

## NEWSLETTER FEBRUAR 2004

## INDHOLDSFORTEGNELSE

	Side
<b>EJENDOMSINVESTERINGSMARKEDET I STORKØBENHAVN</b>	<b>1</b>
Priserne på erhvervsejendomme faldt med 1,2% i 2003	1
Totalafkastet på ejendomsinvesteringer var i 2003 5,5%	1
Totalafkastet på ejendomme har været bedre end afkastet på obligationsinvesteringer, men væsentligt dårligere end aktiemarkedet	2
Også 2004 bliver et svagt år på ejendomsmarkedet	3
Udenlandske investorer er for alvor trådt ind på det københavnske ejendomsmarked	3
Specielt store detailhandelsejendomme tiltrækker udenlandsk interesse	4
Stigende omsætning på markedet for lager- og industriejendomme	5
Ejendomsinvesteringsmarkedet for kontorejendomme er domineret af ejendomsselskaber og privatinvestorer	6
<b>KONTORLEJEMARKEDET I KØBENHAVN</b>	<b>7</b>
Tomgangen for kontorer falder svagt	7
Reduktionen i ledigheden er kraftigst i City	7
Stigende lejefterspørgsel betyder, at lejeniveauet ikke fortsætter med at falde	8
<b>ERHVERVSEJENDOMSMARKEDET I ÅRHUS</b>	<b>9</b>
Århus – det væsentligste erhvervsejendomsmarked udenfor Hovedstadsområdet	9
Stort nybyggeri af kontorer, især omkring 2001, har skabt en vis overkapacitet	9
Kontorlejepriserne er faldet, men toplejen vil næppe falde yderligere	10
Nettostartafkastkravene for ejendomsinvesteringer i Århus er marginalt højere end i København	11
<b>DE INTERNATIONALE EJENDOMSMARKEDER</b>	<b>11</b>
Trods en solid økonomisk udvikling i England er kontorledigheden steget væsentligt	12
Markedslejeniveauet er faldet over 20%	12
Nettostartafkastet for gode kontorejendomme med lange lejekontrakter ligger stabilt	13
Markedet for detailhandelsejendomme har udviklet sig væsentligt stærkere end kontorejendomsmarkedet	13

© Citat kun mod kildeangivelse

Sadolin & Albæk A/S  
Nikolaj Plads 26, DK-1067 København K  
Tel: +45 70 11 66 55 Fax: +45 33 32 72 96

Rosensgade 22, DK-8000 Århus C  
Tel: +45 70 11 66 55 Fax: +45 86 20 60 19

E-mail: sa@sa-oncor.dk Web: [www.sadolin-albaek.dk](http://www.sadolin-albaek.dk)

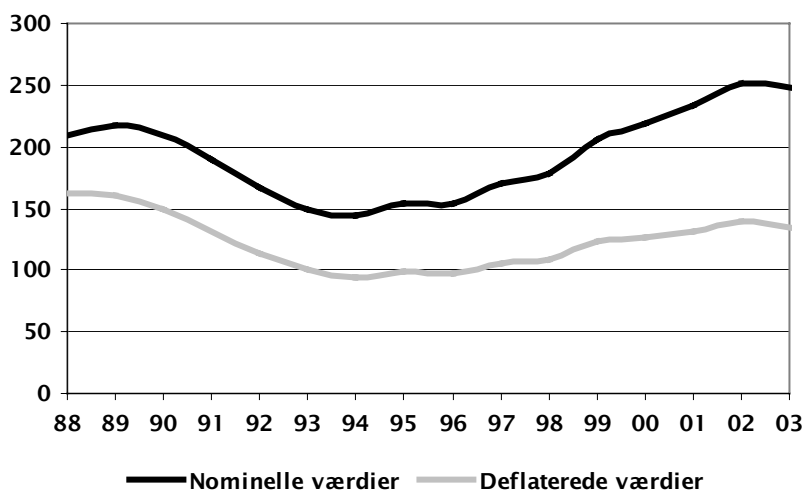
## EJENDOMSINVESTERINGSMARKEDET I STORKØBENHAVN

**Priserne på erhvervsjendomme faldt med 1,2% i 2003**

Efter uafbrudte prisstigninger på erhvervsjendomme i Storkøbenhavn fra 1994 til 2002 faldt priserne i 2003.

Sadolin & Albæks prisindeks for ejendomsmarkedet i Hovedstadsområdet viser, at priserne efter i 2002 at være steget med 8% faldt med 1,2% i 2003.

Prisindeks for erhvervsjendomme (indeks 100 = 3kv 1984)



