

NOTAT

Langtidsbudget pr. marts 2017

Bilag-17-006.1
Dagsordenspunkt 7
23. marts 2017

1. Indledning og resumé

I forbindelse med fremlæggelsen af Budget 2017 blev et revideret langtidsbudget fremlagt for bestyrelsen, jf. Bilag-16-058.3. På baggrund af det endelige årsregnskab er der udarbejdet en revideret udgave med tilhørende følsomhedsberegninger.

Nedenfor gennemgås dels korte forudsætninger, 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 pr. december 2016 tog udgangspunkt i de langsigtede salgsforventninger, som indgik i rapporten fra Sadolin & Albæk fra medio 2015. På kort sigt er Sadolin & Albæks vurderinger dog suppleret med den viden om salgspriser og -omfang, der kan uddrages af de senest indgåede salgsaftaler og konkrete salgsdrøftelser, som forventes at ende med endelige salgsaftaler.

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.

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. frem til og med 2019 (svarende til målet i forretningsstrategien), hvorefter den stiger til 3 pct. realt frem til 2024. Herefter anvendes 3 pct. som grundforudsætning. 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.

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. Fremskrivningen af driftsresultatet ligger inden for de i forretningsstrategien opsatte mål.

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.

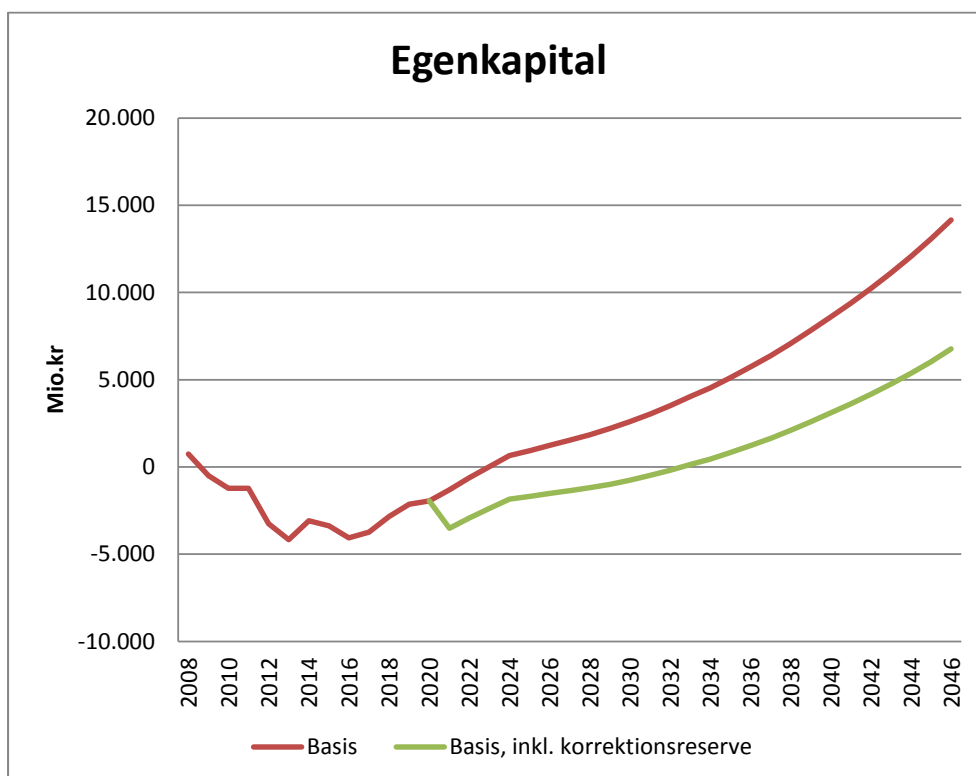
3.1 Egenkapital

Den forventede udvikling i egenkapitalen er illustreret i figur 1 nedenfor. Som det fremgår, er det vurderingen, at egenkapitalen vil være positiv omkring 2023 mod 2024 ved seneste præsentation.

Når der yderligere tages højde for, at der skal indregnes en korrektionsreserve (forudsat udbetalt i 2020), vil egenkapitalen blive positiv omkring 2033 (tidligere 2038). Fremgangen afspejler det gode resultat i 2016 båret af primært udviklingen for investeringsejendommene og finansieringsforholdene.

