



Januar 2020

Udsigt til fortsat fremgang, men nye formater truer kontormarkedet

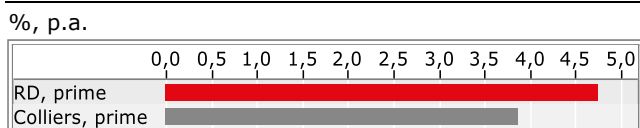
En økonomisk vækst der nærmer sig sit højdepunkt, og historisk god beskæftigelse, har drevet tomgangen ned blandt københavnske kontorer. Vejen fremad kan meget vel indeholde yderligere lejestigninger og faldende tomgang. På længere sigt truer udbud og skiftende lejepræferencer med at danne en kløft mellem de københavnske undermarkeder.

Af: Simon Kristiansen, Chefanalytiker

At rapportere på Københavnske kontorlejer var, i en årrække efter finanskrisen, omtrent så interessant som at se maling tørre. Ordet "flad" beskriver bedst udviklingen i lejeniveauet over en otteårig periode til 2017.

Men i andet halvår af 2017 skete der noget; lejeniveauet begyndte at stige, og er fortsat op siden. Over de sidste to år til Q4 2019 er lejen for Københavns prime kontorer steget 4,7 procent p.a., jf. data fra Realkredit Danmarks vurderingsdatabase i figur 1.

Figur 1: Ændringen i Københavns kontorleje siden Q4 2017



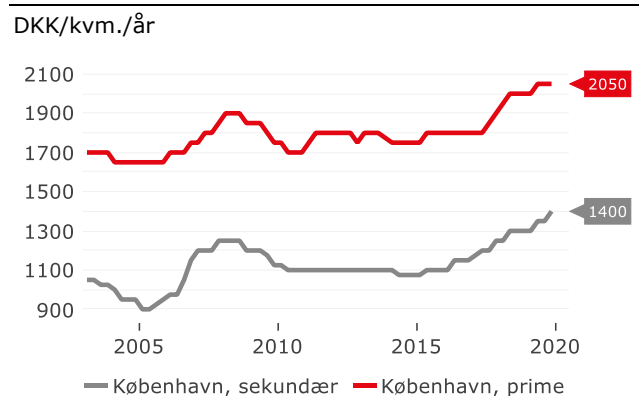
Note: Se teknisk note*
Kilde: Realkredit Danmark, Colliers

Lejeniveauet har tilmed brudt den magiske grænse på 2.000 kr./kvm per år. Ligeledes opløftende, lejestigningerne begrænser sig ifølge Colliers ikke til prime, men også det sekundære segment har haft gode tider, jf. figur 2. Alt imens er afkastkravet faldet til 4,2 procent for prime segmentet, 20 basispoint lavere end samme periode sidste år, ifølge data fra Realkredit Danmark.

Kort fortalt

Lejen for de mest attraktive københavnske kontorer er steget næsten 10% over de sidste to år, viser nye tal fra Realkredit Danmark. De gode tider forventes at fortsætte i 2020. På lidt længere sigt kan øget byggeaktivitet bremse lejestigningerne i Københavns nyeste områder. Alt imens er kontorkonceptet ved at tilpasse sig en ny generation, og investorer er nødt til at følge med.

Figur 2: Lejestigninger i Københavnske kontorer



Kilde: Colliers

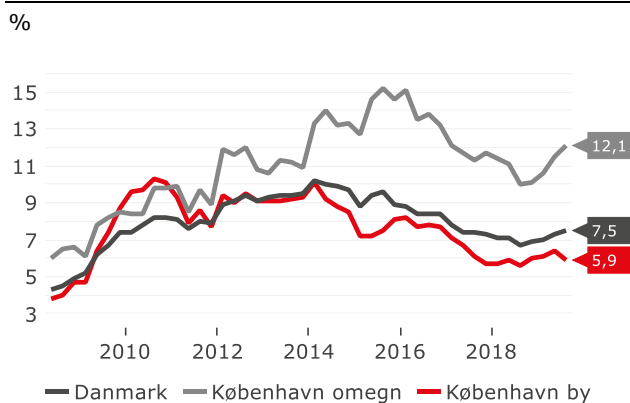
Tomgangen fortsætter nedaf

Stigende lejeniveau er normalt foreneligt med faldende tomgang. I takt med at kontormassen bliver besat af lejere, og tomgangen falder, kan kontorudlejere kræve et højere lejeniveau til de søgende virksomheder.

Den fysiske tomgang er da også faldet til et cyklisk lavt niveau i indre København. Det er sket i tandem med, at den danske økonomi nærmer sig et økonomiske toppunkt, og ledigheden er historisk lav.

