

NOTAT VEDR. FREMSKRIVNING AF NAV I FORMUEPLEJE EJENDOMME CORE A/S

Baggrund

I forbindelse med etableringen af fonden Formuepleje Ejendomme Core A/S beskrives der i Offering Memorandum afsnit 10.2 at:

"Dagsberegning – bruges til at stille Fondens indre værdi på dagen for indløsning og/eller emission. Indre værdi kan beregnes på dagen. Dette er en intern beregning foretaget af Forvalter, som beror på seneste kvartalsberegning med justeringer for de væsentligste elementer, der påvirker opgørelsen af indre værdi; markedsværdier af ejendommene, dagsværdi af gæld, samt periodisering af lejeindtægter, øvrige driftsbevægelser og honorarer m.v. inkl. skatteeffekten heraf."

Nærværende notat beskriver detaljeret principperne for Dagsberegning, således dette kan lægges til grund for udarbejdelse af den regnemodel som anvendes i praksis.

For så vidt angår Seed-investorerne sker kapitalkald prorata fra alle investorer fra køb af første ejendom. Kapitalkald sker ved nye ejendoms køb med baggrund i de aftalte købspriser og der er ikke behov for at gennemføre en beregning af Dagsværdi.

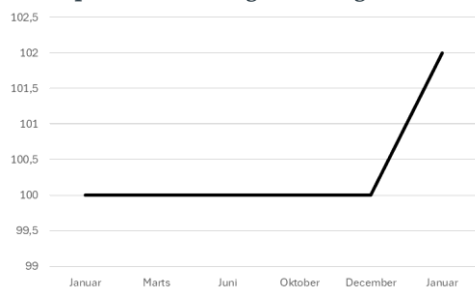
Først på det tidspunkt, hvor der er givet tilsagn fra ikke Seed-investorer og denne kapital kaldes til et ejendoms køb vil Dagsværdiberegningen skulle gennemføres – dette for at sikre at både de eksisterende og nye investorer bliver behandlet ens.

Værdiansættelse af ejendommene i fonden

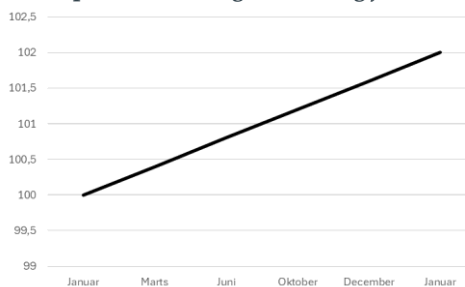
Værdiansættelsen af fonden ejendommen vil bero på, at valueren skal anvende en *særlig forudsætning*. Forudsætningen er, at ejendommenes værdi skal beregnes ud fra en DCF-model med vækstforventninger til lejestigninger og reguleringer. Årsagen til det er, at ejendomme i udgangspunktet vurderes ud fra den aktuelle leje i ejendommen på vurderingstidspunktet, men når boliglejen reguleres én gang årligt med udviklingen i nettoprisindekset, så kan det udgangspunktet give uhensigtsmæssige værdispring i en open-ended fond med løbende aktieemissioner.

Eksempel 1 og 2 nedenfor illustrerer forskellen. Hvis en ejendom vurderes alene ud fra den aktuelle leje, vil ejendommene opleve nogle værdimæssigt store spring når lejereguleringen, som følge af udviklingen af nettoprisindekset, sker.

Eksempel 1: Almindelig vurdering



Eksempel 2: Vurdering med særlig forudsætning



Hvis en investor derfor træder ud i december i eksempel 1, så vil denne investor kunne se ejendomsværdierne stige måneden efter som følge af reguleringen. Derfor vil det altid være uhensigtsmæssigt for investorer at træde ud af fonden på alle andre tidspunkter end i januar i det

eksempel. Den særlige forudsætning for vurderingerne skal således sikre, at værditilvæksten som følge af NPI-reguleringer sker løbende over tid som reguleringstidspunktet når nærmere. Det vil således give en mere fair og jævn fordeling af ejendommenes værditilvækst over året.

Dagsværdiberegning – Grundlæggende princip

De grundlæggende princip for Dagsberegningen er de regnskabsmæssige principper, der anvendes i kvartalsrapporteringen som igen bygger på de regnskabsmæssige som anvendes til de årlige reviderede regnskaber for Formuepleje Ejendomme Core A/S. Således er årsregnskabet altid den bærende sølje.

