

Indhold

Artikler fra august 2010-april 2011

Side 3: [Forord](#)

Brancheanalyse af 25 ejendomsselskaber

Side 5: [Børsnoterede ejendomsselskaber stadig i krise](#)

Side 6: [Finanskrisen skiller fårene fra bukkene i ejendomsbranchen](#)

Side 7: [Ejendomsselskaber sårbare ved øget afkastkrav](#)

Side 9: [Overlever Ejendomsforeningens anbefalinger?](#)

Side 10: [Jeudan imponerer med høj informationskvalitet](#)

Side 11: [Danica Ejendomsselskabs regnskabskvalitet får dumpekarakter](#)

Vurdering og værdiansættelse

Side 13: [Offentlige ejendomsvurderinger ofte helt skæve](#)

Side 14: [Klagestorm over ejendomsvurderinger på vej](#)

Side 15: [Banker har problem-ejendomme for milliarder](#)

Side 16: [Finansiell Stabilitet vil ikke vælte skrøbeligt ejendomsmarked](#)

Side 17: [Kunstige ejendomsværdier kan afsløre nye tab](#)

Ejendomme tynger bankerne

Side 19: [Finanstilsynet vil udvide tilsynsdiamant](#)

Side 20: [Tilsynet afslører svage udlån ved alle udlånstjek](#)

Side 21: [Dumpingpriser på mange tvangsauktioner](#)

Side 22: [Øget risikovillighed gavner storbyejendomme](#)

Analyse af realkreditmarkedet

Side 24: [Konkurrencestyrelsen tøver med at undersøge realkreditens bidragssatser](#)

Side 25: [Realkreditens administrationsbidrag er en jungle](#)

Side 26: [Realkredit Danmark tilbageholder tal](#)

Side 27: [SDO-lån giver særlige udfordringer for realkrediten](#)

Side 28: [Realkrediten tjener stadig penge](#)

Side 29: [Realkredit Danmark taber - Nordea og Nykredit vinder](#)

Case study: BRFkredit

Side 31: [BRFkredits ekstraspænd på vej ned igen](#)

Side 32: [BRFkredit skal konkurrere på belåningsværdier](#)

Side 33: [BRF afviser at konkurrere på belåningsværdier](#)

Side 34: [Øget pres på BRFkredit for at indgå i storbryllup](#)

Side 35: [Lav BRF-rating smitter af på finanssektoren](#)

Side 36: [BRF's selvstændighed presses af ringere rating](#)

Forord

Det danske marked for erhvervs- og investeringsejendomme befinder sig i disse år overordnet i et dødvande på grund af finanskrisen, ekstremt store prisstigninger under ejendomsboblen og behovet for en stille og rolig afvikling af bankpanter i ejendomme med underdækning.

En central del af den danske finanskriser kan henføres til ejendomsboblen, hvor spekulative investorer handlede ejendomspriser op i et niveau, hvor afkastkravene var nede på 1-2 procent. Efter det seneste års stigende renter, samtidig med markant øgede afkastkrav, er de reelle ejendomspriser styrtdykket. Især ejendomme udenfor de større byer er meget hårdt ramt.

Økonomisk Ugebrev følger løbende udviklingen på det danske erhvervsjendomsmarked gennem dybdybende analyser og konkrete cases. Vi vurderer håndteringen af de uafviklede, sovende - eller bedøvede - ejendomsporteføljer som afgørende for udviklingen i dansk økonomi, for sundhedstilstanden i de danske banker og for muligheden for, at samfundsøkonomien stille og roligt kommer tilbage på et vækstspor.

Vi finder det også vigtigt fortsat at gå om bag facaden og fortælle den rigtige "historie" om, hvad der foregår. Men vi fortæller også solstrålehistorierne om en spirende bedring af markedsforholdene på de allerbedste beliggenheder i de større byer. I dette artikelkompedium tegner vi billedet af et dansk marked for erhvervs- og investeringsejendomme, som fortsat kæmper med enorme problemer. Problemer, som ikke er til at skjule i blandt andet en række børsnoterede ejendomsselskaber og i banker som Amagerbanken med en høj eksponering mod ejendomsrelaterede udlån.