Det er et mål i selskabets forretningsstrategi, at selskabets egenkapital ekskl. markedsværdiregulering af gæld skal forbedres med mere end 1 mia. kr., hvilket, som illustreret af figuren, også forventes opnået.

Figur 1. Forventet udvikling i egenkapital fra 2008 med og uden betaling af korrektionsreserve til Sydhavnsmetroen



Det skal bemærkes, at det i lighed med tidligere er forudsat, at markedsværdireguleringerne af gælden føres tilbage til resultatet i løbet af en syv-årig periode, hvilket er en rimelig forudsætning, når det samtidig er forudsat, at renteniveauet stiger fra den nuværende situation til en realrente på 3 pct. realt. Foretages fremregning af egenkapitalen ekskl. markedsværdireguleringer af gæld, vil tidspunkterne for op-

nåelse af positiv egenkapital under de gjorte forudsætninger stort set være de samme som ovenfor.

3.2 Nominel gæld

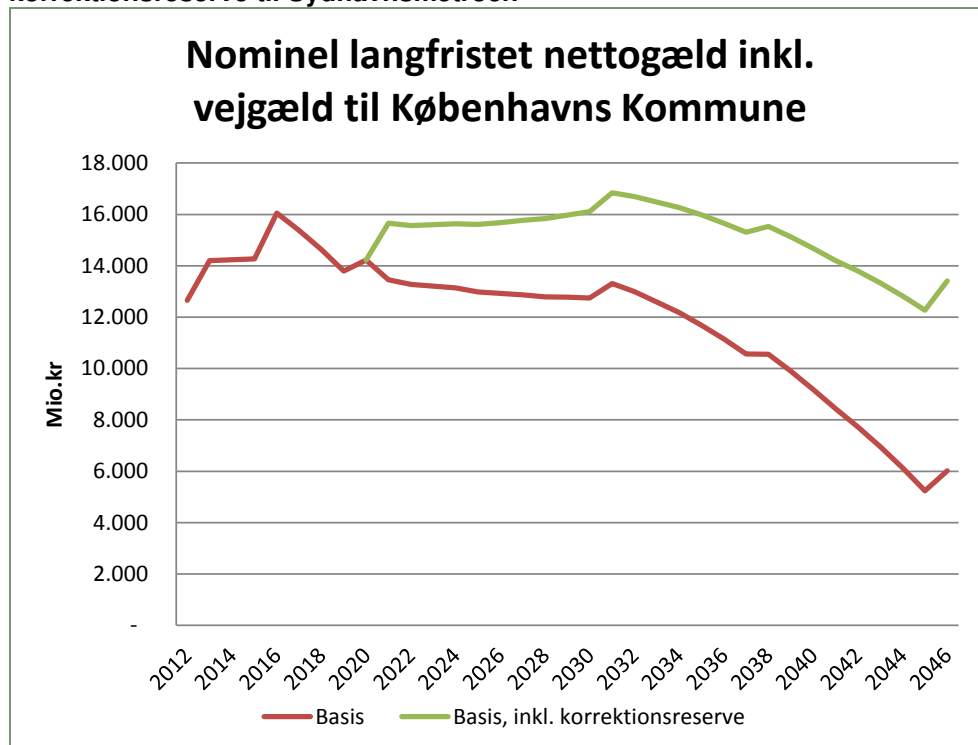
Udviklingen i den nominelle nettogæld (dvs. gæld ekskl. markedsværdiregulering) efter 2012 fremgår af figur 2 nedenfor. Selskabets gæld til Københavns Kommune vedrørende bidrag til Nordhavnsvejens forlængelse samt overskudslikviditet indgår i tallet.

Det reviderede langtidsbudget viser de samme hovedresultater, som blev fremlagt med langtidsbudgettet pr. november 2016. Som det fremgår, har gælden toppet i starten af 2016. Frem til 2030 vil der ske en langsom gældsnedbringelse, hvorefter gældsnedbringelsen tager til i tempo.

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 godt 17 mia. kr. Selv om "toppen" i 2030 er lavere end tidligere vurderet pga. resultatudviklingen i 2016, er gældsniveauet stadig højt, og gælden vil også på det tidspunkt overstige værdien af investeringsejendommene.