Dette har også den implikation, at hvis en variabel ikke er nævnt i dette notat, så kan man forvente, at den behandles ud fra samme princip som Fondens reviderede regnskab.

Dagsværdiberegning - overordnet

Net Asset Value (NAV) eller indre værdi og udviklingen i denne består af følgende hovedposter, som opgøres kvartalsvis og revideres årligt i forbindelse med årsrapporten.

- A. Driftsindtægter
- B. Gæld
- C. Ejendomsværdier
- D. Andet

Den kvartalsvise opgørelse rapporteres med en forsinkelse på op til 1 måned, hvilket introducerer behovet for at etablere en fremskrivningsmodel for dagsværdiberegning. Dagsværdiberegningen vil tage sit udgangspunkt i den sidste udsendte kvartalsrapport. Ejendommene bliver vurderet ultimo hvert kvartal, hvorfor ejendomsværdierne kendes uanset om kvartalsrapporten er udsendt, hvilket også gør sig gældende for kursudviklingen på gæld, som optages til dagsværdi.

I nedenstående tabel er principperne for de enkeltstående elementer i opgørelsen af dagsberegningen.

Fremskrivningsmodellen vil bero for en teoretisk fremskrivning af ejendomsdriften. Dette skyldes, at seneste kvartalsrapportering kommer med en forsinkelse på op til 1 måned. Det betyder i sagens natur, at hvis, er lavet en kvartalsrapport pr. 31/3 og der skal stilles en indre værdi pr. 15/6, så vil lejen i kvartalsrapporteringen være forkert. Derfor korrigeres ejendomsdriften ud fra nedenstående principper.

Korrektionerne sker ud fra forvalterens (Formuepleje A/S) budgetter til ejendommene i fonden, ordet "forventning" nedenfor henviser således til hvad der er budgetteret. Der udarbejdes løbende reviderede budgetter/estimer for ejendommens forretningsplan.

1 LEJEINDTÆGTER

Variabel	Beskrivelse	Fremskrivnings horisont	Nr.
Leje sidste månedsluk	Seneste lejeopkrævning danner grundlag for fremskrivning af lejen. Skal beregningen af lejen eksempelvis være pr. 15/6, så anvendes lejen pr. 1/6 som udgangspunkt.	N/A	1.1
Fremskrivning af leje til handelsdag	1.1 fremskrives herefter med forholdsmæssigt med det seneste estimat for årets lejevækst i ejendommen for perioden. Er det seneste estimat for den forventede årlig lejevækst på 2,5% så anvendes dette. Det betyder samtidig, at hvis lejen allerede er steget	Fremskrivningen kan maksimalt være over en periode på 1 måned.	1.2

	2% frem til 1/6, så er forventningen, at lejen vil stige de sidste 0,5% ($2,5\% - 2\% = 0,5\%$) i løbet af resten af året lineært dag for dag. Således vil fremskrivningen vise en leje som er 0,035% højere end hvad den var pr. 1/6. ($0,5\% / 213 \text{ dage} \times \text{perioden på 15 dage} = 0,035\%$). Er det forventet, at lejen skal falde, anvendes samme princip.		
Korrektioner for ny viden	Er der eksempelvis sket ind-/udflytning eller lignende siden sidste månedsluk korrigeres dette. På samme måde korrigeres der for alle på beregningstidspunktet væsentlige kendte forhold, som gør, at fremskrivningen i 1.2 ikke kan siges at være retvisende.	N/A	1.3

2 DRIFTSOMKOSTNINGER

For så vidt angår driftsomkostningerne er periodiseringer et væsentligt element at fremhæve. Det skyldes, at mange udgifter, eksempelvis ejendomsskatter, ikke falder lineært over året, men i to rater. Derfor periodiseres ejendomsomkostningerne.

