ikke nødvendigvis et fald i nybyggeriet	6
Stigende tomgang i yderområder og i umoderne ejendomme	6
Toplejeniveauet ligger stabilt	7
Boligejendomsmarkedet	8
Stærkt stigende boligmangel i København	8
Øget ubalance mellem lejer- og ejerboligmarkedet	8
Hvorledes får København gang i boligbyggeriet?	9
En nedsættelse af boligbeskatningen er nødvendig	9
Momsrefusionsordningen på boligbyggeri bør genindføres	10
De internationale ejendomsmarkeder	11
Kontormarkederne udvikler sig positivt i Europa	11
Startafkastkrav på ejendomsinvesteringer i Europa er stabilt	12
Industrilejehjernerne er generelt ganske stabile	13
Faldende afkastkrav på industri- og lagerejendomme	14

© Citat kun mod kildeangivelse

Sadolin & Albæk A/S

Nikolaj Plads 26, DK 1067 København K

Tel: +45 33 11 66 55 Fax: +45 33 32 72 96

E-mail: sa@sa-oncor.dk Web: www.sadolin-albaek.dk

Investeringsmarkedet for erhvervsjendomme

Fortsat god efterspørgsel efter investeringsjendomme

År 2000 var på ejendomsinvesteringsmarkedet i Storkøbenhavn præget af en ganske høj efterspørgsel efter investeringsejendomme fra både institutionelle investorer, ejendomsselskaber og privatinvestorer. Hertil kom en stigende investorefterspørgsel fra udenlandske investorer.

Den kraftige efterspørgsel havde flere årsager. Der er en god tiltro til stabiliteten på udlejningsmarkedet med en fortsat ganske høj lokalefterspørgsel. Tomgangen er lav, og der bygges fortsat meget lidt spekulativt kontorbyggeri.

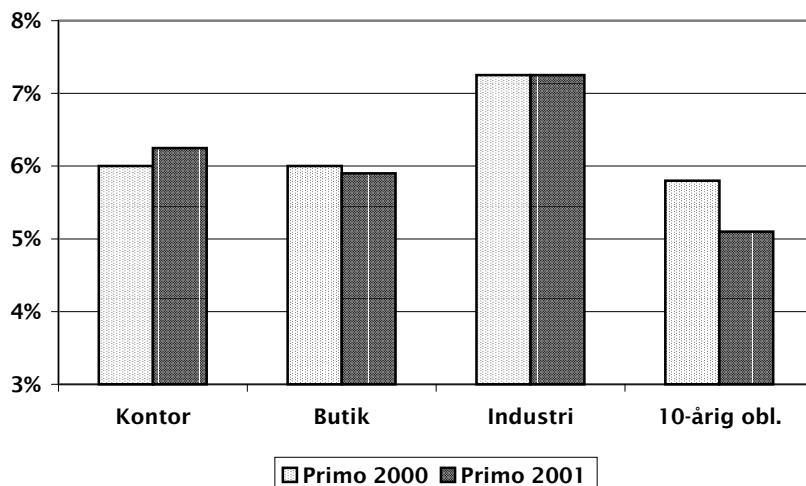
Hertil kommer, at der især i de sidste måneder af 2000 kunne registreres ganske turbulente aktiemarkeder. Dette har øget de institutionelle investorers appetit på fast ejendom, som alt andet lige giver et væsentligt mere stabilt afkast end aktiemarkederne.

Samtidig betyder det faldende renteniveau, at ejendomsinvesteringernes direkte afkast ser ganske attraktivt ud som et alternativ til obligationsinvesteringer, ligesom det gør finansieringen af ejendomsinvesteringer billigere.

Nettostartafkast præget af høj stabilitet

Den betydelige efterspørgsel har imidlertid ikke betydet, at investorernes krav til nettostartafkastet ved ejendomsinvesteringer er faldet.

Udvikling i "prime yield" og 10-årig obligationsrente



Kilde: Sadolin & Albæk

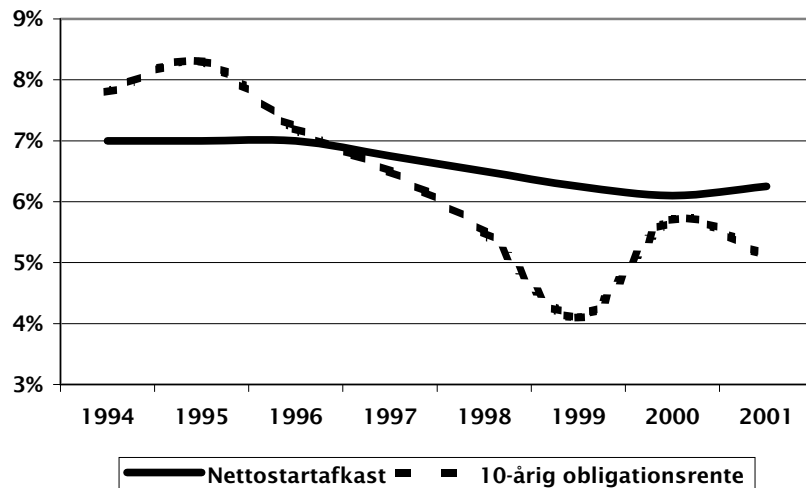
Som det fremgår af figuren, udviser nettostartafkastkravet på førsteklasses investeringsejendomme ("prime yield") en meget høj grad af stabilitet, selv om obligationsrenten – defineret som den effektive rente på 10-årige statsobligationer – er faldet.

