

INDHOLDSFORTEGNELSE

	Side
ØRESTAD – SUCCES ELLER FIASKO ?	1
Er udviklingen i Ørestad en succes?	1
Udviklingen i Ørestad bæres ikke kun af de offentlige byggerier	2
MARKEDET FOR INVESTERINGSEJENDOMME	2
Stabil omsætning på erhvervsjendomsmarkedet	2
Investeringsinteressen er i høj grad drevet af det lave renteniveau	3
Faldende nettostartafkast på blandede byejendomme	4
Distributions- og hotelejendomme med lange lejekontrakter giver særdeles konkurrencedygtige afkast	6
BUTIKSFORSYNINGEN I HOVEDSTADSOMRÅDET	7
En restriktiv planlovgivning på butiksområdet begrænser konkurrencen	7
Hovedstadsområdet er underforsynet med butiksarealer	7
I forhold til landsgennemsnittet mangler Hovedstadsområdet ca. 600.000 m ² butiksareal	9
Butiksledigheden i Hovedstadsområdet er det halve af landsgennemsnittet	9
DE EUROPÆISKE EJENDOMSMARKEDER	10
Sverige – et af de mest likvide ejendomsmarkeder i Europa	10
Kontorlejemarkedet i Stockholm er fortsat under pres	12
Finland – et overset EURO-marked?	13

© 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

© Citat kun mod kildeangivelse

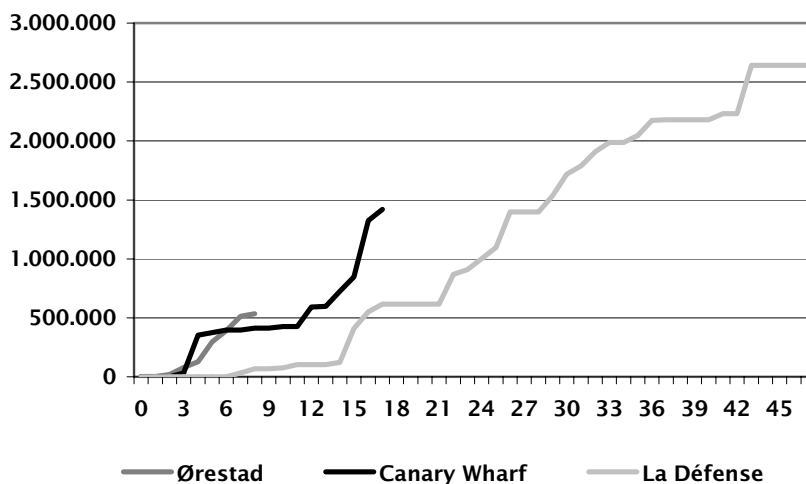
ØRESTAD – SUCCES ELLER FIASKO ?**Er udviklingen i Ørestad en succes?**

Udviklingen af Københavns nye store byområde Ørestad startede på tegnebrættet for godt 10 år siden. For 3-4 år siden begyndte de første byggerier, og i dag er der af det samlede mulige etageareal på ca. 3 mio. m² disponeret godt 500.000 m².

Sadolin & Albæk har udarbejdet en analyse af udviklingstakten i Ørestad, sammenlignet med to andre, meget væsentlige, nye byområder i europæiske storbyer, La Défense i Paris og Canary Wharf i London, hvor udviklingen påbegyndtes væsentlig tidligere.

Nedenstående figur viser for de tre byområder det disponerede etageareal som en funktion af det antal år, som er gået siden det tidspunkt, da der for de tre byområder var planmæssigt grundlag for at påbegynde byggerier.

Akkumuleret disponeret etageareal som funktion af udviklingsperiode



Kilde: Sadolin & Albæk

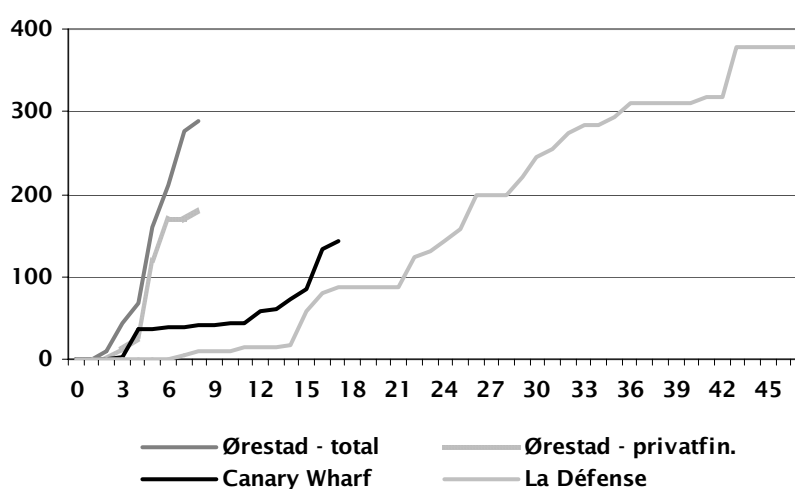
Det er i denne forbindelse naturligvis væsentligt at notere, at udviklingen af sådanne projekter i et vist omfang sker i spring, idet udviklingen i konjunkturtelt gunstige perioder selvsagt er væsentlig hurtigere end udviklingen i perioder, hvor konjunkturerne er svage. Det gælder især for Canary Wharf, som er domineret af kontorbyggerier, mens der alt andet lige kan forventes en mere stabil udvikling i områder med både erhvervs- og boligbyggeri.

