

Langtidsbudget pr. marts 2018

23. marts 2018

1. Indledning og resumé

På baggrund af det fremlagte årsregnskab for 2017 er der nu foretaget en opdatering af langtidsbudgettet. Langtidsbudgettet bygger i øvrigt på samme grundforudsætninger som ved tidligere fremlæggelser.

Nedenfor gennemgås kort dels forudsætninger for langtidsbudgettet, dels hovedresultater fra det opdaterede langtidsbudget.

Ved en vurdering af resultatet er det væsentligt at have for øje, at fremskrivninger over en periode på 30 år, der vedrører bl.a. renteutviklingen og udviklingen på ejendomsmarkedet, naturligvis er behæftet med meget stor usikkerhed.

2. Hovedforudsætninger

Langtidsbudgettet tager udgangspunkt i de langsigtede salgsforventninger, som indgik i rapporten fra Sadolin & Albæk fra medio 2015. For de førstkommende år er Sadolin & Albæks vurderinger dog suppleret med den viden om salgspriser og -omfang, der kan udtrages af de senest indgåede salgsaftaler og konkrete salgsdrøftelser, som forventes at ende med endelige salgsaftaler. Det er de samme forudsætninger om salg, som indgår i vurderingerne af investeringsejendommene til brug for årsregnskabet, og dermed har de været gennemgået af revisionen.

Salgsomfanget giver samtidig en indikation af, hvornår investeringer i infrastruktur i forbindelse med byudviklingen skal afvikles.

I 2015 indbetalte selskabet 1.718 mio. kr. til Metroselskabet i henhold til ændring af lov om Cityringen mv. Af lovændringen fremgik ligeledes, at By & Havn skulle afsætte godt 1.900 mio. kr. i 2014-priser til evt. brug som korrektionsreserve for investeringen i Sydhavnsmetroen. I lighed med tidligere fremlæggelser er langtidsbudgettet præsenteret både med og uden betaling af korrektionsreserven. Korrektionsreserven indregnes ikke i By & Havns regnskaber, før der er sikkerhed for, at udbetalingen skal gennemføres. Indtil da indgår den alene under eventualforpligtelser.

I langtidsbudgettet indgår ligeledes, at selskabet bidrager med 2.100 mio. kr. til etablering af Nordhavnstunnelen inkl. afgreningskammer samt investerer i to metrostationer i Ydre Nordhavn. Selskabets bidrag hertil skal dækkes gennem den merværdi, der skabes ved, at der er større sikkerhed for "realiseringen" af Ydre Nordhavn. Den første del heraf på 627 mio. kr. til dækning af Københavns Kommunes omkostninger til afgreningskammeret fra Nordhavnsvej er betalt primo 2018.

En væsentlig parameter for By & Havns langtidsøkonomi er de finansielle udgifter. Det er i langtidsbudgettet forudsat, at finansieringen af den langfristede gæld kan ske til en realrente på 1,5 pct. p.a. (svarende til målet i forretningsstrategien) frem til og med 2020, hvorefter den stiger til 3 pct. realt frem til 2025. Herefter anvendes 3 pct. som grundforudsætning, hvilket svarer til en nominel forrentning af gælden på 5,1 pct. p.a. I de seneste år har de reale finansieringsomkostninger holdt sig under 1,5 pct., og anvendelsen af 3 pct. på langt sigt kan umiddelbart vurderes som en relativt forsigtig forudsætning set i lyset af dagens situation.

Det skal endelig bemærkes, at driftsresultatet baserer sig på en fremskrivning af det nuværende niveau med korrektioner af kendte faktorer som f.eks. ophør af modtagelse af jord i Nordhavn.

3. Hovedresultat

I langtidsbudgettet fokuseres primært på udviklingen i selskabets egenkapital, i gældsniveauet og i driftsresultatet før markedsværdiregulering af gæld. Hovedtallene for de tre parametre vises henholdsvis med og uden betaling af korrektionsreserven for Sydhavnsmetroen.

Endvidere vises et scenarie, hvor værdien af Ørestad Fælled Kvarter baseret på den udviklede forretningsmodel er indregnet. Scenariet beskriver, hvad der er tabt i forhold til basisscenariet ved den manglende udvikling af Ørestad Fælled Kvarter og dermed også, hvilken positiv effekt en fuld erstatning vil have.