På markedet for førsteklasses, nybyggede kontorejendomme, der i høj grad domineres af de institutionelle investorer, har endog kunnet registreres et svagt stigende afkastkrav fra ca. 6% til 6,25%.

"Yield gap" er steget til 1%-point

Det faldende renteniveau betyder, at første års direkte afkast på kontorejendomsinvesteringer nu er godt 1%-point højere end den 10-årige obligationsrente.

Nettostartafkast kontorejendomme og statsobligationsrenten



Kilde: Sadolin & Albæk

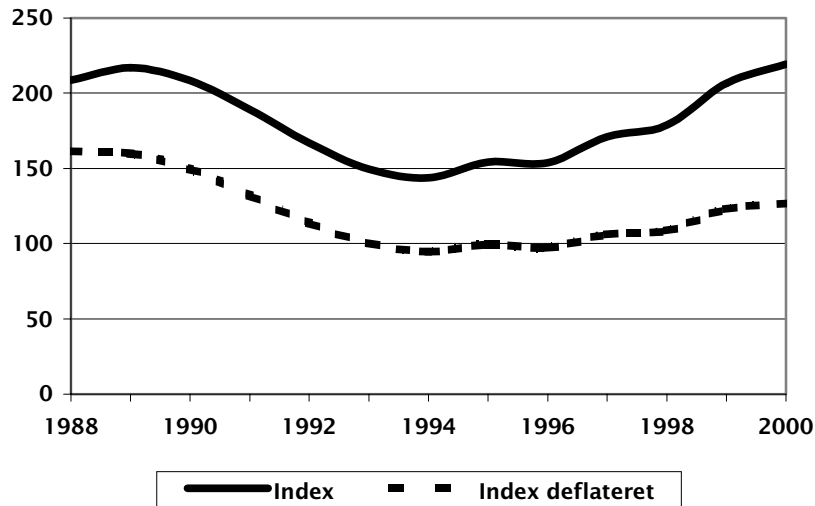
Prisindekset for erhvervsejendomme viser prisstigninger på 6,1% i 2000

Den afdæmpede prisudvikling på markedet for erhvervsejendomme bekræftes af Sadolin & Albæks prisindeks, som viser, at gennemsnitspriserne i 2000 er steget med 6,1%.

Det betyder, at erhvervsejendomspriserne gennemsnitligt nu endelig – efter 12 år – er tilbage på det hidtidige topniveau fra 1989. Korrigeres for den mellemliggende inflation, kan det imidlertid konstateres, at prisniveauet reelt stadig er ca. 20% lavere end i 1989.

Siden erhvervsejendomsmarkedets seneste lavpunkt i 1994 er gennemsnitspriserne steget mere end 50% i nominelle tal, og ca. 35% i reale tal.

Sadolin & Albæks ejendomsprisindeks (Indeks 100 = 3. kv. 84)



Kilde: Sadolin & Albæk

Har de børsnoterede ejendoms-selskaber en fremtid?

For mindre institutionelle investorer, og for privatinvestorer, har aktieinvesteringer i børsnoterede ejendomsselskaber været et middel til at eksponere sig i ejendomsmarkedet med en god risikospredning. Den danske fondsbørs har dog desværre været præget af, at der har været ganske få betydende ejendomsselskaber.

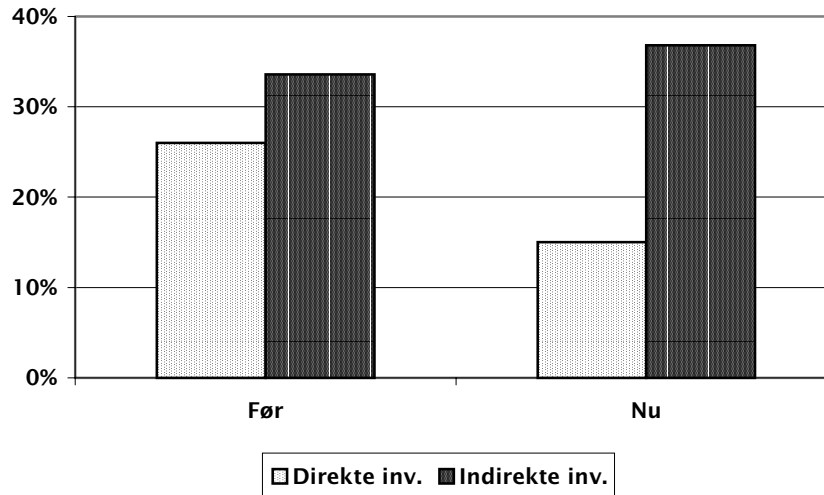
Der har været flere tiltag til at søge at etablere et stort og dominerende selskab med en klar investeringsprofil og med en portefølje af en størrelse, som også har kunnet tiltrække internationale investorer.