I begge scenarier frem til 2030 er der enkelte "toppe" på gældsniveauet. 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 2019 til 2029.

Figur 2. Forventet udvikling i nominel gæld fra 2012 med og uden betaling af korrektionsreserve til Sydhavnsmetroen



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

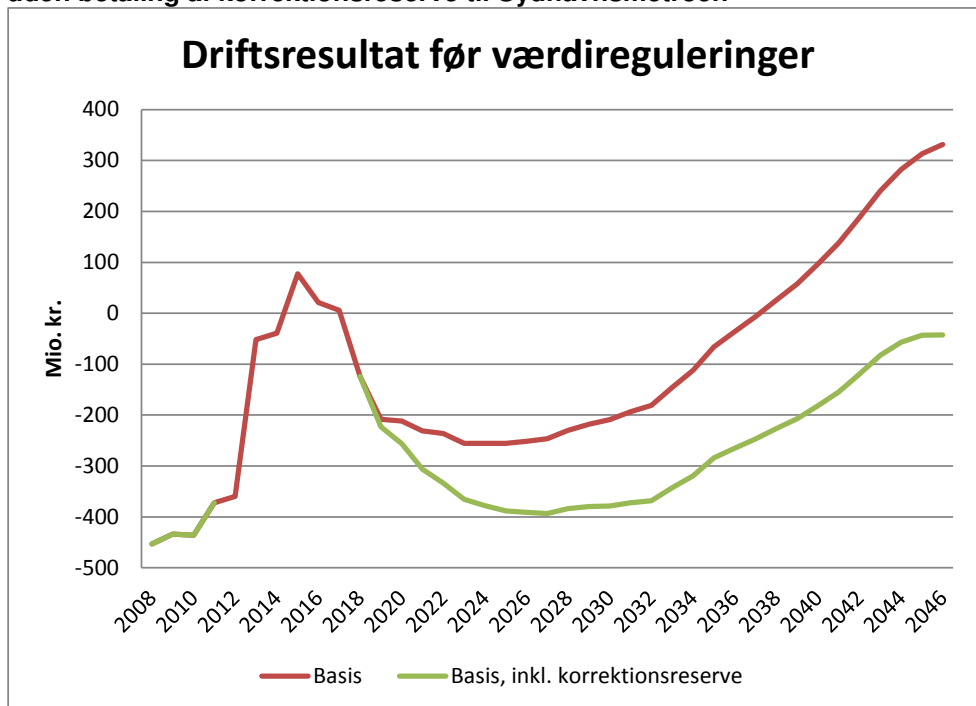
Selskabet blev stiftet med en relativt stor gæld, hvilket har indebåret, at det årlige resultat er blevet belastet med en stor rentepost. Renteposten har i udgangssituationen ikke kunnet finansieres af det årlige driftsresultat. Konstruktionen indebærer, at selskabet skal sælge ejendomme blot for at 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 2038 i basisscenariet mod 2042 ved seneste vurdering.

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

Det skal bemærkes, at den væsentligste årsag til det store fald i driftsresultatet fra det nuværende niveau er den forventede udvikling i renteomkostningerne. Som beskrevet ovenfor, er den langsigtede forudsætning omkring renteniveauet (3 pct. p.a. realt) noget højere end det aktuelle renteniveau (1-1,5 pct. p.a. realt).

Figur 3. Forventet udvikling i resultat før værdireguleringer fra 2008 med og uden betaling af korrektionsreserve til Sydhavnsmetroen



