

# ÅRSREGNSKABSMEDDELELSE

1. JANUAR - 31. DECEMBER 2008

SJÆLSØ GRUPPEN A/S



## HIGHLIGHTS

- Sjælsø realiserede i 2008 et resultat før værdireguleringer/nedskrivninger og skat på kr. 270 mio., og således indenfor det forventede interval på kr. 250–350 mio.
- Værdien af projektbeholdningen er ultimo 2008 nedskrevet med kr. 65 mio. som følge af de aktuelle markedsforhold.
- Resultat før skat udgør for 2008 kr. 205 mio. mod et resultat før skat i 2007 på kr. 1.021 mio.
- Ved udgangen af 2008 udgør egenkapitalen kr. 1.949 mio. Egenkapitalen er i 2008 forrentet med 7,7%.
- Likvide beholdninger til fri disposition udgør ved udgangen af 2008 kr. 233 mio.
- Gæld vedr. projektf finansiering er i 2008 nedbragt med kr. 1.406 mio. bl.a. i forbindelse med færdiggørelse og aflevering af projekter til køberne.
- Der blev i 2008 indgået aftale om salg af projekter med en projektværdi på kr. 2,2 mia. Salget af nye projekter var således lavere end i 2006 og 2007 primært som følge af større forsigtighed med indgåelse af nye lejeaftaler, et stærkt reduceret boligsalg samt investorenes afventende holdning, som følge af sværere adgang til finansiering.
- Krisen i den finansielle sektor og ejendomsbranchen medfører stigende udfordringer med at sikre finansiering af såvel nuværende som kommende projekter.
- Sjælsøs likviditetsmæssige råderum er blevet væsentligt reduceret i løbet af 2008, som følge af øgede krav til egenfinansiering af projekter, samt visse køberes vanskeligheder med at afregne køb af retailprojekter rettidigt.
- Sjælsø har et godt og professionelt samarbejde med koncernens banker. Det er væsentligt for Sjælsø, at der også fremover kan opnås finansiering af projekter, at nuværende lån og kreditter løbende kan refinansieres, samt at tilgodehavender fra salg af projekter afregnes rettidigt. Sjælsø har desuden mulighed for at fremskaffe likviditet ved at stille koncernens betydelige ubelånte værdier til sikkerhed for lån.
- På grund af den finansielle situation og koncernens forhold i øvrigt indstiller bestyrelsen til generalforsamlingen, at der ikke udbetales udbytte for 2008.
- Den aktuelle situation på finans- og ejendomsmarkederne giver også en række forretningsmæssige muligheder, bl.a. ved overtagelse eller samarbejde om udvikling og afslutning af strandede projekter, ligesom såvel konkurrencesituationen som mulighederne for entrering generelt set forbedres som følge af faldende byggepriser.
- For at styrke koncernen i den aktuelle situation og forbedre mulighederne for at udnytte den aktuelle markedssituation, vil selskabet søge at styrke koncernens kapitalgrundlag, eventuelt ved udstedelse af nye aktier.
- Udsigterne for 2009 er usikre og afhængige af en stabilisering af såvel markedssituationen som situationen på de finansielle markeder, herunder adgangen til finansiering af projekter for både Sjælsø og koncernens kunder. Baseret på bl.a. allerede sikret indtjening fra salg i tidligere år og igangværende forhandlinger forventes for 2009 et positivt resultat før eventuelle værdireguleringer/nedskrivninger og skat.
- Bestyrelsen betragter i lyset af markedssituationen resultatet for 2008 som tilfredsstillende.

ALLERØD, 3 MARCH 2009



John R. Frederiksen  
Bestyrelsesformand



Flemming Joseph Jensen  
CEO  
Kontaktperson  
(Tlf. 4810 0000)



Jørgen Junker  
COO



Torben Black  
CFO

# INDHOLD

	<b>SELSKABSOPLYSNINGER</b>		
5	Bestyrelse og direktion	16	Sjælsøs totalkoncept
6	Koncernstruktur	17	Internationalt fokus
	<b>LEDELSESBERETNING</b>	17	Fokus på risikospredning
7	Finanskrisens påvirkning på ejendomsbranchen	17	Styrkelse af kompetencer
7	Krisens betydning for Sjælsø	17	Fleksibel medarbejderstab
7	Fokus på likviditet, risikostyring og driften		<b>DEN FINANSIELLE STYRING, STYRINGSMÅL OG RISIKOFORHOLD</b>
7	Reduceret salg af nye projekter	18	Likviditets- og finansiell styring
7	Copenhagen Towers	18	Økonomiske styringsmål
8	Markedsmæssige udfordringer og muligheder	19	Soliditetsmål på 40%
8	Forbedrede muligheder for entrering	19	Supplerende nøgletal vedrørende grunde
8	Pipeline på kr. 19 mia.	19	Likviditetsmål
8	Styrkelse af kapitalgrundlag overvejes	19	Risikoforhold - generelt
8	Forventninger til 2009	20	Finansiering / renterisici
9	Scandinavian House, Warszawa	20	Kreditrisici
9	P/S Havneholmen	20	Spredning af risici på flere markeder
9	Copenhagen Residential A/S	21	Entreprise- og leverandørforhold
9	Retailprojekt i Helsingborg	21	Kundeforhold
9	Copenhagen Towers og WTCC	21	Kvalitetssikring
10	Copenhagen Towers II P/S	22	Konjunktur- og prisudvikling på ejendomme
10	WTCC III P/S – grunde i Ørestad Syd	22	Miljøforhold
11	Hoved- og nøgletal for koncernen	22	Valutarisici
12	Omsætningsudvikling	23	Medarbejdere
12	Resultatudvikling		<b>DANMARK</b>
13	Projektfinansiering	24	Erhverv
14	Likviditetsudvikling	24	Investorefterspørgsel
15	Balanceudvikling	24	Salg af ejendom i Nærum
15	Egenkapitaludvikling	25	Copenhagen Towers
15	Investeringssejendomme	25	Miljørigtigt byggeri
15	Nedskrivning af projektbeholdning	25	Internationalt hotel
15	Reduktion og test af goodwill	25	Opførelse af kontortårn afventer udlejning
	<b>SJÆLSØS FORRETNINGSKONCEPT</b>	26	Retail
16	Vision, mål og strategi	26	Salg af nye retailprojekter i Danmark i 2008
16	Fokus på indtjening og konsolidering	26	Bolig
16	Sjælsøs totalkoncept	26	Fortsat lav aktivitet på ejerboligmarkedet
16	Ny markedssituation kræver ny strategi	27	Fornuftigt marked for boligudlejning
		27	Copenhagen Residential



**UDLAND**

28	Fokus på internationalisering
28	Polen
28	Finanskrisen
28	To attraktive kontorprojekter i Warszawa
29	Boligmarkedet i Polen
29	Første boligprojekt i Polen igangsat
29	Retail i Polen
29	Retailprojekt i Polen
30	Sverige
30	Retail i Sverige
30	Boliger i Sverige
30	Boligprojekter i Sverige
30	Nyt stort erhvervs- og boligprojekt i Stockholm
31	Norge
31	Finland
32	Pipeline

**SJÆLSØS VIDENRESSOURCER**

34	Viden- og kompetenceplatformen
34	Medarbejderne er Sjælsøs største aktiv
34	Fokus på udvikling af kompetencer
34	Videndeling
34	Incitamentsprogrammer understøtter udviklingen
35	Effektiv organisationsstruktur
35	Et fælles brand
35	Ledelsesressourcer

**CORPORATE GOVERNANCE**

36	Revidering af anbefalinger i 2008
36	Aktionærer
36	Interessenter
36	Åbenhed og gennemsigtighed
36	Risikostyring
36	Investeringskomité
36	Revisionskomité

**AKTIONÆR OG EJERFORHOLD**

38	Aktiekapitalen i 2008
38	Aktietilbagekøb i 2008 / egne aktier
38	Shareholder value
38	Udbyttepolitik
39	Investor relations
39	Interne regler for handel med aktier i Sjælsø og behandling af intern viden
39	Incitamentsprogrammer

**FONDSBØRSMEDELELSER****FINANSKALENDER OG GENERALFORSAMLING**

41	Finanskalender
41	Ordinær generalforsamling

**OVERORDNEDE KOMMENTARER TIL REGNSKABET OG PENGE-STRØMSOPGØRELSEN****LEDELSESPÅTEGNING****DEN UAFHÆNGIGE REVISORS PÅTEGNING****ÅRSREGNSKAB 2008**

48	Resultatopgørelse
49	Aktiver
50	Passiver
51	Pengestrømsopgørelse for koncernen
52	Egenkapitalopgørelse - koncern
53	Egenkapitalopgørelse - moderselskab



## SELSKABSOPLYSNINGER



Foto: Sjælsø Gruppens A/S' bestyrelse og direktion.

Stående fra venstre: Torben Black, Ib Henrik Rønje, Steen Raagaard Andersen, Henrik Kristian Moltke, Jan Olav Braaten og Jørgen Junker  
Siddende fra venstre: Holger Dock, Flemming Joseph Jensen, John R. Frederiksen og Torben Rønje.

### MODERSELSKAB

Sjælsø Gruppen A/S  
Ny Allerødgård  
Sortemosevej 15  
3450 Allerød

Tlf.: 4810 0000  
Fax: 4810 0048  
sjaelsoe@sjaelsoe.dk  
www.sjaelsoe.dk

CVR nr.: 89 80 19 15  
Fondskode: 10241751

### BESTYRELSE

John R. Frederiksen, formand  
Torben Rønje, næstformand  
Steen Raagaard Andersen  
Jan Olav Braaten  
Holger Dock  
Henrik Kristian Moltke  
Ib Henrik Rønje

### DIREKTION

Flemming Joseph Jensen, CEO  
Jørgen Junker, COO  
Torben Black, CFO

### REVISION

Deloitte  
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

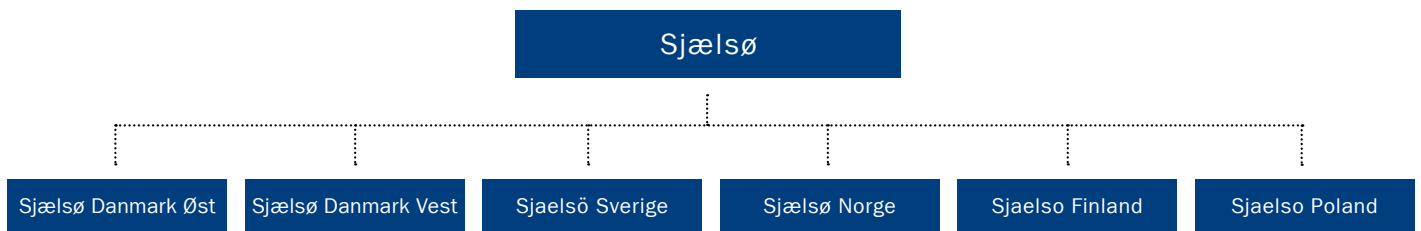
Nielsen & Christensen  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

## KONCERNSTRUKTUR

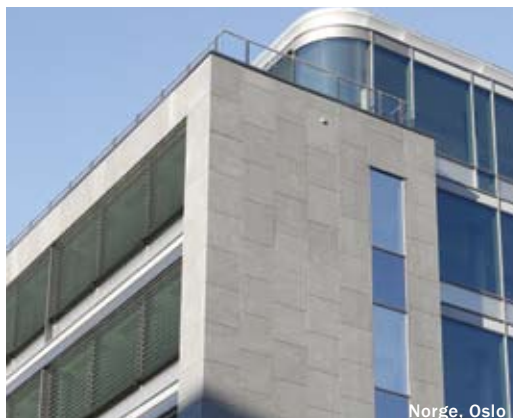
Sjælsøs hovedkontor er beliggende på Ny Allerødgård i Allerød, hvor også koncernledelsen og de fleste stabsfunktioner er placeret. Sjælsøs medarbejdere i bygge- og udviklingsafdelingerne i Danmark Øst er ligeledes placeret på Ny Allerødgård, mens aktiviteterne i Danmark Vest er samlet i Skejby, Århus.

Medarbejdere i Sjælsøs udenlandske selskaber opererer fra kontorer i Stockholm, Oslo, Helsinki og Warszawa.

I de enkelte lande har Sjælsø en række 100%-ejede datterselskaber, ligesom der er etableret en række joint ventures.



### SJÆLSØS HOVEDKONTOR I ALLERØD OG LANDEKONTORER:



## LEDELSESBERETNING

### FINANSKRISENS PÅVIRKNING PÅ EJENDOMSBRANCHEN

Den internationale finanskriser forplantede sig for alvor til Sjælsøs markeder i løbet af 2. halvår 2008.

Krisen på de finansielle markeder har generelt set medført en stærkt reduceret vilje til udlån til ejendomssektoren. Långiverne har således det seneste år været meget tilbageholdende med nyudlån til ejendomsbranchen, ligesom kravet til egenfinansiering i forbindelse med etablering af nye projekter generelt set har været stigende.

Sværere adgang til finansiering og en reduceret efterspørgsel efter ejendomme har medført et stigende afkastkrav til investeringsejendomme, særligt på mere sekundære beliggenheder. Nybyggede ejendomme på gode beliggenheder med gode lejere handles dog fortsat til priser, der muliggør en fornuftig indtjening ved udvikling af projekterne.

### KRISENS BETYDNING FOR SJÆLSØ

Krisen er hos Sjælsø primært kommet til udtryk i et reduceret nysalg af projekter og lavere indtjeningsmarginale samt væsentlig sværere adgang til finansiering af nye projekter og refinansiering af igangværende projekter og kreditfaciliteter. Sjælsø har derfor i stigende grad måttet egenfinansiere projekter, og har ubelånte værdier i projektrelaterede aktiver på mere end kr. 1 mia.

Uagtet at den finansielle sektor har fået stillet såvel likviditet som hybridkapital til rådighed fra statslig side, forventer Sjælsø ikke, at den nuværende situation ændres væsentligt på kort sigt.

Sjælsø har et godt samarbejde med en bred kreds af banker, og har en fornuftig finansiering af koncernens igangværende projekter. Sjælsø har dog som andre aktører i markedet været påvirket af den uro, som bredte sig i den finansielle sektor sidst i 2008. Det er af stor vigtighed for Sjælsø, at Sjælsø også fremover kan opnå en tilfredsstillende finansiering af igangværende og kommende projekter, at selskabet løbende kan refinansiere eksisterende låneafgifter, samt at koncernens bankforbindelser ikke søger at få indfriet lån og kreditter i utide.

Sjælsø må imidlertid også konstatere, at der hos køberne til en del af selskabets projekter er problemer med at fremskaffe finansiering og betale rettidigt for ejendommene. Sjælsø har derfor i forbindelse med salg af en række retailprojekter måttet acceptere udsættelse af overtagelsesdagen, ligesom Sjælsø har måttet acceptere, at en del af købesummen først betales på et senere tidspunkt.

Ved at sikre købers overtagelse af ejendommene sikredes samtidig, at hovedparten af købesummen kunne betales til Sjælsø, hvorved Sjælsø kunne indfri sine byggelån i forbindelse med projekterne. Ved udgangen af 2008 har Sjælsø bundet ca. kr. 300 mio. i tidligere solgte og afleverede projekter med en deraf følgende negativ påvirkning på Sjælsø's likviditet til fri disposition.

### FOKUS PÅ LIKVIDITET, RISIKOSTYRING OG DRIFTEN

I den nuværende markedssituation har Sjælsø betydelig fokus på selskabets balance- og likviditetsstyring, salg af projekter herunder via nye salgskanaler samt tilvejebringelse af finansiering til nuværende og fremtidige projekter.

Sjælsø har samtidig primært fokus på at færdiggøre igangværende projekter samt projekterne i selskabets pipeline for derved at reducere selskabets balance og eksponering mod markedet, hvorved der frigøres likviditet til andre formål, herunder udnyttelse af de markedsmæssige muligheder.

Sjælsø har via de seneste års eksponering mod flere markeder og ejendomsstyper reduceret koncernens risikoprofil væsentligt. I den nuværende situation er Sjælsø dog følsom overfor såvel den generelle udvikling som bankernes og investorernes ageren i markedet i særdeleshed, herunder investorernes evne til at effektuere indgåede aftaler.

Ændringerne i de markedsmæssige vilkår og forventningerne til fremtiden nødvendiggør samtidig, at der fokuseres på optimering og tilpasning af koncernens drift og organisation. Sjælsø har derfor gennemført initiativer, der skal tilpasse og understøtte koncernens langsigtede kapacitet, drift og konkurrenceevne. Som en del heraf har det desværre over en periode været nødvendigt at reducere organisationen i Sjælsø med godt 50 medarbejdere svarende til knap 25%.

### REDUCERET SALG AF NYE PROJEKTER

Vilkårene på de finansielle markeder skabte i løbet af 2008 en betydelig usikkerhed og afventende holdning hos såvel lejere som ejendomsinvestorer.

Sjælsø har derfor måtte konstatere en betydelig tilbagegang i salget af nye projekter. Der blev i 2008 indgået aftale om salg af projekter og ejendomme for i alt kr. 2,2 mia., hvoraf kr. 900 mio. vedrørte salget af 275 boliger til Essex.

Årets nysalg af projekter fordeler sig med 57% på boliger, 33% på retail og 10% på erhverv. 80% af nysalget vedrører projekter i Danmark bl.a. som følge af salget af boligpakken til Essex.

Af de nye projektsalg i 2008 på kr. 2,2 mia. indgår kr. 1,5 mia. i omsætningen for 2008, mens den resterende del vil blive indtægtsført i takt med projekternes færdiggørelse de kommende år.

### COPENHAGEN TOWERS

Byggeriet af Copenhagen Towers blev igangsat i 2007 og forløber planmæssigt. 1. etape omfatter bl.a. et 4-stjernet Crowne Plaza hotel med 366 værelser, og blev solgt til SG Nord Holding i 2007. Efter aftale med bygherren og under hensyntagen til de aktuelle muligheder i entreprenørmarkedet, er afleveringen af 1. etape fremrykket til november 2009, og vil således være klar til klimakonferencen.

## LEDELSESBERETNING

### FORTSAT

2. etape af Copenhagen Towers er på ca. 27.000 m<sup>2</sup> og gennemføres i et 50:50 joint venture mellem Sjælsø og SG Nord Holding A/S. Forberedende byggearbejder er igangsat, herunder byggeri af p-kælder. Opførelsen af selve kontorbyggerierne i 2. etape, herunder kontortårnet tegnet af Foster + Partners, vil blive afpasset udviklingen på kontormarkedet, bl.a. med krav om en tilfredsstillende forhåndsudlejning.

### MARKEDSMÆSSIGE UDFORDRINGER OG MULIGHEDER

Den aktuelle situation på ejendomsmarkedet med længere beslutningsprocesser vedrørende nye lejemål og investeringsprojekter gør det vanskeligere for Sjælsø at gennemføre nye projekter med en indtjening på højde med tidligere.

Sjælsø kan dog samtidigt konstatere, at konkurrencesituationen i det nuværende marked ændres markant til fordel for større aktører som Sjælsø, ligesom mulighederne for entrering er blevet forbedret, hvilket delvist kan kompensere for de sværere markedsvilkår og vigende salgspriser.

Den nuværende situation giver imidlertid også en række nye muligheder. Sjælsø får således et stigende antal henvendelser om samarbejde vedrørende ejendomsprojekter, der på den ene eller anden måde er havnet i en situation, hvor Sjælsøs kompetencer kan sikre den videre udvikling og gennemførelse af projekterne. Sådanne ejendomme og projekter handles i det nuværende marked til væsentligt højere afkast end færdigudviklede ejendomme udlejet på lange lejekontrakter, med deraf følgende mulighed for værdiskabelse ved en færdigudvikling af projekterne.

Sjælsø har således i stigende grad fokus på at deltage aktivt i gennemførelsen af projekter hos banker og investorer, og er åben overfor at indgå i nye sammenhænge i den forbindelse, bl.a. ved overtagelse af porteføljer af ejendomme med udvikling og videresalg for øje.