Udviklingen på ejendomsmarkedet vil også de kommende år stå meget højt på vores dagsorden i den redaktionelle fokusering.

God Læselyst

Med venlig hilsen

Morten W. Langer
Chefredaktør,
Økonomisk Ugebrev

ØKONOMISK UGEBREV UDGIVES AF:

Økonomisk Ugebrev A/S
Slagtehusgade 4-6
1715 København V
CVR-nr: 31760623
Redaktionens tlf. 70 23 40 10
Hjemmeside: www.ugebrev.dk
E-mail: kontakt@ugebrev.dk

ABONNEMENT: John Bo Northrup, jbn@ugebrev.dk
ANNONCERING: John Sørensen, js@ugebrev.dk
ABONNEMENT: Helår 5.995 kr. Halvår 3.600 kr. eks. moms
Læs mere om abonnementsvilkår på www.ugebrev.dk

ANSVARSHAVENDE CHEFREDAKTØR OG DIREKTØR:

Morten W. Langer
REDAKTION: Ejliif Thomasen, Stephan Wedel Alsman, Carsten Vitoft, Morten Sørensen, Sten Thorup Kristensen
REDIGERING OG LAYOUT: John Bo Northrup og Hanne Sindbæk
GRAFIK OG RESEARCH: Bettina Vester, Julie Flensborg-Madsen, Nicolai Vennekilde, Kia Marie Jerichau

DESIGN: Jakob Bekker
ISSN 1903-8666
BOGHOLDERI: Jørgen Olsen, jol@mm.dk

KOPIERING ELLER VIDERESENDELSE IKKE TILLADT



Brancheanalyse af 25 ejendomsselskaber

Børsnoterede ejendomsselskaber stadig i krise

Tre af Danmarks større børsnoterede ejendomsselskaber er i meget alvorlig krise, og et fjerde bevæger sig kun langsomt ud af vanskelighederne, viser en analyse af de elve børsnoterede ejendomsselskabers 2010-årsrapporter, som Økonomisk Ugebrev har udarbejdet. De tre hårdest ramte selskaber, Scandinavian Properties, Schaumann Properties og Tower Group kæmper stadig for at få deres kreditgivere til at gå med til overlevelsplaner. Nordicom har fået en restruktureringsplan i hus, men kæmper fortsat med store negative resultater. For bankerne er der milliardbeløb på spil – de tre kriseramte selskaber har ifølge deres seneste regnskaber samlede aktiver på over syv mia. kr., selv efter de seneste års drastiske negative værdireguleringer. Alene Nordicom har aktiver for 4,3 mia. kr.

Bedømt efter resultaterne fra de i alt elve børsnoterede ejendomsselskaber set under ét, er den danske ejendomssektor langt fra kommet ud af finanskrisen. I 2010 måtte de børsnoterede ejendomsselskaber notere et samlet nettoreultat på minus 1.320 mio. kr. mod et samlet underskud på 2.211 mio. kr. i 2009, viser Økonomisk Ugebrevs opgørelse.

At markedet ser skeptisk på ejendomsselskabernes fremtid illustreres af, at børsværdien af de fleste af dem stadig ligger meget væsentligt under den senest opgjorte egenkapital. Men tallene viser også, at problemerne koncentrerer sig om især fire ejendomsconcerner:

Scandinavian Properties skriver, at dele af koncernen siden oktober 2010 ikke har overholdt deres finansielle forpligtelser. Koncernen har især vanskeligheder med sine svenske ejendomme og forsøger i øjeblikket at få solgt butiksentret Angered Centrum i Göteborg. Hvis det ikke lykkes at opnå en salgspris, der fuldt ud indfrier centrets gæld, så er det ifølge årsrapporten "tvivlsomt om koncernen kan fortsætte som going concern". I årsrapporten understreges det også, at "koncernens fremtid er forbundet med en betydelig usikkerhed, idet flere selskaber i koncernen mangler likviditet til at servicere de finansielle

og driftsmæssige forpligtelser. Ledelsen vurderer derfor, at koncernens overlevelse er afhængig af, at der indgås en aftale med koncernens banker, hvor koncernen opnår henstand med betaling af renter og afdrag, og det samtidig sikres, at koncernen kan få frigjort tilstrækkelig likviditet til dækning af driftsmæssige omkostninger".