Kilde: Sadolin & Albæk

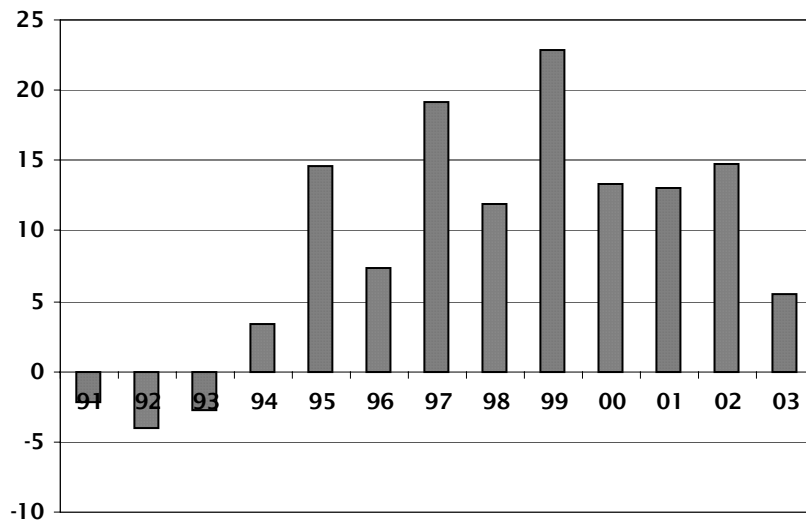
Årsagen til denne udvikling er en svag samfundsøkonomisk udvikling med en vækst i BNP på under 0,5%.

Den faldende beskæftigelse, som er en naturlig følge af den meget svage vækst, har ført til stigende tomgang og faldende lejepriser, specielt på markedet for kontor-, lager- og industriejendomme. Selv om investorernes nettostartafkastkrav ikke har ændret sig væsentligt, har den øgede tomgang og de faldende lejepriser således medført prisfald.

**Totalafkastet på ejendomsinvesteringer var i 2003 5,5%**

Det direkte afkast af ejendomsinvesteringer lå i 2003 på ca. 6,7%, helt samme niveau som i 2002. Totalafkastet ved investeringer i ejendomme i Hovedstadsområdet – summen af det direkte afkast og værdiændringen – var derfor i 2003 5,5%, et væsentligt fald fra totalafkastet i 2002 på 14,8%, og det laveste niveau siden 1994.

Årligt totalafkast i pct. på ejendomsinvesteringsmarkedet

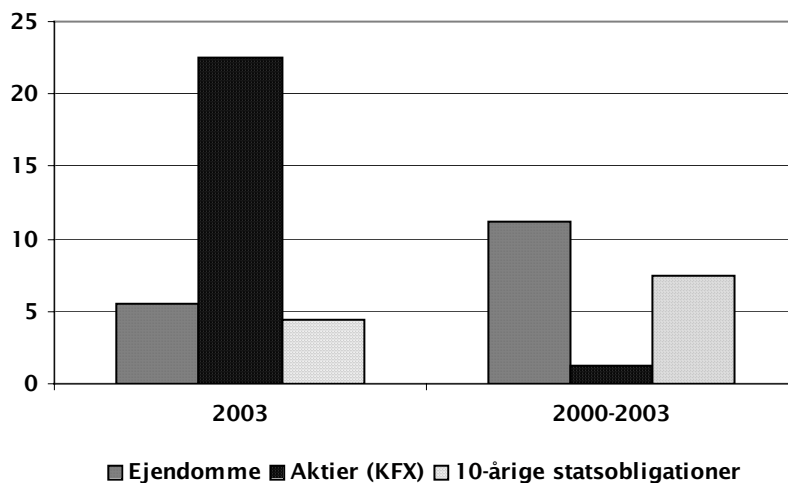


Kilde: Sadolin & Albæk

**Totalafkastet på ejendomme har været bedre end afkastet på obligationsinvesteringer, men væsentligt dårligere end aktiemarkedet**

Mens totalafkastet på obligationsinvesteringer i 2003 var lidt lavere end afkastet på ejendomsinvesteringer, var afkastet på aktiemarkedet i 2003 væsentligt højere.

Årligt totalafkast i pct. på ejendomme, aktier og obligationer



Kilde: Sadolin & Albæk

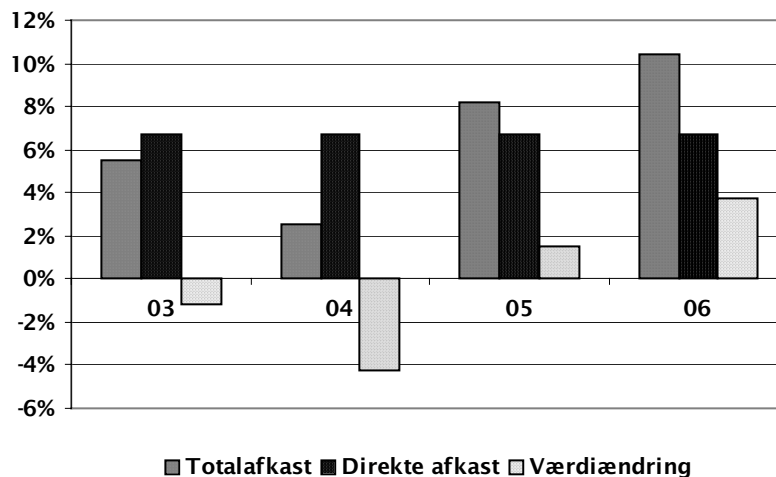
Totalafkastet på investeringsejendomme har i årene 2000-2003 imidlertid været pænt over afkastet på aktieinvesteringer, som gav betydelige negative afkast i 2001 og 2002.

Udviklingen er i god tråd med den generelle erfaring, at aktiemarkedet reagerer hurtigere på svingninger i økonomien end ejendomsmarkedet. Aktiestigningen i 2003 har således været drevet af en forventning om et kommende økonomisk opsving, som erfaringsmæssigt først på et senere tidspunkt giver sig udslag på ejendomsinvesteringsmarkedet.