### FORBEDREDE MULIGHEDER FOR ENTRERING

Presset på entreprenørmarkedet er aftaget i løbet af 2008 i takt med, at projekter solgt i 2006 og 2007 er færdiggjort og afleveret til køberne. Sjælsø kan således konstatere et betydeligt prisfald i forbindelse med indgåelse af nye entrepris-aftaler, der muliggør udvikling og salg af projekter med en acceptabel indtjening under de nuværende markedsvilkår.

Efter en periode hvor Sjælsø har været nødsaget til i høj grad at anvende fagentrepriser, kan Sjælsø konstatere, at der igen er stor interesse for indgåelse af totalentrepris-aftaler i entreprenørmarkedet.

### PIPELINE PÅ KR. 19 MIA.

Sjælsø søger til stadighed at have en pipeline af kommende projekter, der matcher efterspørgslen efter nye projekter og Sjælsøs ønske om positionering på de enkelte markeder.

Sjælsøs pipeline udenfor Danmark er blevet styrket i 2008 bl.a. ved erhvervelse af to grunde til kontorprojekter i Warszawa samt et større kontor- og boligudviklingsprojekt i Stockholm.

I den aktuelle markedssituation har Sjælsø dog primært fokus på at gennemføre projekterne i den nuværende pipeline frem for tilvejebringelse af nye projekter. Bortset fra ovenstående projekter i Polen og Sverige har årets ændring i pipelinen primært baggrund i overførsel af projekterne på Teglnholmen og i Ørestad Syd fra investeringsejendomme til projektbeholdning, samt køb af grunde og projektmuligheder som led i salg af projekter til Essex og M. Goldschmidt Ejendomme.

### STYRKELSE AF KAPITALGRUNDLAG OVERVEJES

I den nuværende finansielle og markedsmæssige situation med øget krav til egenfinansiering er det vigtigt, at Sjælsø har et økonomisk råderum, der muliggør, at Sjælsø aktivt kan udnytte de markedsmæssige muligheder i både koncernens nuværende pipeline af projekter samt ved overtagelse af projekter fra andre aktører og banker.

Sjælsø Gruppen A/S vil derfor i løbet af 2009 søge at styrke selskabets kapitalgrundlag, eventuelt ved udstedelse af nye aktier i selskabet.

Sjælsø Gruppen A/S' storaktionær SG Nord Holding A/S har meddelt, at man er positiv overfor en eventuel udstedelse af nye aktier.

### FORVENTNINGER TIL 2009

Den finansielle uro har sammen med virksomhedernes stigende bekymring for økonomisk tilbagegang medført, at beslutningsprocesserne hos såvel erhvervslejerne som boligkøbere er blevet væsentligt forlænget.

Sværere adgang til finansiering og en generel usikkerhed på markedsudviklingen har samtidigt medført, at ejendomsinvestorerne er meget afventende med nyinvesteringer. Heller ikke på ejerboligmarkedet forventes nogen bedring i efterspørgslen på kort sigt. Modsat konstateres fortsat en fornuftig efterspørgsel efter nye boligudlejningsejendomme, dog ikke i et omfang, der kan kompensere for den generelle tilbagegang på boligmarkedet.

Det faldende renteniveau understøtter forventningen om en langsigtet fornuftig prisudvikling på ejendomme, ligesom de faldende byggeudgifter muliggør salg af projekter til reducerede priser med en fortsat fornuftig indtjening. Effekten heraf forventes dog i 2009 at blive begrænset som følge af den generelle usikkerhed og tilbageholdenhed.

Udsigterne for 2009 er således usikre og meget afhængige af en stabilisering af såvel markedssituationen som situationen på de finansielle markeder, og dermed adgangen til at opnå finansiering for såvel Sjælsø som koncernens kunder.

Baseret på allerede sikret indtjening fra salg i tidligere år samt igangværende forhandlinger forventes for 2009 et positivt resultat før eventuelle værdireguleringer/nedskrivninger og skat.



## JOINT VENTURES

En række af Sjælsøs projekter er gennem tiden gennemført i samarbejde med kapitalpartnere via joint ventures, for derved at få adgang til gennemførelse af større, langvarige og mere kapitalkrævende projekter.

Sjælsø er fortsat åben overfor forskellige samarbejdsformer, når det vurderes at have en positiv strategisk og forretningmæssig betydning for koncernen, ligesom Sjælsø løbende udvikler og tilpasser koncepter for gennemførelse og salg af projekter.

Sjælsø har aktuelt seks joint ventures med betydende aktivitet:

### SCANDINAVIAN HOUSE, WARSAWA

I 2007 indgik Sjælsø aftale om salg af 75% af boligprojektet i Wilanow i Warszawa til en kreds af danske investorer.

Projektet omfatter ca. 600 boliger og en mindre butiksdelt, og er beliggende i den attraktive Wilanow-bydel i Warszawa. Salget og byggeriet af første etape af projektet på ca. 275 boliger samt 3.000 m<sup>2</sup> butik i stueplan er igangsat i 2008. Det samlede projekt forventes at beløbe sig til ca. kr. 900 mio. kr., hvoraf der pt. er igangsat for ca. kr. 500 mio., inklusiv investeringen i grunden til begge etaper. De første boliger er klar til ibrugtagning primo 2010, og påtænkes afhændet som både ejer- og udlejningsboliger. Der er på nuværende tidspunkt forhåndssolgt enkelte boliger.

Sjælsø forestår projektudvikling, byggestyring og administration af projektet. Som en del af aftalen med medinvestorerne indestår Sjælsø for projektets finansiering, og kautitionerer i den forbindelse overfor projektets långivere.

Sjælsø har i 2009 overtaget en del af projektet fra investorerne, hvorefter Sjælsø nu samlet set ejer ca. 33% af projektet.

### P/S HAVNEHOLMEN

P/S Havneholmen ejes 50:50 af Sjælsø og Benson Elliot, London. Selskabet har indgået aftale med Sjælsø om køb af 177 boliger i det eksklusive projekt på Havneholmen i København. 47 boliger er leveret i 2008, mens de resterende 130 boliger leveres til P/S Havneholmen i løbet af 1. halvår 2009. Den samlede investering udgør ca. kr. 700 mio.

P/S Havneholmen søger at videresælge boliger til individuelle boligkøbere. Som følge af afmatningen på det danske ejerboligmarked fokuseres der for nærværende i stedet på udlejning af boligerne med henblik på senere salg heraf. Lidt over halvdelen af de færdiggjorte boliger er pt. udlejet.

Sjælsø er på lige fod med joint venture partneren forpligtet til at indskyde kapital i selskabet i forbindelse med overtagelsen af de resterende 130 boliger, ligesom Sjælsø er forpligtet til at sikre tilvejebringelse af et lån til P/S Havneholmen på op til kr. 100 mio.

### COPENHAGEN RESIDENTIAL A/S

Sjælsø udviklede i 2007 et nyt koncept for investering i boliger, hvor det gunstige boligudlejningsmarked kombineres med muligheden for salg af ejerboliger enkeltvis, når ejerboligmarkedet igen bliver attraktivt. Det nye koncept blev udbudt til salg via boliginvesteringsselskabet Copenhagen Residential A/S, der har købt syv boligprojekter af Sjælsø med i alt ca. 375 boliger til en samlet anskaffelsessum på ca. kr. 1,2 mia.

Sjælsø har foreløbig solgt 55% af Copenhagen Residential A/S til eksterne investorer, og vil på sigt nedbringe sin ejerandel til ca. 20%. Der pågår drøftelser mellem Sjælsø og investorerne, som kan medføre ændringer i projektporteføljen og ejerstrukturen.

Copenhagen Residential A/S overtager de færdigopførte boliger fra Sjælsø i løbet af 2009 og 2010. Investorerne inklusiv Sjælsø er forpligtet til at indskyde i alt kr. 350 mio. i egenkapital i forbindelse med projekternes levering, ligesom Sjælsø indestår for fremskaffelse af øvrig finansiering.

### RETAILPROJEKT I HELSINGBORG

I Helsingborg, Sverige har Sjælsø et joint venture med NorCap om udvikling og salg af et retailprojekt på 10.000 m<sup>2</sup>. Projektet er bl.a. udlejet til Coop, og byggeriet er netop igangsat. Den samlede projektværdi udgør ca. kr. 130 mio.

Projektet er fuldt ud finansieret, og Sjælsø kautitionerer herfor.

### COPENHAGEN TOWERS OG WTCC

Copenhagen Towers projektet i Ørestad Syd er opdelt i flere etaper og fordelt på tre hovedselskaber:

- Copenhagen Towers ApS, der ejes af SG Nord Holding. Selskabet har overtaget 1. etape af projektet på ca. 31.000 m<sup>2</sup> omfattende bl.a. et hotel- og konferencecenter, og gennemføres i totalentreprise med Sjælsø som projektudvikler og totalentreprenør. Sjælsø har i den forbindelse stillet sædvanlige garantier, herunder en leje garanti for projektets kontordel, svarende til to års leje.
- Copenhagen Towers II P/S, der er et datterselskab af det oprindelige WTCC P/S, og som har til hensigt at opføre og udleje 2. etape af projektet på ca. 27.000 m<sup>2</sup>.
- WTCC III P/S, der har overtaget de resterende grundarealer og byggeretter på ca. 71.000 m<sup>2</sup> i etape 3-5 med henblik på udvikling og salg heraf.

## JOINT VENTURES

FORTSAT

### COPENHAGEN TOWERS II P/S

Copenhagen Towers II P/S ejes 50:50 af Sjælsø og SG Nord Holding via ejerskabet af WTCC P/S.

Joint venturet omfatter 2. etape af Copenhagen Towers på ca. 27.000 m<sup>2</sup> med tillæg af kældre mv. Forberedende byggearbejder er igangsat, herunder byggeri af p-kælder. Opførelsen af selve kontorbyggerierne i 2. etape, herunder kontortårnet tegnet af Foster + Partners, vil blive afpasset udviklingen på kontormarkedet, bl.a. med krav om en tilfredsstillende forhåndsudlejning. Den samlede investering i 2. etape udgør ca. kr. 1 mia., hvoraf der pt. er igangsat arbejder for ca. kr. 350 mio. inklusiv investeringen i grunden.

Copenhagen Towers er et integreret projekt med en række fællesfaciliteter, hvorfor der af hensyn til ejendomskompleksets brugere vil ske en samdrift af 1. og 2. etape samt eventuelle efterfølgende etaper. Finansieringen af 1. og 2. etape er derfor sket samlet bl.a. ved, at der er etableret krydshæftelser mellem etaperne til sikring af projektets samlede finansiering på ca. kr. 1,7 mia. Sjælsøs hæftelse er begrænset til den indskudte kapital i WTCC P/S (2. etape) samt i et vist omfang kapitalen bundet i WTCC III P/S (etape 3-5) qua selskabernes og projekternes sammenhæng. Her til kommer sædvanlige entreprenørgarantier og yderligere garantistillelser i forbindelse med projektet og dets kapitalisering på i alt max. kr. 200 mio.

SG Nord Holding er storaktionær i Sjælsø. Alle transaktioner mellem parterne sker på markedsmæssige vilkår efter samme principper som for Sjælsøs øvrige joint ventures.

### WTCC III P/S – GRUNDE I ØRESTAD SYD

WTCC III P/S er et 50:50 joint venture mellem Sjælsø og SG Nord Holding. WTCC III P/S, ejer de resterende grundarealer i Ørestad Syd med en byggeret på ca. 71.000 m<sup>2</sup>, der blev opkøbt som led i etableringen af WTCC i 2006. WTCC III P/S har i 2008 erhvervet grundarealerne fra WTCC P/S for kr. 360 mio. Grundarealerne er fortsat bogført til den oprindelige kostpris i Sjælsøs regnskab.

Sjælsø hæfter forholdsmæssigt for en del af selskabets lån, der skal refinansieres i 2009.



Foto: Copenhagen Towers, råhus etape 1

## HOVED- OG NØGLETAL FOR KONCERNEN

I 1.000

RESULTATUDVIKLING	2004	2005	2006	2007 <sup>*)</sup>	2008
Omsætning	779.381	1.371.277	3.643.213	6.351.192	5.706.157
Projektbidrag før værdireguleringer/nedskrivninger	152.682	295.400	634.054	1.272.566	544.950
Værdireguleringer/nedskrivninger	0	0	0	0	(65.000)
Projektbidrag	152.682	295.400	634.054	1.272.566	479.950
Resultat af primær drift (EBIT)	64.592	186.297	431.805	1.001.718	192.294
Resultat af finansielle poster	3.471	4.453	7.618	18.800	12.627
Resultat før værdireguleringer/nedskrivninger og skat	68.063	190.750	439.423	1.020.518	269.921
Resultat før skat	68.063	190.750	439.423	1.020.518	204.921
Årets resultat efter skat	47.674	140.717	315.490	791.794	150.918
<b>NØGLETAL</b>					
Projektbidrag i procent af omsætning:					
- før værdireguleringer/nedskrivninger	19,6%	21,5%	17,4%	20,0%	9,6%
- efter værdireguleringer/nedskrivninger	19,6%	21,5%	17,4%	20,0%	8,4%
Overskudsgrad	8,3%	13,6%	11,9%	15,8%	3,4%

BALANCEUDVIKLING	2004	2005	2006	2007	2008
Anlægsaktiver i alt	89.797	58.766	701.262	639.513	580.924
Projektbeholdning, egen regning	1.107.441	1.015.757	1.911.378	2.887.862	3.261.792
Sikre aktiver: Likvide beholdninger til fri disposition	115.820	341.233	262.809	883.708	232.891
Indestående på deponeringskonti mm.	103.081	460.546	808.107	1.028.534	413.529
Tilgodehavender fra salg	437.009	635.081	1.368.362	2.169.671	2.052.968
Projektbeholdning, solgte projekter	118.888	815.041	1.883.234	1.248.921	368.693
Øvrige aktiver	24.268	44.882	89.873	97.800	188.788
Aktiver i alt	1.996.304	3.371.306	7.043.025	8.956.009	7.099.585
Aktiver i alt korrigeret (reduceret med sikre aktiver)	1.221.506	1.119.405	2.702.513	3.625.175	4.031.504
Egenkapital i alt	597.302	653.711	1.284.305	2.022.661	1.948.793
<b>NØGLETAL</b>					
Soliditet - styringsmål min. 40%	48,9%	58,4%	47,5%	55,8%	48,3%
Egenkapital i f.t. grundbeholdning - styringsmål min. 80%	338,4%	207,3%	126,3%	182,2%	110,0%
Egenkapitalforrentning	8,2%	23,3%	34,2%	49,0%	7,7%
Egenkapitalforrentning (inkl. tildelte ikke udnyttede warrants)	7,9%	20,4%	29,8%	47,4%	7,7%

AKTIERELATEREDE NØGLETAL	2004	2005	2006	2007	2008
Børskurs pr. balancedagen	60	169	185	139	20
P/E værdi	8,3	27,0	13,9	4,5	3,4
Udbytte pr. aktie á 10 kr.	4,00	8,00	4,00	4,00	0,00
Resultat pr. aktie á 10 kr. (EPS)	2,14	6,27	13,29	31,04	5,89
Resultat pr. aktie á 10 kr. - inkl. tildelte ikke udnyttede warrants	1,97	5,58	12,55	29,41	5,89
Indre værdi pr. aktie á 10 kr.	26,75	29,01	51,47	77,60	77,16
Pengestrømme fra drift pr. aktie <sup>**) </sup>	6,96	4,07	1,81	28,94	(11,16)

Aktierelaterede nøgletal er beregnet i overensstemmelse med "Anbefalinger og Nøgletal 2005" udgivet af Den Danske Finansanalytikerforening. På side 45 er vist de formler som er anvendt ved beregningen af nøgletallene.

Som følge af ændret regnskabspraksis i 2007 samt udstedelse af fondsaktier i 2007 er hoved- og nøgletal for 2004 - 2006 tilpasset.

<sup>\*)</sup> Der er ligeledes foretaget tilpasning af sammenligningstal for 2007 vedrørende investeringsejendomme jf. kommentarerne hertil på side 15.

<sup>\*\*)</sup>  Som følge af ændret klassifikation af deponerings- og sikringskonti i 2008 er sammenligningstallene for 2004 - 2007 tilpasset.

De foretagne tilpasninger medfører at sammenligningstallene for 2004 - 2007 afviger fra indholdet i de tidligere offentliggjorte årsrapporter.

## LEDELSESBERETNING

### FORTSAT

#### OMSÆTNINGSUDVIKLING

Sjælsø koncernens omsætning blev i 2008 kr. 5.706,2 mio. hvilket er ca. 10% lavere end i 2007. Omsætningen i både 2007 og 2008 er væsentlig påvirket af salg og levering af boliger til både private boligkøbere og investorer. I 2007 afleverede Sjælsø ca. 1.600 boliger, og i 2008 blev der afleveret 940 tidligere solgte boliger.

Solgte boliger til private boligkøbere indgår først i omsætningen på det tidspunkt de afleveres til boligkøberne. Det høje aktivitetsniveau i 2005 og 2006 med mange igangværende boligprojekter får således stor effekt på omsætningen i 2007 og 2008 i takt med, at boligerne afleveres.

Nedenfor ses omsætningsfordelingen i 2007 og 2008 af solgte projekter indenfor erhvervs-, retail- og boligområderne. Det er stadig målsætningen at reducere afhængigheden af et enkelt marked, og specielt afhængigheden af det danske boligmarked. Sjælsø forventer således, at omsætningen fra projekter udenfor Danmark i løbet af et par år vil blive forøget til op mod 50%. Det er ligeledes Sjælsøs målsætning at sikre en fornuftig balance mellem omsætning fra erhvervs- og retail- og boligprojekter med ca. 1/3 indenfor hvert af områderne.

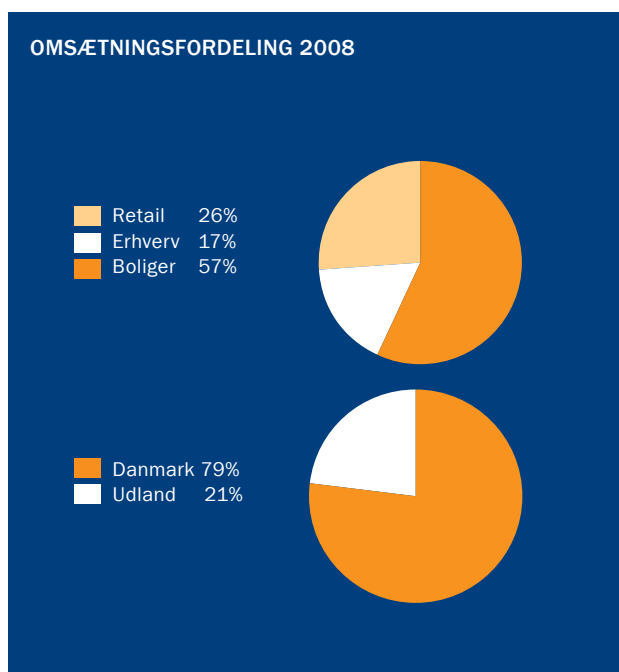
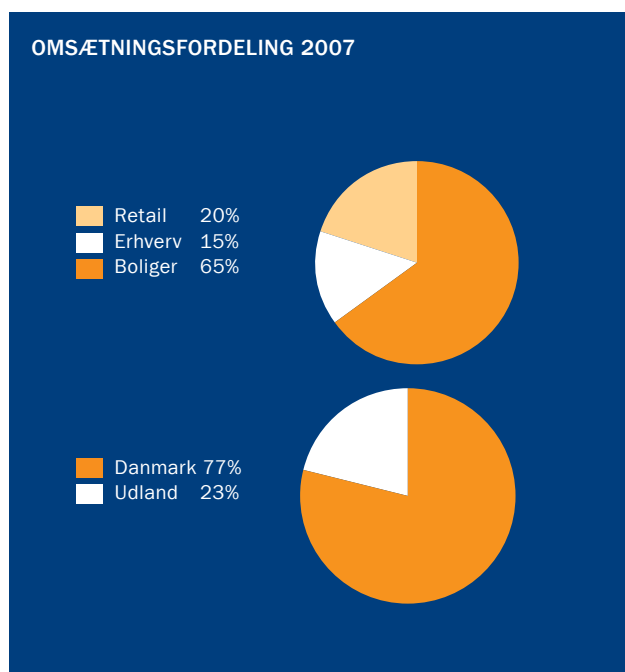
#### RESULTATUDVIKLING

Det samlede koncernresultat før værdireguleringer/nedskrivninger og skat blev i 2008 kr. 269,9 mio. I 2007 blev det tilsvarende resultat kr. 1.020,5 mio.