Ikke desto mindre kan det konkluderes, at udviklingshastigheden i Ørestad er på niveau med Canary Wharf og væsentligt hurtigere

end for La Défense, og der er derfor grund til at antage, at Ørestad over de kommende 10-20 år vil opleve en udvikling, der betyder, at Ørestad kan betegnes som en lige så stor succes som udviklingen af Canary Wharf og La Défense – som i øvrigt begge i de første udviklingsår ofte blev betegnet som fiaskoer.

Korrigeres tallene for det forhold, at Hovedstadsområdet er et væsentligt mindre byområde end metropolerne London og Paris, er udviklingstakten i Ørestad endnu mere imponerende.

Disponeret etageareal pr. 1.000 indbyggere som funktion af udviklingsperiode



Kilde: Sadolin & Albæk

Udviklingen i Ørestad bæres ikke kun af de offentlige byggerier

Offentlige byggerier har indtil nu stået for knap halvdelen af etagearealet i Ørestad. Men det kan på baggrund af ovenstående figur konkluderes, at den privatfinansierede byudvikling i Ørestad i sig selv sker med en hastighed, der set i relation til Københavns størrelse er ganske imponerende.

MARKEDET FOR INVESTERINGSEJENDOMME

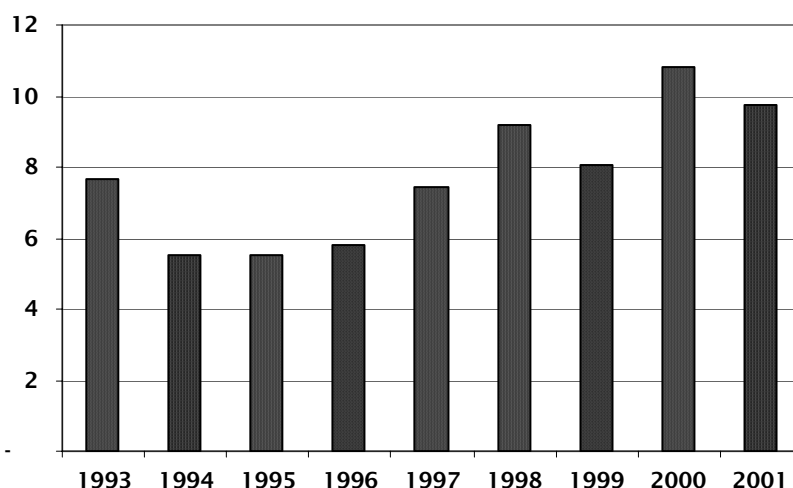
Stabil omsætning på erhvervsejendomsmarkedet

Udviklingen på de finansielle markeder har i de seneste måneder været præget af en vis nervøsitet omkring den fremtidige konjunkturudvikling. Dette har også på markedet for investeringsejendomme betydet en vis usikkerhed, og der har fra en del investorer kunnet registreres en afventende holdning.

På trods heraf har omsætningen af investeringsejendomme været ganske god. Det skyldes, dels at der er gennemført enkelte meget betydelige transaktioner vedrørende ejendomme eller ejendomsporteføljer, dels at omsætningen af mindre og

mellemstore by-ejendomme til privatinvestorer har været høj. Nedenstående figur viser omsætningen af erhvervsjendomme i Hovedstadsområdet i perioden fra 1993 til 2001.

Omsætning af erhvervsjendomme (i mia. kr.) i Hovedstadsområdet



Kilde: Danmarks Statistik

Som det fremgår, har omsætningen i perioden fra 1998 til 2001 ligget i intervallet kr. 8 mia. til kr. 11 mia. Omsætningstal for 2002 er endnu ikke tilgængelige, men det vurderes, at omsætningen også i 2002 har været omkring kr. 10 mia.

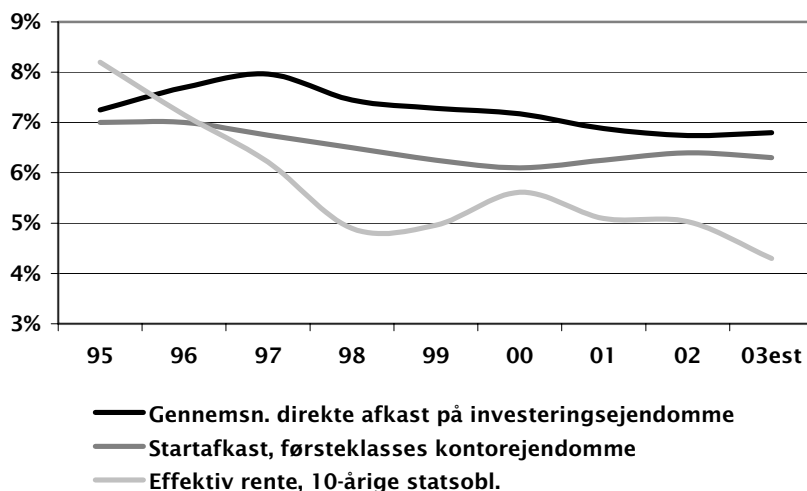
Det skal i denne forbindelse tilføjes, at tallene ikke inkluderer det samlede volumen for ejendomsprojekter under opførelse, der omsættes. I de senere år har dette omsætningsvolumen været yderligere i niveau kr. 2 mia. pr. år.