### Også 2004 bliver et svagt år på ejendomsmarkedet

Sadolin & Albæks prognosemodel for udviklingen på erhvervsejendomsmarkedet, der er baseret på en empirisk undersøgelse af den historiske sammenhæng mellem priserne på ejendomsmarkedet og en lang række nationaløkonomiske data, indikerer, at også 2004 bliver et relativt svagt år på ejendomsmarkedet.

#### Prognose for totalafkast, direkte afkast og værdiudvikling på erhvervsejendomsmarkedet



Kilde: Sadolin & Albæk

Ovennævnte figur viser, at Sadolin & Albæk, som følge af den svage beskæftigelsesudvikling, også i 2004 forventer et lavt totalafkast på ejendomsinvesteringsmarkedet. Til gengæld indikerer prognosen for 2005 og 2006, at markedet når bunden i 2004, og at det i et længere perspektiv meget vel vil kunne vise sig, at investeringer, som foretages i det relativt svage ejendomsmarked i 2004, vil være ganske lukrative.

### Udenlandske investorer er for alvor trådt ind på det københavnske ejendomsmarked

Samtidig med, at flere toneangivende danske institutionelle investorer har øget deres investeringer i udenlandske ejendomsmarkeder, primært som indirekte investeringer, har udenlandske investorer i 2003 for alvor markeret sig på ejendomsmarkedet i Stor-københavn.

Ud af en samlet omsætning af erhvervs- og investeringsejendomme i 2003 på skønsmæssigt lidt over 10 mia. kr. har internationale

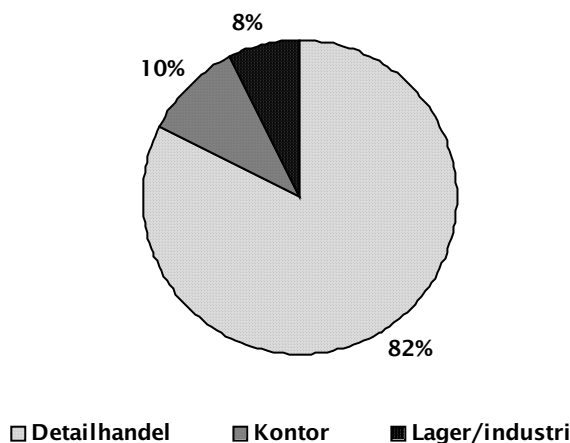
investorer, primært fra Tyskland og USA, stået for mere end 35%. Den udenlandske interesse skyldes, både at det danske ejendomsmarked trods et beskedent prisfald har udviklet sig væsentligt bedre end ganske mange andre europæiske ejendomsmarkeder, og at man forventer, at markedet på relativt kort sigt igen vil udvikle sig positivt.

**Specielt store detailhandels-ejendomme tiltrækker udenlandsk interesse**

Den udenlandske investeringsinteresse har været rettet mod alle sektorer i erhvervsjendomsmarkedet, kontor, lager/industri og detailhandel.

Det har imidlertid vist sig, at langt den overvejende del af de internationale investeringer er sket inden for butiksejendomssegmentet.

Sektorfordeling af udenlandske ejendomsinvesteringer i Storkøbenhavn (2003)

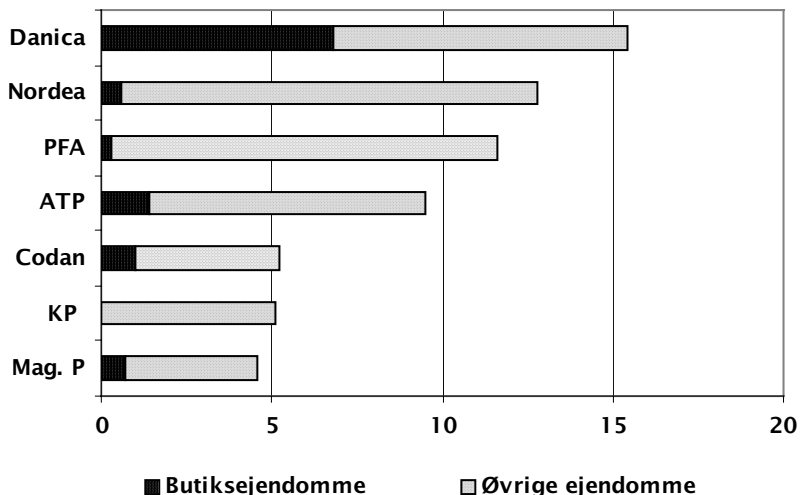


Kilde: Sadolin & Albæk

Som det fremgår af ovennævnte figur, har ikke mindre end 82% af de internationale investeringer i 2003 været i butiksejendomme. Årsagen hertil er næppe bevidste strategiske valg, men snarere, at der inden for dette segment har været mulighed for at foretage meget store investeringer, hvor konkurrencen med danske institutionelle investorer har været beskeden.

Danske institutionelle investorers eksponering i markedet for detailhandelsejendomme er meget uensartet. Bortset fra Danica, som primært af historiske årsager ejer en meget stor portefølje af butikcentre, har de større pensionskasser og forsikringselskaber placeret relativt små andele af deres ejendomsinvesteringer i detailhandelsejendomme.

Institutionelle investorer eksponering i forskellige segmenter (i mia. kr.)