4. Følsomhedsberegninger

4.1 Renteforudsætninger

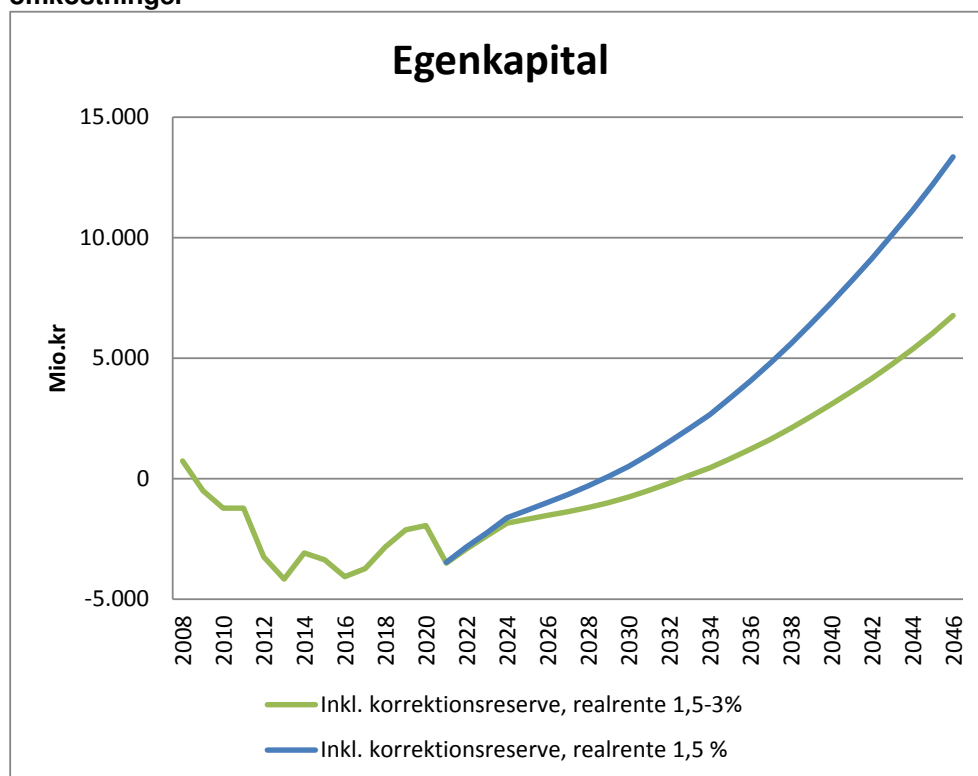
Som følge af selskabets forholdsvis store gæld er forudsætningerne om finansieringsomkostningerne på langt sigt naturligvis af stor betydning for udfaldet af fremskrivningerne. I de senere år har det været muligt at holde finansierings-

udgifterne under 1,5 pct. realt. I langtidsbudgettet er det forudsat, at renteniveauet vil være 3 pct. realt. Umiddelbart vurderet er der naturligvis "up-side" i modellen på dette punkt.

Effekten af at finansieringsudgifterne holdes på 1,5 pct. realt i hele fremskrivningsperioden er illustreret i figur 4 nedenfor for så vidt angår egenkapitalens udvikling. Som det fremgår, vil en mere optimistisk forudsætning omkring finansieringsudgifternes udvikling fremrykke tidspunktet for, hvornår selskabet vil opnå en positiv egenkapital, fra 2033 til 2029. Derudover vil egenkapitalen stige i et højere tempo i de efterfølgende år, hvilket afspejler "rentes-rente"-effekten.

Som det også fremgår, vil den ændrede forudsætning først slå igennem fra 2021, da der allerede som basis i fremskrivningerne er forudsat et lavt finansieringsniveau.

Figur 4. Forventet udvikling i egenkapital ved varierende finansieringsomkostninger