Det kan ikke udelukkes, at omsætningen i 2003 vil være på et endnu højere niveau, især fordi der i år er gennemført eller forventes gennemført enkelte meget store transaktioner, herunder *Nordeas* salg for kr. 1,7 mia. af en portefølje ejendomme til et konsortium af institutionelle investorer, *Magasins* forventede afhændelse af Illum-bygningen på Strøget samt *GGI's* køb af 50% af butikscentret Field's i Ørestad.

Investeringsinteressen er i høj grad drevet af det lave renteniveau

Investorinteressen for fast ejendom er efter Sadolin & Albæks vurdering ikke begrundet i en forventning om, at der på kort sigt vil vise sig en markant bedring i konjunkturerne og dermed på markedet for erhvervslejemål. Tilskyndelsen til investering i fast ejendom er snarere det lave renteniveau.

Løbende afkast på ejendomme og den effektive obligationsrente



Kilde: Sadolin & Albæk

Ovenstående figur viser udviklingen i den effektive rente på 10-årige statsobligationer i forhold til, dels det gennemsnitlige direkte afkast på investeringsejendomme i Hovedstadsområdet, dels den såkaldte "prime yield", første års nettostartafkast på en førsteklases kontorejendom, udlejet på en lejekontrakt med 10 års uopsigelig.

"Yield spread", differencen mellem "prime yield" og renten på 10-årige statsobligationer, er aktuelt over 200 bp, mens det direkte merafkast på en gennemsnitlig ejendomsportefølje er mere end 250 bp over obligationsrenten.

Det direkte merafkast på ejendomme, dvs. merafkastet uden hensyn til værdireguleringer, er på det højeste niveau, som er registreret i nyere tid. Det faldende renteniveau har således ikke betydet et nævneværdigt fald i investorernes krav til det direkte afkast ved ejendomsinvesteringer.

Faldende nettostartafkast på blandede byejendomme

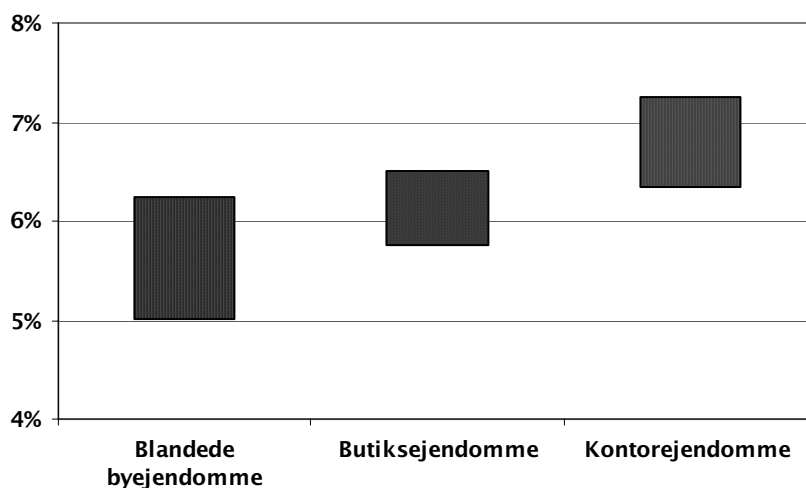
I et marked, hvor en ikke ubetydelig tomgangsrisiko er til stede, lægger investorerne naturligvis betydelig vægt på ejendommens udlejningssikkerhed.

Specielt privatinvestorer efterspørger derfor i stigende omfang blandede byejendomme, hvor en kombination af butik, kontor og bolig medfører en risikospredning på lejersiden.

Det har givet sig udslag i, at startafkastkravene for sådanne

ejendomme i dag er betydeligt lavere end for "rene" butiks- og kontorejendomme, hvor den samme sektormæssige risikospredning ikke er til stede.

Aktuelle nettostartafkastkrav på ejendomme i det centrale København

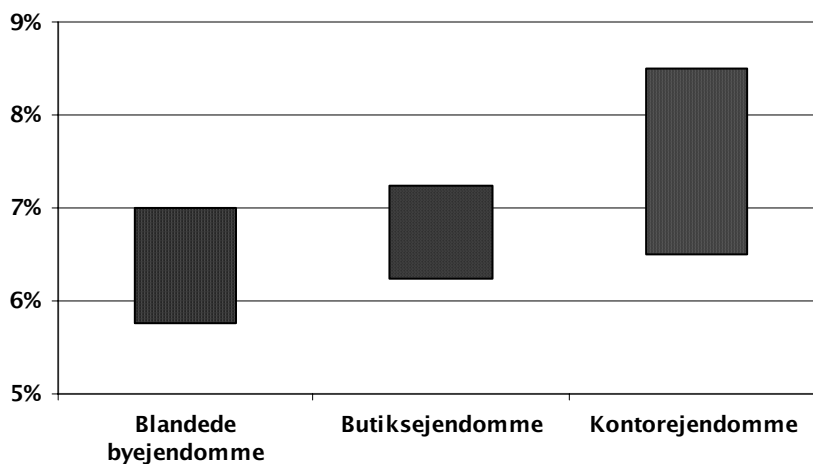


Kilde: Sadolin & Albæk

Som det ses af ovenstående figur, registreres i dagens marked væsentligt lavere krav til det direkte afkast for blandede ejendomme end for butiks- og kontorejendomme.