Kilde: Sadolin & Albæk

Ud fra et administrativt synspunkt er detailhandelsejendomme, og ikke mindst butikcentre, betydeligt mere komplekse end kontorejendomme. Optimering af afkastet på butiksejendomme kræver både en betydelig specialkompetence og villighed til at foretage løbende investeringer i opgradering og udvikling. Disse faktorer er formentlig den væsentligste årsag til, at mange danske institutionelle investorer har en vis tilbageholdenhed overfor dette marked.

Efter Sadolin & Albæks vurdering er de udenlandske investorer i det danske marked for detailhandelsejendomme fuldt ud bevidste om de krav, sådanne investeringer stiller i så henseende. Og med en forventning om en pæn stigning i det private forbrug i 2004, drevet af skattelettelse, indførelsen af afdragsfrie realkreditlån samt den fortsat lave rente, må det antages, at markedet for detailhandelsejendomme i det mindste i 2004 vil udvikle sig mere positivt end markederne for kontor-, lager- og industriejendomme.

### Stigende omsætning på markedet for lager- og industriejendomme

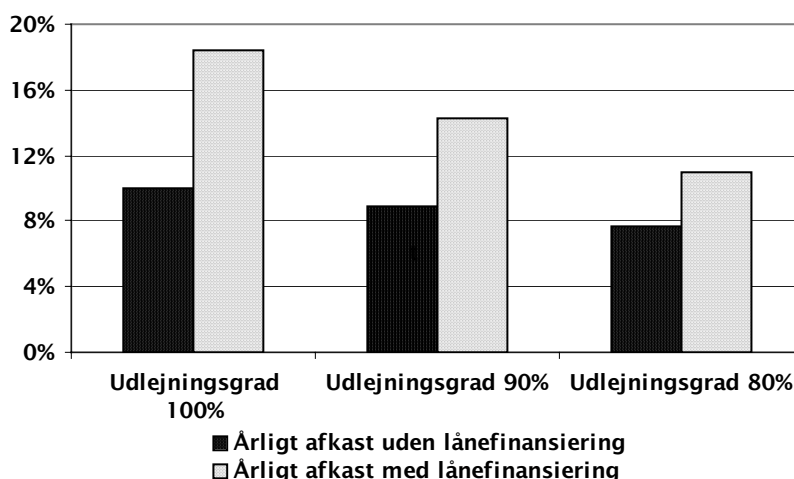
Omsætningen af lager- og industriejendomme var i 2002 og det meste af 2003 relativt svag. Potentielle sælgers prisforventninger var, i lyset af den lave rente, ofte ude af trit med købernes afkastkrav. Da dette marked i øvrigt er domineret af privatinvestorer, har også bankernes tilbageholdenhed med at finansiere ejendomme anvendt til lager- og industriformål haft en negativ effekt på omsætningshastigheden.

På det seneste er der imidlertid registreret en stigende omsætning af lager- og industriejendomme. Markedet domineres fortsat af privatinvestorer og mindre ejendomsselskaber, men også udenlandske investorer viser interesse for dette marked, hvor der for

ejendomme af mere sekundær kvalitet, udlejet på kortere lejekontrakter, ofte kan opnås særdeles attraktive nettostartafkast på mere end 10%.

Med et passende element af lånefinansiering vil investeringer i sådanne porteføljer kunne generere en meget høj forrentning af den investerede kapital, også selv om en vis tomgang må påregnes.

#### Arligt afkast for typisk industriejendomsportefølje ved varierende udlejning



Kilde: Sadolin & Albæk

Ovennævnte figur viser nettoafkastet af en typisk portefølje af lager- og industriejendomme ved varierende udlejningsgrader uden lånefinansiering og med en 65% finansiering til 5,5% i rente. For lager- og industriejendomme registreres i det storkøbenhavnske marked en samlet tomgang på 3,6%, svarende til en udlejningsgrad på 96,4%. Selv om der for porteføljer af mere sekundær kvalitet ofte må påregnes en noget højere tomgang, forekommer afkastet af sådanne ejendomsinvesteringer særdeles attraktivt.

#### Ejendomsinvesteringsmarkedet for kontorejendomme er domineret af ejendomsselskaber og privatinvestorer

Det lave nybyggeri af kontorejendomme har betydet, at der er meget få investeringsmuligheder i form af nye, forhåndsudlejede kontorejendomsprojekter. Derimod har omsætningen af ældre kontorejendomme, udlejet på lejekontrakter af varierende længde, været ganske stor, blandt andet som følge af afviklingen af Ejendoms-Selskabet Norden.

Dette marked har i 2003 i høj grad været domineret af ejendoms-selskaber og privatinvestorer, som har en lidt større risikovilje end de institutionelle investorer, og som samtidig har tillid til, at kontormarkedet inden for en kort tidshorisont igen vil vise en forbedring. En forventning, som i øvrigt synes ganske velbegrundet, idet ledigheden på kontormarkedet nu igen viser en svagt faldende

tendens.