Basisscenariet er i figurerne nedenfor benævnt "Ny Basis" for at markere ændringer i forhold til tidligere langtidsbudgetters basisscenarier, hvor Ørestad Fælled Kvarter endnu indgik.

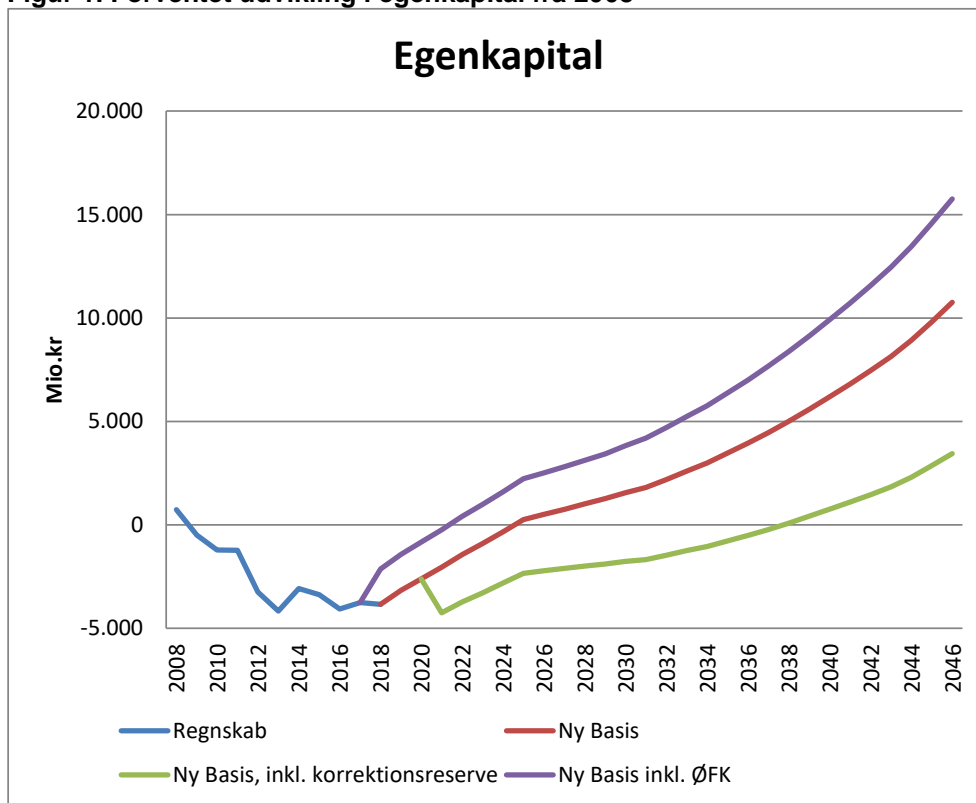
3.1 Egenkapital

Den forventede udvikling i egenkapitalen er illustreret i figur 1 nedenfor. Som det fremgår, er det vurderingen, at egenkapitalen vil være positiv omkring 2025 mod 2024 ved seneste præsentation. Forskydningen kan henføres til, at Ørestad Fælled Kvarter nu er værdisat til 0.

Når der yderligere tages højde for, at der skal indregnes en korrektionsreserve (forudsat udbetalt i 2020), vil egenkapitalen blive positiv omkring 2038 (tidligere 2034).

Såfremt Ørestad Fælled Kvarter indregnes, forventes tidspunktet for opnåelse af positiv egenkapital at være 2022.