Over de sidste ni år til Q3 2019 er kontor-beskæftigelsen således steget med 2,7 procent p.a., mens den fysiske kontortomgang, i tråd med intuitionen, er faldet fra 10,3 til 5,9 procent, jf. figur 3.

Figur 3: Faldende kontortomgang



Kilde: Ejendomstorvet, data til Q3 2019

Trenden er afspejlet i Realkredit Danmarks egen vurderingsdatabase, om end niveauet varierer fra Ejendomstorvet. Tallene viser, at siden Q4 2016 er den fysiske tomgang for prime segmentet i København, her defineret som de ejendomme hvor lejeniveauet er inden for den øverste fjerdedel af alle kontorer, blevet mere end halveret fra 5,3 til 2,2 procent.

Det lugter lidt af underudbud og stigende lejeniveau

Med dele af det københavnske kontorlandskab stadig ubebygget, kan det virke underligt, at vi forventer stigende lejeindtægter for kontorer. Det hænger dog sammen med et kortsigtet attraktivt forhold mellem udbud og efterspørgsel.

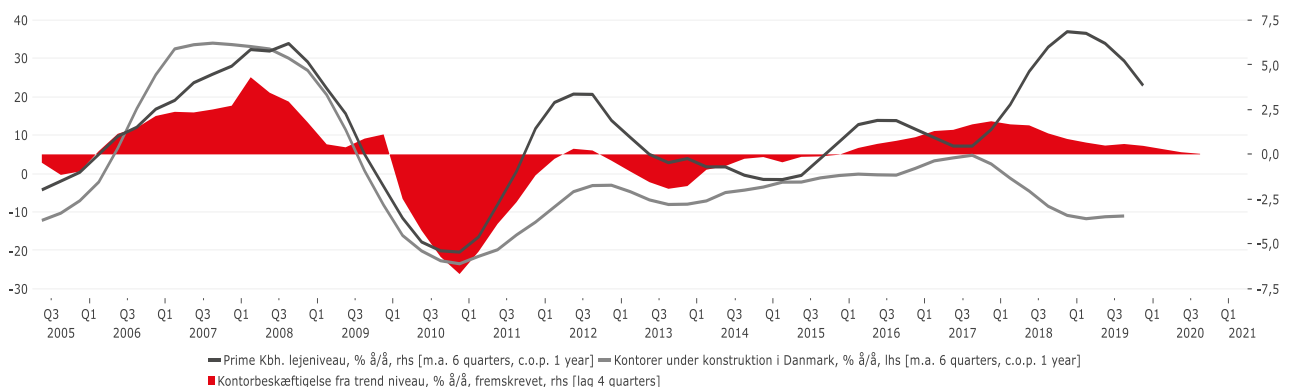
Figur 4 nedenfor viser den cykliske sammenhæng mellem efterspørgslen, her defineret som mervæksten i beskæftigelsen for kontor erhverv fra sin langsigtede trend, udbuddet, opgjort som væksten i antallet af kontorkvadratmeter under konstruktion, og væksten i lejeniveauet for københavnske kontorer.

// Med en stor del af det københavnske kontorlandskab stadig ubebygget, kan det virke underligt at vi forventer stigende lejeindtægter

Ikke overraskende har en vækst i kontorbeskæftigelsen, der overstiger dets langsigtede trend, været forlignelig med stigende lejeniveau og øget konstruktionsaktivitet.

Intuitionen er den, at når kontorbeskæftigelsen vokser hurtigere end sin langsigtede trend, så er det tegn på at kontor- og pladsefterspørgslen er cyklisk høj. Da kontorudbuddet er fast på kort sigt, fordi det tager tid at rejse en ny kontorbygning, så kan efterspørgslen efter kontorplads i perioder overstige udbuddet, hvilket leder til stigende lejeniveau.

Figur 4: Cyklisk udbud-efterspørgsel sammenhæng



Note: Se teknisk note **

Kilde: Danmarks Statistik, Colliers, Real Kredit Danmarks egne beregninger

Kontorbeskæftigelsen har siden 2015 ligget over sin langsigtede trend, og efterspørgslen efter mere kontorplads har altså været cyklisk høj i en længere periode. Byggeaktiviteten har samtidigt været holdt tilbage af stigende byggeomkostninger og en mere risikoavers byggesektor i kølvandet på finanskrisen.

Som resultat heraf har udbuddet af nye kontorbygninger være lavt. Virksomhedernes kontorkrav bliver hovedsageligt indfriet af nyere kontorer, og det har puttet pres under lejeniveauet for den mest attraktive del af markedet.

Kontorbeskæftigelsen i grafen er tidsforskudt med et år, og fungerer som en ledende indikator for væksten i lejeniveauet. En kontorbeskæftigelse der overgår sin langsigtede trend (et positivt rødt område i grafen) og en konstruktionsaktivitet som er faldet over de sidste to år (den lysegrå linje), indikerer for os, at lejevæksten vil forblive positiv for prime kontorbygninger i København de næste 12 til 24 måneder (den mørkegrå linje).