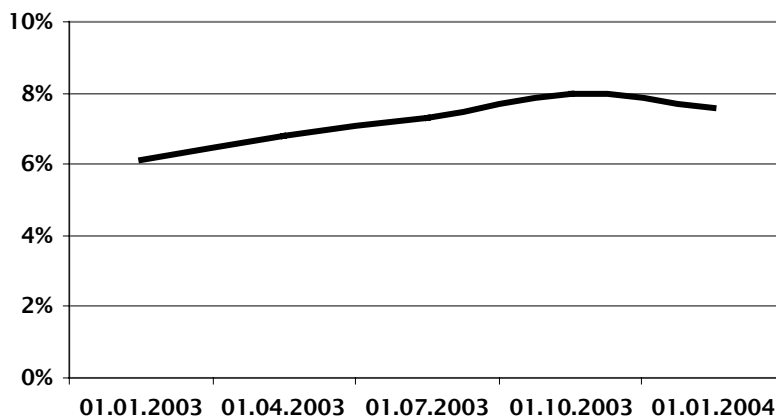
## KONTORLEJEMARKEDET I KØBENHAVN

### Tomgangen for kontorer falder svagt

Kontorledigheden i Hovedstadsområdet, der i 2001 var nede på ca. 2,4%, udgjorde ved udgangen af 3. kvartal 2003 ca. 8,0%.

Det er imidlertid glædeligt at konstatere, at en stigende efterspørgsel efter kontorlokaler har betydet, at tomgangen nu igen er svagt faldende.

#### Udviklingen i tomgangsprocenten for kontorer i Hovedstadsområdet



Kilde: Oline-Lokalebørs Statistikken

Som det fremgår af ovenstående figur, er tomgangen for kontorer i Hovedstadsområdet det seneste kvartal faldet til ca. 7,6%. Da nybyggeriet af kontorer i de kommende år forventes at være lavt, og der samtidig forventes en svagt stigende beskæftigelse, er der grund til at antage, at tomgangen vil falde yderligere i de kommende kvartaler.

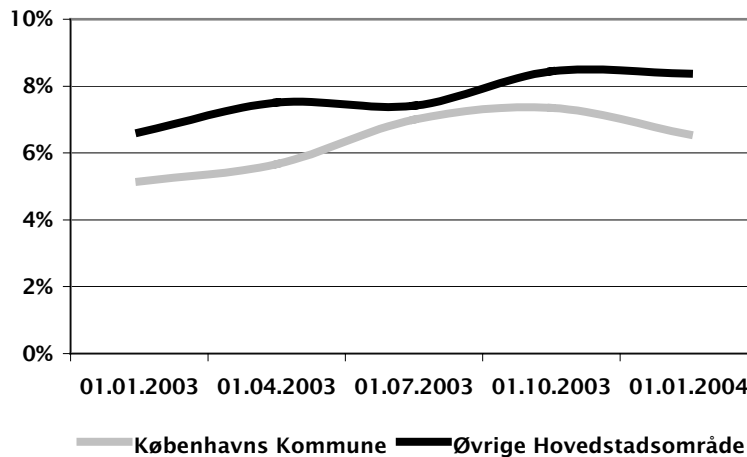
Faldet i ledigheden er størst for arealer under 1.000 m<sup>2</sup>, mens der ikke har været nogen nævneværdig nedgang i tomgangen for større sammenhængende kontorarealer. Det skal dog bemærkes, at antallet af udbudte kontorlejemål over 5.000 m<sup>2</sup> er faldet betydeligt, formentlig primært som følge af, at enkelte store ejendomme er besluttet omdannet til boligformål.

### Reduktionen i ledigheden er kraftigst i City

Reduktionen i tomgangen har været langt kraftigere i Københavns Kommune og dermed i City end i den øvrige del af Hovedstadsområdet.

Kontorledigheden i Hovedstadsområdet udenfor Københavns Kommune er således faldet med beskedne 0,07%-points, mens tomgangen for Københavns Kommune er faldet med hele 0,80%-points til 6,55%, et fald i tomgangen på næsten 11% på blot 3 måneder.

#### Udviklingen i tomgangsprocenten for kontorer i Hovedstadsområdet

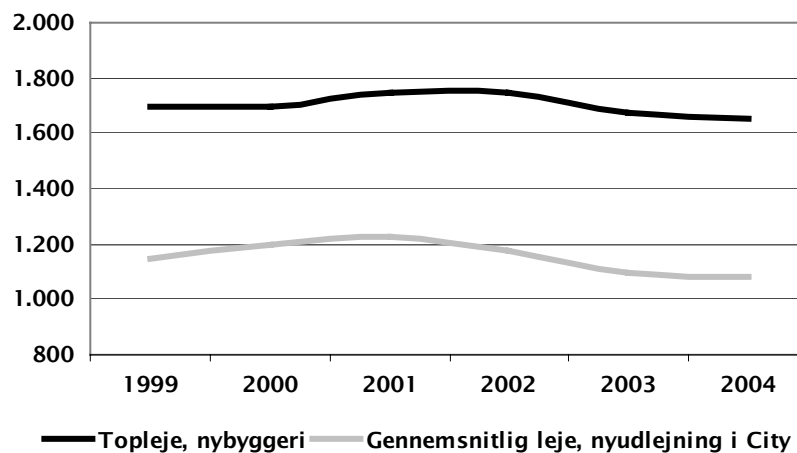


Kilde: Oline-Lokalebørs Statistikken

**Stigende lejefterspørgsel betyder, at lejeniveauet ikke fortsætter med at falde**

I de seneste måneder er registreret et stigende antal forespørgsler på større lejemål, herunder primært lejemål på mellem 1.000 og 3.000 m<sup>2</sup> og især på centrale beliggenheder, og Sadolin & Albæk forventer derfor, at kontorlejepriserne, især i City og de centrale havneområder, vil stabilisere sig.