De ændrede beskatningsregler for pensionskasser og livsforsikringsselskaber, som blev vedtaget i december 2000, betyder imidlertid, at alle forsøg på at skabe et stort børsnoteret ejendomsselskab med en høj likviditet i aktien nu synes dømt til at mislykkes.

Beskatningen af de institutionelle investorers direkte ejendomsinvesteringer blev nedsat fra 26% til 15%. Til gengæld blev beskatningen af aktiegevinster hævet fra 5% til 15%.

Med en aktieselskabsskat på 32% betyder de nye regler, at pensionskasser og forsikringsselskabers investering i ejendomsaktieselskaber, som også har andre aktionærer end institutionelle, ikke vil være konkurrencedygtige med direkte investeringer.

Effektiv beskatning af institutionelle ejendomsinvesteringer



Kilde: Sadolin & Albæk

Selskabsformer med skattemæssig transparens vil fremover blive benyttet

Som det fremgår af ovenstående figur, er den effektive merbeskatning af indirekte investeringer via aktieselskaber øget fra 7,6%-point til 21,8%-point. Med sådanne skatteregler er der grund til at antage, at institutionelle investorer enten vil investere direkte i ejendomme eller via andre selskabsformer med skattemæssig transparens.

Det må imidlertid give anledning til en vis undren, at konsekvenserne af de nye regler overhovedet ikke blev gjort til genstand for nogen politisk drøftelse, da de blev indføjet i lovforslaget mellem Folketingets 2. og 3. behandling.

På den anden side må det erkendes, at ændringen også har positive effekter for ejendomsmarkedet.

Den lavere skattesats vil således alt andet lige betyde, at pensionskasser og livsforsikringselskaber vil øge deres interesse for ejendomsinvesteringer.

"Indlåsnings-effekten" bliver af mindre betydning

Det gælder fortsat, at afkastet på institutionelle ejendomsinvesteringer, som er foretaget før 1986, er skattefrit. Denne gamle overgangsregel har givet anledning til en "indlåsnings-effekt", som har betydet, at institutionelle investorer har været meget lidt motiveret for at afhænde "gamle" ejendomme, uanset om det ud fra almindelige markedsmæssige overvejelser kunne være fornuftigt.

Selv om en "gammel" ejendom kun genererede et svagt afkast, ville det ofte være uhyre vanskeligt at genplacere til samme afkast, når afkastet efter genplaceringen blev skattepligtigt.

Nedsættelsen af skattesatsen fra 26% til 15% har mindsket denne u hensigtsmæssige "indlåsnings effekt", som motiverede investorerne til at disponere markedsmæssigt irrationelt.

Der kan derfor være grund til, at pensionskasser og livsforsikringsselskaber overvejer, om de ejendomme, der blev indkøbt for mange år siden, passer til den porteføljestrategi, som nu forfølges.

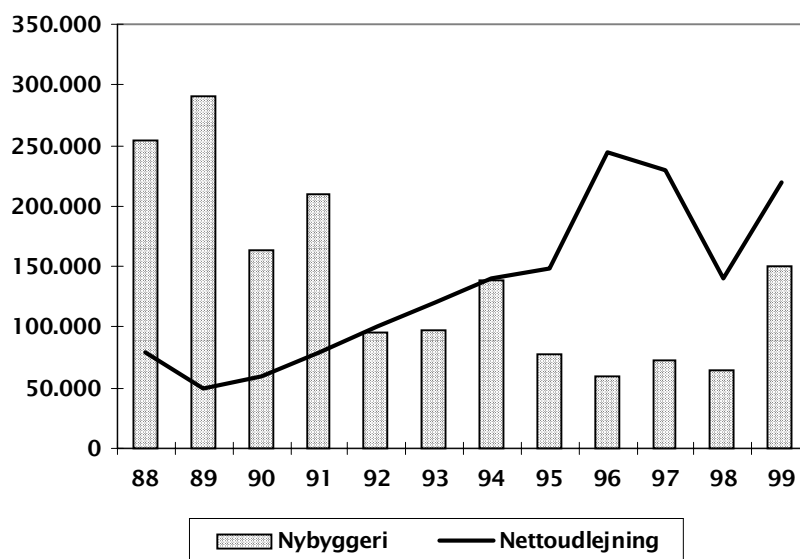
Kontormarkedet i Storkøbenhavn

Kontor-nybyggeriet er steget markant

I højkonjunkturen i den sidste halvdel af 1980'erne blev der hvert år opført mellem 250.000 og 300.000 m² nye kontorer, langt mere end den årlige nettoabsorption på omkring 100.000 m².

I den næste højkonjunktur med start i 1995-96 havde markedet lært lektionen. Selv om nettooptaget af kontorarealer steg til hele 250.000 m² i 1996, var nybygningsaktiviteten beskedent helt frem til 1998 – i de 4 år fra 1995 til 1998 blev der således hvert år kun nyopført omkring 75.000 m².