Dette forhold afspejler, at investorerne vil betale for den udlejningssikkerhed, der er forbundet med boliglejemål. Derfor afhænger afkastkravet i høj grad af boligandelen samt af, hvorvidt boligerne er udlejet til en lav omkostningsbestemt leje.

Aktuelle nettostartafkastkrav på ejendomme uden for det centrale København



Kilde: Sadolin & Albæk

For ejendomme uden for Københavns City genfindes, som det fremgår af ovenstående figur, i et vist omfang samme mønster om end ikke i helt så udpræget grad som for centralt beliggende ejendomme.

Distributions- og hotelejendomme med lange lejekontrakter giver særdeles konkurrencedygtige afkast

Den institutionelle investorinteresse efter kontorejendomme, udlejet på lange lejekontrakter til gode lejere, er uforandret høj. Derimod tiltrækker mere specialiserede ejendomme, såsom distributions- og hotelejendomme, trods særdeles konkurrencedygtige startafkast, sjældent institutionelle investorer.

Moderne og velbeliggende distributionsejendomme, udlejet på lejekontrakter med f.eks. 15 års uopsigelighed til lejere af god bonitet, omsættes i dagens marked typisk til nettostartafkast på omkring 7,5%. For hotelejendomme er det tilsvarende afkast ca. 7,0%, mens en kontorejendom med en tilsvarende lang lejekontrakt formentlig ville blive handlet til et nettostartafkast på 6,0-6,25%.

Det løbende merafkast for distributions- og hotelejendomme betyder, at en sådan ejendom selv med en væsentligt svagere værdiudvikling end en kontorejendom vil generere et totalafkast, som er konkurrencedygtigt med totalafkastet af kontorejendomme. Det gælder selvsagt især for private investorer, som kan drage nytte af de skattemæssige afskrivningsmuligheder på distributions- og hotelejendomme, men det gælder også for institutionelle investorer, der ikke har denne fordel.

Sadolin & Albæk har i nedenstående figur beregnet totalafkastet af en investering i henholdsvis en distributions-, hotel- og kontorejendom som en funktion af ejendommens værdi efter 15

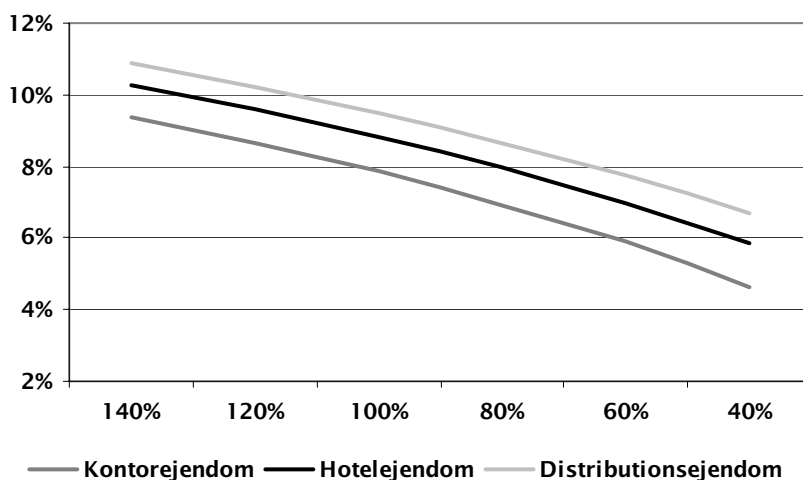
år (ultimoværdien) i procent af anskaffelsessummen.

Det er herved forudsat, at distributionsejendommen erhverves til et nettostartafkast på 7,5%, hotelejendommen til 7,0%, og kontorejendommen til 6,25%. Der er endvidere forudsat en årlig leje-regulering på 2,0% p.a.

Som det fremgår af figuren, vil en kontorejendom uden værdistigning eller -fald over den 15-årige periode generere et totalafkast på 7,85% p.a. En hotelejendom vil under samme forudsætninger generere et totalafkast på 8,82% p.a. og en distributionsejendom 9,49% p.a.

Hvis investors mål er et totalafkast på f.eks. 300 bp over den sikre rente, eller ca. 7,5%, skal kontorejendommens værdi efter 15 år være mindst 92% af anskaffelsessummen. For den tilsvarende hotelejendom genereres samme totalafkast ved en værdi efter 15 år på 70% af anskaffelsessummen, og for distributionsejendommen skal ultimoværdien blot være 55% af anskaffelsessummen, for at totalafkastet er det samme.

Totalafkast på ejendomme som funktion af ultimoværdi i pct. af primoværdi



Kilde: Sadolin & Albæk

For så vidt kan det derfor undre, at den institutionelle efterspørgsel fortsat næsten udelukkende retter sig mod kontorejendomme, og at der således ikke kan registreres porteføljestrategier med en mere diversificeret sektorallokering. En vis vanetænkning kan måske spores.