Det lavere resultat i 2008 skyldes effekten af flere væsentlige forhold:

- Det reducerede aktivitetsniveau i ejendomsmarkedet har i 2008 medført reduceret nysalg af projekter og dermed reducerede udviklingsavancer.
- Generelt set store stigninger i byggeomkostninger i opførelsesperioden for tidligere solgte og entrerede projekter.
- Kapacitetsmangel i byggebranchen medførte, at Sjælsø i høj grad måtte anvende fagentrepriser, hvilket medførte budgetafvigelse, som følge af ekstra- og uforudsete omkostninger i flere projekter.
- Mange projekters økonomi er påvirket af stigende finansieringsomkostninger, afledt af den finansielle krise, men også af en længere bindingsperiode af deponerede salgssummer, idet myndigheders ekspeditionstid med f.eks. udmatrikulering har været unormal lang.
- Sjælsøs salg af boliger til Essex skete til reducerede salgspriser og dermed uden nævneværdigt projektbidrag. Dette var et helt bevidst valg for at reducere Sjælsøs disponering mod boligmarkedet i Storkøbenhavn, og derved frigøre ressourcer og likviditet.

Det samlede projektbidrag før værdireguleringer/nedskrivninger udgør 9,6% i 2008 sammenlignet med 20,0% i 2007. Sjælsø forventede for 2008 en reduktion i projektbidraget, som en konsekvens af de ovenfor nævnte forhold.



Under hensyntagen til den nuværende situation i ejendomsmarkedet, har Sjælsø valgt at gennemføre visse salg med en reduceret avance, såfremt dette bidrager til at reducere balance og gæld, og dermed får en positiv effekt på koncernens soliditet, likviditet og økonomiske råderum.

Sjælsøs samlede kapacitetsomkostninger (personale- og driftsomkostninger) er i 2008 steget i forhold til 2007. Finanskrisen og dens påvirkning på ejendomsbranchen har medført, at Sjælsø løbende har gennemført en tilpasning af omkostninger og organisation til et forventet lavere aktivitetsniveau. De lavere omkostninger vil først få effekt i 2009.

Generelt set er Sjælsøs omkostningsniveau fortsat forholdsmæssigt lavt i forhold til de igangværende aktiviteter, og afspejler dermed Sjælsøs koncept med forholdsvis få ansatte og en høj grad af outsourcing til underleverandører, bl.a. entreprenører, der udfører byggeopgaver for Sjælsø. Derved opnås en stor fleksibilitet, som bidrager til minimering af konjunkturmæssige risici.

Sjælsø udelukker ikke en fortsat tilpasning af kapacitetsomkostningerne, men søger dog at bevare den viden og kompetence, der kendetegner Sjælsø som en seriøs forretningspartner. Sjælsø vil fortsat udvise vilje og evne til at tilpasse sig ændrede markeds- og konkurrencevilkår, også i et usikkert ejendomsmarked.

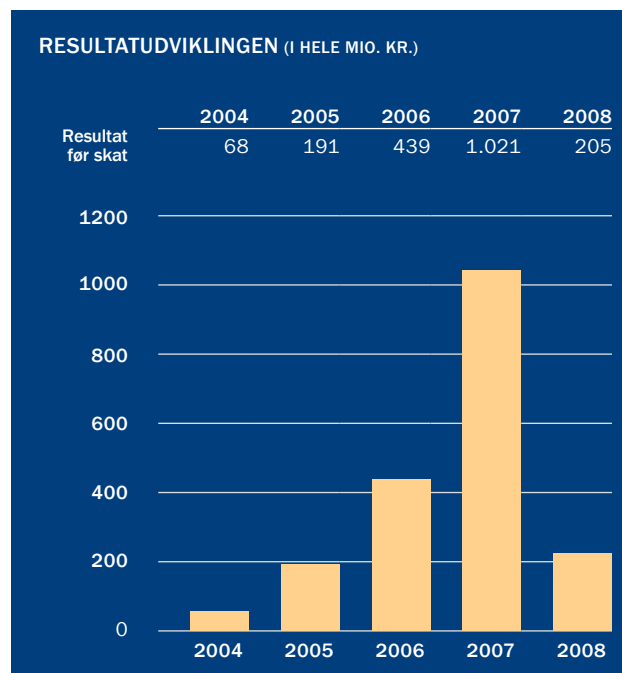
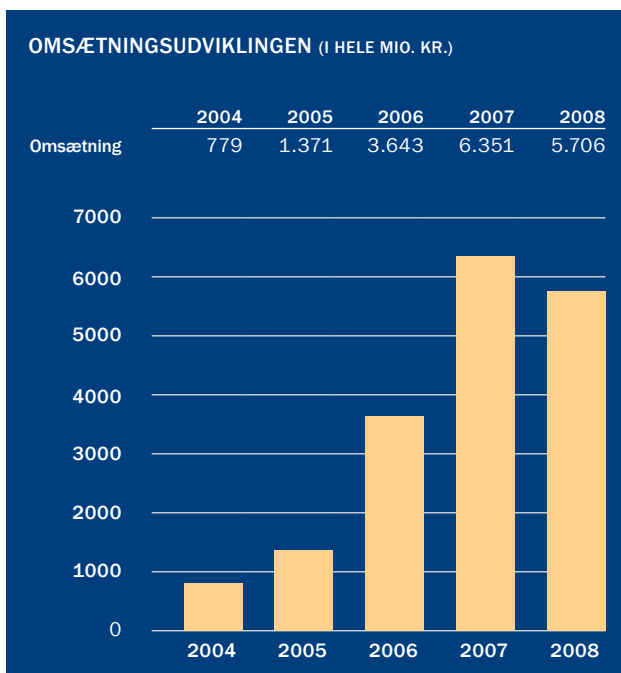
De finansielle indtægter (netto) udgør i 2008 kr. 12,6 mio. og vedrører bl.a. renter af de indestående, der knytter sig til Sjælsøs likviditet til fri disposition. Beløbet er lavere end i 2007, og afspejler i store træk udviklingen i de likvide beholdninger.

Finansielle omkostninger, der direkte knytter sig til et konkret projekt, medtages under projektbidraget som en projektomkostning, og har i 2008 udgjort i alt kr. 220,3 mio. Samlet set er disse omkostninger reduceret med effekten fra de i 2007 indgåede swap-aftaler med kr. 8,1 mio.

### PROJEKTFINANSIERING

Det er fortsat Sjælsøs mål at sikre maksimal finansiering af projekter, dog under hensyntagen til forudsætninger og omkostninger derved. Sjælsø har i den nuværende markedssituation i flere tilfælde måttet acceptere en stigning i rentemarginalen, fees m.m. i forbindelse med etablering og udnyttelse af lån, herunder omkostninger i forbindelse med øget krav til sikkerhedsstillelse.

Det tilstræbes, at der i øget omfang indgås aftaler med investorer om acantobetaling/forward funding i henhold til en rateplan, der typisk følger stædeudviklingen i projektet. Hvor en sådan aftale er mulig og omkostningerne derved er acceptable, vil dette være den optimale finansieringsstruktur for Sjælsø.



## LEDELSESBERETNING

### FORTSAT

#### LIKVIDITETSUDVIKLING

De samlede likvide beholdninger til fri disposition i koncernen pr. 31.12.2008 udgør kr. 232,9 mio.

Derudover har Sjælsø kr. 413,5 mio. indestående på depoterings- og sikringskonti, som forventes frigjort senest i 2. kvartal 2009 i forbindelse med endelig afregning fra solgte projekter. Ca. kr. 330 mio. heraf vil blive anvendt til nedbringelse af gæld vedrørende finansiering af de pågældende projekter, og resten vil være til Sjælsøs frie disposition.

I 2008 havde Sjælsø et negativt cash-flow fra driften på kr. 285,9 mio., som i store træk skyldes, at Sjælsø i 2008 har måttet anvende likviditet til øget egenfinansiering af projekter, ligesom Sjælsø i enkelte tilfælde har været nødsaget til at medvirke til køberes finansiering af retailprojekter.

Ved indgangen til 2008 havde Sjælsø en ekstraordinær gunstig likviditetssituation og rådede således over likviditet til at kunne mellemfinansiere/delfinansiere projekter og køb mm., når attraktive projekter og strategiske muligheder opstod. Dette betød, at Sjælsø i flere tilfælde kunne igangsætte projekter med anvendelse af egne midler. Den i projekterne bundne likviditet frigøres først i forbindelse med aflevering af de pågældende projekter i efterfølgende år, med mindre projekterne forinden finansieres via banklån. Den i 2. halvår 2008 opståede finanskriser reducerede imidlertid adgangen til at opnå finansiering på gunstige vilkår.

Sjælsøs samlede projektbeholdning udgør pr. 31.12.2008 ca. 3,6 mia. Heraf er ca. kr. 1,0 mia. egenfinansieret, svarende til mere end 25%.

Likviditet til fri disposition øges i forbindelse med afregning af salgssummer fra solgte projekter med fradrag af den bankgæld, der måtte finansiere det pågældende projekt.

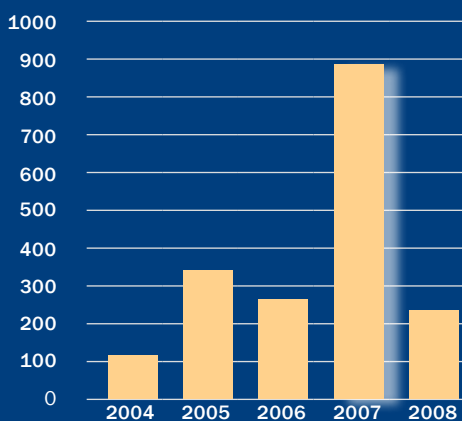
Likviditeten til fri disposition anvendes bl.a. til at sikre betaling af den løbende drift i Sjælsø koncernen (lønninger, husleje og andre driftsomkostninger), ligesom betaling af udbytte til selskabets aktionærer og aktietilbagekøb er sket med likviditet til fri disposition.

Udover øget kapitalbinding i igangværende projekter og ejendomme, har Sjælsø i 2008 anvendt betydelig likviditet til bl.a.:

- Betaling af udbytte til selskabets aktionærer, kr. 103,5 mio.
- Tilbagekøb af aktier for kr. 153,0 mio.
- Kontant afregning af købesum for IBI koncernen med kr. 120,0 mio.
- Betalinger af selskabsskatter med kr. 172,3 mio.
- Forudbetaling for køb af en grund i forbindelse med Essex aftalen med kr. 100,0 mio.
- Medvirken i køberes finansiering af retailprojekter med ca. kr. 300,0 mio.

#### LIKVIDITET TIL FRI DISPOSITION (I HELE MIO. KR.)

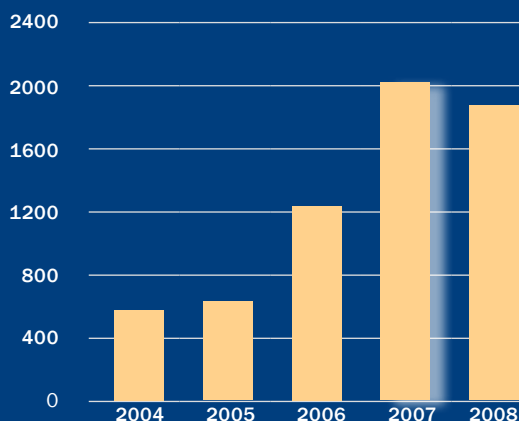
	2004	2005	2006	2007	2008
Likviditet til fri disposition *)	116	341	263	884	233



\*) ekskl. uudnyttede driftskreditter.

#### EGENKAPITALUDVIKLINGEN (I HELE MIO. KR.)

	2004	2005	2006	2007	2008
Egenkapital	597	654	1.284	2.087	1.949



**BALANCEUDVIKLING**

Den samlede koncernbalance er i 2008 reduceret med kr. 1.856,4 mio. og udgør pr. 31.12.2008 kr. 7.099,6 mio.

Reduktionen i balancen skyldes i væsentlig grad nedbringelse af gæld til kreditinstitutter, der i 2008 er nedbragt med kr. 1.406,1 mio. Denne reduktion i gælden er primært sket i forbindelse med afregning fra salg af boliger, inkl. salget til Essex.

Den samlede gæld til kreditinstitutter vedrørende projektfinansiering udgør pr. 31.12.2008 kr. 3.788,4 mio., hvoraf kr. 1.945,9 mio. forfalder inden for ét år og vedrører afregning af solgte projekter, afdrag på lån og lån der skal refinansieres.

**EGENKAPITALUDVIKLING**

Egenkapitalen udgjorde i årsrapporten 2007 kr. 2.086,7 mio. pr. 31.12.2007, men er med henvisning til afsnittet om værdiregulering af investeringsejendomme reguleret med kr. 64,0 mio. til kr. 2.022,7 mio. pr. 31.12.2007.

**Afgang fra egenkapitalen**

I 2008 er der udbetalt kr. 103,5 mio. i udbytte, og der er købt egne aktier for kr. 153,0 mio., der er nedskrevet til kr. 0. Disse to beløb er sammen med valutakursreguleringer på kr. 53,5 mio. således fragået egenkapitalen med i alt kr. 310,0 mio.

**Tilgang til egenkapitalen**

Årets resultat efter skat er tilgået egenkapitalen med kr. 150,9 mio. Egenkapitalen blev i 2008 forøget med kr. 15,3 mio. i forbindelse med tegning af 333.000 nye aktier ved medarbejderes konvertering af warrants til aktier. Herudover blev egenkapitalen øget med kr. 62,8 mio. i forbindelse med overdragelse af 675.000 aktier til kurs 93 til de tidligere ejere af IBI. Overdragelsen skete som delvis afregning af købet af IBI. Andre reguleringer på egenkapitalen (netto) udgør i alt kr. 7,1 mio. Tilgangen til egenkapitalen er herefter i alt kr. 236,1 mio.

**INVESTERINGSEJENDOMME**

I 1. halvår 2007 valgte Sjælsø at omklassificere strategisk velbeliggende grunde på Tegholmen og Ørestad Syd fra projektbeholdning til investeringsejendomme. Ejendommene blev som følge deraf indregnet til dagsværdi, hvilket i 2007 påvirkede resultatet før skat med kr. 85,4 mio. og kr. 64,0 mio. efter skat.

Der forelå ikke på daværende tidspunkt konkrete planer for anvendelse af grundene, som derved ændrede karakter til en mere langsigtet investering.

Imidlertid er der i løbet af 2. halvår 2008 indledt forhandlinger med potentielle lejere/investorer vedrørende de pågældende ejendomme, og disse ejendomme skal derfor igen være en del af Sjælsøs projektbeholdning til udvikling af nye projekter.

Dette kombineret med, at der er forskellige fortolkningsmuligheder af, hvorvidt grundbeholdninger kan omklassificeres efter første indregning betyder, at Sjælsø efter en dialog med Fondsrådets sekretariat har besluttet, at omklassifikationen i 2007 tilbageføres med effekt i 2007 i henhold til IAS 8, dvs. korrigeres som en fejl. Derved reguleres Sjælsøs resultat og egenkapital for opskrivningen på kr. 64,0 mio., der var knyttet til ejendommene. Sammenligningstallene for 2007 er således tilpasset i årsrapporten for 2008.

**NEDSKRIVNING AF PROJEKTBEHOLDNING**

Sjælsø vurderer løbende indtjeningsmulighederne fra kommende/mulige projekter, i hvilke de i projektbeholdningen opførte grunde og ejendomme indgår. Der er foretaget test af projektværdierne, i hvilken forbindelse der bl.a. er taget højde for såvel lavere salgspriser som til den reduktion i byggepriserne, der kan konstateres i markedet. Baseret herpå har Sjælsø besluttet at foretage en nedskrivning af projektbeholdningen med kr. 65 mio., hvilket i al væsentlighed kan tilskrives den nuværende markedssituation.

**REDUKTION OG TEST AF GOODWILL**

Goodwill er i 2008 reduceret med kr. 58,5 mio. i forbindelse med endelig fastlæggelse af købesummen for IBI-koncernen.

I overensstemmelse med IAS 36 har Sjælsø i forbindelse med regnskabsudarbejdelsen for 2008 tillige foretaget nedskrivningstest af goodwill erhvervet ved købet af IBI-koncernen, hvor Sjælsø fik adgang til retailmarkedet i Danmark, samt markederne i Sverige, Norge og Finland. Testen er foretaget på grundlag af tilbagediskontering af forventet fremtidigt cash-flow fra de tilkøbte virksomheder og baseres således på en "value in use" værdi for Sjælsø.

Under hensyn til den verserende finansielle krise, er der anlagt en forsigtig vurdering af indtjeningsforventninger og fremtidigt cash-flow. Testen har vist, at der ikke er behov for nedskrivning af goodwill, idet forventet fremtidigt cash-flow understøtter den bogførte værdi af goodwill.

## SJÆLSØS FORRETNINGSKONCEPT

### VISION, MÅL OG STRATEGI

Sjælsø er en videnbaseret virksomhed, som står for idégenerering, projektudvikling, projektstyring, finansiering, risikostyring samt salg og udlejning af bolig-, erhvervs- og retailprojekter til ejere, lejere og investorer. Selve den fysiske opførelse af og rådgivning omkring projekterne sker i tæt samarbejde med eksterne samarbejdspartnere.

Det er Sjælsøs vision at fremstå som en attraktiv samarbejdspartner for boligkøbere, investorer, brugere og lejere, der ønsker at købe eller leje fast ejendom. Sjælsø skal fleksibelt og hurtigt kunne tilpasse sig kundernes ønsker og behov og være handlekraftig, når forretningsmæssige muligheder opstår. En høj kvalitet og beslutningsdygtighed har altid været - og skal altid være - en kernekompetence for Sjælsø.

### FOKUS PÅ INDTJENING OG KONSOLIDERING

Det er Sjælsøs målsætning, gennem kontrolleret vækst og konsolidering inden for selskabets kerneområder, at skabe en god indtjening, og dermed over tid øge selskabets værdiskabelse til fordel for Sjælsøs aktionærer, medarbejdere og øvrige interessenter.

For at nå denne målsætning fokuserer Sjælsø på tre hovedtyper af udviklingsprojekter:

- Nybyggeri (greenfield-projekter)
- Totalrenovering af eksisterende bygninger
- Finansiell development (køb og salg af eksisterende bygninger).

Det er samtidig en væsentlig del af strategien vedvarende at have fokus på de forretningsmæssige risici, som Sjælsø påtager sig i forbindelse med sine aktiviteter.

Derfor anvendes en række økonomiske styringsmål, der skal sikre, at Sjælsø til stadighed har en økonomisk styrke, der sikrer koncernens handlefrihed og understøtter muligheden for at forfølge og realisere de forretningsmæssige muligheder.

### SJÆLSØS TOTALKONCEPT

Sjælsøs totalkoncept passer på alle typer af projekter – både nybyggeri og renovering – uanset hvem aftageren af byggeriet er. Takket være den viden og erfaring, som Sjælsøs medarbejdere besidder, er det muligt at realisere store og mere komplekse projekter. Netop Sjælsøs mulighed for at gennemføre sådanne projekter betragtes som en meget væsentlig konkurrenceparameter.

### NY MARKEDSSITUATION KRÆVER NY STRATEGI

Den verserende krise på de finansielle markeder og i ejendomsbranchen nødvendiggør, at Sjælsø for øjeblikket fokuserer på konsolidering og nedbringelse af koncernens pengebindinger i igangværende projekter, bl.a. via fremrykning af salget heraf.

Ved en nedbringelse af pengebindingerne og frigivelse af likviditet og ressourcer til andre formål vil Sjælsø samtidig kunne udnytte de nye muligheder, som den igangværende korrektion i markedet også medfører. Sjælsø vurderer således løbende mulighederne for at tilpasse koncernens strategi og markedstilgang til den aktuelle situation. Det er Sjælsøs vurdering, at den igangværende markedskorrektion i en periode vil medføre en reduceret efterspørgsel efter nyudviklede projekter, herunder nybygningsprojekter. Derimod vurderer Sjælsø, at der i de kommende år vil være et betydeligt potentiale i at overtage og videreudvikle ejendomsporteføljer fra bl.a. banker og investorer.