// Under overfladen lurer en pipeline på 2.720.000 erhvervs kvadratmeter med at sende tomgangen tilbage til tocifret territorie

Ingen stor appetit for spekulativ bebyggelse

En af de ting der kan slå hul i vores vurdering, er mængden af spekulativ bebyggelse. Historisk set er der bygget meget lidt spekulativt i Danmark, men årene op til finanskrisen var en undtagelse.

Selv om der igen er appetit på at bygge uden en lejekontrakt i baghånden, foregår det stadig på et lavt niveau. To eksempler herpå er KPL projekt på Kay Fiskers Plads i Ørestaden og Redmolen projektet på Østerbro for PFA. De forventes begge at stå klar i 2021, og KPL og PFA leder i skrivende stund efter aftagere til sammenlagt 80,000 m².

På kort sigt vurderer vi, at den begrænsede spekulative pipeline vil være med til at holde hånd under lejeniveauet.

På mellem og lang sigt lurer overudbuddet

På længere sigt vil By & Havns gradvise udbygning af Nordhavn, Sydhavn og Ørestaden vise sig som en udfordring for det københavnske kontormarked.

Problemet kan hurtigt blive, at investorer ikke har lyst til at købe en kontorbygning, som periodevis gør sig gældende på det højeste lejeniveau, men som risikerer at miste lejegrundlaget, når en ny og flottere bygning skyder op på nabogrunden med løftet om nyere lokaler til en næsten identisk leje.

Risiko for overudbud

Risikoen for overudbud er ikke forsvundet fra det københavnske marked, men mere trådt lidt i baggrunden grundet en potent vækst i kontorbeskæftigelsen, og en byggeaktivitet der er kølet lidt ned.

Under overfladen lurer en pipeline på 2.720.000 erhvervs kvadratmeter med at sende tomgangen tilbage til tocifret territorie, jf. tabel 1. Dette potentielle udbud udgør heftige 47 procent af den nuværende kontorbestand i Hovedstaden.



Tabel 1: Ubebygget pipeline i Københavns byområder

Område	Erhverv kvm.
Ørestaden	760.000
Nordhavn	700.000
Sydhavn	340.000
Valby	290.000
Carlsberg Byen	150.000
Nordøst Amager	150.000
Godsbanearialet	330.000
Samlet pipeline	2.720.000

Kilde: Cushman & Wakefield, RED, juni 2019

Per juni 2019 er der 12 kontorprojekter eller 361.000 m² under opførelse i København by, hvoraf 51 procent er lejet ud, ifølge Cushman & Wakefield, RED.

Derudover er der konkrete planer for yderligere 143.000 m², hvoraf 89.000 m² eller 62 procent befinder sig i Ørestaden. Den kortsigtede pipeline udgør altså ni procent af den nuværende kontorbestand, men heraf er størstedelen allerede lejet ud.

Divergens mellem CBD og resten af Københavns lejeniveau

Kommercielle ejendomme er som bekendt en aktivklasse man holder mere end 12 måneder, så mest interessant er forventningen til lejeniveauet på medium og lang sigt. Med de langsigtede briller på, er det svært at komme uden om en divergens i lejeudgifter betinget af lokationen.

// For nogle lejere er der ikke noget alternativ til at være beliggende i CBD

Indtil videre har Ørestaden, Nordhavn og Sydhavn formået at følge med lejeudviklingen i CBD (indre by og Christianshavn). Vi tror dog, at den tid snart er forbi.

Mens de tre førstnævnte områder uden tvivl vil videreudvikle sig som dominerende områder i det københavnske kontorlandskab, så vil udbuddet vise sig som en betydelig akilleshæl.

På sigt vil de lide under den kontinuerte udbygning af områderne, og risikoen er, at der vil indfinde sig et cyklisk overudbud, hvor øget byggeaktivitet agerer som en bremse på fremtidige lejestigninger.



CBD er ikke underlagt samme risici. Her er udbuddet langt mere fastlåst og endda med en svagt faldende trend da de mindst profitable kontorer løbende bliver konverteret til boliger.

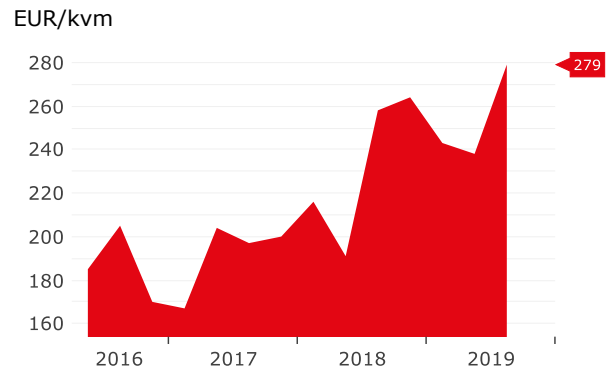
Intet alternativ til CBD

For nogle lejere er der ikke noget alternativ til at være beliggende i CBD. Deres bevæggrunde kan være mange; eksempelvis nærheden til deres kunder, muligheden for at appellere til og tiltrække sig talentfuld arbejdskraft, og afstanden til serviceudbydere som fx advokater og konsulenter.