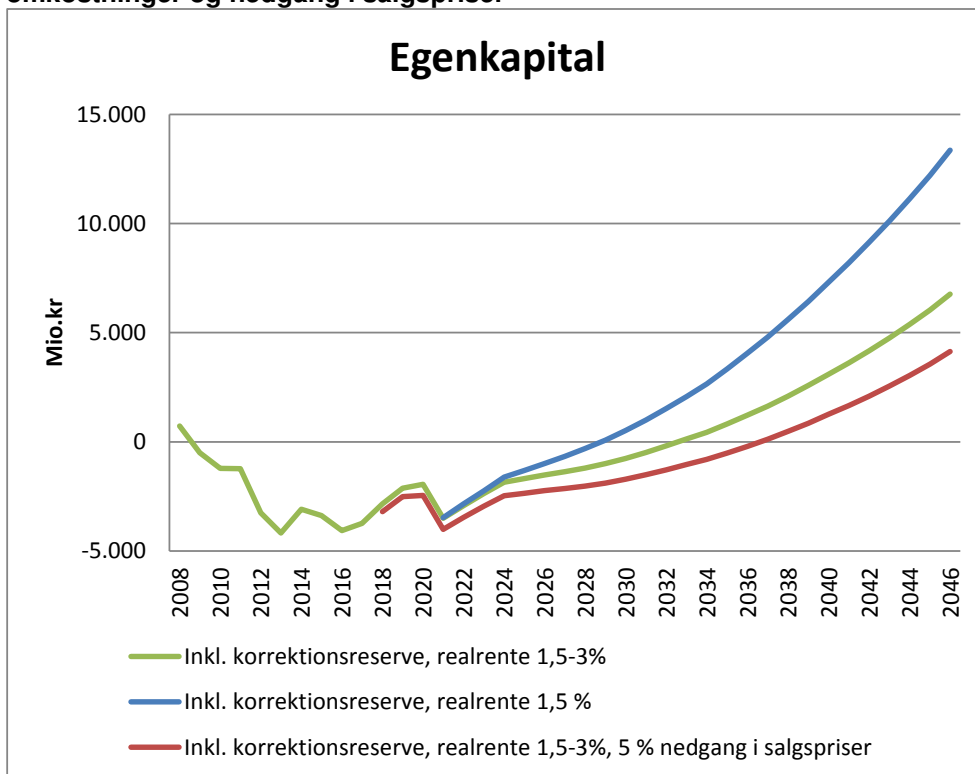
4.2 Salg af investeringsejendomme

En meget stor del af selskabets aktiver er investeringsejendomme, som forudsættes solgt. Forudsætninger om salgspriser og salgstempo er indlagt i modellen på basis af Sadolin & Albæks vurderinger, dog korrigeret for de faktiske salg, der er indgået aftale om til realisering de næstkommende år. I de seneste salg, der er gennemført, er der opnået priser på eller over niveauet vurderet af Sadolin & Albæk, hvilket bl.a. er baggrunden for de høje værdireguleringer i 2016. Alt andet lige kan det også siges at være forventeligt i et ejendomsmarked, der generel set i København er præget af stigende priser.

En evt. afmatning eller ligefrem tilbagegang for ejendomsmarkedet i København vil slå igennem på både priser og salgstempo. For at illustrere følsomheden over for udsving på ejendomsmarkedet er det for enkelhedens skyld forudsat, at priserne

for de kommende ejendomssalg vil blive reduceret med 5 pct., dog ekskl. de byggeretter, hvor der er indgået betingede salgsaftaler. I disse tilfælde fastholdes de aftalte priser. Effekten heraf er vist i tilfældet med basisforudsætningerne om finansieringsudgifter på 1,5 pct. – 3,0 pct. realt. Det ses af figur 5 nedenfor, at en forudsætning om blot en 5 procent nedgang i salgsindtægterne (repræsenterende enten en prisnedgang eller udskudt salgstidspunkt) vil udskyde tidspunktet for en positiv egenkapital til 2037.

Figur 5. Forventet udvikling i egenkapital ved varierende finansieringsomkostninger og nedgang i salgspriser



4.3 Udsving i driftsindtjening

Selv om salg af investeringsejendomme er kernen i By & Havns økonomi, er den løbende indtjening fra de øvrige forretningsområder af stor betydning for selskabets økonomi, især i de år, hvor salg af investeringsejendomme svigter, som det var tilfældet i mange år efter stiftelsen. Udlejning og Parkering er mere eller mindre knyttet til udviklingen på ejendomsmarkedet. Havnedriften udvikler sig derimod ikke nødvendigvis i takt med de øvrige forretningsområder.

Havnedriften er i balancen optaget til kostpris, mens indtjeningen optages i resultatopgørelsen enten som omsætning fra CMP's lejebetaling eller som overskudsandel fra CMP.

I 2016 oppebar By & Havn ca. 55 mio. kr. i leje fra CMP. Lejen ventes at stige til ca. 145 mio. kr. i 2024. Stigningen kan for ca. halvdelen vedkommende henføres til finansieringsleje fra gennemførte investeringer, mens den anden halvdel vedrører stigende lejebetaling. Den stigende lejebetaling skyldes primært, at en del af CMP's lejebetaling fra 2024 skal fordeles mellem indtjening i henholdsvis København og Malmø. I øjeblikket ligger al indtjening i København, og hvis den fordeling fastholdes frem til 2024, vil der ske en forskydning af lejebetaling i By & Havns