BUTIKSFORSYNINGEN I HOVEDSTADSOMRÅDET

En restriktiv planlovgivning på butiksområdet begrænser konkurrencen

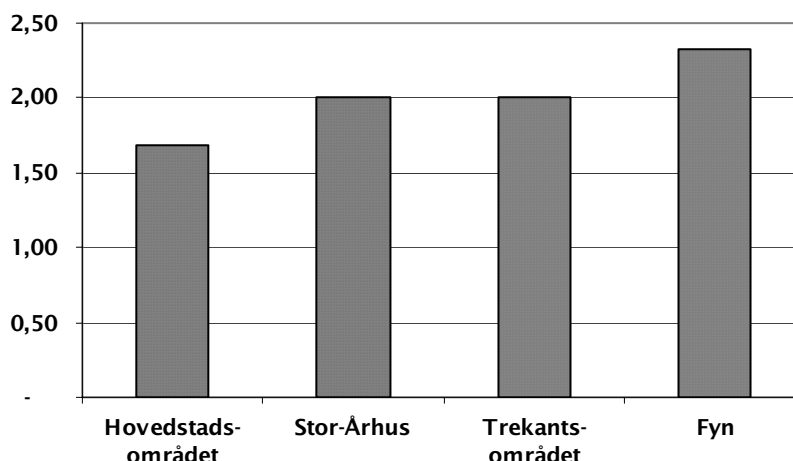
Muligheden for at udvikle nye butiksområder og butikscentre er ganske restriktivt reguleret i den danske planlovgivning. Selv om en vis regulering heraf kan være hensigtsmæssig for at fastholde levende og attraktive bymiljøer i de centrale bydele, må det dog konstateres, at planlovgivningen i uhensigtsmæssig grad begrænser detailhandlens udviklingsmuligheder og til tider synes at svække mulighederne for nye detailhandelskæders og -koncepters ekspansion i markedet.

Der har på det seneste været betydelig debat om det uhensigtsmæssige i, at der i Københavns Kommune aktuelt ikke er planmæssig mulighed for at øge detailhandelsarealet i kommunen, selv på strøggaderne, hvor f.eks. nedlagte bankfilialer ikke umiddelbart kan konverteres til butiksformål. Det må håbes og heldigvis forventes, at disse restriktioner snart lempes til gavn for en mere dynamisk udvikling af detailhandlen i bykernen.

Hovedstadsområdet er underforsynet med butiksarealer

Set i et større perspektiv kan det dog stadig konstateres, at Hovedstadsområdet er underforsynet med butiksarealer i forhold til andre dele af landet.

Butiksareal pr. indbygger i udvalgte områder



Kilde: Sadolin & Albæk

Det gennemsnitlige butiksareal pr. indbygger i Danmark er knap 2,0 m², et niveau, som ikke adskiller sig væsentligt fra de øvrige lande i Vesteuropa.

Som det imidlertid fremgår af ovennævnte figur, er Hovedstadsområdet i væsentlig grad underforsynet med butiksarealer i forhold til andre landsdele. Etableringen af butikscentret *Field's* i Ørestad vil naturligvis bidrage med yderligere butiksareal, men kun med ca. 0,04 m² pr. indbygger i

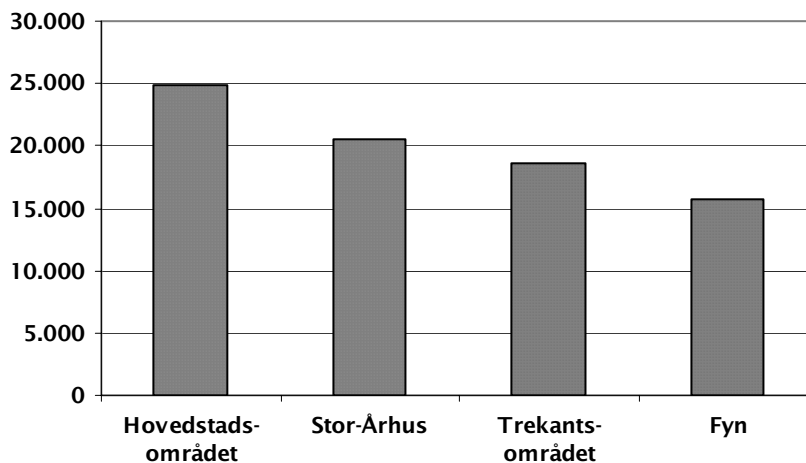
Hovedstadsområdet.

Detailhandelsomsætningen pr. indbygger er i Storkøbenhavn ca. 10-15% over landsgennemsnittet. Det skyldes, dels relativt høje indkomster og som følge heraf forbrugsmuligheder, dels det forhold, at specielt Københavns City har en ganske betydelig detailhandelsomsætning med turister fra både Danmark og udlandet.

Kombinationen af et lavere butiksareal og en højere detailhandelsomsætning pr. indbygger i Hovedstadsområdet betyder, at omsætningen pr. m² butiksareal er væsentligt højere end i de øvrige landsdele.

Som det fremgår af nedenstående figur, var den gennemsnitlige detailhandelsomsætning i Hovedstadsområdet i 2000 ca. 25.000 kr. pr. m² butiksareal. Tallet ligger 17% over det tilsvarende tal for Storårrhus, 25% højere end Trekantsområdet, og ikke mindre end 36% højere end Fyn, der er det område i Danmark med det højeste detailhandelsareal pr. indbygger.