Schaumann Properties oplyser, at selskabet gennem hele 2010 har forhandlet med sine finansielle kreditorer om en restrukturering af selskabet: "Schaumann Properties-koncernen har gennem året ikke været i stand til at betale renter på en række lån. Perioderegnskaberne, der er aflagt gennem året, har endvidere vist, at koncernens egenkapital er tabt," hedder det i årsregnskabet. Schaumann måtte i slutningen af marts meddele, at selskabet ikke har opnået det forventede tilsagn om Finansiell Stabilitets medvirken til et forslag til selskabets restrukturering. På den baggrund fratrådte bestyrelsesformand Hans Chr. Steglich-Petersen den 30. marts. Ny formand er Allan Andersen. Bestyrelsen vil nu undersøge andre muligheder for restrukturering.

Tower Group gennemførte i foråret 2010 en rekonstruktion, der styrkede selskabets kapitalbase med 900 mio. kr. Men siden er koncernen løbet ind i stribevis af nye problemer. Tower kunne bl.a. berette om misligholdelse af aftaler med banker. Selskabets aktiekapital er i januar nedskrevet fra 259 mio. kr. til 17 mio. kr., og det har foreløbig fået forlænget en stand still-aftale med bankerne til ultimo juni 2011. Offentliggørelsen af årsrapporten er foreløbig udsat tre gange, og den ventes nu den 20. april.

Nordicom opnåede i første kvartal 2010 en tre-årig aftale med koncernens vigtigste finansielle kreditorer, inklusive nedsættelse af rentesatser og forlængelse af løbetider, og vil nu bl.a. udnytte pusterummet til at afvikle ejendomsbesiddelser i Tyskland og Sverige. 2010-regnskabet indeholdt endnu en betragtelig negativ værdiregulering af ejendomme på 613 mio. kr.

Morten Sørensen
redaktionen@ugebrev.dk

Flere børsnoterede ejendomsselskaber fortsat hårdt ramt af finanskrisen

Mio. kr.	Aktiver		Egenkapital		Markedsværdi uge 14 2010	Nettoresultat	
	2010	2009	2010	2009		2010	2009
Jeudan	14.204	13.070	4.383	3.281	4.530	229	202
Sjælsø	5.414	6.147	1.708	1.864	742	-262	-537
Tower Group	4.752	** 4.888	-	-	79	-	-
Nordicom	4.279	4.979	193	497	89	-417	-552
Schaumann	1.665	3.571	-566	171	28	-739	-763
Berlin III ***	1.480	1.515	320	360	* 179	-37	-175
Berlin IV ***	1.430	1.400	208	207	* 184	44	-212
Scandinavian Properties	969	969	6	113	13	-128	-121
German High Street Properties	786	781	304	298	174	4	-43
Asgaard	339	352	176	183	154	-5	7
Victoria Properties	244	242	45	50	332	-7	-3
Jensen & Møller	128	138	69	73	75	-2	-14

Note: * B-aktier, ** Aktiver pr. 30. juni 2010, *** 2009/2010-regnskaber

Kilde: Årsrapporter, Fondsbørsen

Finanskrisen har ryddet op i ejendomsselskaber

Finanskrisen har med ét slag skilt fårene fra bukkene i den danske ejendomsbranche. De stærke ejendomsselskaber køber nu op og de svage har groft sagt har drejet nøglen om. Det viser Økonomisk Ugebrevs årlige brancheanalyse af de 25 største danske ejendomsselskaber. I analysen har vi således set bort fra de mange ejendomsselskaber, som de seneste år er blevet overtaget af banker og andre kreditorer. I kortlægningen indgår derfor alene de større ejendomsselskaber med aktivværdier for typisk over én mia. kr., som fortsat står på egne ben.

Mens de usunde ejendomsselskaber, som måtte overlade nøglerne til banken, typisk i en årrække har kørt med negativt cash flow på driften og overlevet på opskrivninger, er de "overlevende" karakteriseret ved positivt cash flow fra selve driften og en god soliditet. Samlet set har de øget deres overskud på selve ejendomsdriften fra 4,8 mia. kr. i 2008 til 5,7 mia. kr. i 2009, hvilket dels afspejler afkastet på tilkøbte ejendomme, dels at det gennemsnitlige afkast er steget fra 4,8 pct. til 5,0 pct. Driftsomkostningerne er de fleste steder faldet lidt eller er uændrede, mens driftsindtægterne er steget.