Nybyggeri og nettoudlejning af kontorer (m²) i Storkøbenhavn



Kilde: Miljøministeriet, Landsplanafdelingen

I 1999 steg nybyggeriet igen kraftigt til 150.000 m². Til gengæld er nettonyudlejningen efter et fald til ca. 140.000 m² i 1998 igen steget til over 200.000 m² i 1999. I hvert fald frem til 2000 har nybygningsaktiviteten således været mindre end nettooptaget af kontorlokaler. Men nybygningsaktiviteten var også i 2000 høj, og der registreres ingen tegn på noget fald i byggeaktiviteten af kontorer i Storkøbenhavn i 2001 – og Sadolin & Albæk forventer, at den høje aktivitet vil fortsætte ind i 2002, hvorimod der kan forventes en vis opbremsning i 2003.

En økonomisk afmatning betyder ikke nødvendigvis et fald i nybyggeriet

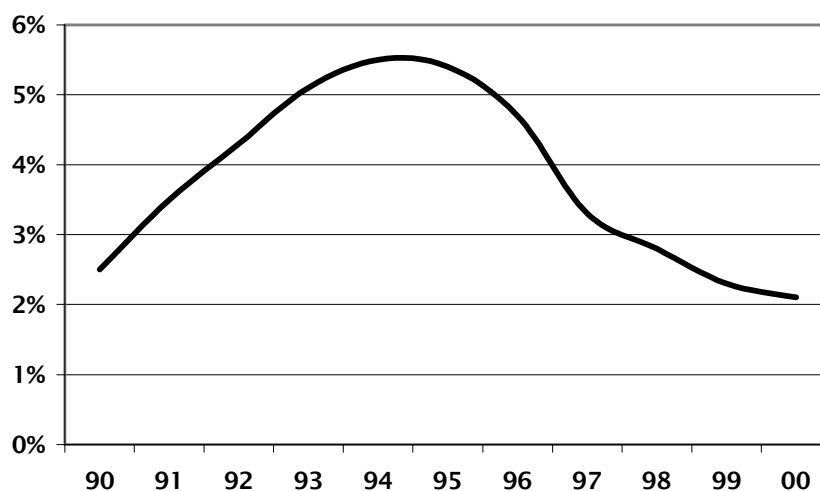
Forventningen om en fortsat høj nybygningsaktivitet er ikke begrundet i en forventning om en fortsat høj økonomisk vækst. Selv om Danmarks økonomi er stabil og sund, vil det forventelige fald i væksten i USA, kombineret med stigende europæiske valutakurser i forhold til den amerikanske dollar, betyde et fald i vækstraterne.

Men byggeriet vil snarere blive drevet af strukturelle ændringer end af konjunkturerne. Omstruktureringer, fusioner og nye organisationsstrukturer medfører ofte, at det er hensigtsmæssigt at flytte til nye, moderne og fleksible kontorlokaler. Samtidig betyder den stigende konkurrence om den højt kvalificerede arbejdskraft, at virksomhederne stiller stigende krav til både komfort, fleksibilitet og infrastruktur.

Stigende tomgang i yderområder og i umoderne ejendomme

Inden for det seneste år har ledighedsprocenten på kontormarkedet været omkring 2%. I København City har ledighedsprocenten været så lav som 1%, og det samme gælder tomgangen i nye ejendomme, opført inden for de seneste 10 år.

Ledighedsprocent for kontorer i hovedstadsområdet



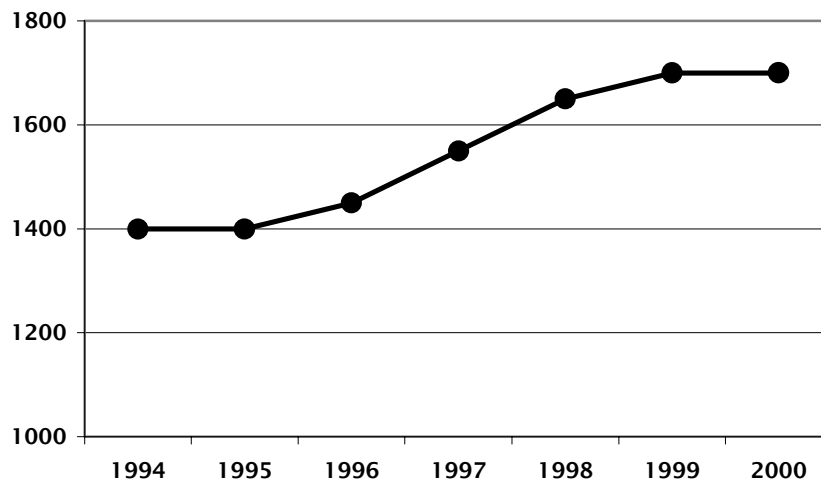
Kilde: Miljøministeriet, Landsplanafdelingen

Den konjunkturelle afmatning og den fortsatte efterspørgsel efter moderne og fleksible kontorer med et højt komfortniveau vil utvivlsomt føre til en øget tomgang i den eksisterende kontorbestand.