Gennemsnitsomsætning i kr. pr. m² butiksareal (år 2000)



Kilde: Sadolin & Albæk

I forhold til landsgennemsnittet mangler Hovedstadsområdet ca. 600.000 m²

Det kan således beregnes, at Hovedstadsområdet i forhold til gennemsnittet i det øvrige Danmark er underforsynet med et samlet butiksareal på ikke mindre end 600.000 m². Igangværende projekter inden for detailhandelsområdet, inklusive butikscenterprojekterne *Field's* i Ørestad og *Ro's Torv* i Roskilde, vil tilføre skønsmæssigt ca. 150.000 m² nyt butiksareal. Men også

butiksbareal

i provinsen sker der i disse år en udbygning med nye detailhandelsområder, f.eks. *Bruuns Galleri* i Århus, og de igangværende projekter vil derfor ikke ændre dette billede.

Selv om visse planmæssige lempelser på butiksområdet kan forventes, er der således på ingen måde udsigt til, at Storkøbenhavn inden for en overskuelig horisont vil opleve en udvikling af nye butiksområder, der modsvarer dette.

Butiksledigheden i Hovedstadsområdet er det halve af landsgennemsnittet

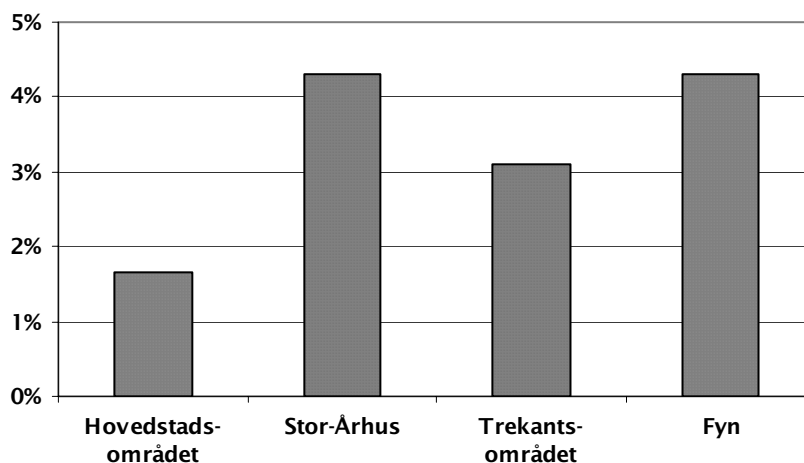
Det forhold, at Hovedstadsområdet har et væsentligt lavere detailhandelsareal pr. indbygger end det øvrige Danmark, medfører, at udlejningssikkerheden er højere.

Den gennemsnitlige tomgangsprocent for butiksarealer i Danmark er aktuelt ca. 3,1%.

Som det fremgår af nedenstående figur, er tomgangsprocenten i Trekantsområdet på niveau med landsgennemsnittet, mens den i både Stor-Århus og på Fyn er noget højere, omkring 4,3%.

I Hovedstadsområdet som helhed er den aktuelt registrerede ledighedsprocent for butiksarealer derimod kun det halve af landsgennemsnittet, nemlig ca. 1,6%.

Ledighedsprocent for butiksarealer i udvalgte områder



Kilde: Sadolin & Albæk

Den ganske høje grad af udlejningssikkerhed for butiksarealer i Hovedstadsområdet er utvivlsomt en medvirkende årsag til, at investorernes startafkastkrav for de bedst beliggende butiksejendomme i dag typisk ligger 50 bp under "prime yield" for kontorejendomme, hvor tomgangsrisikoen statistisk set er noget

større.

DE EUROPÆISKE EJENDOMSMARKEDER

Sverige – et af de mest likvide ejendomsmarkeder i Europa

I dette nummer af Sadolin & Albæks NewsLetter har vi valgt udelukkende at koncentrere os om den aktuelle udvikling på de to ejendomsmarkeder i Norden, som sammen med det danske marked forekommer mest interessant for udenlandske investorer, nemlig de svenske og finske ejendomsmarkeder.

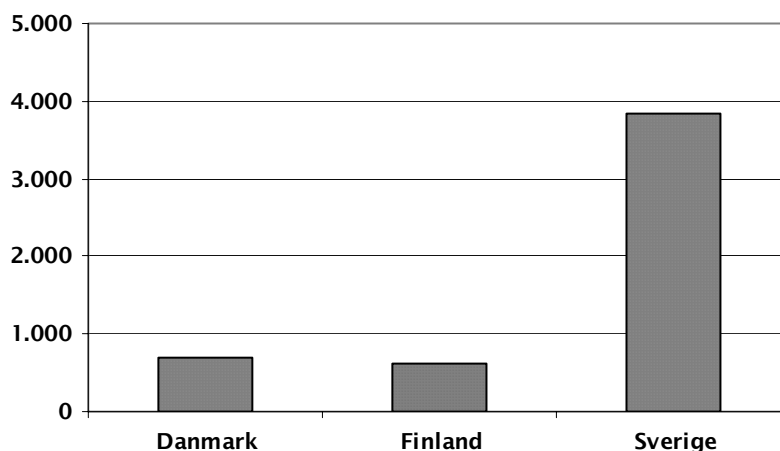
Det svenske marked er det største og absolut mest likvide i Skandinavien. Likviditeten i det svenske marked har samtidig betydet, at det er et af de europæiske markeder, hvor der registreres den største aktivitet fra internationale investorer.