Variabel	Beskrivelse	Fremskrivnings horisont	Nr.
Periodiserede ejendomsomkostninger sidste månedsluk	De samlede periodiserede driftsomkostninger ved seneste månedsluk anvendes som udgangspunkt.	N/A	2.1
Fremskrivning af ejendomsomkostninger fra sidste månedsluk	2.1 fremskrives herefter med de forholdsmæssige forventede ejendomsomkostninger for perioden. Er det forventet, at ejendomsomkostninger for et år er 1 mio. kr., og der pr. 1/6 er anvendt 400.000 kr., så vil der være en forventning om, at der er udgifter for 600.000 kr. resten af året. Fra 1/6 til 31/12 er der 213 dage, således vil der forventes udgifter på 2.817 kr. pr. dag resten af året ($600.000 \text{ kr.} / 213 \text{ dage}$). Derved fremskrives der med 2.817 kr. pr. dag fra seneste månedsluk frem til beregningsdatoen.	Fremskrivningen kan maksimalt være over en periode på 1 måned.	2.2
Korrektioner for ny viden	Har forvalter fået kendskab til tidligere uforudsete væsentlige driftsudgifter, som ikke er har været med i de tidligere estimater så korrigeres fremskrivningen forholdsmæssigt.	N/A	2.3

3 FINANSIELLE OMKOSTNINGER

Variabel	Beskrivelse	Fremskrivnings horisont	Nr.
Renteomkostninger	Renter tilskrives hvert kvartal fra realkredit, således kendes det faktiske beløb for det kommende kvartal og kan derfor blot anvendes.	Ikke en fremskrivning, men et faktisk tal.	3.1

Renteindtægter	Renteindtægter beregnes ud fra indestående på ved seneste månedsluk og beregnes forholdsmæssigt med den aktuelle rente for det pågældende konti frem til beregningsdatoen.	Fremskrivningen kan maksimalt være over en periode på 1 måned.	3.2
Korrektioner for ny viden	Der foretages korrektioner hvis der opstår ny viden der har væsentlig indflydelse.	N/A	3.3

4 GÆLD

Variabel	Beskrivelse	Fremskrivnings horisont	Nr.
Dagsværdi af gælden	Dagsværdien af gælden opgøres dagen før handelsdagen kl. 12 dansk tid. Opgørelsen foretages af forvalter via aktuelle kurser på tidspunktet. Skulle dette umuliggøres indhentes en kursværdi fra den pågældende udbyder.	Gælden fremskrives ikke, opgøres med maksimalt 1 dags forsinkelse.	4.1

5 VÆRDIREGULERING AF FONDENS EJENDOMME

Variabel	Beskrivelse	Fremskrivnings horisont	Nr.
Markedsværdi i seneste kvartalsrapport	Fondens ejendomme vil blive eksternt vurderet i forbindelse med hver kvartalsrapport og årsrapport. Hver vurdering vil indeholde en markedsværdi for de enkelte ejendomme. Dette anvendes i fremskrivningsmodellen til værdiansættelse af ejendommene. I forbindelse med, at der er behov for en dagsberegning af fondens indre værdi, indhentes der altid en udtalelse fra fondens valuar om hvorvidt de seneste forretningskrav fortsat er gældende. Hvis det viser sig, at markedets forretningskrav er rykket siden seneste vurdering, indhentes der en ny vurdering, som derved anvendes.	N/A	5.1
Dagsværdi af ejendommene	Ud fra 5.1 fremskrives dagsværdien af ejendommene med den respektive vækstrate i 1.2. Det betyder, at hvis lejen fremskrives med en rate på 0,035% i perioden, så vil den respektive ejendom ligeledes fremskrives værdimæssigt med 0,035%.	Fremskrivningen kan maksimalt være over en periode på 3 måneder.	5.2

6 CAPEX UDEN DIREKTE AFLEDT UDVIKLINGSGEVINST

Capex eller investeringer i ejendommene håndteres forskelligt afhængigt af typen af investering. I forbindelse med dette er det værd at bemærke, at Fondens fokus er på nyere boligudlejningsejendomme underlagt markedsleje. Det betyder, at det i udgangspunktet ikke er primært fokus på fonden at erhverve ejendomme, som skal ombygges om end det er indenfor fondens mandat.

Capex som ikke har en direkte afledt positiv udviklingsgevinst tillægges selve capex til den skattemæssige anskaffelsessum ud fra følgende princip:

Variabel	Beskrivelse	Fremskrivnings horisont	Nr.
Periodiserede capex seneste månedsluk	De samlede periodiserede capex ved seneste månedsluk anvendes som udgangspunkt.	N/A	6.1
Fremskrivning af capex siden seneste månedsluk	Ud fra 6.1 fremskrives capex ejendommene ud fra seneste årsestimat med den forholdsmæssige andel for perioden. Er det forventet, at capex for et år er 5 mio. kr., og der pr. 1/6 er anvendt 4 mio. kr., så vil der være en forventning om, at der er capex for 1 mio. kr. resten af året. Fra 1/6 til 31/12 er der 213 dage, således vil der forventes udgifter på 4.695 kr. pr. dag resten af året (1 mio. kr. / 213 dage). Derved fremskrives der med 4.695 kr. pr. dag fra seneste månedsluk frem til beregningsdatoen.	Fremskrivningen kan maksimalt være over en periode på 1 måned.	6.2