Figur 1. Forventet udvikling i egenkapital fra 2008



3.2 Nominel gæld

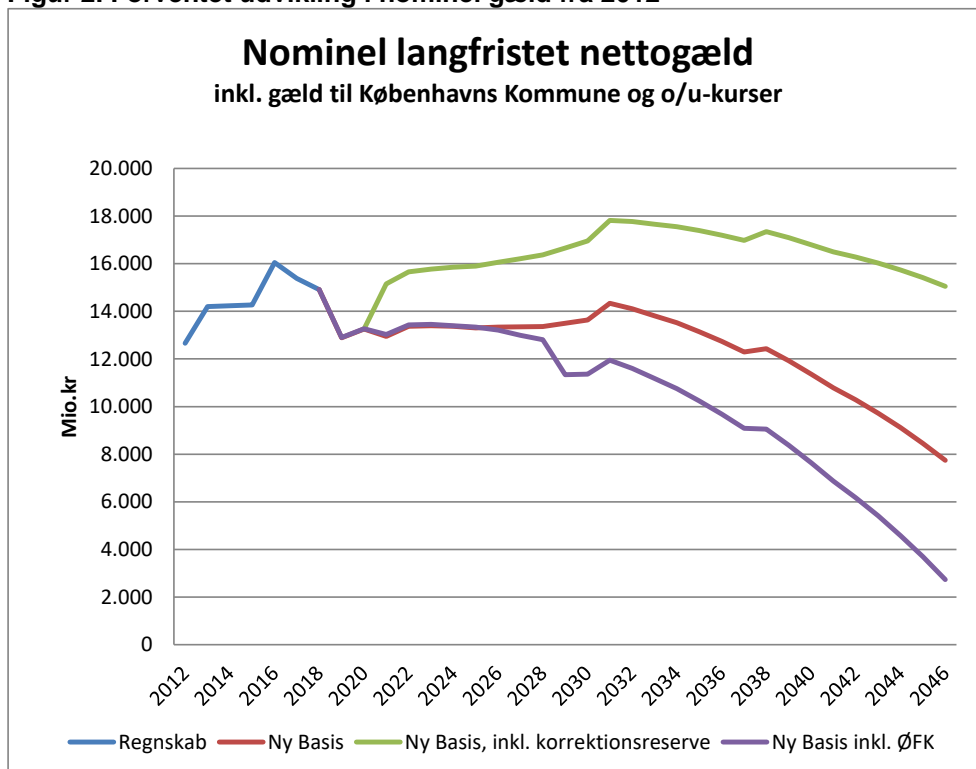
Udviklingen i den nominelle nettogæld (dvs. gæld ekskl. markedsværdiregulering og over-/underkurser) efter 2012 fremgår af figur 2 nedenfor. Selskabets gæld til Københavns Kommune vedrørende bidrag til Nordhavnsvejens forlængelse samt overskudslikviditet indgår i tallet.

Det reviderede langtidsbudget viser, at gælden i to af tre scenarier er toppet i starten af 2016. Frem til 2030 vil der i basisscenariet ske en langsom gældsnedbringelse, hvorefter gældsnedbringelsen tager til i tempo. I 2030 ventes gælden at udgøre 14,3 mia. kr. (mod 13,1 mia. kr. i tidligere skøn).

Hvis der indregnes den ovenfor nævnte korrektionsreserve, ses at gælden vil blive forøget en lang årrække frem, og at gælden først vil toppe omkring 2030 med omkring 17,8 mia. kr. (16,5 mia. kr. i tidligere skøn). Med den langsomme gældsnedbringelse i dette scenarie med fuld udbetaling af korrektionsreserven vil selskabets økonomi være følsom over for yderligere negative påvirkninger.

I alle tre scenarier er der enkelte "toppe" på gælds niveauet. Korrektionsreserven til metroen til Sydhavnen er indregnet til betaling i 2020, mens der i 2030 og 2044 investeres i yderligere metro i Nordhavn. Nordhavnstunnelen er indregnet til betaling i perioden 2020 til 2029 (foruden de 627 mio. kr., der betales i 2018).

Figur 2. Forventet udvikling i nominal gæld fra 2012



Ved vurdering af gældens udvikling over de kommende år er det vigtigt at bemærke, at der er tale om løbende priser. Målt i faste priser er der derimod tale om en relativt større gældsnedbringelse, end graferne umiddelbart illustrerer.

3.3 Resultat før værdireguleringer

Selskabet blev stiftet med en relativt stor gæld, hvilket har indebåret, at det årlige resultat er blevet belastet med en stor rentepost. Renteposten har i udgangssituationen ikke kunnet finansieres af det årlige driftsresultat. Konstruktionen indebærer, at selskabet skal sælge ejendomme blot for at undgå en gældsforøgelse. Selskabet kan med andre ord få væsentligt større økonomiske frihedsgrader på det tidspunkt, hvor den løbende driftsindtjening kan dække de finansielle omkostninger netto. Driftsindtjeningens udvikling i forhold til de finansielle posters udvikling er dermed en vigtig styringsparameter for selskabet.