I 2002/03 er der i Danmark registreret 6 enkelttransaktioner vedrørende ejendomme eller porteføljer af ejendomme med et volumen på mere end 50 mio. EURO. Heraf er kun én transaktion med en udenlandsk køber, nemlig *DEKA's* køb af Plesner Svane Grønborgs kommende domicil i Nordhavnsområdet.

I samme periode blev i Sverige registreret ca. 25 transaktioner med et volumen på mere end 50 mio. EURO, heraf 14 med udenlandske købere.

Nedenstående figur viser, at der ved enkelttransaktioner over 50 mio. EURO i Sverige blev omsat ejendomme for i alt næsten 4 mia. EURO. I samme periode var den tilsvarende omsætning i Danmark ca. 700 mio. EURO og i Finland ca. 600 mio. EURO.

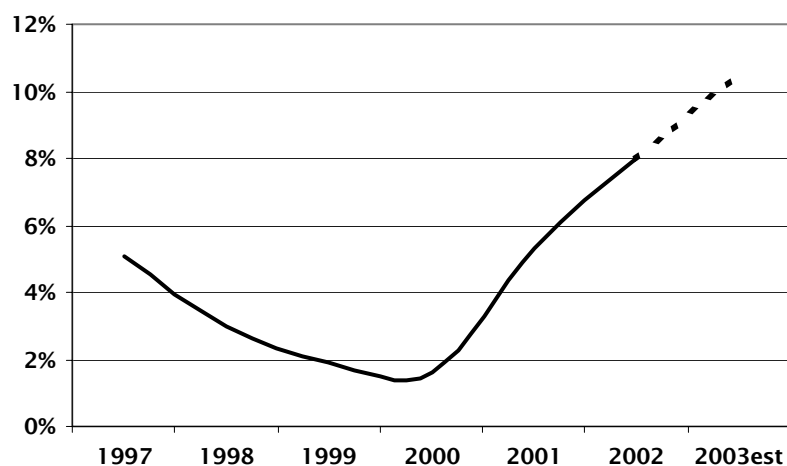
Samlet transaktionsvolumen i mio. EURO for transaktioner over 50 mio. EURO



Kilde: Sadolin & Albæk

Den betydelige investeringsaktivitet har fundet sted i en periode, hvor det svenske kontorejendomsmarked har været ganske turbulent med et faldende lejeniveau og en stigende tomgang.

Udviklingen i kontorledigheden i Stor-Stockholm



Kilde: Sadolin & Albæk

Som det fremgår af ovenstående figur, var kontorledigheden i Stor-Stockholm omkring årsskiftet 2002/03 ca. 8,0%, en meget markant stigning fra 2000, hvor tomgangsprocenten var så lav som ca. 1,6%.

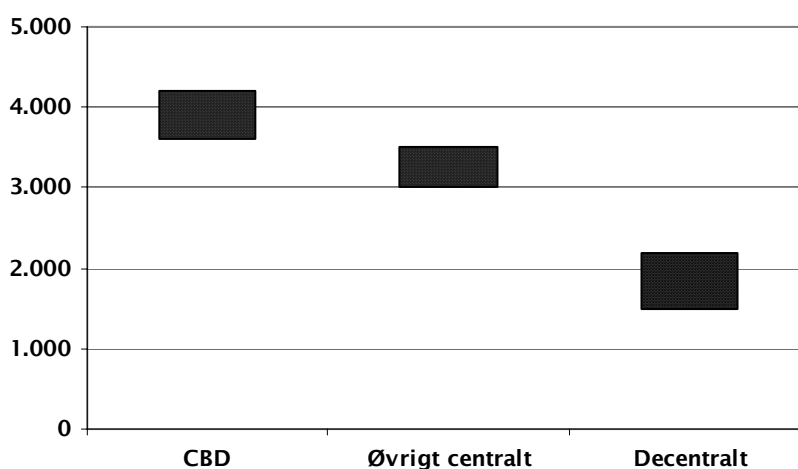
Prognoserne for indeværende år forekommer ganske usikre, fra de

optimistiske, der forudser en stabilisering af ledigheden på ca. 8,0%, til de mest negative, der ultimo 2003 forudser en tomgangsprocent på over 12.

Kontorlejemarkedet i Stockholm er fortsat under pres

Kontorlejepriserne toppede i Stockholm i første halvdel af 2000 på omkring 5.500 SEK pr. m² pr. år i CBD. Siden da er lejeniveauet i takt med den faldende efterspørgsel og den stigende tomgang faldet væsentligt.