Det vil især være tilfældet i de mindre attraktive og mere perifert beliggende kontorområder, og i ejendomme, som med hensyn til indretning og teknisk standard ikke lever op til nutidens krav om fleksibilitet og komfort.

Toplejeniveauet ligger stabilt I nybyggeriet ses ganske ofte lejepriser mellem kr. 1.500 og kr. 1.600 pr. m² eksklusive skatter og driftsomkostninger.

Toplejeniveau for kontorer i København (kr./m² pr. år)



Kilde: Sadolin & Albæk

Men markedet er tilsyneladende ikke i stand til for alvor at bryde den efterhånden magiske grænse på kr. 1.700 pr. m² – selv om den blev brudt under den forrige højkonjunktur.

Vi forventer heller ikke, at der i de kommende år vil ses nye domicilbyggerier, der kontraheres til lejepriser eksklusive skatter og drift på et højere niveau. Derimod kan det ikke udelukkes, at der for nye kontorejendomme med mere moderne koncepter end det traditionelle domicilbyggeri kan opnås højere lejepriser.

Det kan således meget vel vise sig at blive tilfældet i nye kontorbyggerier, hvor udlejer tilbyder et høj kvalitetsprodukt tilpasset mindre og mellemstore virksomheders behov for fleksibilitet, arealeffektivitet og komfort. Kortere uopsigelsesperioder end de traditionelle 10 år, aircondition, kabling med

meget høj transmissionskapacitet, fælles receptions- og kantine/café-område, fælles møde- og konferencefaciliteter og lignende vil i stigende grad være faciliteter, som berettiger en høj husleje.

Boligejendomsmarkedet

Stærkt stigende boligmangel i København

Den gunstige erhvervsmæssige udvikling i København og hovedstadsområdet har skabt mange nye arbejdspladser, især inden for IT, telekommunikation, medicinalindustrien og den bioteknologiske industri. Denne udvikling har sammen med udvidelser inden for de højere uddannelser medvirket til en betydelig nettoindvandring til København. Hertil kommer, at den gennemsnitlige husstandsstørrelse fortsat er faldende, hvilket også øger efterspørgslen.

Den kraftigt stigende efterspørgsel efter boliger og meget begrænset nybyggeri inden for de seneste år har betydet, at bolig manglen i det centrale København nu har nået et ekstremt niveau.

Udviklingen har samtidig betydet, at priserne på mindre, centralt beliggende ejerlejligheder inden for de seneste 4-5 år er fordoblet.

Øget ubalance mellem lejer- og ejerboligmarkedet

Maksimalprissystemet på gamle udlejningsboliger betyder, at de få heldige, der har mulighed for at leje en lejlighed i en ældre udlejningsejendom, ofte kun skal betale en husleje på kr. 300-350 pr. m². Samtidig udgør udlejers omkostninger til skatter og afgifter, udvendig vedligeholdelse mv., typisk omkring kr. 200-250 pr. m², og lejers nettoudgift, der skal forrente den investerede kapital, udgør derfor ofte kun kr. 100-150 pr. m².

De mange, der ikke er så heldige at få en lejelejlighed, må for en tilsvarende ejerlejlighed ofte betale omkring kr. 15.000 pr. m².

Ved en finansieringsrente på 6% betyder dette en renteudgift pr. m² på kr. 900 før skat og kr. 600 efter skat, hvortil kommer afdrag.

De gældende regler for huslejefastsættelse i ældre udlejningsejendomme betyder som følge af bolig manglen således en stigende ubalance mellem ejer- og lejerboligmarkedet, og tiden må snart være inde til, at lovgivningen om maksimalpriser på ældre boligudlejningsbyggeri for alvor liberaliseres.

Hvorledes får København gang i boligbyggeriet?

Det er efterhånden en ganske bred politisk erkendelse, at der er brug for nye initiativer for at sikre et tilstrækkeligt boligudbud i det storkøbenhavnske område.

Københavns Kommune forventes med den kommende kommuneplan at udlægge ganske store attraktive udviklingsområder til boligformål, både i Nordhavnen, i Sydhavnen og på Østamager. Men det er næppe i sig selv nok til at sikre, at nybyggeriet af boliger for mellemindkomstgruppen stiger til det niveau, som er nødvendigt for, at byen i fremtiden kan tilbyde et tilstrækkeligt og varieret boligudbud.

I sig selv vil den nedsættelse af beskatningen af pensionskassernes ejendomsinvesteringer, som er omtalt ovenfor, alt andet lige have en vis positiv effekt.

Erhverves et nybygget boligprojekt af en institutionel investor således til et nettostartafkast på 5,0%, ville første års afkast med den tidligere beskatning være 3,7% efter skat, mens det efter de nye regler vil være 4,25%.

Efter Sadolin & Albæks opfattelse vil dette imidlertid i sig selv ikke være tilstrækkeligt til for alvor at få gang i nybyggeriet af boliger.