### SJÆLSØS TOTALKONCEPT

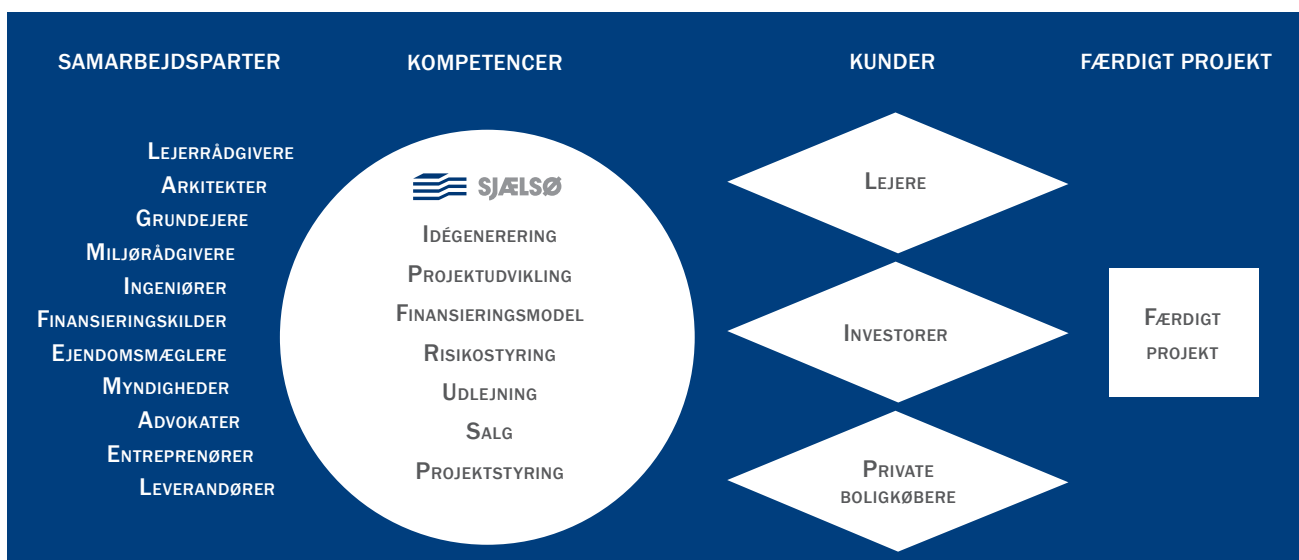






Foto: Sjælsøs kontor i Warszawa

Sjælsø er således åben overfor at indgå i nye samarbejdsformer, herunder samarbejde med kapitalstærke investorer om overtagelse og videreudvikling af ejendomsporteføljer, i hvilken forbindelse Sjælsøs organisation og kompetencer kan medvirke til at sikre en optimal værdiskabelse i projekterne.

#### INTERNATIONALT FOKUS

Sjælsø har over en årrække opbygget en markedsledende position på det danske marked og besidder i dag betydelig kompetence inden for bolig- og erhvervsmarkedet. Ved også at fokusere på retailmarkedet samt bolig og erhverv udenfor Danmark, skabes en forbedret og styrket forretningsplatform med adgang til nye og større projektmuligheder, herunder projekter der inkluderer alle tre typer af ejendomsprojekter, ligesom der skabes et godt grundlag for at realisere forretningsmæssige synergier.

Det er således Sjælsøs strategi at anvende den udvidede forretningsmæssige platform til at videreudvikle selskabet yderligere - når den aktuelle korrektion og konsolidering er overstået - bl.a. ved at fortsætte den igangsatte overførsel af selskabets kompetencer inden for bolig- og erhvervsbyggeri til de øvrige nordiske markeder og Polen.

#### FOKUS PÅ RISIKOSPREDNING

Den internationale ekspansion og etableringen på retailmarkedet har sikret en række nye forretningsmuligheder og en forbedret risikoprofil med stærkt reduceret afhængighed af det danske boligmarked. Det er Sjælsøs målsætning, at koncernens omsætning på sigt er fordelt med ca. 1/3 på henholdsvis bolig-, erhvervs- og retailmarkedet, samt at op imod halvdelen af omsætningen kommer fra aktiviteter udenfor Danmark.

Målsætningen om en ændret omsætningsfordeling med øget fokus på erhvervs- og retailprojekter er allerede delvist kommet til udtryk ved de gennemførte salg af projekter i 2007 og 2008.

#### STYRKELSE AF KOMPETENCER

Med etableringen i de øvrige nordiske lande og Polen er Sjælsøs kompetencer og muligheder indenfor projektudvikling blevet markant styrket. Sjælsø har i dag betydelig erfaring med projektudvikling på hele det nordiske marked og har et stærkt kontaktnet. Sjælsø er derfor i dag blandt Nordens førende projektudviklere.

Det er Sjælsøs målsætning aktivt at anvende denne styrkede forretningsplatform til at sikre fornyet fremgang i de kommende år. Der er således taget initiativer til at sikre, at viden og best-practice udnyttes i hele koncernen, og der realiseres løbende forretningsmæssige synergier mellem de forskellige forretningsenheder.

#### FLEKSIBEL MEDARBEJDERSTAB

Sjælsø og dets medarbejdere har historisk set altid udvist stor fleksibilitet og forandringsvillighed, både organisatorisk og forretningsmæssigt.

Netop viljen og evnen til hurtigt og effektivt at udvikle og tilpasse fokus og organisationen i takt med, at de forretningsmæssige muligheder og markeder ændrer sig, er én af Sjælsøs kernekompetence, og er i høj grad med til at sikre en løbende god indtjening i Sjælsø.

## DEN FINANSIELLE STYRING, STYRINGSMÅL OG RISIKOFORHOLD

### LIKVIDITETS- OG FINANSIEL STYRING

Den finansielle situation og dens påvirkning på ejendomsbranchen har for Sjælsø medført øget fokus på den finansielle styring generelt set og på likviditetsstyringen i særdeleshed. Bankernes reducerede villighed og muligheder for at yde finansiering til projekter medfører reduceret aktivitet for Sjælsø. For at gennemføre allerede helt eller delvist udlejede eller solgte projekter, er Sjælsø nødsaget til i langt større udstrækning at styre og anvende likviditet til fri disposition, ud fra såvel kortsigtede som langsigtede prioriteringer.

Sjælsøs styringsmål for likviditet til fri disposition var i 2007 og 1. halvår 2008 til fulde opfyldt, hvilket har bidraget til, at Sjælsø har haft likviditetsmæssig styrke til at modstå det pres, ejendomsbranchen generelt set har været udsat for i 2008. Sjælsø har således kunnet fortsætte udviklingen af nye projekter og fastholdt opførelsen af igangværende byggeprojekter, dog med en større egenfinansieringsgrad end under normale omstændigheder.

Sjælsø har således ved udgangen af 2008 bundet mere end kr. 1 mia. i projekter under udvikling og/eller opførelse. Det er Sjælsøs målsætning, at der løbende så vidt muligt sker en refinansiering heraf med byggekreditter mv.

Sjælsø har som følge af enkelte kunders finansieringsproblemer, været nødsaget til fortsat at binde kapital i aflevere retailprojekter.

Sjælsøs likviditet til fri disposition er derfor blevet væsentligt reduceret i løbet af 2008. Likvide beholdninger til fri disposition vurderes sammen med ej udnyttede driftskreditter at svare til det kommende års kontante driftsomkostninger, når der også henses til gennemførte organisatoriske tilpasninger og besparelser. Koncernens likviditetsmål er således opfyldt.

Den løbende likviditetsmæssige udfordring er ledelsen i Sjælsø naturligvis meget bevidst om, og der arbejdes løbende på at sikre en optimal finansiering, ligesom der løbende søges fremskaffet likviditet til at understøtte Sjælsøs aktiviteter.

### ØKONOMISKE STYRINGSMÅL

Ledelsen i Sjælsø ønsker at fastholde de overordnede økonomiske styringsmål for koncernen, som led i den overordnede strategi om en balanceret vækst og konsolidering i forhold til den konjunkturmæssige situation. Dispositioner i koncernen styres via to overordnede styringsmål for soliditet og ét overordnet styringsmål for likviditet.

### SOLIDITETSMÅL

Soliditeten for koncernen må ikke være mindre end 40%, hvor egenkapitalen måles i forhold til aktiver korrigeret (reduceret med sikre aktiver).

Realiseret: 48%

Supplerende soliditetsmål vedrørende byggegrunde. Egenkapitalen må ikke være mindre end 80% i forhold til grundbeholdningen, idet grunde vurderes at rumme en større konjunkturfølsomhed, ligesom der er knyttet liggeomkostninger hertil.

Realiseret: 110%

### LIKVIDITETSMÅL

Det er målet, at likviditet til fri disposition skal udgøre mindst ét års kontante driftsomkostninger for koncernen. I 2008 er den frie likviditet til disposition i større grad end tidligere anvendt til nedbringelse af gæld og egenfinansiering af projekter mv., og ligger pr. 31. december 2008 på niveau med det kommende års kontante driftsomkostninger, når der henses til de gennemførte organisatoriske tilpasninger og besparelser.

Sjælsø har i 2008 reduceret projektbeholdningen, bl.a. i forbindelse med salg af 275 boliger til Essex, samt salg af en ejendom i Nærum. Sjælsø har som led i de nævnte salg erhvervet to grunde. I 2008 erhvervede Sjælsø endvidere en kontorejendom i Stockholm og to grunde i Polen. Der har ligeledes været en tilgang til projektbeholdning i forbindelse med projektering og opførelse af projekter med en forholds-mæssig stor egenfinansieringsgrad.

Beslutninger om køb af grunde og bygninger til projektudvikling og eventuelt opførelse af byggeri i egen regning, sker altid på baggrund af såvel en vurdering af indtjeningspotentialet som effekten på styringsmålene - på både kort og lang sigt. Det tilstræbes i videst muligt omfang altid at have råderum til at kunne foretage en hurtig beslutning, når muligheden opstår. Under hensyntagen til Sjælsøs likviditet og under de nuværende finansielle forhold generelt set, vil Sjælsø for øjeblikket kun i begrænset omfang erhverve ejendomme. Der skal som udgangspunkt forinden sikres en aftale om finansiering og evt. videresalg, før køb foretages.

Likviditet til fri disposition er en vigtig konkurrenceparameter og giver et stort økonomisk råderum. Derfor er det vigtigt for Sjælsø at sikre tilstrækkelig likviditet ved fremskaffelse af finansiering/kapital, for at udnytte den nuværende konkurrencesituation, men også for at sikre fastholdelse af Sjælsøs markedsposition uagtet den nuværende krise i ejendomsbranchen.

Denne vigtige konkurrenceparameter sikres ved konstant at have fokus på likviditet, balance og styringsmål, og ved til stadighed at have fokus på projektbeholdningen og finansieringen heraf. Dette var også en af grundene til, at Sjælsø i 2008 solgte 275 boliger til Essex til en reduceret pris, for derved at frigøre ressourcer og kapital.

#### SOLIDITETSMÅL PÅ 40%

Soliditet beregnes traditionelt ud fra egenkapitalen i forhold til den samlede balancesum. Sjælsø har vurderet, at denne beregning ikke giver et retvisende billede af soliditeten som styringsmål for Sjælsø. I balancen indgår likvide beholdninger, tilgodehavender fra salg og den del af projektbeholdningen, der vedrører igangværende solgte projekter, der alle defineres som sikre aktiver.

Der opereres derfor med et soliditetsnøgletal, der er baseret på en korrigeret balancesum.

Sjælsø har et soliditetsmål på 40%, der beregnes på grundlag af egenkapitalen i forhold til balancesummen, reduceret med de sikre aktiver. Denne reducerede balancesum består primært af grunde og ejendomme under projektudvikling, igangværende projekter i egen regning, usolgte boliger samt goodwill. Pr. 31.12.2008 udgjorde egenkapitalen i forhold til den korrigerede balancesum 48%.

#### SUPPLERENDE NØGLETAL VEDRØRENDE GRUNDE

Sjælsø har et supplerende soliditetsmål i relation til beholdningen af ubebyggede grunde med henblik på at afdække en øget konjunkturfølsomhed og de liggeomkostninger, der er forbundet dermed. Beholdningen af sådanne ubebyggede

grunde må maksimalt svare til halvdelen af de mulige åbne positioner. Soliditetsmålet til beholdningen af grunde er således 80%. Målet er pr. 31.12.2008 fuldt ud opfyldt med et realiseret tal på 110%.

#### LIKVIDITETSMÅL

De likvide beholdninger til fri disposition udgør pr. 31.12.2008 kr. 233 mio., og svarer sammen med uudnyttede driftskreditter mindst til et års kontante driftsomkostninger. Reduktionen i fri likviditet skyldes jf. tidligere omtale, bl.a. anvendelse af en betydelig likviditet til en større egenfinansiering af flere projekter, samt kapitalbinding som led i sikring af overdragelsen af visse retailprojekter til køberne.

#### RISIKOFORHOLD - GENERELT

Sjælsø er meget bevidst om, hvilke risici koncernen er underlagt. Ledelsen arbejder aktivt på at afdække og afklare risikoforholdene, specielt med fokus på den nuværende krise i ejendomsbranchen og på de finansielle markeder, herunder dens påvirkning på Sjælsø. Herudover har Sjælsø løbende fokus på projekternes kompleksitet og finansielle risici, for til stadighed at sikre et acceptabelt indtjeningsniveau med en fornuftig risikoprofil.

Det er Sjælsøs politik at søge at afdække finansielle risici under hensyntagen til omkostningerne forbundet dermed og koncernens samlede finansielle forhold i øvrigt.



## DEN FINANSIELLE STYRING, STYRINGSMÅL OG RISIKOFORHOLD

### FORTSAT

#### FINANSIERING / RENTERISICI

Den verserende krise i den finansielle sektor medfører en meget stor tilbageholdenhed med at yde lån til nye projekter, ligesom mange banker søger at reducere deres eksposering mod ejendomsbranchen. Dette har medført, at det er blevet sværere at opnå forlængelse af lån og refinansiering. Det er vigtigt for Sjælsø, at denne situation ændres, således at Sjælsø ikke fortsat skal anvende koncernens frie likviditet til øget egenfinansiering af projekter.

Sjælsø kan med tilfredshed samtidig konstatere, at banker generelt set fortsat har tillid til Sjælsø, og selskabets muligheder for at agere i markedet. Der er således også etableret nye lån i 2008 til finansiering af projekter. Men betingelserne for disse lån er skærpet, idet der i flere tilfælde kræves en større andel af egenfinansiering, ligesom låneomkostningerne er øget. Bankers villighed til at forlænge lån, der direkte eller indirekte finansierer et projekt, er som nævnt reduceret, hvilket kombineret med at udskydelse af projekter, medfører et pres på Sjælsøs likviditet. Det er væsentligt for Sjælsø, at koncernen i løbet af 2009 får adgang til finansiering og likviditet samt forlængelse af nuværende faciliteter.

Sjælsø følger afventende effekten af de såkaldte Bankpakker I og II og forventer, at bankernes villighed til igen at udlåne penge til finansiering af sunde og bæredygtige projekter genskabes i 2009.

Til projektf finansieringen er der typisk knyttet en række vilkår, herunder soliditetsmål, change of control klausuler og moderselskabsindeståelser for datterselskabernes gældsforpligtelser. I forbindelse med finansiering af joint ventures er Sjælsø i visse tilfælde forpligtet til at sikre tilvejebringelse af finansiering, ligesom der i et tilfælde, ved etablering af en fælles finansiering for et joint venture og en joint venture partner, er afgivet krydsende sikkerhedsstillelse.

Stigningen i finansieringsomkostningerne i 2008 skyldes såvel en stigning i Cibor 1 og 3, som forhøjede marginer mm. til banker. Dette har påvirket Sjælsøs resultat, idet stigningen ikke er modsvaret af øgede salgspriser. Qua de generelt faldende renter forventes effekten heraf dog reduceret i 2009.

En ændring i renteniveauet vil have effekt på finansieringsomkostninger knyttet til de igangværende solgte projekter og til projektbeholdningen. Ved en ændring i Sjælsøs finansieringsomkostninger med 1%-point, vil effekten være ca. kr. 40 mio., hvilket svarer til en ændring af de samlede projektomkostninger på ca. 0,7%.

Med henvisning til Sjælsøs politik for afdækning af renterisici, blev der i 2007 indgået aftale om 5-årige rente-swaps for kr. 1,4 mia., hvorved finansieringen af en stor del af koncernens projektbeholdning er sikret til fast rente.

Sjælsø udvidede i 2008 afdækningen af renterisici med indgåelse af en ny aftale om 5-årige rente-swaps for kr. 0,5 mia. Denne nye aftale er opsigelig fra bankens side. Swap-aftalerne har en positiv effekt på årets resultat med kr. 8,1 mio.

Under de nuværende markedsforhold med reduceret likviditet til rådighed generelt set og dermed også for Sjælsø, er det overordnet set Sjælsøs finansieringspolitik at sikre, at risici fortsat kun opstår med udgangspunkt i kommercielle forhold, og at anvendelse af likviditet til fri disposition til mellemfinansiering af projekter i videst mulig omfang begrænses, således at Sjælsøs styringsmål for likviditet fortsat kan opfyldes.

#### KREDITRISICI

Sjælsø tilstræber at reducere kreditrisici mest muligt ved hjælp af sikkerhedsstillelser fra kunderne tilpasset den konkrete salgssituation.

Sjælsøs kunder omfatter investorer (institutionelle og private), virksomheder (brugere af ejendomme) og private boligkøbere. Forud for indgåelse af aftaler vedrørende salg til investorer og virksomheder foretages der vurdering af eventuelle kreditrisici.

Private boligkøbere stiller i forbindelse med indgåelse af en aftale bankgaranti for en del af købesummen, og forud for aflevering af boligen er den fulde købesum deponeret hos en af Sjælsøs bankforbindelser. I en række tilfælde vil et projekt blive solgt ved at køber overtager grunden, på hvilken Sjælsø så opfører det aftalte byggeri. Her vil betaling for grunden typisk ske før påbegyndelse af byggeri, og Sjælsø modtager løbende betaling for byggeriet i henhold til en rateplan.

Under normale finansielle og markedsræssige forhold, er det Sjælsøs vurdering, at der med den valgte sikkerhedsstruktur er en relativt begrænset kreditrisiko forbundet med salg af ejendomme og projekter. Sjælsø må dog konstatere, at også meget kapitalstærke investorer nu er kommet under pres, som følge af den voldsomme udvikling på de finansielle markeder og i ejendomsbranchen. Sjælsø har derfor i enkelte tilfælde været nødsaget til at hjælpe køberne af visse retailprojekter med at få den planlagte finansiering gennemført, bl.a. ved at Sjælsø har deltaget i finansieringen. Sjælsø har dermed samtidigt sikret rettidig betaling af hovedparten af købesummen, hvorved Sjælsø har kunnet indfri Sjælsøs egen finansiering vedrørende projektet. Sjælsøs likviditet er i 2008 negativt påvirket som følge heraf med ca. kr. 300 mio. Tilgodehavendet søges refinansieret.

#### SPREDNING AF RISICI PÅ FLERE MARKEDER

Efter den internationale ekspansion til Sverige, Norge, Finland og Polen har Sjælsø nu en række nye forretningsmuligheder og en forbedret risikoprofil, med en stærk reduceret afhængighed af det danske boligmarked. Sjælsø forventer således at en stigende andel af omsætning og indtjening på længere sigt kommer fra de udenlandske aktiviteter.

### ENTREPRISE- OG LEVERANDØRFORHOLD

Presset på byggebranchen er aftaget, og der er ikke længere egentlige kapacitetsproblemer. Dette har i 2008 forbedret mulighederne for igen at indgå entrepriseraftaler på et for Sjælsø mere tilfredsstillende prisniveau.