Aktuelle kontorlejepriser i Stockholm (SEK pr. m² pr. år)



Kilde: Sadolin & Albæk

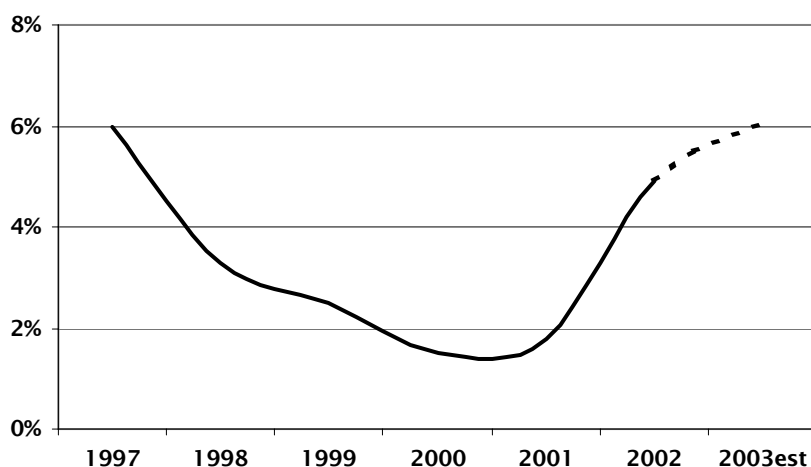
Aktuelt forekommer udsigterne for det svenske marked, og især kontormarkedet i Stockholm, ganske usikre. Den betydelige omsætning af ejendomme dokumenterer imidlertid, at en række både svenske og internationale investorer har tillid til, at bunden snart er nået. Det er i denne forbindelse værd at notere sig, at især markedet i Stockholm traditionelt reagerer ganske hurtigt og med kraftige stigninger, når der registreres tegn på en konjunktuel fremgang.

Det er dog Sadolin & Albæks opfattelse, at specielt investeringer i kontorejendomme med korte lejekontrakter er forbundet med en betydelig risiko, idet konjunkturudviklingen på kort sigt er ganske usikker, præget af en svag udvikling i verdensøkonomien og den faldende dollar, der svækker svensk industris konkurrenceevne.

Finland – et overset EURO-marked?

Kontormarkedet i Helsinki er, som markedet i Stockholm, præget af en stigende tomgang, om end i knap så dramatisk grad.

Udviklingen i kontorledigheden i Helsinki



Kilde: Sadolin & Albæk

Et markant fald i nybyggeriet fra ca. 220.000 m² i 2002 til estimeret ca. 85.000 m² i 2003 betyder imidlertid, at risikoen for en fortsat meget væsentlig stigning i ledighedsprocenten ikke synes over-hængende.

I investeringsmæssig henseende forekommer mulighederne på det finske ejendomsmarked ganske interessante. Finland er medlem af EURO-zonen med et deraf følgende formentlig ganske lavt rente-niveau i en periode fremover. Set i lyset heraf forekommer de nettostartafkast, som markedet tilbyder ved ejendomsinvesteringer, attraktive.

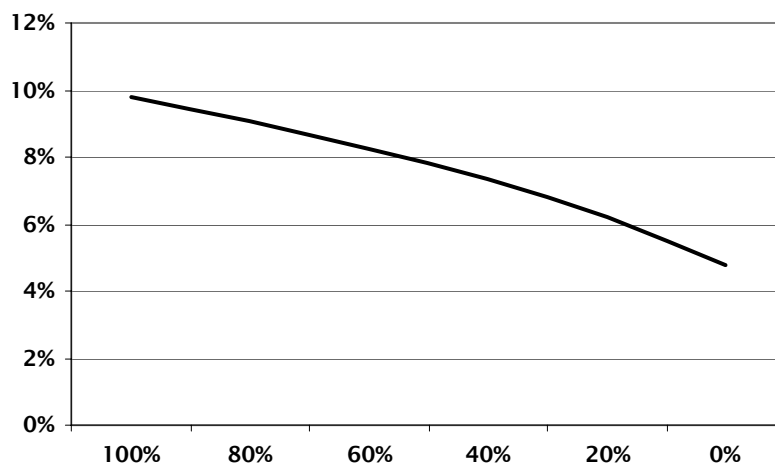
"Prime yield" – nettostartafkastet på førsteklases investeringsejendomme med bedste beliggenhed, udlejet på lange lejekontrakter, er aktuelt ca. 6,5%. For kontor- og butiksejendomme med en mere sekundær beliggenhed registreres betydeligt højere nettostartafkast. Som eksempel kan nævnes, at decentralt beliggende butiksejendomme, udlejet på 10-15 årige lejekontrakter til lejere af særdeles god bonitet, ofte kan erhverves til nettostartafkast på omkring 8,0%.

En ejendom med en 15-årig, fuldt indekseret, lejekontrakt, der erhverves til 8,0% i nettostartafkast, vil, såfremt ejendommens værdi bevares, ved en årlig indeksering på 2,0%, generere et totalafkast før skat på 9,8% p.a.

Som nedenstående figur viser, vil en sådan ejendomsinvestering således generere et før-skat-afkast på ca. 4,8%, selv om

ejendommen er værdiløs ved udløbet af lejekontrakten.

Totalafkast p.a. som funktion af ultimoværdi i pct. af primoværdi



Kilde: Sadolin & Albæk

Det må således antages, at de aktuelle afkastkrav ved investering i finske ejendomme i høj grad afspejler det faktum, at markedet traditionelt har været et ganske illikvidt marked, hvor afkastkravene i høj grad er motiveret i en manglende omsættelighed af ejendomme.

Sadolin & Albæk • ONCOR International