En nedsættelse af boligbeskatningen er nødvendig

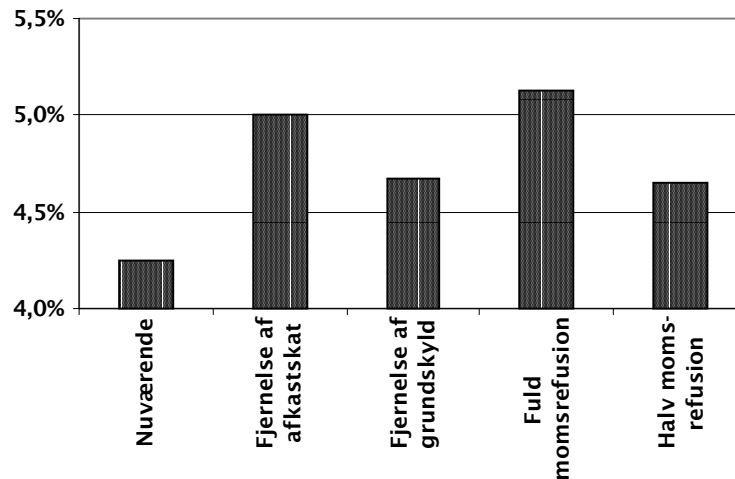
Medmindre det er et politisk ønske, at bolig manglen skal afhjælpes ved at accelerere det støttede byggeri, vil det være nødvendigt at nedsætte beskatningen af boliger, enten ved en nedsættelse af beskatningen af afkastet på udlejningsbyggeri, en fjernelse af ejendomsskatten (grundskylden) eller en reduktion af momsens på nybyggeri.

Sadolin & Albæk har udarbejdet en analyse af konsekvenserne for nettostartafkastet af boligudlejningsbyggeri ved forskellige former for reduktion af boligbeskatningen. Vi har taget udgangspunkt i en grundpris på kr. 2.000 pr. m², en byggepris inklusive moms på kr. 12.000 pr. m², en leje på kr. 950 pr. m² og driftsomkostninger på kr. 250 pr. m², hvoraf ejendomsskatten (grundskylden) er antaget at udgøre kr. 70 pr. m².

Nedenstående figur viser konsekvensen for en institutionel investors nettostartafkast efter skat ved den nuværende beskatning samt ved:

- en fjernelse af skatten på ejendommens afkast,
- en fjernelse af ejendomsskatten (grundskylden),
- fuld refusion af byggemomsen, samt
- halv refusion af byggemomsen.

Nettostartafkast efter skat for institutionelle investorer ved nybyggede boligudlejningsejendomme



Kilde: Sadolin & Albæk

En yderligere nedsættelse af de institutionelle investorers skat på afkastet på ejendomsinvesteringer vil ikke gavne andre investorer, herunder privatinvestorer, ejendomsselskaber og udenlandske investorer.

Det vil øge risikoen for en "monopolisering" af udlejningsbyggeriet, som ikke kan være ønskelig, ikke mindst set i lyset af, at ganske mange institutionelle investorer giver egne medlemmer fortrinsret til at leje boliger.

En fjernelse af grundskylden, som også omfatter eksisterende ejendomme, vil utvivlsomt være ganske populær, men den vil samfundsøkonomisk næppe kunne forsvares.

Momsrefusionsordningen på boligbyggeri bør genindføres

Det overses ofte, at da momsen oprindeligt blev indført i Danmark, var momsen på boligbyggeri rent faktisk lavere end den generelle momssats, idet der var en momsrefusionsordning for boligbyggeri, hvorefter bygherren modtog momsrefusion med et fast beløb pr. m².

Reglen forekom ganske hensigtsmæssig, idet den medførte den største procentuelle reduktion af omkostningerne til at opføre billige boliger, og den tilskyndede således ikke til dyrt byggeri.

Den blev imidlertid afskaffet omkring 1973, hvor aktiviteten inden for boligbyggeriet var samfundsøkonomisk uacceptabelt høj.

Der kan imidlertid i den aktuelle situation være god grund til at overveje at indføre en moderne version af den tidligere momsrefusionsordning for boligbyggeri.

I modsat fald kan det risikeres, at den særdeles gunstige erhvervsmæssige og økonomiske udvikling i københavnsområdet vil blive negativt påvirket af, at byen ikke kan tilbyde det varierede udbud af boliger, som er nødvendigt for at tiltrække og fastholde den kvalificerede arbejdskraft.