#### Kontorlejepriser i København (kr./m<sup>2</sup> pr. år ekskl. skatter og drift)



Kilde: Sadolin & Albæk

På den anden side vil de seneste års tendens til, at store kontorbrugere flytter til moderne kontorer i de nye havneområder og Ørestad, utvivlsomt fortsætte.

Der er derfor næppe grund til at forvente, at markedet for kontorlejemål i City – eller for den sags skyld i andre dele af Hovedstadsområdet – inden for en overskuelig fremtid vil opleve markante stigninger i lejeniveauet.

## ERHVERVSEJENDOMSMARKEDET I ÅRHUS

### Århus – det væsentligste erhvervsejendomsmarked udenfor Hovedstadsområdet

Ejendomsmarkedet i Århus er det væsentligste danske marked udenfor Hovedstadsområdet. Dette skyldes naturligvis primært, at Århus som Danmarks næststørste by med en central beliggenhed i Jylland er et naturligt sted for lokalisering af virksomheder og afdelinger af virksomheder til betjening af det betydelige marked i Jylland. Men det skyldes også, at Århus er et center for højere uddannelser med en befolknings- og erhvervsvækst over landsgennemsnittet, og at byen tiltrækker ganske mange udviklings- og forskningstunge virksomheder.

Mens beskæftigelsen i Danmark fra 1994 til 2002 steg 7,6%, var stigningen i Århus i samme periode på 11,1%. Også de gennemsnitlige personindkomster steg i samme periode noget kraftigere i Århus end landsgennemsnittet.

Detailhandelsomsætningen stiger ligeledes kraftigere i Århus end landsgennemsnittet. Fra 1995 til 2001 steg detailhandelsomsætningen i Århus således med gennemsnitligt 4,5% p.a., hvor den samlede stigning i Danmark var ca. 3,5% p.a.

### Stort nybyggeri af kontorer, især omkring 2001, har skabt en vis overkapacitet

Det gennemsnitlige årlige nybyggeri af kontorer over en længere periode i Århus skønnes til godt 30.000 m<sup>2</sup>, ca. 1,3-1,4% af den samlede kontorbestand på ca. 2,3 mio. m<sup>2</sup>.

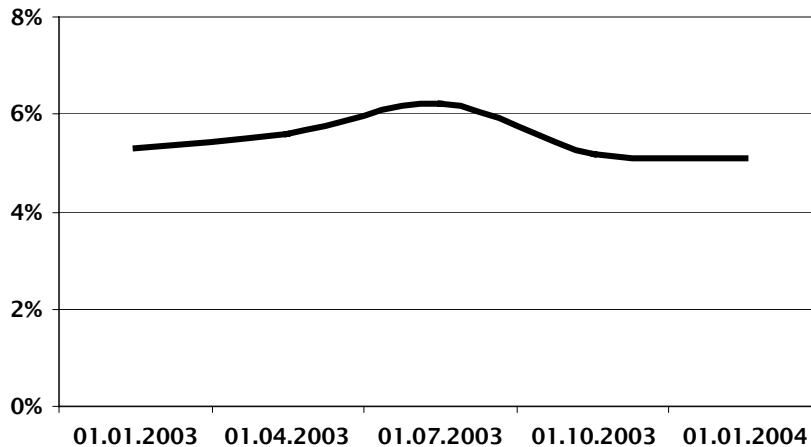
Omkring 2001 var kontornybyggeriet imidlertid langt større, og selv om nybyggeriet i væsentlig grad var forhåndsudlejet, er der i de seneste år registreret en vis tomgang.

Allerede i 2002 kunne der imidlertid konstateres en betydelig nedgang i nybyggeriet, og kontorledigheden har derfor det seneste år ligget relativt stabilt, på det seneste endog med en faldende tendens.

Tomgangen for kontorer i Århus Amt toppede medio 2003 med en ledighed på ca. 6,2%. Som det fremgår af nedenstående figur, var

tomgangen imidlertid ved udgangen af 2003 faldet til 5,2%, det laveste niveau i mere end 12 måneder.

Udviklingen i tomgangen for kontorer i Århus Amt

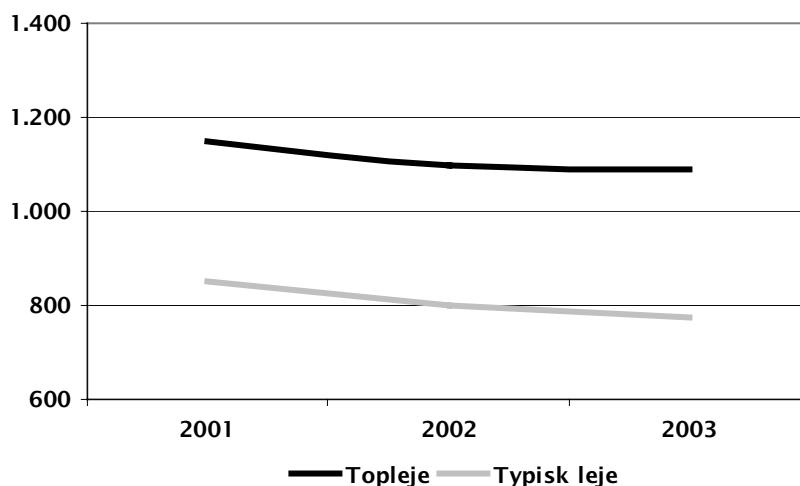


Kilde: Oline-Lokalebørs Statistikken

**Kontorlejepriserne er faldet, men toplejen vil næppe falde yderligere**

Den relativt svage aktivitet på udlejningsmarkedet har betydet, at lejeniveauet er faldet siden 2001, ikke mindst for lokaler af mere sekundær kvalitet.