Efter en periode hvor Sjælsø har været nødsaget til i høj grad at anvende fagentrepriser, kan Sjælsø konstatere, at der igen er interesse for indgåelse af totalentreprisaftaler i entreprenørmarkedet. I det omfang det er muligt, indgår Sjælsø totalentreprisekontrakter. En del af Sjælsøs projekter har imidlertid en størrelse og kompleksitet, hvor det ikke er muligt at indgå totalentrepriseaftaler, men hvor der i stedet må indgås hoved- og/eller fagentrepriser. Sjælsø har fokus på den øgede styringsopgave ved indgåelse af fagentrepriseaftaler og afsætter løbende betydelige ressourcer til at sikre den løbende opfølgning herpå.

På entreprenørmarkedet i de øvrige nordiske lande og i Polen mærker Sjælsø heller ikke kapacitetsproblemer, og prisniveauet er ligesom i Danmark faldende.

### KUNDEFORHOLD

Sjælsøs forhold til kunderne er vigtigt i vurderingen af koncernens risici. Selskabet har gennem årene til stadighed haft fokus på relationerne til såvel ejendomsbrugere som investorer, og erfaringerne viser, at kundeprofilen til stadighed er under forandring, bl.a. som følge af Sjælsøs stigende aktiviteter på de udenlandske markeder.

Kunde- og salgsstrategier tilpasses løbende markedsudviklingen samt kundernes behov og ønsker. Hertil kommer, at Sjælsøs netværk af ejendomsmæglere, advokater, arkitekter, teknikere og andre rådgivere samt de gode referenceprojekter muliggør, at dialogen med kunderne løbende forbedres, så indgåelse af aftaler kan ske på en effektiv måde.

På det private boligmarked, hvor kunderne er den enkelte boligkøber, er processen omkring indretning, valg af materialer og selve afleveringen af boliger et meget vigtigt element i kundeforholdet. Sjælsø er meget opmærksom på dette forhold og har stor fokus på at sikre, at kunden i hele denne proces får en god oplevelse.

Det er et af Sjælsøs mål at sikre et højt kvalitetsniveau i alle arbejdsprocesser, således at brugerne af ejendomme, investorerne og private boligkøbere fortsat får en positiv oplevelse i forbindelse med overtagelse af ejendommene. Sjælsø har derfor etableret en særlig afdeling, der servicere boligkøberne fra køb til aflevering.

### KVALITETSSIKRING

Aktivitetsniveauet i byggebranchen er reduceret i 2008. Dermed er presset på leverandørerne også reduceret, hvorved risikoen for svigt i den håndværksmæssige kvalitet reduceres. På trods deraf, ser Sjælsø det fortsat som en meget vigtig opgave, løbende at sikre et meget højt kvalitetsniveau i alle arbejdsprocesser, og der er konstant fokus på at forbedre processerne for kvalitetssikring, såvel internt i koncernen som hos koncernens leverandører.



## DEN FINANSIELLE STYRING, STYRINGSMÅL OG RISIKOFORHOLD

FORTSAT

### KONJUNKTUR- OG PRISUDVIKLING PÅ EJENDOMME

Sjælsøs strategi er at have en hensigtsmæssig balance mellem projekter, der er solgt på forhånd og projekter i egen regning. Sjælsø spekulerer ikke i konjunkturgevinster, men har løbende fokus på at minimere risici ved ugunstige konjunkturændringer. Der fokuseres derfor på salg tidligt i processen.

Projekter i egen regning samt beholdning af grunde/ejendomme er et vigtigt grundlag for indgåelse af aftaler om nye projekter og dermed et vigtigt element for den fremtidige indtjening. Det er målet, at Sjælsø til stadighed skal have en grundportefølje, der gør det muligt altid at tilbyde nye projekter på attraktive beliggenheder inden for alle typer af ejendomme.

En stor del af Sjælsøs projektbeholdning er anskaffet til priser, der enten er lavere end de nuværende markedspriser og/eller på et prisniveau, der qua aktuelle projektfremtidige forventninger vil kunne udvikles og sælges på vilkår, der giver Sjælsø et fornuftigt projektbidrag. Den del af projektbeholdningen, der ikke i det nuværende marked vurderes at kunne give et positivt projektbidrag er i årsregnskabet for 2008 nedskrevet.

### MILJØFORHOLD

Sjælsø kan i henhold til forretningskonceptet ikke i sig selv påvirke miljøet negativt, men søger til stadighed at sikre, at koncernens projekter gennemføres på en miljømæssig forsvarlig måde.

### VALUTARISICI

Sjælsø vurderer løbende udviklingen i valutakurser og de risici, der vurderes at være forbundet dermed, samt om der skal indgås aftale om sikring af valutaforhold.

Koncernens danske selskaber opererer stort set udelukkende i DKK, mens de udenlandske selskaber opererer i lokal valuta, det vil sige i EUR, SEK, NOK og PLN. I de udenlandske selskaber sker køb af ejendomme, opførelse og afregning af projekter som hovedregel i lokal valuta, hvilket også gælder for den finansiering, der knytter sig til projektet. På det polske marked indgås aftaler dog i en kombination af PLN og EUR. En valutarisiko vurderes primært at knytte sig til de udenlandske selskabers nettoresultater, samt valutakursregulering af Sjælsøs investering i aktiviteterne i disse lande. Ved væsentlige ændringer i kursforholdet mellem PLN og EUR må tillige forventes en påvirkning på selve lejeniveauet og dermed det skabte projektbidrag fra projekter i Polen.



## MEDARBEJDERE

Generelt set betyder Sjælsøs koncept med relativt få ansatte og en høj grad af outsourcing til underleverandører, at der opnås en stor fleksibilitet, som bidrager til minimering af konjunkturfæhængige risici.

Sjælsøs medarbejdere udgør med deres viden og kompetence en meget vigtig faktor for selskabets fortsatte udvikling. Som følge af et velfungerende samarbejde i det enkelte funktionsområde, og i team-work på tværs i organisationen i de enkelte projekter, reduceres afhængigheden af enkeltpersoner.

Sjælsø arbejder til stadighed på at sikre tilfredse medarbejdere, og at Sjælsøs arbejdssteder i ind og udland fungerer som en god og attraktiv arbejdsplads, der kan fastholde og tiltrække dygtige og kvalificerede medarbejdere.

Som en følge af forventningerne om en reduceret omsætning i den kommende tid har Sjælsø set sig nødsaget til at reducere antallet af medarbejdere i koncernen. Reduktionerne er sket løbende og under hensyntagen til i videst muligt omfang at fastholde koncernens kompetencer.



## DANMARK

I Danmark har Sjælsø udviklet ejendomsprojekter i mere end 30 år. Organisationen besidder således en betydelig kompetence indenfor udvikling og gennemførelse af alle typer af ejendomsprojekter.

### ERHVERV

Markedet for kontorejendomme har gennem de seneste år været gennem en meget positiv udvikling med en god efterspørgsel som følge af en positiv erhvervsudvikling og høj beskæftigelse.

Finanskrisen og frygten for recession medfører imidlertid en større forsigtighed og tilbageholdenhed i markedet. Bekymringen for den økonomiske udvikling kommer bl.a. til udtryk i en udskydelse af beslutninger om etablering af nye kontorfaciliteter, med deraf følgende udskudt aftaleindgåelse og igangsætning af byggeri.

Omfanget af ledige lokaler i hovedstadsområdet er som følge af denne tilbageholdenhed samt udflytning til nye og moderne kontorejendomme svagt stigende og udgør nu godt 5%, der må anses for et normalt niveau under hensyntagen til en sædvanlig flyttefrekvens.

Det er Sjælsøs forventning, at tomgangen i markedet fortsat vil være stigende i takt med at nye moderne kontorejendomme under opførelse tages i brug i løbet af 2009 og 2010.

I et marked med stigende tomgang er det af afgørende betydning at kunne tilbyde lejerne attraktive projekter på gode beliggenheder. Sjælsø har derfor vedvarende fokus på at udbyde projekter på de beliggenheder, som lejerne efterspørger i det aktuelle marked. Uagtet de aktuelle markedsforhold forventer Sjælsø at kunne indgå aftaler om nye kontorprojekter i den kommende tid.

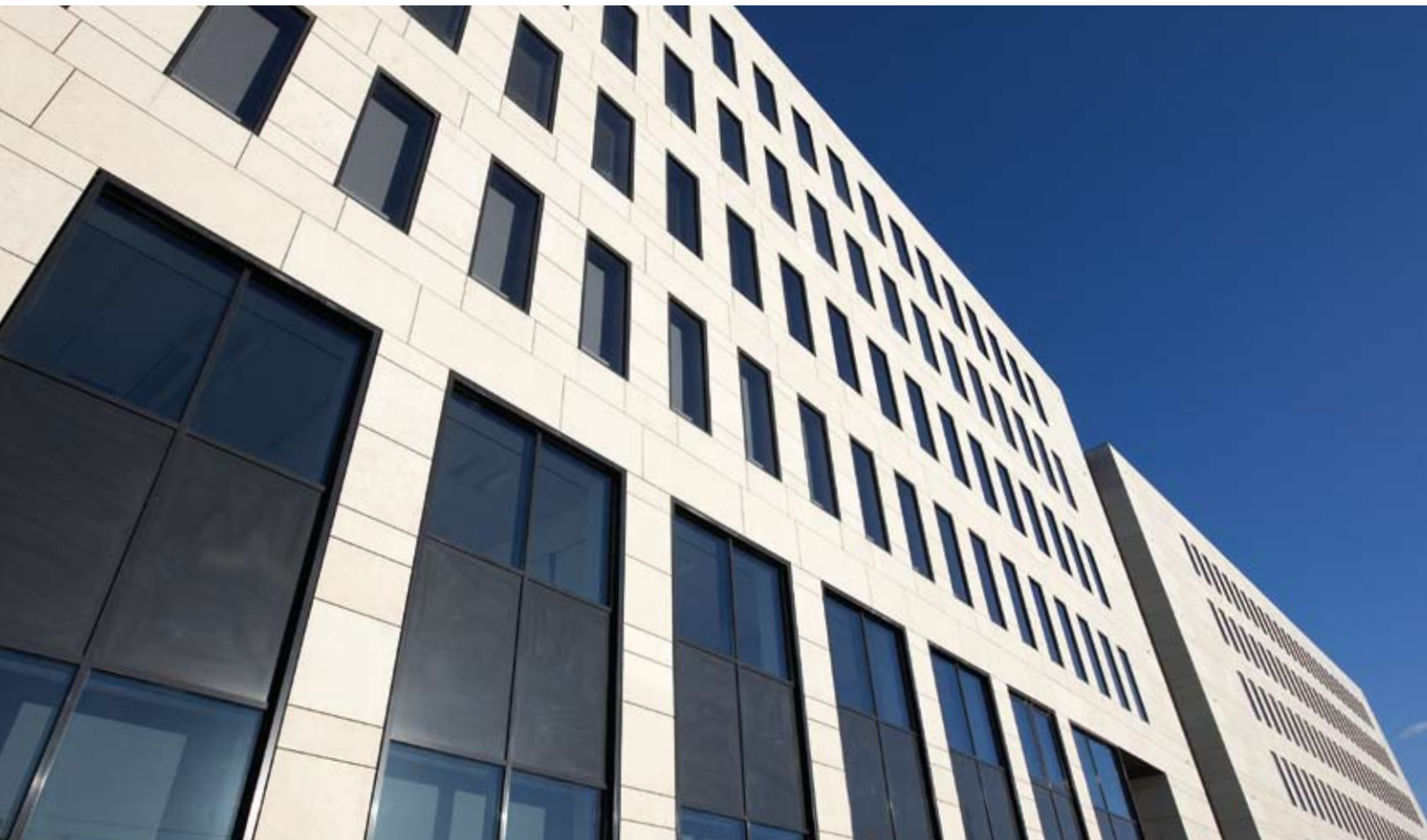
### INVESTOREFTERSPØRGSEL

Der ses fra investorerne en vigende efterspørgsel, ikke mindst fra investorer med en begrænset kapitalstyrke. Modsat retter flere kapitalstærke investorer igen fokus mod ejendomsmarkedet og ser på mulighederne for at erhverve attraktive ejendomme i det aktuelle marked.

### SALG AF EJENDOM I NÆRUM

I december 2008 solgte Sjælsø en kontorudlejningsejendom på ca. 16.000 m<sup>2</sup> i Nærum til M. Goldschmidt Ejendomme A/S.

Ejendommen blev overtaget af køber den 31.12.2008.





## COPENHAGEN TOWERS

Med Copenhagen Towers etableres et internationalt, unikt kontor- og hotelmiljø med indbygget fleksibilitet, beliggende i Ørestad. Byggeriet af Copenhagen Towers blev igangsat i 2007, og 1. etape af projektet, der bl.a. omfatter Crowne Plaza-hotellet, forventes klar til ibrugtagning ved klimakonferencen i november 2009.

Ørestad er det nye vækstområde i København. En bydel i rivende udvikling med en blanding af kontorer, beboelse, service- og fritidsfaciliteter. Området rummer bl.a. Skandinavien's største shoppingcenter, Field's, og en lang række private og offentlige virksomheder. Når Ørestad om en år-række er færdigudviklet, er området hjemsted for mere end 25.000 beboere og 80.000 arbejdspladser.

Copenhagen Towers er centralt beliggende i Ørestad, med kun få minutter til Københavns centrum, Københavns Lufthavn, Øresundsbroen og Sverige. Øresundsmotorvejen E20 løber nedsænket langs Copenhagen Towers nordlige facade, og metro- og togstation ligger mindre end 150 meter væk. Brugere i Copenhagen Towers får desuden adgang til parkeringskælderen direkte under bebyggelsen.

I Copenhagen Towers tilbydes lejerne en række fællesfunktioner og central support, der kan reducere den enkelte virksomheds arealbehov. Ideen er således at tilbyde lejemål i et multifunktionshus, hvor de mange fælles faciliteter giver den enkelte lejer mulighed for at fokusere på kerneforretningen. Dermed får små og mellemstore virksomheder mulighed for at tilbyde deres medarbejdere samme fordele, som de kan få i store virksomheder, så som fælles reception, kantine og fitness. Et velkendt og velindarbejdet koncept i andre lande.

### MILJØRIGTIGT BYGGERI

I samarbejde med bygherren sikres det, at Copenhagen Towers får en reduceret CO<sub>2</sub>-udledning, ligesom byggeriet vil leve op til både EU's krav til "Green Building" samt til de danske krav til lavenergiklasse II, bl.a. ved anvendelse af grundvandskøling og solcelleanlæg.

### INTERNATIONALT HOTEL

Som en integreret del af projektet opføres et 4-stjernet Crowne Plaza hotel med 366 værelser samt tilknyttede konferencefaciliteter. Hotellet er tegnet af Dissing+Weitling og er en del af etape 1, der er erhvervet af SG Nord Holding.

Udover hotel- og konferencefaciliteterne omfatter etape I kontorfaciliteter på ca. 9.000 m<sup>2</sup>, der er under udlejning.

### OPFØRELSE AF KONTORTÅRN AFVENTER UDLEJNING

2. etape af Copenhagen Towers er på ca. 27.000 m<sup>2</sup> og gennemføres i et 50:50 joint venture mellem Sjælsø og SG Nord Holding. Forberedende byggearbejder er igangsat, herunder byggeri af P-kælder. Opførelsen af selve kontorbyggerierne, herunder kontortårnet tegnet af Foster + Partners, vil blive afpasset udviklingen på kontormarkedet, bl.a. med krav om en tilfredsstillende forhåndsudlejning.



Visualisering: Copenhagen Towers - Crowne Plaza

## DANMARK

### FORTSAT

### RETAIL

Sjælsø har på retailområdet særligt fokus på udvikling af retailprojekter til førende detailhandelskæder, primært i form af retailparker med en attraktiv beliggenhed i forhold til byudviklingen og infrastruktur, som f.eks. motorvejsnettet.

Sjælsø har gennem en årrække opbygget en betydelig kompetence og et højt kendskabsniveau til markedet med tætte relationer til en række førende detailhandelskæder, og har derigennem et godt kendskab til disses ekspansionsplaner. Der kan således ske en målrettet projektudvikling, ligesom der er mulighed for at opnå synergier ved at overføre erfaringer fra projekt til projekt.

Planlovgivningen giver en række restriktioner på udvikling af nye handelsområder, men også gode muligheder for f.eks. etablering af nye bydelscentre. Der er således fortsat gode muligheder for udvikling af projekter i udvalgte områder, og Sjælsø kan konstatere en fortsat fornuftig efterspørgsel efter nye velbeliggende projekter fra lejere.

Investormarkedet for retailprojekter har de seneste år været meget gunstigt, bl.a. drevet af vækst i detailhandlen, lav rente, effektiv adgang til finansiering, høj investeringslyst samt muligheden for skattemæssige afskrivninger på butiksejendomme. De aktuelle forventninger i detailhandelen samt sværere adgang til finansiering medfører, at efterspørgslen efter nye projekter for nærværende er reduceret. Der forventes således på kort sigt en opbremsning med færre nye retailprojekter, mens de langsigtede muligheder for etablering af nye retailprojekter fortsat vurderes som positive.

### SALG AF NYE RETAILPROJEKTER I DANMARK I 2008

Sjælsø har i 2008 udviklet og solgt retailprojekter i Danmark med en projektværdi på ca. 300 mio.

I Skejby ved Århus opføres ved siden af Ikea et nyt Silvan marked på ca. 3.500 m<sup>2</sup>, hvortil kommer overdækkede udearealer. Projektet omfatter yderligere 1.700 m<sup>2</sup> butik/erhverv, hvoraf ca. 1.200 m<sup>2</sup> er udlejet til BIVA. Projektet er solgt og forventes klar til ibrugtagning i efteråret 2009.

I det veletablerede handelsområde i Vejle Nord med bl.a. Bilka og Bauhaus opføres et retailprojekt på ca. 8.200 m<sup>2</sup>. Projektet, der er solgt, forventes klar til ibrugtagning i foråret 2009.

I Københavns-området har Sjælsø solgt fire dagligvarebutikker udlejet til Irma, Fakta og Rema 1000. Butikkerne er beliggende på Sluseholmen i København og i TV-Byen i Gladsaxe. Det samlede butiksareal udgør ca. 3.500 m<sup>2</sup>. Butikkerne er ibrugtaget og afleveret til investorerne.

### BOLIG

#### FORTSAT LAV AKTIVITET PÅ EJERBOLIGMARKEDET

På ejerboligmarkedet i Danmark konstateres fortsat en afmatning sammenlignet med det høje aktivitetsniveau i 2005 og 2006. Omsætningen af såvel nye som eksisterende boliger har det seneste år været meget begrænset med prisfald til følge.





Foto: Rema 1000, Gyngemosen



Visualisering: Lyngby Søpark

Ejerboligmarkedet påvirkes i høj grad af den aktuelle usikkerhed på de finansielle markeder og renteutviklingen, bankernes stigende krav i forbindelse med udlån til boligkøb samt et generelt holdningsskift til køb af egen bolig. Usikkerheden, herunder til prisudviklingen på ejerboliger, har fået mange boligsøgende til i stedet at leje en bolig i det nuværende marked.

Afmatningen på ejerboligmarkedet har medført, at der kun i meget begrænset omfang igangsættes nye boligprojekter, hvilket sammen med en god søgning mod lejeboliger har stabiliseret udbuddet af boliger.

Sjælsø har aktuelt 76 usolgte ejerboliger under opførelse samt 22 færdigopførte usolgte boliger, ekskl. boliger i joint ventures. De usolgte boliger færdiggøres i det væsentlige først i løbet af 2. halvår 2009 og i 2010. Såfremt boligerne fortsat er usolgte på færdiggørelsestidspunktet, vil de blive søgt udlejet, og derefter solgt til investorer.

Herudover ejer Sjælsø 50% af P/S Havneholmen, der fra Sjælsø har erhvervet 177 boliger på Havneholmen, hvoraf 47 foreløbig er leveret til selskabet. P/S Havneholmen søger både at udleje og videresælge boligerne. Der henvises endvidere til omtalen på side 9.

#### FORNUFTIGT MARKED FOR BOLIGUDLEJNING

Usikkerheden og afmatningen på ejerboligmarkedet har medført interesse for at leje sin bolig. Specielt nye udlejningskoncepter, hvor lejerens samtidigt får en option på at købe boligen, er blevet godt modtaget i det aktuelle marked. Der er således sket en betydelig udlejning af boliger det seneste år, idet konkurrence på udlejningsmarkedet dog også er blevet skærpet i takt med at flere boligejere har været nødsaget til at udleje.