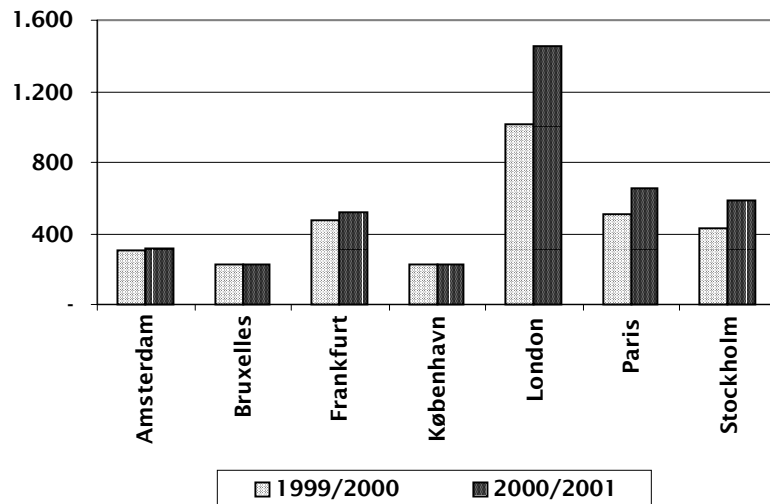
De internationale ejendomsmarkeder

Kontormarkederne udvikler sig positivt i Europa

De vesteuropæiske kontormarkeder har alle inden for de seneste 12 måneder været inde i en ganske positiv udvikling. Toplejeniveauet har således været stabilt eller svagt stigende i de fleste storbymarkeder – bortset fra London, Paris og Stockholm, hvor "prime rent" er steget med 30-40%.

Som det fremgår af nedenstående figur, er markedslejeniveauet på sammenligneligt niveau i byerne Amsterdam, Bruxelles og København, der tillige er præget af en meget højere stabilitet i lejepriserne

"Prime rent" i euro pr. m² pr. år - kontorer



Kilde: Sadolin & Albæk • ONCOR International

Kendetegnende for disse markeder er endvidere, at forskellen mellem toplejeniveauet og det typiske lejeniveau på lidt mere sekundære beliggenheder er relativt beskedne, i modsætning til de mere volatile markeder i London, Paris og Stockholm, hvor

lejeniveauet for sekundære beliggenheder ofte er under det halve af toplejen.

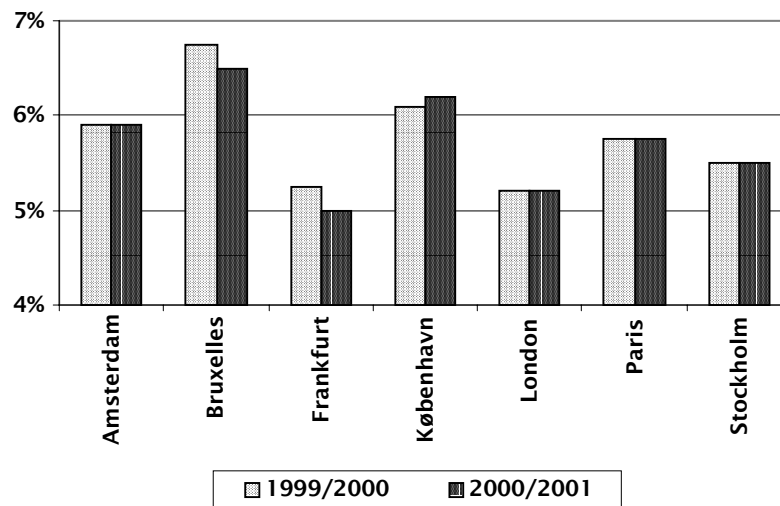
Der findes næppe nogen logisk og entydig forklaring på, at det i nogle markeder accepteres, at lejen i Central Business District er det dobbelte af lejen udenfor, mens virksomhederne i andre markeder kun accepterer en merleje på 25-50% for at bo på de bedste adresser. Men det er evident, at nogle markeder har deres "Golden Triangle", der er så attraktive lokaliteter for visse typer virksomheder, at de er parate til at betale et meget højt lejeniveau, sammenlignet med de alternative, knap så centrale beliggenheder.

Erfaringerne fra de seneste 10 år indikerer imidlertid tillige, at lejeniveauet i disse "Golden Triangles" er ganske konjunkturfølsomt og varierer væsentligt mere end lejeniveauet for førstestokklassens kontorer i byer som Amsterdam, Bruxelles og København.

Startafkastkrav på ejendomsinvesteringer i Europa er stabilt

Investorerens tiltro til et fortsat positivt udlejningsmarked i Europa dokumenteres af, at nettostartafkastkravet ligger ganske stabilt, for enkelte markeder med en svagt faldende tendens.

Nettostartafkast ("Prime yield") - kontorejendomme



Kilde: Sadolin & Albæk • ONCOR International

Også med hensyn til afkast ligger Amsterdam, Bruxelles og København på nogenlunde sammenlignelige niveauer, fra i underkanten af 6% til ca. 6,5%.

Afkastkravet er derimod væsentligt lavere på investeringsejendomme i Frankfurt og London, primært drevet af en forventning om en fortsat positiv udvikling i lejepriserne.