Uanset hvad tilbyder CBD populær sagt noget unikt, og som resultat heraf vil lejere betale en præmie for at få adgang til det. Omvendt, for de lejere som overvejer at slå sig ned i Sydhavnen. Her vil Nordhavn og Ørestaden virke som tætte substitutter.

På sigt vil det med alt sandsynlighed lede til en divergens i lejeniveauer, som vi har set det i mange andre europæiske storbyer, eksempelvis i Paris, jf. figur 5.

Figur 5: Voksende numerisk spænd mellem CBD og ydre Paris lejeniveau



Kilde: Macrobond, data til Q3 2019



En "komfortisering" af kontormarkedet på sigt

Det er fejlagtigt at tro, at man via en placering i et af de mere populære kontorområder automatisk kan indkassere stigende lejeindtægter. I takt med at brugernes præferencer og forventninger udvikler sig, er kontorkonceptet nødt til at følge med.

Skal man som udlejer i fremtiden gøre sig fortjent til det højeste lejeniveau, er man nødt til at gennemtænke administrationen over imod et større fokus på serviceydelser som en differentierende faktor for lejere.

In-house kontorhoteller er et oplagt eksempel. Her tilbyder bygningsejeren, at små virksomheder kan starte deres tilværelse i fleksible og hotellignende forhold. I takt med at virksomhederne vokser, og pladsbehovet stiger, kan kontorhotellet opgraderes til et traditionelt kontor indenfor investorens kontorportefølje.

I tillæg til de traditionelle serviceydelser som kantine, omklædning og cykelparkering vil vi se et stigende fokus på faciliteter rettet mod helbred og bekvemmelighed. Nogle udlejere vil være i stand til at tilbyde deres lejere integreret motionscenter, massage, tandpleje eller terapeut service.

Ud over at være bekvemmeligt for de ansatte, kan lejer få gavn af en sundere arbejdsstyrke og mindre spildtid fra personlige gøremål.

Til større møder og arrangementer kan den lejende virksomhed forvente "roomservice" og en hotellignende servicering af fællesområderne. De gavnlige effekter kan for lejer gøres op i kroner og ører på bundlinjen, og det vil manifestere sig i villigheden til at betale et højere lejeniveau.

Der er en "komfortisering" undervejs, som på sin vis kommer til at handle mere om de ansatte end lejer. Væk er tiderne, hvor man som investor blot udlejede en kasse med tag, nogle vinduer og en parkeringsplads.

Det kan virke virkelighedsfjernt og irrelevant for et kontormarked som det danske. Man behøver dog ikke at kigge længere væk end til retail for at finde en sektor, hvor man i starten lod stå til, men hvor vindere og tabere med tiden blev defineret ud fra hvem der først implementerede slutforbrugernes ændrede præferencer.

Teknisk Note:

* RD's definition af prime og sekundær beror på lejeniveauet. Således er prime de ejendomme hvor lejeniveauet falder inden for top 25% af alle ejendomme i dataet. Sekundær er defineret som de ejendomme hvor lejeniveauet ligger over 50% af populationen, men under de øverste 25%. Lejeniveauerne er vægtet efter ejendomsværdien, og der er taget et 4 kvartal glidende gennemsnit for at udglatte dataet.

** Konstruktionsindikatoren og lejeniveauet er udglattet over seks kvartaler. Kontorbeskæftigelsen er lagged med fire kvartaler. Beskæftigelsen og udbuddet er opgjort på landsniveau, hvorimod rejeniveauet er for København.

Realkredit Danmark har udarbejdet publikationen alene til orientering. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge obligationer eller i øvrigt optage realkreditlån. Publikationens informationer, beregninger, vurderinger og skøn træder ikke i stedet for kundens egen vurdering af, hvorledes der skal disponeres. Efter Realkredit Danmarks opfattelse er publikationen korrekt og retvisende. Realkredit Danmark påtager sig dog ikke noget ansvar for publikationens nøjagtighed og fuldkommenhed eller for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund af publikationen.

Redaktion
Chefanalytiker
Simon Kristiansen
simk@rd.dk

Ansvarshavende
Cheføkonom
Christian Hilligsøe Heinig
chei@rd.dk

Udgiver
Realkredit Danmark
Lersø Parkallé 100
2100 København Ø
Risikostyring