Kontorlejepriser i Århus City (kr./m<sup>2</sup> pr. år)



Kilde: Sadolin & Albæk

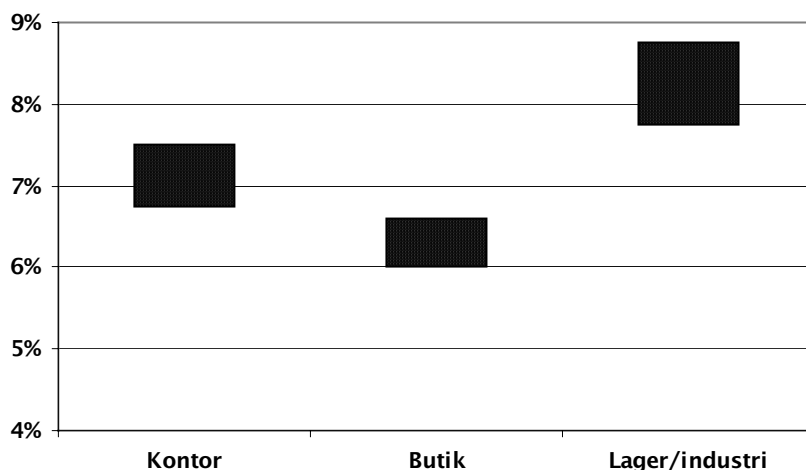
Det er Sadolin & Albæks opfattelse, at lejeniveauet for kontorer af

mere sekundær kvalitet i Århus City kan falde yderligere, idet der registreres en klar tendens til, at flere og flere virksomheder efterspørger nyere og mere moderne kontorlokaler. Derfor må det også antages, at toplejeniveauet for kontorer i Århus vil stabilisere sig, og markedslejeniveauet for moderne og arealeffektive kontorer kan meget vel begynde at stige igen inden for de kommende 1-2 år.

### Nettostartafkastkravene for ejendomsinvesteringer i Århus er marginalt højere end i København

Ejendomsinvesteringsmarkedet i Århus er i høj grad præget af lokale investorer, men især i markedet for førsteklases kontor- og butiksejendomme registreres ligeledes en pæn interesse fra danske institutionelle investorer. Likviditeten i markedet er således god, og investorernes nettostartafkastkrav er kun marginalt højere end i Hovedstadsområdet.

Nettostartafkastkrav for førsteklases investeringsejendomme i Århus



Kilde: Sadolin & Albæk

For ejendomme af mere sekundær kvalitet og beliggenhed registreres til tider endog transaktioner til nettostartafkast, som er lavere end for sammenlignelige ejendomme i Storkøbenhavn, hvilket antageligt primært skyldes, at udbuddet af investeringsejendomme er lavt i forhold til den lokale efterspørgsel.

## DE INTERNATIONALE EJENDOMSMARKEDER

Vi har i dette nummer af NewsLetter valgt at koncentrere os om det engelske ejendomsmarked, som i 2003 tiltrak sig stor interesse, ikke mindst fra danske privatinvestorer og kommanditselskaber, som finder markedets meget lange lejekontrakter og de heraf følgende særdeles gode finansieringsmuligheder attraktive.

For en dansk investor, som er vant til at se på investeringsejendomme med lejekontrakter på op til 10 år, forekommer ejendomme med lejekontrakter på 25 år eller mere selvsagt overordentlig interessante.

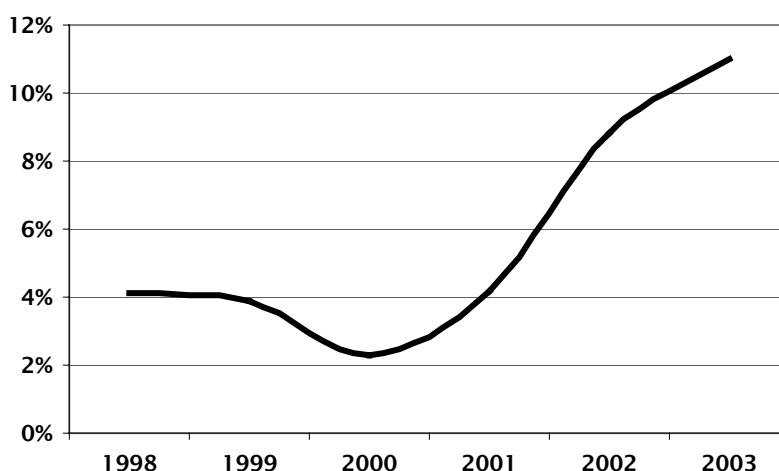
**Trods en solid økonomisk udvikling i England er kontorledigheden steget væsentligt**

Den engelske økonomi har i 2003 udviklet sig ganske stærkt i forhold til de kontinentaleuropæiske økonomier, der generelt har været i eller på grænsen til recession.