Industrilejepriserne er generelt ganske stabile

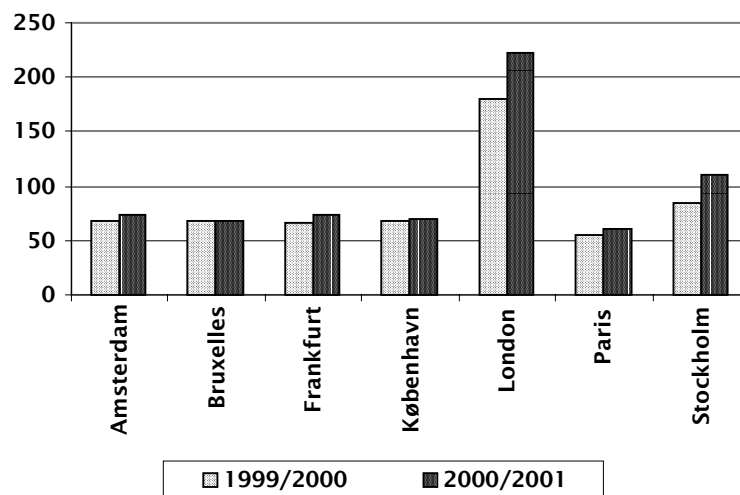
Den generelt positive økonomiske og beskæftigelsesmæssige udvikling i Europa har i de seneste år også betydet, at udlejningsmarkedet for ejendomme til industri-, lager- og distributionsformål har udviklet sig ganske positivt med en faldende ledighedsgrad.

For de fleste markeder er lejepriserne inden for denne sektor dog præget af en betydelig grad af stabilitet, og lejeniveauerne er i ganske mange markeder på samme niveau, omkring DKK 500-550, svarende til euro 65-75 pr. m² pr. år.

Undtagelserne er London og Stockholm, der både har udvist større lejeprisstigninger inden for de seneste 12 måneder og som også ligger på et højere niveau.

Specielt er lejen på førsteklasses lokaler til lager og distribution omkring London på et niveau, som er flere gange over det, der registreres i samtlige andre vesteuropæiske markeder. For lager ejendomme i London betales således aktuelt lejepriser, som ligger på niveau med kontorlejepriserne i Amsterdam, Bruxelles og København.

"Prime rent" i euro pr. m² pr. år - lager og industri

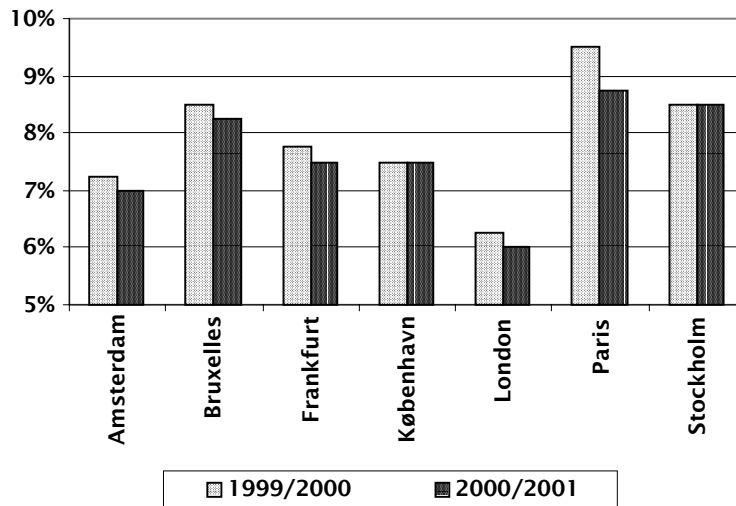


Kilde: Sadolin & Albæk • ONCOR International

Faldende startafkastkrav på industri- og lagerejendomme

I de senere år er investeringer i moderne ejendomme til især lager- og distributionsformål i stigende grad blevet efterspurgt af institutionelle investorer. Hertil kommer, at der er etableret ganske mange specialiserede ejendomsselskaber og -fonde, som alene har til formål at investere inden for denne sektor.

Nettostartafkast ("Prime yield") - industri- og lagerejendomme



Kilde: Sadolin & Albæk • ONCOR International

Den gunstige kombination af et ganske stærkt udlejningsmarked for lager- og distributionsejendomme og et relativt lavt renteniveau er årsagen til denne udvikling. Hertil kommer, at moderne lager- og distributionsejendomme i modsætning til mere specialiserede produktionsejendomme efterhånden er et ganske standardiseret produkt, hvor udskiftning af en lejer ikke er forbundet med væsentlige investeringer til ombygning af ejendommen.

Investorer, der ønsker et stabilt løbende afkast, betydeligt over obligationsrenten, ser derfor investeringer i denne sektor som en attraktiv mulighed. De specialiserede ejendomsfonde etableres samtidig med porteføljer af en størrelse, som sikrer de investorer, der deltager i fonden, en god risikospredning.

Til gengæld har udviklingen i efterspørgslen efter sådanne investeringsejendomme betydet, at nettostartafkastkravet er faldet i flere af de betydende europæiske markeder.

Investeringer i lager- og distributionsejendomme kan i de fleste markeder dog fortsat ske til nettostartafkastprocenter, som

ligger 2%-point eller mere over den 10-årige obligationsrente. Når hertil lægges den løbende indeksering af lejen, forekommer det samlede afkast på sådanne ejendomme fortsat ganske attraktivt.

Sadolin & Albæk • ONCOR International