Sjælsø vurderer løbende mulighederne for at udvikle nye boligudlejningsprojekter til såvel institutionelle som private ejendomsinvestorer, hvilket bl.a. er kommet til udtryk i salget af en ny boligudlejningsejendom i Valby med 63 lejligheder til PKA til levering i 2010.

#### COPENHAGEN RESIDENTIAL

Sjælsø udviklede i 2007 et nyt koncept for investering i boliger, hvor det gunstige boligudlejningsmarked kombineres med muligheden for salg af ejerboliger enkeltvis, når ejerboligmarkedet igen bliver attraktivt. Det nye koncept blev udbudt til salg via boliginvesteringsselskabet Copenhagen Residential, der har købt syv boligprojekter fra Sjælsø.

Copenhagen Residential påtænker således at udleje boligerne, når de er færdigopførte og efterfølgende sælge dem som ejerlejligheder i takt med lejernes fraflytning eller ved at lejerne udnytter en forkøbsret, som de eventuelt tildeles i forbindelse med udlejningen. Netop lejernes eventuelle mulighed for at få en forkøbsret til deres lejebolig forventes at tiltrække mange lejere til projekterne.

Sjælsø har foreløbig solgt 55% af Copenhagen Residential til eksterne investorer og vil på længere sigt være medinvestor i selskabet med en ejerandel på ca. 20%. Der henvises endvidere til omtalen på side 9.

## UDLAND

### FOKUS PÅ INTERNATIONALISERING

Sjælsø igangsatte i 2006 en internationalisering med fokus på etablering i de øvrige nordiske lande og Polen. I samme forbindelse gik Sjælsø mere målrettet ind på markedet for retailprojekter med særlig fokus på de udenlandske markeder.

Det er Sjælsøs målsætning, at en væsentlig del af indtjeningen på sigt skal komme fra de udenlandske markeder, ligesom omsætningen søges ligeligt fordelt indenfor henholdsvis erhverv, retail og bolig. Via internationaliseringen og fokus på de tre ejendomstyper reduceres Sjælsøs disponering mod enkelte markeder og ejendomstyper væsentligt.

### POLEN

Med beslutningen om etablering i Polen i foråret 2007 fik Sjælsø adgang til et af Europas attraktive ejendomsmarkeder. Polen er generelt set inde i en positiv økonomisk udvikling, hvilket understøtter udviklingen på det polske ejendomsmarked.

I Polen har Sjælsø fokus på udvikling af projekter indenfor såvel bolig, erhverv som retail. Indtil videre er der etableret et boligprojekt og to kontorprojekter i Warszawa samt et retailprojekt i Elblag i det nordlige Polen.

### FINANSKRISEN

Sjælsø forventer, at Polen også vil blive mærkbart berørt af den internationale finanskrisen. Polen står dog væsentligt bedre rustet til at håndtere situationen end de fleste øvrige lande i Østeuropa, bl.a. som følge af Polens medlemskab af EU samt en stabil og robust økonomisk og samfundsmæssig udvikling og vækst de seneste år. Markedet bærer desuden præg af en fornuftig efterspørgsel fra internationale lejere og investorer, som ønsker at positionere sig i Polen.

Sjælsø har således fortsat positive forventninger til det polske marked, og forventer at markedet som følge af den kontrollerede økonomiske udvikling også i årene fremover vil være et godt marked for udvikling af ejendomsprojekter, uagtet at finanskrisen på kort sigt påvirker markedet og efterspørgslen negativt.

### TO ATTRAKTIVE KONTORPROJEKTER I WARSZAWA

Kontormarkedet i Polen er generelt set inde i en positiv udvikling med en god efterspørgsel fra lejere. Markedet bærer præg af de internationale virksomheders ønske om at etablere domiciler i Warszawa til støtte for aktiviteter i såvel Polen som de øvrige østeuropæiske lande, ligesom en bred kreds af vestlige ejendomsinvestorer har fokus på at investere i det østeuropæiske ejendomsmarked. Usikkerheden som følge af finanskrisen har dog medført, at investorer for øjeblikket er noget tilbageholdende, bl.a. som følge af sværere adgang til finansiering.

Ledigheden på kontormarkedet i specielt Warszawa er forholdsvist lav, og den vedvarende efterspørgsel medvirker til at stabilisere såvel leje- som salgspriser i den nuværende situation. Afkastkravene for kontorprojekter har været faldende over en årrække, men er igen stigende som følge af finanskrisen.

I Warszawa har Sjælsø i 2. halvår 2008 sikret sig endnu et attraktivt kontorprojekt på 17.000 m<sup>2</sup> beliggende på Postepu i Mokotow bydelen. Projektet omfatter et byggeri på op til 12 etager med mulighed for udlejning, enten etageopdelt eller samlet til én lejer.

Sammen med Mokotow-projektet - erhvervet i foråret 2008 - på 28.000 m<sup>2</sup> har Sjælsø dermed fået opbygget en pipeline af attraktive kontorprojekter på gode beliggenheder i Warszawa.



Udviklingen og markedsføringen af projekterne pågår, og Sjælsø forventer at kunne igangsætte det første kontorprojekt i 2009.

### BOLIGMARKEDET I POLEN

Den økonomiske fremgang og stigende velstand i Polen har skabt grundlag for et voksende boligmarked i Polen. Mange polakker har et betydeligt økonomisk råderum og søger mod vestlige boligformer med et stigende antal husholdninger til følge.

Som følge heraf er der over de seneste år set en stigning i antallet af nyudviklede boliger - og ikke mindst kraftigt stigende salgspriser, der gør projektudvikling af nye boliger attraktivt.

Efter en periode med meget aktivitet på markedet er boligkøbernes beslutningsprocesser nu blevet forlænget, bl.a. som følge af strammere krav i forbindelse med opnåelse af boligfinansiering. Der konstateres ikke længere prisstigninger på markedet og salgstiderne er blevet væsentligt forlænget.

Sjælsø forventer dog en fornuftig udvikling på markedet fremover, omend på et mere afdæmpet niveau, hvilket den igangværende korrektion også er udtryk for. På trods af stigende grund- og byggepriser kan der fortsat realiseres projekter med tilfredsstillende indtjening, og naturligvis under forudsætning af, at markedet normaliseres igen.

### FØRSTE BOLIGPROJEKT I POLEN IGANGSAT

I 2007 indgik Sjælsø aftale om salg af 75% af boligprojektet i Wilanow i Warszawa til en kreds af danske investorer.

Projektet omfatter 600 boliger og er beliggende i den attraktive Wilanow-bydel i Warszawa. Salget og byggeriet af første etape af projektet på ca. 275 boliger samt 3.000 m<sup>2</sup> retail i stueplan er igangsat i 1. halvår 2008. Der henvises endvidere til omtalen på side 9.

### RETAIL I POLEN

Efter at der gennem de seneste ca. 10 år er udviklet en lang række moderne shoppingcentre i de største byer, foregår hovedparten af udviklingen på det polske retailmarked nu i de mellemstore byområder med 100.000–300.000 indbyggere.

Detailhandelskæder efterspørger fortsat nye salgsarealer og beliggenheder.



Finanskrisen har medført, at en række ejendomsudviklere har trukket sig tilbage fra markedet, ligesom sværere adgang til finansiering har reduceret udbuddet og salget af nye projekter.

Fokusområdet for Sjælsøs retailaktiviteter i Polen er primært mellemstore byer med et markedsområde på mindst 100.000 indbyggere.

### RETAILPROJEKT I POLEN

I Elblag, der har ca. 100.000 indbyggere og ligger i det nordlige Polen, har Sjælsø erhvervet en meget attraktiv centralt beliggende byggemulighed, hvor der planlægges opført et butikscenter på ca. 27.000 m<sup>2</sup>. Udviklingsarbejdet og udlejningen pågår. Projektet vil have en samlet projektværdi på ca. kr. 500 mio. Byggestart afventer udlejning og salg.

## UDLAND

### FORTSAT

## SVERIGE

I Sverige har Sjælsø fokus på at videreudvikle koncernens forretningsmæssige platform til at omfatte alle ejendoms typer. I Sverige arbejder Sjælsø således i dag med projektudvikling indenfor både erhverv, retail og bolig.

### RETAIL I SVERIGE

Sjælsø er én af de større projektudviklere indenfor retailsektoren i Sverige.

Sjælsø har særligt fokus på udvikling af retailprojekter til førende detailhandelskæder, både i form af retailparker og mindre butikcentre.

Sjælsø har igennem en årrække opbygget en stærk kompetence og et højt kendskabsniveau til markedet med tætte relationer til en række førende detailhandelskæder og har derigennem et godt kendskab til disse ekspansionsplaner. Der kan således ske en målrettet projektudvikling, ligesom der er mulighed for at overføre erfaringer fra projekt til projekt. Sjælsøs dækning af næsten hele det nordiske marked muliggør samtidigt, at lejernes ekspansionsbehov over landegrænser kan efterkommes.

Sjælsø har betydelig erfaring med udvikling af retailprojekter på det svenske marked, og råder over et stærkt netværk blandt myndigheder, grundejere, lejere og investorer.

På retailmarkedet konstateres fortsat en fornuftig efterspørgsel fra lejere til velbeliggende projekter, og udlejningen i flere projekter pågår med henblik på salg og igangsætning af projekterne i 2009. På investorsiden er efterspørgslen vigende og til stigende afkastkrav. En væsentlig del af Sjælsøs retailprojekter er traditionelt blevet solgt til danske investorer, herunder K/S-udbydere. Sjælsø må konstatere, at vanskeligheder med at opnå finansiering har reduceret efterspørgslen fra disse investorer, hvorfor der nu fokuseres på salg af projekterne til en bredere kreds af investorer.

Renteniveauet er de seneste måneder faldet markant, hvilket underbygger investorernes muligheder for at opnå et attraktivt forhold mellem ejendomsafkast og finansieringsudgifter.

Sjælsø har på det svenske marked i 2008 solgt 2 retailprojekter med en samlet projektværdi på ca. kr. 60 mio. Der er i samme periode afleveret tidligere solgte projekter for mere end kr. 1 mia. til køberne.

Sjælsø råder i Sverige over en attraktiv pipeline af retailprojekter, der løbende udbygges og tilpasses lejernes efterspørgsel.

### BOLIGER I SVERIGE

Også på det svenske boligmarked konstateres nu en reduceret efterspørgsel til vigende priser. Tilbagegangen i omsætningen er dog ikke så udbredt som i f.eks. Danmark, hvilket bl.a. skyldes, at det svenske marked ikke i samme grad har været påvirket af en spekulation i stigende priser. Sjælsø har aktuelt kun mindre projekter i udbud i Sverige, hvorfor tilbagegangen ikke påvirker selskabets indtjening nævneværdigt.

### BOLIGPROJEKTER I SVERIGE

I Gustavsberg ved Stockholm erhvervede Sjælsø i 2007 et grundareal til boligformål. Boligprojektet bliver på 3.200 m<sup>2</sup>, og kombinerer dansk design og svensk funktionalitet i tæt samspil med den mangfoldige natur i området. Første del af projektet er sat i salg i 2008.

Sjælsø har erhvervet et grundareal til udvikling af 120 boliger i første etape af et nyt boligområde i Malmø, der vil få i alt ca. 800 boliger. Det nye boligområde ligger lige nord for Øresundsbroens landfæste og er en del af det tidligere Limhamn Kalkbrud. Projektet er under udvikling, og forventes sat i salg i løbet af 2009.

### NYT STORT ERHVERVS- OG BOLIGPROJEKT I STOCKHOLM

Sjælsø har af Vasakronan købt en kontorejendom på 25.000 m<sup>2</sup> i Solna Kommune i Stockholm for ca. kr. 230 mio. Udover selve kontorbygningen omfatter ejendommen et større grundareal, der efter en nærmere projektudvikling i samarbejde med Solna Kommune forventes at give mulighed for nyt bolig- og kontorbyggeri på ca. 60.000 m<sup>2</sup>.

Projektet er attraktivt placeret få minutter fra det centrale Stockholm, tæt ved Karolinska Hospitalet med udsigt over Pampas Marina og Ulvsundasjön, og med nem adgang til såvel Tunnelbanen som vejnettet.

Projektudviklingen af området er igangsat, og en ny lokalplan forventes at foreligge i 2010.

Den eksisterende kontorbygning på 25.000 m<sup>2</sup> er delvist udlejet til Arbetsmiljöverket. Den resterende del af bygningen forventes udlejet til én eller flere lejere som led i videreudviklingen af ejendommen og det samlede projekt.

Med købet af projektet får Sjælsø skabt et godt grundlag for udvidelse af selskabets aktiviteter i Sverige inden for kontor- og boligudvikling.

## NORGE

I Norge har Sjælsø primært fokus på udvikling af nye retailprojekter i den sydlige del af landet, hvor befolkningstætheden og behovet for retailprojekter er størst.

Det norske marked for retailprojekter har igennem de seneste år været i en positiv udvikling, understøttet af en god norsk økonomi.

Investorerne til Sjælsø projekter i Norge er høj grad lokale norske investorer. Der konstateres dog en stigende international efterspørgsel efter ejendomme i Norge, hvilket forventes at understøtte prisudviklingen fremover.

Sjælsø må imidlertid i det aktuelle marked konstatere en betydelig tilbageholdenhed blandt lejere og investorer. Sjælsø har derfor i 2008 gennemført en tilpasning af selskabets organisation i Norge i overensstemmelse med den nye markedssituation.

## FINLAND

I Finland fokuserer Sjælsø primært på udvikling af retailprojekter.

Markedet for retailbyggeri i Finland er fortsat fornuftigt med lav tomgang og god aktivitet i alle større byer. Med Finlands deltagelse i Euroen er der skabt en betydelig interesse for dette marked fra såvel internationale lejere som investorer. Byggeaktiviteten er størst i den sydlige del af landet, ligesom der er en betydelig handelsaktivitet i forbindelse med grænsehandel mod Rusland. Lokale nordiske detailhandelskæder dominerer markedet, men internationale kæder ønsker tillige at etablere sig i Finland.

Sjælsø har på det finske marked i 2008 solgt tre retailprojekter med en samlet projektværdi på ca. kr. 300 mio. Projekterne er på i alt ca. 20.000 m<sup>2</sup> og beliggende i henholdsvis Vaasa, Vantaa og Rovaniemi.

Det finske ejendomsmarked udvikler sig generelt set stabilt, bl.a. grundet en stabil finsk økonomi. I Finland konstaterer Sjælsø således fortsat en god efterspørgsel efter nye retailprojekter fra potentielle lejere. Afkastkrav på retailprojekter i Finland er svagt stigende som følge af stigende finansieringsudgifter.

Udlejningen af projekterne i selskabets pipeline pågår, og Sjælsø forventer at kunne udleje og sælge flere af de igangværende retailprojekter i Finland i den kommende tid.



## PIPELINE

Sjælsø søger til stadighed at have en attraktiv pipeline af projekter, der matcher efterspørgslen fra lejere, investorer og boligkøbere efter nye projekter og beliggenheder.

Pipelinen tilpasses løbende i takt med, at markedet ændrer sig. Som følge af den ændrede efterspørgsel på det danske boligmarked er der ikke erhvervet nye byggeretter til boligprojekter i Danmark i 2008, bortset fra aftalen om køb af en grund i Ørestad af Essex. Der er i 2009 indgået aftale med By og Havn om, at den erhvervede grund byttes med en mindre erhvervsgrund i Ørestad Syd samt en større erhvervsgrund i Ørestad City, i alt ca. 30.000 m<sup>2</sup> byggeret.

Sjælsø har generelt set, fokus på at udbygge selskabets pipeline på de nye markeder i Sverige, Norge, Finland og Polen, med særlig fokus på Sverige og Polen, hvor Sjælsø nu har projekter indenfor alle typer af ejendomme.

Pipelinen i Sverige og Polen er blevet styrket yderligere i 2008 med købet af Pampas-projektet i Stockholm samt grundene til kontorformål i Mokotow i Warszawa.

Sjælsø har således i dag en pipeline af ikke igangsatte projekter udenfor Danmark med en projektværdi på kr. 8 mia.

Som følge af markedsudviklingen og fokus på nedbringelse af selskabets balance søges pipeline i den kommende tid primært udbygget via købsoptioner på grunde.

På retailmarkedet skabes pipelinen af mulige projekter i høj grad via købsoptioner på grunde. Grundkøbet gennemføres derfor først sent i udviklingsforløbet, når der er en stor sikkerhed for projektets gennemførelse. Af konkurrencemæssige årsager kan der derfor ikke fuldt ud oplyses om de enkelte projekter i selskabets pipeline.

### UDDRAG AF PIPELINE I DANMARK MED EN PROJEKTVERDI PÅ KR. 11 MIA.

ERHVERV	RETAIL	BOLIG
<b>TV-BYEN</b> 35.000 M <sup>2</sup> , KR. 700 MIO.	<b>HORSENS</b> 7.400 M <sup>2</sup> , KR. 110 MIO.	<b>MARGRETHEHOLM</b> 53.500 M <sup>2</sup> , KR. 1.500 MIO.
<b>COPENHAGEN TOWERS</b> SJÆLSØS ANDEL AF ETAPE 2, KR. 500 MIO.	<b>SLAGELSE</b> 5.300 M <sup>2</sup> , KR. 80 MIO.	<b>SKANDERBORG</b> 25.000 M <sup>2</sup> , KR. 600 MIO.
<b>COPENHAGEN TOWERS</b> SJÆLSØS ANDEL AF KOMMENDE ETAPE 3-5, KR. 1.100 MIO.	<b>AABENRAA</b> 3.100 M <sup>2</sup> , KR. 55 MIO.	<b>TEGLHOLMEN</b> 19.000 M <sup>2</sup> , KR. 570 MIO.
<b>TEGLHOLMEN</b> 42.500 M <sup>2</sup> , KR. 1.100 MIO.	<b>VALBY</b> 2.200 M <sup>2</sup> , KR. 50 MIO.	<b>NÆRUM</b> 10.300 M <sup>2</sup> , KR. 360 MIO.
<b>LUNDTOFTEVEJ, LYNGBY</b> 19.000 M <sup>2</sup> , KR. 400 MIO.	<b>ØLSTYKKE</b> 3.000 M <sup>2</sup> , KR. 40 MIO.	<b>LYNGBY SØPARK</b> 7.700 M <sup>2</sup> , KR. 270 MIO.
<b>GATEWAY E45, VEJLE</b> 200.000 M <sup>2</sup>		<b>EGÅ</b> 11.800 M <sup>2</sup> , KR. 300 MIO.



**UDDRAG AF PIPELINE I UDLANDET MED EN PROJEKTVÆRDI PÅ KR. 8 MIA.****ERHVERV**

**PAMPAS, STOCKHOLM**  
30.000 M<sup>2</sup>, KR. 320 MIO.

**MOKOTOW I, WARSZAWA, POLEN**  
28.000 M<sup>2</sup>, KR. 800 MIO.

**MOKOTOW II, WARSZAWA, POLEN**  
16.700 M<sup>2</sup>, KR. 500 MIO.

**RETAIL**

**BORÅS, SVERIGE**  
19.000 M<sup>2</sup>, KR. 230 MIO.

**UPPSALA, SVERIGE**  
11.000 M<sup>2</sup>, KR. 160 MIO.

**MOSS, NORGE**  
7.000 M<sup>2</sup>, KR. 100 MIO.

**VAASA, FINLAND**  
8.800 M<sup>2</sup>, KR. 143 MIO.

**ELBLAG, POLEN**  
27.000 M<sup>2</sup>, KR. 500 MIO.

**BOLIG**

**MALMØ, SVERIGE**  
14.500 M<sup>2</sup>, KR. 360 MIO.

**GUSTAVSBERG, STOCKHOLM**  
6.300 M<sup>2</sup>, KR. 170 MIO.

**PAMPAS, STOCKHOLM**  
60.000 M<sup>2</sup>, KR. 1.900 MIO.  
(LOKALPLAN UNDER AFKLARING)

**WARSZAWA, POLEN**  
45.000 M<sup>2</sup>, KR. 900 MIO.  
(SJÆLSØS ANDEL UDGØR 33%)



## SJÆLSØS VIDENRESSOURCER

### VIDEN- OG KOMPETENCEPLATFORMEN

Det er Sjælsøs målsætning løbende at have en opdateret viden og kompetence til rådighed på alle områder i forbindelse med udvikling og gennemførelse af projekter.