7 TILGODEHAVENDE

Variabel	Beskrivelse	Fremskrivnings horisont	Nr.
Tilgodehavende ved seneste kvartalsrapport	Der foretages en individuel konkret vurdering af fondens tilgodehavende som nedskrives iht. forvalterens estimerede tabsrisiko. Den vurdering foretages i forbindelse med hver dagsberegning, kvartalsrapport og årsregnskabet.	N/A	7.1
Tilgodehavende	Er der opstået nye tilgodehavende foretages der ligeledes en konkret vurdering af disse i forbindelse med fremskrivningen.	N/A	7.2

8 FORVALTER- OG ASSET MANAGEMENT HONORAR OG ANDRE NØDVENDIGE PERIODISERINGER

Variabel	Beskrivelse	Fremskrivnings horisont	Nr.
Afholdt forvalter og asset management-honorar	Forvalter- og asset management-honorar er kvartalsvist forudbetalt. Seneste afholdte forvalter- og asset management-honorar periodiseres derfor. Således at nye investorer afholder deres andel af det disse honorarer for den resterende del af den forudbetalte periode.	Fremskrivningen kan maksimalt være over en periode på 3 måneder.	8.1
Øvrige forud-/bagudbetalte omkostninger	Vil der i fonden være andre forud eller bagudbetalte elementer vil de håndteres på samme vis som i 8.1.	Fremskrivningen kan maksimalt være over en periode på 3 måneder.	8.2

9 UDVIKLINGSPROJEKTER OG CAPEX MED DIREKTE AFLEDT UDVIKLINGSGEVINST

For så vidt angår udviklingsprojekter og capex hvor der opstilles en udviklerkalkule med en udviklerpræmie som er defineret som værdien ved færdiggørelse af projektet fratrasket alle projektkomkostninger inkl. finansiering heraf.

For investorer i fonden er tidspunktet for hvornår udviklerpræmien optages væsentlig. Optages udviklerpræmien for tidligt betaler nye investorer for en præmie, som ikke endeligt har materialiseret sig, mens de nye investorer alligevel bærer en del risikoen for projektet. Derfor er der lagt nedenstående principper fast for den værdimæssige håndtering af udviklingsprojekter og capex der har direkte udviklingsgevinst (herunder samlet benævnt "udviklingsprojekt")

Formålet med principperne er at sikre en fair optagelse af udviklerpræmien, således at udviklerpræmien indregnes løbende i værdiansættelsen.

I forbindelse med første eksterne vurdering af et udviklingsprojekt, oplyses valuaren om udviklingsprojektets karakteristika, horisont og forventede milepæle. Det bliver således valuaren skal således ud fra dennes markedskendskab fastlægge hvordan værditilvæksten løbende skal indarbejdes i de kvartalsvise vurderinger. Op til hver kvartalsvise vurdering oplyser forvalter om projektets status og om der er ændringer til horisonter mv.

Mellem de kvartalsvise eksterne markedsværdivurderinger, når der skal beregnes en dagsværdi fastlægges følgende proces:

Variabel	Beskrivelse	Fremskrivnings horisont	Nr.
Valuarens vurderede markedsværdi af projektet ved seneste vurdering	Den seneste optagede markedsværdi af ejendommen/projektet bruges som udgangspunkt.	N/A	9.1
Fremskrivning af værdi af projekter	Værdien i 9.1 tillægges de i fremskrivningsperioden afholdte omkostninger til projektet. Hvis udviklingsprojektet er en del af en eksisterende udlejningsejendom, tilskrives dette udover den i 5.2 definerede markedsværdifremskrivning. På samme vis tilskrives den skattemæssige anskaffelsessum af ejendommen.	Fremskrivningen kan maksimalt være over en periode på 3 måneder.	9.2

Når disse variable er fremskrevet til beregningsdatoen, beregnes en indre værdi ud fra dette og de følgevirkninger som de fremskrevne variable vil medføre. Det betyder eksempelvis, at elementer som skat, udskudt skat, resultathonorarer osv. påvirkes af fremskrivningerne i variable og på baggrund af følgevirkningerne stilles en ny indre værdi.