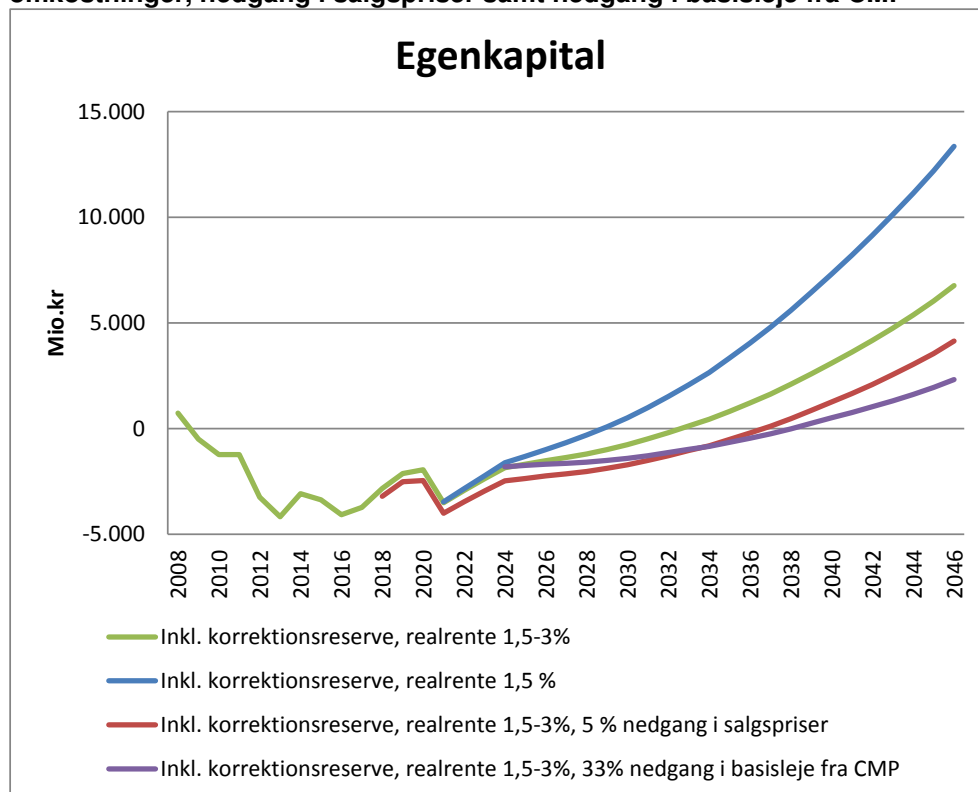
favør. By & Havns andel af CMP's overskud har i de senere år ligget på 20-25 mio. kr., dog lidt lavere i 2016 som følge af ændret regnskabsprincip hos CMP.

CMP's indtjening i København kan stort set henføres til to forretningsområder: Krydstogt og bulkaktiviteter på Prøvestenen med sidstnævnte som det bedst indtjenende område. Bulkaktiviteterne har været stigende de seneste år. Der har også været en stigning i krydstogtaktiviteterne over årene, men dog med faldende vækstrater som følge af den øgede konkurrence fra andre havne. Det tredje ben i CMP's aktiviteter i København er containerterminalen, der i øjeblikket giver et mindre overskud, men som står over for store investeringer i en flytning fra Levantkaj.

Risikobilledet for de tre forretningsområder er vidt forskelligt, idet krydstogt er følsom over for markedsforhold, mens aktiviteterne på Prøvestenen formentlig er mere påvirkelige af byudviklingen og de deraf følgende myndighedskrav til aktiviteter på Prøvestenen.

For at illustrere værdien af indtjeningen fra CMP – og dermed også risikoen, hvis et vigtigt forretningsområde som bulkaktiviteterne på Prøvestenen falder væk – er det nedenfor forudsat, at basislejen fra CMP reduceres med 33 pct. fra 2024. Effekten er illustreret i figur 6 nedenfor.

Figur 6. Forventet udvikling i egenkapital ved varierende finansieringsomkostninger, nedgang i salgspriser samt nedgang i basisleje fra CMP



Som det ses af figur 6, er udviklingen i By & Havns egenkapital meget påvirkelig over for negative "stød" på indtjeningen fra CMP. Det valgte scenarie med en nedgang på 33 pct. i basislejen har faktisk større effekt end en generel nedgang i værdien (priser og salgstempo) af investeringsejendommene på 5 pct.