En væsentlig faktor i denne forbindelse har været en pæn vækst i privatforbruget, ikke mindst drevet af meget høje stigninger i priser på privatboliger med de heraf følgende muligheder for belåning af friværdien. Faktisk så Bank of England sig i slutningen af 2003 nødsaget til at hæve den korte rente for at søge at begrænse prisstigningerne på boligmarkedet.

På trods heraf, og på trods af et stigende aktiemarked, er tomgangen for kontorer i det centrale London fortsat stigende.

**Tomgang for kontorer i det centrale London**



Kilde: ONCOR International

Den høje tomgang har betydet, at nybyggeriet er faldet, og tomgangen forventes derfor at stagnere i 2004.

**Markedslejeniveauet er faldet over 20%**

Som i tidligere konjunkturforløb har kontorlejepriserne i London reageret særdeles kraftigt på denne udvikling. Under højkonjunktureren i 2000-2001 kunne registreres årlige stigninger i markedslejen ved nyudlejning på 20-25% p.a., men i 2003 faldt markedslejen til gengæld med godt 20%.

Som følge af de meget lange lejekontrakter med "upwards only

rent reviews" har et sådant fald i lejeniveauet ikke nogen direkte indflydelse på det cash flow, som genereres af en investerings-ejendom, udlejet på en lang lejekontrakt.

Men en så dramatisk markedslejestigning i 2000-2001 og et tilsvarende dramatisk fald i 2003 anskueliggør en væsentlig problemstilling ved investeringer i engelske ejendomme. Som bekendt indekseres lejen i England normalt ikke, og en forbedring af investors løbende cash flow forudsætter således en stigning i lejen ved de "rent reviews", som normalt finder sted på forud fastsatte tidspunkter hvert 5. år.

For en kontorejendom i det centrale London, hvor "rent review" fandt sted i 2001, har en investor således typisk kunnet realisere en væsentlig lejestigning, der er gældende for resten af den ofte meget lange uopsigelighed. Hvis tidspunktet for "rent review" derimod har været i 2003, har investor ikke tilnærmelsesvis kunnet realisere samme stigning i sit cash flow, og han må derfor acceptere, at lejen først i 2008 igen vil kunne reguleres. Investor må således leve i håbet om, at lejemarkedet på tidspunktet for næste "rent review" er i top.

**Nettostartafkastet for gode kontorejendomme med lange lejekontrakter ligger stabilt**

Det svage lejemarked har ikke haft nogen nævneværdig indflydelse på investeringslysten eller prisniveauet for ejendomme udlejet på lange lejekontrakter. Nettostartafkastet på førsteklasses investeringsejendomme, udlejet på lange lejekontrakter, ligger således stabilt på 6,25-6,50%. Markedet er i høj grad domineret af udenlandske investorer, der efterspørger solide cash flows, der i forhold til renteniveauet forekommer attraktive.

Derimod er priserne naturligt nok faldet betydeligt på ejendomme med høj ledighed eller meget korte lejekontrakter, og der er ingen tvivl om, at mere spekulative investorer nu er parate til at gå ind på markedet for disse betydeligt mere risikofyldte ejendomsinvesteringer.

**Markedet for detailhandelsejendomme har udviklet sig væsentligt stærkere end kontorejendomsmarkedet**

De fleste danske privatinvestorer på det engelske marked efterspørger detailhandelsejendomme, idet investeringerne i høj grad er skattemæssigt motiverede.

Den positive udvikling i privatforbruget har selvsagt betydet, at markedet for detailhandelsejendomme har udviklet sig væsentligt bedre end kontorejendomsmarkedet. Således er der registreret en svag stigning i den gennemsnitlige markedsleje, og prisniveauet for detailhandelsejendomme er typisk steget med 5-10%.

Investeringer i dette marked er dog ikke uden en vis risiko. Den positive udvikling i detailhandlen skyldes i høj grad en kombinati-

on af et lavt renteniveau og meget kraftigt stigende huspriser, som har givet engelske husejere mulighed for at belåne betydelige fri-værdier og finansiere et øget forbrug.

Fra flere og flere analytikeres side advares imidlertid mod risikoen for et kollaps på et overophedet boligmarked. Indtræffer dette, kan det have alvorlige konsekvenser for forbrugertilliden og dermed for udviklingen i privatforbruget.

Investorer i det engelske marked for detailhandelsejendomme bør efter Sadolin & Albæks opfattelse derfor være overordentligt forsigtige med at indkalkulere forventninger om, at der ved "rent reviews" inden for de kommende 1-3 år vil kunne opnås lejestigninger.

For højt gearede ejendomsinvesteringer i England ses ofte, at den årlige nettodrift af ejendommen ikke er tilstrækkelig til at servicere lånene. Da lejeindtægten ikke indekseres, vil et positivt cash flow efter omkostninger til lånefinansieringen først opnås, når et "rent review" har medført en tilstrækkelig lejestigning. Opnås denne stigning ikke ved første "rent review", risikerer investor således i en periode på ofte mellem 6 og 9 år hvert år at realisere et negativt cash flow efter finansomkostninger.

Sadolin & Albæk • ONCOR International