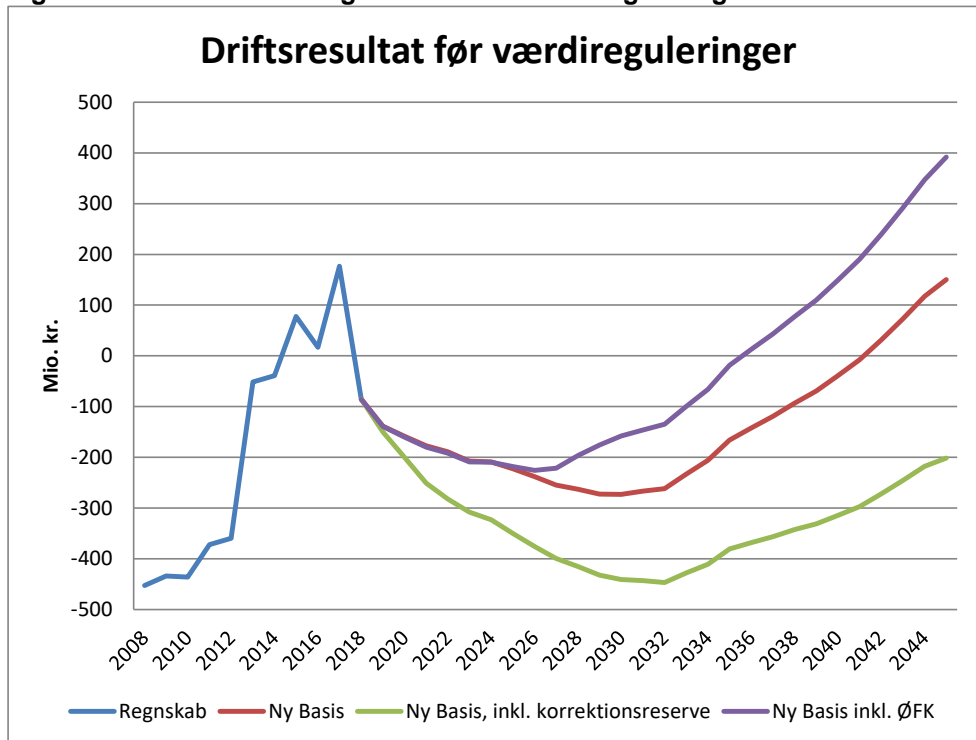
Som det fremgår af figur 3 nedenfor, opnås den ønskede situation omkring 2042 i basisscenariet mod 2039 ved seneste vurdering.

Med indregning af bidrag til korrektionsreserve til Sydhavnsmetroen er dette tidspunkt skubbet til efter 2045 som følge af den øgede rentebelastning.

Hvis værdien af Ørestad Fælled Kvarter indregnes, vil der være balance "allerede" i 2036.

Som det ses af figuren, er det siden 2015 lykkedes at have en driftsindtjening, der overstiger de årlige renteudgifter. Pga. den forholdsvis forsigtige forudsætning om rentens udvikling forventes i langtidsbudgettet et stort fald i driftsresultatet inkl. finansielle poster i de kommende år. Såfremt renteniveauet holder sig nogenlunde i nærheden af det nuværende niveau, vil billedet naturligvis ændres væsentligt i positiv retning.

Figur 3. Forventet udvikling i resultat før værdireguleringer



4. Følsomhedsberegninger

4.1 Forudsætninger

Ovenfor er den forventede udvikling i de tre væsentligste styringsparametre beskrevet i tre forskellige scenarier; et basisscenarie, et scenarie, hvor basis-scenariet tillægges en fuld betaling af korrektionsreserven til Sydhavnsmetroen, og endelig et scenarie, hvor selskabet opnår fuld erstatning for den tabte udviklingsmulighed af Ørestad Fælled Kvarter, men uden betaling af korrektionsreserve til Sydhavnsmetroen. De to sidstnævnte scenarier betragtes i det følgende som henholdsvis "worst case" og "best case".

I en fremskrivning af selskabets samlede økonomi over en lang årrække er der naturligvis mange parametre, der kan beregnes følsomhed over for. Samtidig er parametrene indbyrdes afhængige. F.eks. vil en økonomisk recession, der indebærer faldende salg af byggeretter, formentlig også påvirke renteniveauet. For at forenkle følsomhedsberegningerne ses i det følgende derfor alene på påvirkninger fra ændringer i de to parametre, der formentlig betyder mest for selskabets økonomi, nemlig renten på selskabets gældsportefølje og salgspriserne på byggeretterne.