Sjælsøs samlede viden- og kompetenceplatform består af den viden og kompetence selskabets ledelse og medarbejdere er i besiddelse af, suppleret med de ressourcer, der er hos selskabets netværk og samarbejdspartnere.

Sjælsø råder således i dag over en meget stærk viden- og kompetenceplatform og står organisatorisk godt rustet til fremtiden, også på de nye markeder.

### MEDARBEJDERNE ER SJÆLSØS STØRSTE AKTIV

Sjælsø har idag medarbejdere placeret i hele Norden og i Polen. Disse medarbejders viden og kompetence har været et vigtigt fundament for Sjælsøs historiske udvikling. I forbindelse med den faldende aktivitet på ejendomsmarkederne har Sjælsø dog i 2008 desværre måtte tilpasse organisationen til det nye aktivitetsniveau, og har derfor løbende måttet tage afsked med en række dygtige medarbejdere. Sjælsø vil også her benytte lejligheden til at takke alle medarbejdere for deres indsats og bidrag til Sjælsøs udvikling.



Sjælsø søger at fastholde en organisation med en sammensætning af medarbejdere, der sikrer den nødvendige viden og kompetence, således at Sjælsø fortsat under de nuværende markedsvilkår for ejendomsbranchen kan fremstå som en omstillingsparat virksomhed med kompetente medarbejdere.

Sjælsø kan i høj grad takke alle medarbejderne for selskabets flotte historiske udvikling. Det er grundet medarbejdernes nærvær, entusiasme og den sjæl, der lægges i arbejdet, at der vedvarende gennemføres attraktive projekter.

### FOKUS PÅ UDVIKLING AF KOMPETENCER

Sjælsø har vedvarende fokus på at videreudvikle koncernens kompetencer, dels via udvikling af medarbejdernes kompetencer, dels via rekruttering af erfarne medarbejdere, der kan tilføre og styrke kompetencegrundlaget.

For at understøtte integrationen mellem alle koncernens afdelinger og sikre, at best-practice anvendes overalt i koncernen, har Sjælsø gennemført en række initiativer med fokus på kompetenceudvikling og videndeling.

Anvendelse af koncernens betydelige viden inden for projektudvikling og –styring er afgørende for at sikre en tilfredsstillende indtjening.

Sjælsø forventer via vedvarende fokus på videndeling og kompetenceudvikling at kunne fastholde et højt indtjeningsniveau pr. medarbejder.

### VIDENDELING

En væsentlig forudsætning for en videreudvikling af medarbejdernes kompetencer og anvendelse af best-practice i alle koncernens afdelinger er en effektiv og omfattende videndeling.

Koncernens informations- og IT-platform er således blevet konsolideret og udbredt til alle koncernens markeder så det sikres, at samtlige medarbejdere har adgang til alle relevante informationer, herunder mulighed for at trække på erfaringerne fra tidligere projekter, uanset hvor i koncernen de er beskæftiget.

### INCITAMENTSPROGRAMMER UNDERSTØTTER UDVIKLINGEN

Sjælsø ser bevarelse og udvikling af koncernens kompetencer via en stærk og kompetent medarbejderstab som et meget vigtigt grundelement for den fortsatte udvikling af Sjælsø og sikring af en god indtjening, også under svære markedsforhold.

Det er derfor vigtigt at kunne fastholde og tiltrække de bedste medarbejdere. Sjælsø har derfor historisk tilbudt medarbejderne og direktionen en bonusordning, baseret på realisering af vedtagne indtjeningsmål.

Udover bonusordningen, som bestyrelsen tager stilling til én gang om året, har tidligere iværksatte warrant-programmer vist sig at være et væsentligt element for at fastholde dygtige medarbejdere i Sjælsø.



### EFFEKTIV ORGANISATIONSSTRUKTUR

Effektivitet og handlekraft i det daglige arbejde er af alt-afgørende betydning for, at Sjælsøs kan bevare sin konkurrencekraft.

Sjælsøs er derfor organiseret i en række effektive afdelinger inden for bl.a. projektudvikling, byggeri, jura, marketing samt finansiel- og økonomisk styring. I forbindelse med udviklingen og gennemførelsen af projekterne, etableres der mindre teams på tværs af organisationen, der i fællesskab har ansvaret for de enkelte projekter fra start til slut. Netop de tværgående teams, kombineret med fælles målsætninger for indtjening og værdiskabelse, har vist sig at være effektive i det daglige arbejde.

### ET FÆLLES BRAND

For at sikre optimale betingelser for at gennemføre Sjælsøs strategi og internationalisering har Sjælsøs-brandet været anvendt på alle selskabets markeder siden 2007. Som et led heri standardiseres Sjælsøs design og fremtoning i videste mulige omfang, så der opnås en så høj genkendelighed som muligt hos lejere, investorer og øvrige interessenter på tværs af selskabets markeder og inden for alle typer af ejendomsprojekter.

### LEDELSESRESSOURCER

Sjælsøs har altid haft fokus på at have en stærk ledergruppe og en organisationsstruktur, der kan skabe størst mulig værdi i forbindelse med Sjælsøs gennemførelse af projekter indenfor kontor-, retail- og boligbyggeri på alle koncernens markeder.

Det er således gennem årene lykkedes Sjælsøs at tiltrække og fastholde nogle af branchens dygtigste ledere og medarbejdere indenfor projektudvikling og byggestyring, ligesom der er etableret en række kompetente interne stabsfunktioner.

I forbindelse med etableringen i de øvrige nordiske lande og Polen er koncernens ledelsesressourcer blevet styrket yderligere, idet de ansvarlige for aktiviteterne udenfor Danmark er indtrådt i ledergruppen.

## CORPORATE GOVERNANCE

Sjælsø tilstræber at leve op til en høj standard inden for Corporate Governance. Ledelsen i Sjælsø forholder sig således løbende til udviklingen på området, herunder udviklingen i lovgivningen, anbefalinger og god praksis.

NASDAQ OMX Copenhagen har i 2008 revideret tidligere anbefalinger om god selskabsledelse. Sjælsøs ledelse har forholdt sig nøje til anbefalingerne. Sjælsø følger anbefalingerne om god selskabsledelse med få begrundede undtagelser. Det er ledelsens opfattelse, at undtagelserne ikke påvirker markedets og interessenternes muligheder for at vurdere selskabet. Bestyrelsens og direktionens holdninger til de enkelte anbefalinger er uddybet på selskabets hjemmeside [www.sjaelsoe.dk](http://www.sjaelsoe.dk), hvortil der henvises.

### REVIDERING AF ANBEFALINGER I 2008

Revideringen af anbefalingerne i 2008 giver ikke anledning til væsentlige forhold eller ændringer i forhold til Sjælsø.

Sjælsø vurderer således løbende om den anvendte regnskabsmæssige praksis og lovregulering er passende i forhold til Sjælsø, og afspejler selskabets forhold.

I relation til anbefalingerne vedrørende bestyrelsens sammensætning vil Sjælsø også fremover tage hensyn hertil ved indstilling af forslag til ændringer i selskabets bestyrelse.

### AKTIONÆRER

Alle aktionærerne har ret til at deltage og stemme på generalforsamlingen. Sjælsø har kun én aktieklasser, og samtlige aktier har samme rettigheder.

Sjælsø søger løbende at videregive relevante informationer om selskabet til aktionærerne, bl.a. ved fremsendelse af årsrapporter, halvårsrapporter og kvartalsnyt til samtlige navnenoterede aktionærer, ligesom samtlige aktionærer har adgang til fyldestgørende information om Sjælsø på selskabets website.

### INTERESSETER

Sjælsø tilstræber at have en åben dialog med samtlige interessenter, herunder aktionærer, forretningsforbindelser, medarbejdere, børsmarkedet, offentlige myndigheder og det omkringliggende samfund generelt set. Som led heri søger selskabet løbende at holde alle interessenter orienteret om selskabets udvikling og forhold.

### ÅBENHED OG GENNEMSIGTIGHED

Al information af væsentlighed for aktionærer og børsmarkedet udsendes straks til offentligheden i overensstemmelse med reglerne herfor. I umiddelbar forlængelse heraf fremsendes informationer til samtlige aktionærer og øvrige interessenter, som har ønsket at modtage elektronisk meddelelse herom. Samtlige meddelelser offentliggøres samtidigt på såvel dansk som engelsk.

Sjælsøs hjemmeside giver herudover adgang til omfattende informationer om selskabets forhold, ledelse og forretningsmæssige udvikling m.v.

### RISIKOSTYRING

Sjælsøs bestyrelse har løbende fokus på koncernens risikostyring, herunder at væsentlige risici løbende identificeres, vurderes og håndteres.

Sjælsø har i en årrække anvendt faste risikostyringsværktøjer, herunder soliditets- og likviditetsnøgletal. Bestyrelsen og direktionen vurderer løbende, om koncernen anvender og opfylder de fastlagte risikostyringsværktøjer og mål, ligesom bestyrelsen løbende vurderer behovet for en justering heraf.

### INVESTERINGSKOMITÉ

Bestyrelsen har i en længere årrække arbejdet med en investeringskomité, der mødes 1-2 gange om måneden. Komitéen består af formanden og næstformanden for bestyrelsen, direktionen og udvalgte funktionsdirektører.

Investeringskomitéen vurderer løbende indgåelsen af nye forretningsmæssige aftaler, herunder påvirkningen på Sjælsøs risikoprofil, ligesom investeringskomitéen sikrer Sjælsøs beslutningskompetence, der er en vigtig konkurrenceparameter.

### REVISIONSKOMITÉ

I overensstemmelse med EU's 8. direktiv har Sjælsø oprettet en revisionskomité. Som medlemmer af revisionskomitéen er udpeget Holger Dock (formand for revisionskomitéen), John R. Frederiksen og Henrik Kristian Moltke. Alle medlemmer er generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer og anses for uafhængige.

Revisionskomitéen vil bl.a. gennemgå og drøfte regnskabs-, revisions- og kontrolmæssige forhold med Sjælsøs generalforsamlingsvalgte revision og direktionen.



## AKTIONÆR OG EJERFORHOLD

Sjælsø Gruppen A/S er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen under Fondskode 10241751.

### EJERFORHOLD

Følgende aktionærer har oplyst at de ejer mere end 5% af aktiekapitalen:

<b>SG Nord Holding A/S, København</b>	<b>29,3% (30,6%) *</b>
<b>Henderson Global Investors Ltd., London</b>	<b>5,0% (5,2%) *</b>

\*) Andel af selskabets aktiebeholdning efter fradrag af egne aktier pr. 31.12.2008.

### AKTIEKAPITALEN I 2008

Pr. 1. januar 2008 udgjorde aktiekapitalen 26.063.274 stk. aktier á nominelt kr. 10,00, svarende til kr. 260,6 mio. Aktiekapitalen blev i oktober 2008 udvidet med 333.000 stk. aktier á kr. 10,00 ved udstedelse af nye aktier i forbindelse med medarbejderes konvertering af warrants til aktier. Herefter udgjorde aktiekapitalen kr. 264,0 mio., svarende til 26.396.274 stk. aktier á 10,00.

### AKTIETILBAGEKØB I 2008 / EGNE AKTIER

I forbindelse med offentliggørelsen af årsregnskabsmeddelelsen for 2007 igangsatte Sjælsø et aktietilbagekøbsprogram af op til 10% af selskabets aktier indenfor en beløbsramme på kr. 200 mio. kr. På baggrund af den tiltagende forværring af markedsforholdene på såvel ejendoms- som finansmarkedet, besluttede bestyrelsen ultimo oktober 2008 at stoppe det igangværende aktietilbagekøbsprogram.

Sjælsøs samlede aktietilbagekøb i perioden fra den 5. marts 2008 til den 31. oktober 2008 udgjorde 1.814.728 stk. aktier til en samlet anskaffelsessum på kr. 153,0 mio. De tilbagekøbte aktier annulleres ikke, men beholdes med henblik på eventuel anvendelse i forretningsmæssige sammenhænge.

Af de tilbagekøbte aktier er 675.000 aktier til kurs 93 anvendt til delvis afregning af købesummen i forbindelse med købet af IBI.

Sjælsøs beholdning af egne aktier er herefter 1.139.728 aktier svarende til 4,3% af selskabets samlede aktiekapital.

### SHAREHOLDER VALUE

Som følge af den internationale finanskriser og dens påvirkning på ejendomsbranchen, har Sjælsø for tiden primært fokus på at tilpasse den forretningsmæssige struktur samt sikre det nødvendige økonomiske fundament, herunder fastholdelse af selskabets værdier ved en færdigudvikling af projektmulighederne. Dette er en væsentlig forudsætning for Sjælsøs manøvre muligheder i den aktuelle situation, men er også grundlaget for at sikre og skabe værdi for aktionærerne på længere sigt.

### UDBYTTEPOLITIK

Det er Sjælsøs politik at udbetale en del af nettoresultatet til aktionærerne som udbytte under hensyntagen til selskabets vækstforventninger, cash-flow, styringsmål og kapitalforhold i øvrigt. Den internationale finansielle krise og dens konsekvenser for ejendomsbranchen og Sjælsø nødvendiggør fokus på konsolidering, hvorfor bestyrelsen på den ordinære generalforsamling vil foreslå, at der ikke betales udbytte for 2008.

### AKTIONÆRSAMMENSÆTNING

Nedenfor ses aktionærsammensætningen, herunder aktionærer, der har oplyst at de ejer 5% eller mere af aktiekapitalen.

	Antal aktier stk.	Fordeling inkl. egne aktier %	Fordeling ekskl. egne aktier %
SG Nord Holding A/S, København	7.726.060	29,3	30,6
Henderson Global Investors Ltd., London	1.313.000	5,0	5,2
Bestyrelsen i Sjælsø Gruppen A/S	340.570	1,3	1,3
Direktionen i Sjælsø Gruppen A/S	43.940	0,2	0,2
Medarbejdere i Sjælsø Gruppen A/S	889.129	3,3	3,5
Øvrige navnenoterede aktionærer	8.629.349	32,7	34,2
Navnenoterede aktionærer ialt	18.942.048	71,8	75,0
Ikke-navnenoterede aktionærer i alt	6.314.498	23,9	25,0
<b>I alt ekskl. egne aktier</b>	<b>25.256.546</b>	<b>95,7</b>	<b>100,0</b>
Egne aktier	1.139.728	4,3	
<b>Samlet antal aktier i Sjælsø Gruppen A/S</b>	<b>26.396.274</b>	<b>100,0</b>	

Antallet af navnenoterede aktionærer udgør i alt ca. 4.000 opgjort primo februar 2009.

## INVESTOR RELATIONS

Det er Sjælsøs politik for investor relations at være en åben virksomhed, der arbejder aktivt på at informere aktiemarkedet bedst muligt. Selskabet står derfor løbende til rådighed således, at investorer kan træffe deres investeringsbeslutninger på et solidt og fair grundlag. Sjælsø udbygger til stadighed sine IR-aktiviteter, bl.a. med præsentationer for investorer i udlandet.

## INTERNE REGLER FOR HANDEL MED AKTIER I SJÆLSØ OG BEHANDLING AF INTERN VIDEN

Bestyrelsen i Sjælsø vurderer og opdaterer løbende de interne regler for bestyrelsesmedlemmer, direktørers og medarbejderes handel med aktier og behandling af intern viden, således at disse er i overensstemmelse med de regler, der er fastsat af bl.a. NASDAQ OMX Copenhagen og gældende for børsnoterede virksomheder.

## INCITAMENTSPROGRAMMER

For at fastholde og tiltrække medarbejdere har bestyrelsen mulighed for at tildele medarbejdere warrants og/eller en bonusordning, som fastlægges nærmere på basis af et aftalt resultatmål. Tildeling af warrants sker i henhold til den bemyndigelse, der er givet til bestyrelsen. Bestyrelsen har ikke anvendt bemyndigelsen i 2008.

Bemyndigelsen er således uændret i forhold til 31. december 2007, og bestyrelsen har fortsat mulighed for at tildele 339.660 warrants inden 2010.

## STYRKELSE AF KAPITALGRUNDLAG OVERVEJES

I den nuværende finansielle og markedsmæssige situation med øget krav til egenfinansiering er det vigtigt, at Sjælsø har et økonomisk råderum, der muliggør, at Sjælsø aktivt kan udnytte de markedsmæssige muligheder i både koncernens nuværende pipeline af projekter samt ved overtagelse af projekter fra andre aktører og banker.

Sjælsø Gruppen A/S vil derfor i løbet af 2009 søge at styrke selskabets kapitalgrundlag, eventuelt ved udstedelse af nye aktier i selskabet.

Sjælsø Gruppen A/S' storaktionær SG Nord Holding A/S har meddelt, at man er positiv overfor en eventuel udstedelse af nye aktier.

## CHANGE OF CONTROL

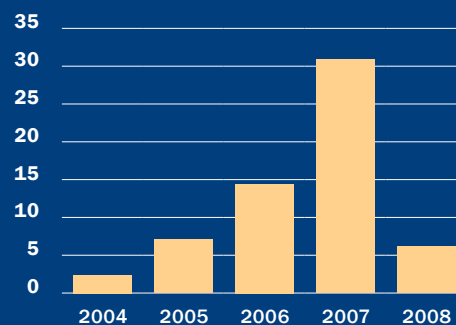
Udover change of control bestemmelser tilknyttet visse låneaftaler, har Sjælsø ingen væsentlige aftaler, der kan komme til genforhandling i forbindelse med change of control i Sjælsø Gruppen A/S. Dette gælder tillige aftaler indgået med direktionen.