De stærke har købt op

De overlevende ejendomsselskaber har udnyttet de gunstige markedsvilkår til yderligere opkøb. Kortlægningen viser nemlig, at over halvdelen af de største ejendomsselskaber gennemførte yderligere opkøb af ejendomme fra 2008 til 2009. Samlet har de øget deres aktivværdier i ejendomme med otte mia. kr. gennem opkøb - fra 98 mia. kr. til 106 mia. kr.

Største opkøber sidste år var Jeudan med opkøb for over fire mia. kr., hvilket forklarer det lave effektive afkast (da opkøbene ikke har haft helårseffekt). Næststørste opkøber var Dades med en nettotilgang på ca. to mia. kr. Herefter følger en stribe større ejendomsselskaber, som har udvidet porteføljen med op mod en halv mia. kr. Blandt andet Danica, PFA Ejendomme, C.W. Obel og Ejendomsselskabet Norden III.

Kortlægningen viser også, at der blandt de 25 største ejendomsselskaber er en lille gruppe af meget store ejendomsselskaber - med blandt andet Danica, Jeudan, Dades, PFA, Sten & Strøm, API Properties og ATP. Afkastene på selve driften af ejendomme varierer umiddelbart ganske meget mellem selskaberne. Forklaringen kan dels være, at hovedvægten i investeringerne ligger på forskellige ejendomstyper og med forskellig geo-

grafisk tyngde. Og dels at opgørelsen af selve driftsresultatet for mange selskaber er behæftet med ganske stor usikkerhed, da det ikke altid entydigt fremgår hvilke indtægts- og udgiftsposter, der kan henføres til selve den basale ejendomsdrift.

Med disse forbehold kan det ses af **tabellen på side 8**, at ATP Ejendomme og De Forenede Ejendomsselskaber umiddelbart præsterer de højeste afkast. Også Alm. Brand Ejendomsinvestering, Ejendomsselskabet Norden II og AP Ejendomsselskab har afkast i den høje ende.

Store forskelle på værdireguleringer

Gennemgangen viser også, at der er store forskelle i selskabernes værdiregulering på ejendomme og på den tilhørende gæld. Flere selskaber har således bogført positive værdireguleringer sidste år. Blandt andet Dades, PFA Ejendomme, Ejendomsselskabet Norden III og M. Goldschmidt Ejendomme. Større nedskrivninger på ejendomme var der hos ATP Ejendomme, SEB Ejendomme, Pensam Ejendomme og PBU Bolig. Langt hovedparten af de største ejendomsselskaber har kapitalstærke ejere, hvorfor de også har kreditværdighed til at få styrket egenkapitalen. Blandt de gennemgåede ejendomsselskaber er det kun Nordicom, der har været ude i tovene. Som bekendt blev selskabet reddet på strengen for nylig, da bankerne gik med til at forlænge bankkreditterne, antageligt fordi der ikke var andre muligheder.

Som en outsider i feltet af store ejendomsselskaber blander Søgaard Ejendomme sig. Selskabet er som det eneste blandt de store familieejede, og ifølge regnskabet har det kørt flot gennem finanskrisen.

Læs også i denne brancheanalyse om de største ejendomsselskaber på siderne 8-12 om oplysningskvaliteten hos de forskellige selskaber med særlig fokus på værdiansættelser og uafhængige valuarvurderinger, som fortsat er en sjældenhed. I analysen kårer vi Jeudan til at have den bedste oplysningskvalitet, mens landets største ejendomsselskab, det Danske Bank-ejede Danica Ejendomsselskab, skraber bunden. Endvidere viser analysen, at A.P. Møller - Mærsk sidste år belånte ejendomme for over to mia. kr. i sit selskab, Danske Supermarked ejendomme A/S og trak pengene ud. Til gengæld tyder meget på, at der i ejendomsselskabet ligger skjulte værdier for ca. ti mia. kr. i forhold til de bogførte værdier.

Morten W. Langer
mwl@ugebrev.dk