Der arbejdes med følgende ændringer i forhold til hovedforudsætningerne:

Finansieringsrente:

- Udgangspunkt i basisscenariet: Realrente på 1,5 pct. stigende til 3 pct. over 7 år
- Pessimistisk: Realrenten stiger fra 1,5 pct. til 3,5 pct. over 7 år

- Optimistisk: Realrenten fastholdes på 1,5 pct. i hele perioden.

Hvad angår den pessimistiske forudsætning skal bemærkes, at der i den nuværende portefølje er en del fastforrentede lån, der indebærer, at selv ved en umiddelbar stigning i det generelle renteniveau vil det tage en del år, før det slår fuldt igennem i de faktiske finansieringsudgifter. Hvad angår den optimistiske fremskrivning skal bemærkes, at selskabets reale finansieringsudgifter har været på under 1,5 pct. de seneste 4 år.

Salg af byggeretter:

Salget af byggeretter er naturligvis en afgørende parameter for By & Havns økonomi. I de seneste år har salgssomfang og prisniveau ligget over det forventede niveau. Over en lang årrække vil der være perioder, hvor salget vil ligge over den langsigtede forventning, og perioder, hvor det vil ligge under. I det følgende er det forudsat, at priserne vil variere med 5 pct. i forhold til udgangspunktet. De 5 pct. kan afspejle enten reelt lavere salgspriser eller at salgstempoet nedsættes. Der analyseres derfor følgende ændringer:

- Udgangspunkt i basisscenariet: Sadolin & Albæk-vurdering fra 2015 med tilpasninger på baggrund af konkrete salgsdrøftelser
- Pessimistisk: Salgsprovenuet ligger 5 pct. lavere end i basisscenariet
- Optimistisk: Salgsprovenuet ligger 5 pct. højere end i basisscenariet.

Nedenfor vil de pessimistiske forudsætninger blive kombineret med worst case-scenariet, mens de optimistiske vil blive kombineret med best case-scenariet. På den måde vil der blive skitseret et sandsynligt udfaldsrum for By & Havns økonomi på længere sigt.

4.2 Egenkapital

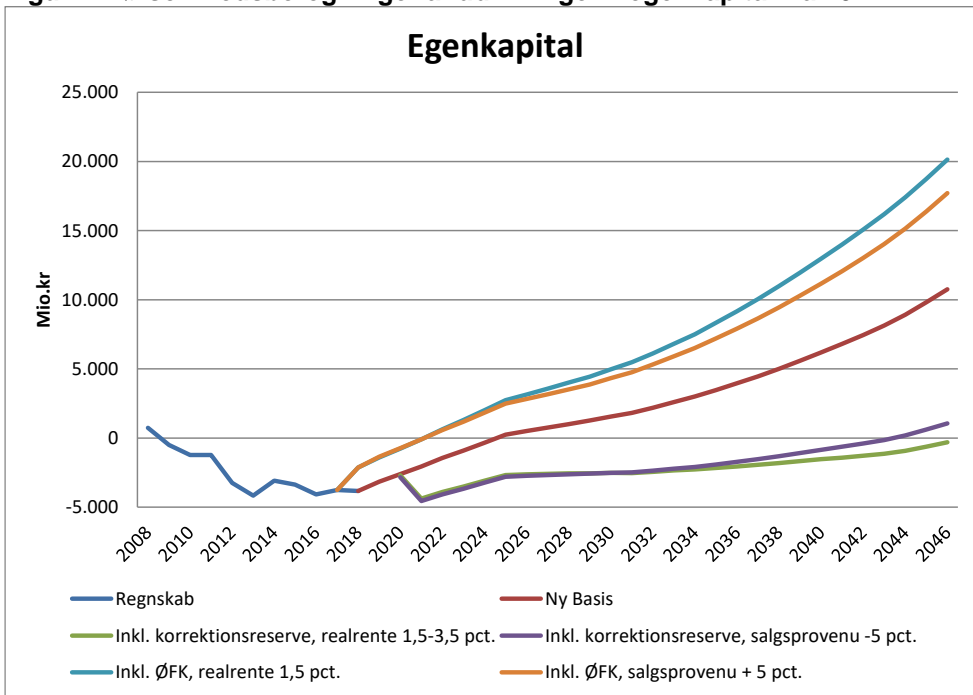
I figur 4 nedenfor er udviklingen i egenkapitalen vist i de opstillede best- og worst case-scenarier. Som det fremgår, vil et scenarie:

- hvor selskabet ikke bliver kompenseret for den tabte værdi af Ørestad Fælled Kvarter,
- hvor selskabet skal dække den fulde korrektionsreserve til Sydhavnsmetroen,
- og hvor økonomien "stresses" af et højere renteniveau eller lavere salgspøvenue

indebære, at egenkapitalen først vil blive genskabt på meget langt sigt (omkring 2045). Selskabet vil naturligvis i dette scenarie være følsom over for yderligere negative påvirkninger.

Omvendt viser best case, at selskabets økonomi kan vise sig at være særdeles stærk, hvis Ørestad Fælled Kvarterets værdi indregnes, og der samtidig ikke skal bidrages til korrektionsreserven til Sydhavnsmetro og renteniveauet holder sig på 1,5 pct. reelt. Egenkapitalen vil i dette scenarie være omkring 7 mia. kr. højere end i worst case-scenariet.

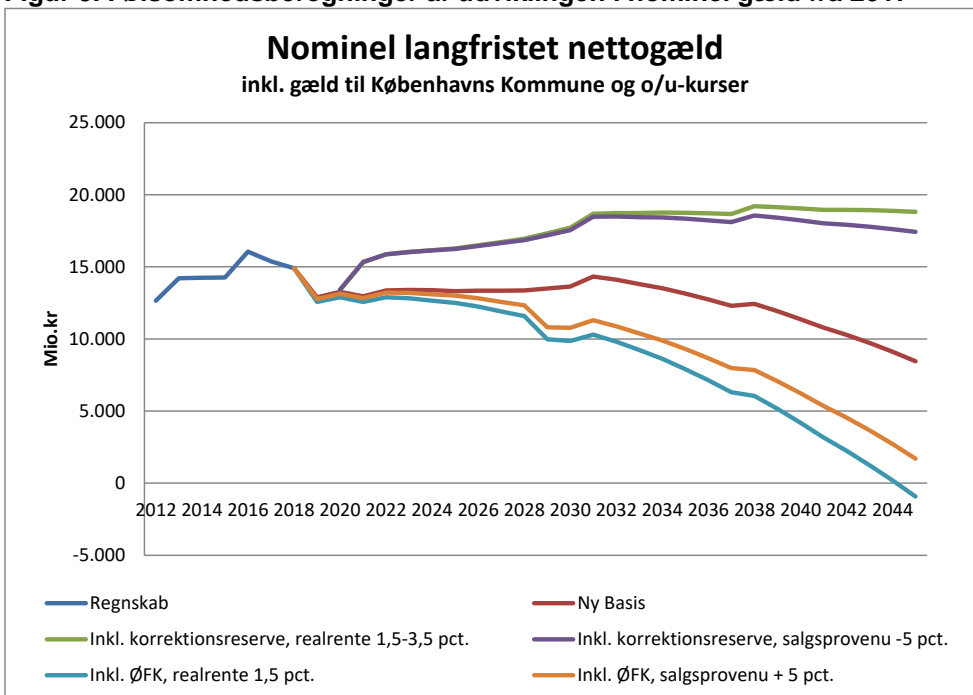
Figur 4. Følsomhedsberegninger af udviklingen i egenkapital fra 2017



4.3 Nominel gæld

I figur 5 nedenfor er der foretaget en fremskrivning af selskabets gæld i de beskrevne scenarier. Som det var tilfældet med udviklingen i egenkapitalen, er der en stor spændvidde mellem best- og worst case. I worst case vil gældsafviklingen foregå i et relativt langsomt tempo, mens best case viser en fuldstændig gældsafvikling omkring 2045.

Figur 5. Følsomhedsberegninger af udviklingen i nominel gæld fra 2017



4.4 Resultat før værdireguleringer

I figur 6 nedenfor er udviklingen i selskabets resultat før værdireguleringer vist i de opstillede scenarier. I best case vil der inden 2035 være resultatmæssig balance, mens der i worst case kun meget langsomt vil ske en forbedring af driftsresultatet – i sidstnævnte tilfælde især ved et forudsat højt renteniveau.

Figur 6. Følsomhedsberegninger af udviklingen i driftsresultat før værdireguleringer fra 2017