### ÆNDRINGEN I SJÆLSØ GRUPPEN A/S' AKTIEKAPITAL I 2008

	Antal aktier i stk.	Nominel værdi pr. stk.	Nominel værdi i alt i kr.
<b>Aktiekapitalen pr. 01.01.2008</b>	26.063.274	10,00	260.632.740
Kapitaludvidelse ved konvertering af warrants	333.000	10,00	3.330.000
<b>Aktiekapitalen udgør herefter pr. 31.12.2008</b>	<b>26.396.274</b>	<b>10,00</b>	<b>263.962.740</b>

### EPS - UDVIKLING I RESULTAT PR. AKTIE

	2004	2005	2006	2007	2008
Antal aktier (1.000 stk.)	22.330	22.530	24.955	26.063	26.396
<b>EPS resultat pr. aktie</b>	2,14	6,27	13,29	31,04	<b>5,89</b>



## FONDSBØRSMEDDELELSER

Nr. 1	14.01.2008	Sjælsø planlægger aktietilbagekøb
Nr. 2	17.01.2008	Sjælsø's hovedaktionær SG Nord Holding A/S ønsker ikke at sælge aktier i forbindelse med det planlagte aktietilbagekøb
Nr. 3	31.01.2008	Sjælsø ændrer regnskabspraksis efter påbud fra Fondsrådet. Resultatforventninger for 2007 ændres til kr. 1. mia før skat
	04.03.2008	Sjælsø Gruppens årsregnskabsmeddelelse for 2007
Nr. 4	14.03.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
	25.03.2008	Sjælsø Gruppen A/S' årsrapport for 2007
	25.03.2008	Indkaldelse til den ordinære generalforsamling i Sjælsø Gruppen A/S
	26.03.2008	Bilag til dagsordenens pkt. 6c - Overordnede retningslinier for incitamentsafklønning af Sjælsø Gruppens A/S' bestyrelse og direktion
Nr. 5	28.03.2008	Sjælsø Gruppen A/S - Aktietilbagekøbsprogram
Nr. 6	08.04.2008	Sjælsø Gruppen A/S - Aktietilbagekøbsprogram
Nr. 7	10.04.2008	Sjælsø Gruppen A/S - supplerende bestemmelse til bilag til dagsordenens pkt. 6c - i forbindelse med selskabets ordinære generalforsamling
	11.04.2008	Referat med bilag fra Sjælsø Gruppen A/S' ordinære generalforsamling den 10. april 2008
	11.04.2008	Vedtægter for Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 8	15.04.2008	Tildeling af warrants i Sjælsø Gruppen A/S
	15.04.2008	Vedtægter for Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 9	17.04.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 10	29.04.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 11	30.04.2008	Kvartalsnyt - 30. april 2008
Nr. 12	09.05.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 13	14.05.2008	Sjælsø sikrer sig nyt stort erhvervs- og boligprojekt i Stockholm
Nr. 14	14.05.2008	Storaktionærmeddelelse
Nr. 15	21.05.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 16	29.05.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 17	11.06.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 18	12.06.2008	Sjælsø sælger grund til Ikea og udlejer nyt projekt til Silvan i Århus
Nr. 19	20.06.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 20	25.06.2008	Sjælsø sælger retailprojekter i Danmark for ca. kr. 160 mio.
Nr. 21	30.06.2008	Sjælsø sælger retailprojekter til Investea for ca. kr. 125 mio.
Nr. 22	01.07.2008	Sjælsø sælger tre retailprojekter i Finland for ca. kr. 300 mio.
Nr. 23	01.07.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 24	09.07.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 25	17.07.2008	Sjælsø udlejer ca. 5.100 m <sup>2</sup> i Kalkbrænderihavnen til Kromann Reumert
Nr. 26	21.07.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 27	30.07.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 28	08.08.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 29	19.08.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 30	21.08.2008	Sjælsø sælger 275 boliger til Essex for kr. 900 mio. og ændrer resultatforventninger for 2008 til kr. 500-700 mio. før skat
Nr. 31	28.08.2008	Sjælsø Gruppen A/S' halvårsrapport for 2008
Nr. 32	28.08.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 33	29.08.2008	Medarbejderes udnyttelse af tildelte warrants
Nr. 34	08.09.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 35	17.09.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 36	25.09.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 37	01.10.2008	Kapitaludvidelse som følge af medarbejderes udnyttelse af tildelte warrants
	01.10.2008	Vedtægter for Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 38	07.10.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 39	16.10.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 40	27.10.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 41	31.10.2008	Kvartalsnyt - oktober 2008
Nr. 42	03.11.2008	Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S
Nr. 43	18.11.2008	Sjælsø sælger nyt boligudlejningsprojekt med 63 lejligheder til PKA for kr. 137 mio. Boligerne forventes klar til indflytning i foråret 2010
	19.12.2008	Sjælsø Gruppen A/S' finanskalender for 2009
Nr. 44	22.12.2008	Sjælsø sælger ejendomme i Nærum samt TV-Byen og køber erhvervsgrund i Hillerød



## FINANSKALENDER

Årsregnskabsmeddelelse for 2008 offentliggøres	3. marts 2009
Ordinær generalforsamling	2. april 2009
Kvartalsnyt vedrørende 1. kvartal 2009	30. april 2009
Halvårsrapport for 2009 offentliggøres	27. august 2009
Kvartalsnyt vedrørende 3. kvartal 2009	30. oktober 2009

## ORDINÆR GENERALFORSAMLING

Sjælsø Gruppen A/S afholder ordinær generalforsamling for regnskabsåret 2008 torsdag den 2. april 2009 kl. 15.00 på Ny Allerødgård, Sortemosevej 15, 3450 Allerød.

Bestyrelsen vil på generalforsamlingen foreslå:

- At der ikke udbetales udbytte for 2008.
- At der gives bestyrelsen bemyndigelse til opkøb af op til 10% egne aktier.
- At der gives bestyrelsen bemyndigelse til at udvide selskabets aktiekapital ved udstedelse af op til 2.639.627 nye aktier (svarende til 10% af den nuværende aktiekapital) til mindst markedskurs i forbindelse med en rettet emission.
- At selskabets nuværende bestyrelse genvælges.
- At selskabets nuværende revisorer genvælges.

Under henvisning til omtalen i ledelsesberetningen omkring styrkelse af selskabets kapitalgrundlag - udover ovenstående bemyndigelse – vil selskabets bestyrelse i givet fald fremlægge forslag til beslutning herom på en ekstraordinær generalforsamling.



## OVERORDNEDE KOMMENTARER TIL REGNSKABET OG PENGESTRØMSOPGØRELSEN

### REGNSKABSPRAKSIS

Koncernregnskabet er aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards.

I 2007 valgte Sjælsø at omklassificere strategisk velbeliggende grunde på Teglholmen og i Ørestad Syd fra projektbeholdningen til investeringsejendomme. Ejendommene blev som følge deraf indregnet til dagsværdi, hvilket i 2007 påvirkede resultatet før skat med kr. 85,4 mio. og kr. 64,0 mio. efter skat. Med henvisning til afsnittet side 15 om investeringsejendomme, har Sjælsø besluttet at omklassifikationen i 2007 tilbageføres med effekt i 2007 i henhold til IAS 8 og korrigeres som en fejl. Derved reguleres Sjælsøs resultat og egenkapital med opskrivningen på kr. 64,0 mio., der var knyttet til ejendommene. Sammenligningstallene for 2007 er således tilpasset i årsrapporten for 2008.

### RESULTATOPGØRELSEN FOR KONCERNEN

Omsætningen blev i 2008 kr. 5.706,2 mio. kr. sammenholdt med en omsætning på kr. 6.351,2 mio. i 2007. Omsætningen i 2008 er ca. 10% lavere end i 2007 og således fortsat på et højt niveau, hvilket skyldes effekten af færdigbyggede, solgte og afleverede boliger, der indregnes på afleveringstidspunktet.

Indtjeningen i 2008 fra solgte og afleverede boliger er væsentlig lavere end i 2007, hvilket i høj grad skyldes stigninger i byggeomkostninger i opførelsesperioden, mens salgsprisen for de solgte boliger lå fast på salgstidspunktet. Dertil kommer at salget af boliger til Essex skete til reducerede salgspriser uden nævneværdigt projektbidrag.

Sjælsø er en virksomhed med relativt få ansatte og en høj grad af outsourcing til underleverandører bl.a. entreprenører og rådgivere, der udfører byggeopgaver for Sjælsø. Men outsourcing sker også til f.eks. arkitekter og ejendomsrådgivere i forbindelse med projektering og salg af ejendomme. Sådanne omkostninger indgår som en direkte omkostning, der er knyttet til projekterne. Dette medvirker til, at Sjælsøs personale og driftsomkostninger kun udgør en forholdsvis lille andel af de samlede omkostninger. Effekten af den løbende tilpasning af organisationen vil først kunne ses i 2009.

I 2008 blev de medarbejdere i Sjælsøs danske selskaber, der er direkte knyttet til udviklings- og byggeaktiviteter i Danmark, overført til Sjælsø Danmark A/S. Herefter er alene medarbejdere i koncernens stabsfunktioner samt koncernledelsen ansat i moderselskabet Sjælsø Gruppen A/S.

### KONCERNBALANCEN

Den samlede koncernbalance er i løbet af 2008 reduceret med kr. 1.856,4 mio. og udgør pr. 31.12.2008 kr. 7.099,4 mio. Nedenfor ses væsentlige ændringer i balancen i 2008.

#### Ændringer i aktiverne (mio. kr.):

Likviditet til fri disposition	-650,8
Indestående på deponerings- og sikringskonti	-615,0
Tilgodehavende fra salg	-116,7
Projektbeholdning, solgte projekter	-880,6
Projektbeholdning, egen regning	373,9
Andre poster (netto)	32,8
<b>Ændringer i alt</b>	<b>-1.856,4</b>

#### Ændringer i egenkapital og gæld (mio. kr.):

Egenkapital	-73,9
Gæld til kreditinstitutter (projektfinansiering)	-1.406,1
Gæld til leverandører	76,4
Afregning vedrørende køb af IBI koncernen	-244,5
Skyldig selskabsskat	-31,9
Acontobetaling, projektsalg	-127,3
Andre poster (netto)	-49,1
<b>Ændringer i alt</b>	<b>-1.856,4</b>

Pr. 31.12.2008 er de likvide beholdninger til fri disposition i koncernen kr. 232,9 mio. Derudover har Sjælsø kr. 413,5 mio. stående på deponerings- og sikringskonti vedrørende solgte projekter, som forventes afregnet inden udgangen af 2. kvartal 2009, og hvoraf ca. kr. 330 mio. vil blive anvendt til indfrielse af projektfinansiering.

De samlede tilgodehavender fra salg udgør pr. 31.12.2008 kr. 2.053,0 mio., hvoraf kr. 1.385,5 mio. vedrører periodiserede tilgodehavender fra igangværende solgte projekter, der indregnes i resultatopgørelsen efter produktionsmetoden.

Af de samlede tilgodehavender fra salg forventes kr. 1.649,1 mio. at blive afregnet i 2009 i forbindelse med aflevering af projekter, eller ved indbetaling fra projekter med løbende ratebetalinger.

Projektbeholdning, solgte projekter er kostprisværdien af de projekter, der indregnes i resultatet på afleveringstidspunktet. Projektbeholdningen, solgte projekter er i 2008 faldet med kr. 880,6 mio., som er driftsført i forbindelse med aflevering af projekter.

Den samlede gæld til leverandører af varer og tjenesteydelser udgør pr. 31.12.2008 kr. 811,1 mio, inklusive periodiserede skyldige projektomkostninger.

Den samlede gæld til kreditinstitutter vedr. projektfinsiering udgør pr. 31.12.2008 kr. 3.788,4 mio. Denne gæld finansierer igangværende solgte projekter og til dels også projekter i egen regning, samt grunde og ejendomme, hvor på projekt endnu ikke er igangsat.

Gælden til kreditinstitutter vil som hovedregel blive afregnet i takt med, at der sker afregning fra salg af afsluttede og afleverede projekter. Lån til finansiering af grunde og projekter i egen regning vil under normale forhold i ejendomsbranchen blive forlænget eller refinansieret, hvorfor Sjælsø ikke tidligere har anset dette som værende et forhold der var forbundet med nogen større risiko.

Den kortfristede gæld til kreditinstitutter vedr. projektfinsiering udgør pr. 31.12.2008 kr. 1.945,9 mio. og den langfristede gæld til kreditinstitutter – d.v.s med forfald i 2010 eller senere udgør pr. 31.12.2008 kr. 1.842,5 mio. Den samlede kortfristede gæld til kreditinstitutter kan specificeres således:

	Mio. kr.
Gæld der afregnes med provenue fra projektsalg mv.	1.190,6
Gæld der skal forlænges eller refinansieres	<u>755,3</u>
<b>Kortfristet gæld i alt</b>	<b><u>1.945,9</u></b>

Der er til projektfinsieringen typisk tilknyttet en række vilkår f.eks. soliditets- og likviditetsmål, change of control etc. ligesom moderselskabet Sjælsø Gruppen A/S har afgivet tilbagetrædelseserklæringer og kautionerer for en del af datterselskabernes låntagning. Sjælsø Gruppen A/S kautionerforpligtelse overfor datterselskaberne udgør således pr. 31. december 2008 i alt kr. 2.975,0 mio.

Derudover har Sjælsø Gruppen A/S kautioneret for en række joint venture selskabers låntagning, hvorved Sjælsø Gruppen A/S således også i visse tilfælde kautionerer for joint venture partners andel af låntagningen i joint venture selskaber. Sjælsø Gruppen A/S' samlede kautionerforpligtelse vedrørende joint venture selskaber udgør i alt kr. 517,4 mio. vedrørende udnyttede kreditfaciliteter pr. 31.12.2008. Sjælsø Gruppen A/S har afgivet garantier, indeståelser og kautionerforpligtelser for ca. kr. 1,9 mia. vedrørende finansiering i joint ventures.

## PENGESTRØMSOPGØRELSEN

Sjælsøs likvide beholdninger i koncernen består af likvide beholdninger til fri disposition og indeståender på deponerings- og sikringskonti. Indeståender på deponerings- og sikringskonti er typisk tilgodehavender fra salg som købere har deponeret i forbindelse med overtagelse af ejendomme. Disse deponerede midler er først til disposition for Sjælsø når betingelserne derfor er til stede, hvilket typisk sker når udmatrikulering og lignende er på plads og der foreligger endeligt skøde. Når disse beløb frigøres, skal den bankgæld der finansierer den pågældende ejendom indfries, før overskydende likviditet er til fri disposition for Sjælsø.

Med baggrund i ovennævnte har Sjælsø valgt at ændringer i indeståender på deponerings- og sikringskonti ligestilles med ændringer i tilgodehavender fra salg og medtages i pengestrømme fra drift fra og med 2008. Alle sammenligningstal er tilpasset denne ændring.

Pengestrømme fra driften var i 2008 negativ med kr. 113,5 mio før skat og kr. 285,9 mio. efter skat. Den negative pengestrøm hænger sammen med en væsentlig nedbringelse af bankgælden, og at Sjælsø i stor udstrækning i 2008 har anvendt likviditet til egenfinansiering af projekter. Sjælsø har desuden måttet medvirke til at finansiere visse køberes overtagelse af retailprojekter, hvorved tilgodehavender fra salg ikke er reduceret som forventet. Pengestrømme fra driften er i 2008 er påvirket negativt heraf.

Pengestrømme fra finansiering er som forventet negativt med kr. 361,2 mio. kr., idet der er udbetalt kr. 103,5 mio. i udbytte til selskabets aktionærer, ligesom der er anvendt kr. 153,0 mio. til køb af egne aktier i henhold til det på generalforsamlingen godkendte aktietilbagekøbsprogram. Derudover er der betalt kontant kr. 120,0 mio. til de tidligere ejere af IBI-koncernen, der ligeledes har fået overdraget aktier af Sjælsøs beholdning af egne aktier for kr. 62,8 mio. til kurs 93, som en del af betalingen for Sjælsøs køb af IBI koncernen.



## BEREGNING AF NØGLETAL

Nedenfor ses de formler, der ligger til grund for beregningen af de nøgletal, der fremgår på side 11.

			2008	2007
Soliditet	$\frac{\text{Egenkapital} \times 100}{\text{Aktiver korrigeret}}$	$\frac{1.948.793 \times 100}{4.031.504}$	48,3%	55,8%
Egenkapital i f.t. grundbeholdning	$\frac{\text{Egenkapital} \times 100}{\text{Grundbeholdning}}$	$\frac{1.948.793 \times 100}{1.771.687}$	110,0%	182,2%
Egenkapitalforrentning	$\frac{\text{Resultat efter skat} \times 100}{\text{Gnms. Egenkapital}}$	$\frac{150.918 \times 100}{1.963.670}$	7,7	49,0%
Resultat pr. aktie	$\frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Antal aktier (vægtet gnms.)}}$	$\frac{150.918 \times 1.000}{25.604.420}$	kr. 5,89	kr. 31,04
Udbytte pr. aktie	$\frac{\text{Foreslået udbytte}}{\text{Antal aktier ultimo}}$	$\frac{0 \times 1.000}{26.396.274}$	kr. 0,00	kr. 4,00
P/E værdi	$\frac{\text{Aktiekurs}}{\text{Resultat pr. aktie}}$	$\frac{20}{5,89}$	3,4	4,5
Indre værdi pr. aktie	$\frac{\text{Egenkapital ultimo}}{\text{Antal aktier ultimo (ekskl. egne aktier)}}$	$\frac{1.948.793 \times 1.000}{25.256.540}$	kr. 77,16	kr. 77,60
Pengestrømme fra drift pr. aktie	$\frac{\text{Pengestrømme fra drift}}{\text{Antal aktier (vægtet gnms.)}}$	$\frac{(285.867) \times 1.000}{25.604.420}$	(kr. 11,16)	kr. 28,94

Udvandede nøgletal <sup>1)</sup>			2008	2007
Udvandet egenkapitalforrentning	$\frac{\text{Resultat efter skat} \times 100}{\text{Gnms. Egenkapital}}$	$\frac{150.918 \times 100}{1.963.670}$	7,7%	47,4%
Udvandet resultat pr. aktie	$\frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Antal aktier (vægtet gnms.)}}$	$\frac{150.918 \times 1.000}{25.604.420}$	kr. 5,89	kr. 29,41
<b>Resultat efter skat samt antal aktier fremkommer således:</b>				
			<b>Resultat</b>	<b>Resultat</b>
	Resultat, jf. resultatopgørelsen		150.918	791.794
	Teoretisk renteafkast efter skat af kapitalforhøjelser, såfremt eksisterende tegningsrettigheder (warrants) udnyttes <sup>2)</sup> .		0	1.776
	Resultat anvendt til beregning af udvandet <sup>1)</sup> resultat pr. aktie		150.918	793.570
			<b>Antal aktier stk.</b>	<b>Antal aktier stk.</b>
	Gennemsnitlig antal aktier		25.604.420	25.509.337
	Udnyttelse af udestående warrants med tegningskurs lavere end børskurs på balancetidspunktet <sup>2)</sup> .		0	1.416.000
	I alt		25.604.420	26.925.337

1) Udnyttelse af udestående warrants med en tegningskurs lavere end børskursen på balancetidspunktet medfører at nye aktionærer opnår andel i virksomhedens markedsværdi til favørpris hvorved der teoretisk set sker en reduktion (udvanding) af værdien på de eksisterende aktier. Nøgletallene udtrykker effekten af udvandingen.

2) Pr. 31. december 2008 er tegningskursen på alle udestående warrants højere end børskursen.

## LEDELSESPÅTEGNING

Bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2008 for Sjælsø Gruppen A/S. Koncernregnskabet aflægges i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards, som godkendt af EU, og årsregnskabet for moderselskabet aflægges i overensstemmelse med årsregnskabsloven og danske regnskabsvejledninger. Årsrapporten er herudover udarbejdet i overensstemmelse med yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af koncernens og moderselskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2008 samt af resultatet af koncernens og moderselskabets aktiviteter og koncernens pengestrømme for regnskabsåret 2008.

Vi anser endvidere ledelsesberetningen for at indeholde

en retvisende redegørelse for udviklingen i koncernens og moderselskabets aktiviteter og økonomiske forhold, årets resultat og for koncernens og moderselskabets finansielle stilling som helhed samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som koncernen og moderselskabet står over for.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

**ALLERØD DEN 3. MARTS 2009**

### DIREKTION

Flemming Joseph Jensen  
Adm. direktør, CEO

Jørgen Junker  
Direktør, COO

Torben Black  
Direktør, CFO

### BESTYRELSE

John R. Frederiksen  
Formand

Torben Rønje  
Næstformand

Steen Raagaard Andersen

Jan Olav Braaten

Holger Dock

Henrik Kristian Moltke

Ib Henrik Rønje

## DEN UAFHÆNGIGE REVISORS PÅTEGNING

### TIL AKTIONÆRERNE I SJÆLSØ GRUPPEN A/S

Vi har revideret årsrapporten for Sjælsø Gruppen A/S for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2008 omfattende ledelsespåtegning, ledelsesberetning, resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse og noter, herunder anvendt regnskabspraksis. Koncernregnskabet aflægges i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU, og årsregnskabet for moderselskabet aflægges efter årsregnskabsloven og danske regnskabsvejledninger. Årsrapporten aflægges herudover i overensstemmelse med yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

### LEDELSENS ANSVAR FOR ÅRSRAPPORTEN

Ledelsen har ansvaret for at udarbejde og aflægge en årsrapport, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU for så vidt angår koncernregnskabet, årsregnskabsloven og danske regnskabsvejledninger for så vidt angår moderselskabsregnskabet samt yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber. Dette ansvar omfatter udformning, implementering og opretholdelse af interne kontroller, der er relevante for at udarbejde og aflægge en årsrapport, der giver et retvisende billede uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl, samt valg og anvendelse af en hensigtsmæssig regnskabspraksis og udøvelse af regnskabsmæssige skøn, som er rimelige efter omstændighederne.

### REVISORS ANSVAR OG DEN UDFØRTE REVISION

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsrapporten på grundlag af vores revision. Vi har udført vores revision i overensstemmelse med danske og internationale revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi lever op til etiske krav samt planlægger og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsrapporten ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter handlinger for at opnå revisionsbevis for de beløb og oplysninger, der er anført i årsrapporten. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risikoen for væsentlig fejlinformation i årsrapporten, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser

eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor interne kontroller, der er relevante for selskabets udarbejdelse og aflæggelse af en årsrapport, der giver et retvisende billede, med henblik på at udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke med det formål at udtrykke en konklusion om effektiviteten af selskabets interne kontrol. En revision omfatter endvidere stillingtagen til, om den af ledelsen anvendte regnskabspraksis er passende, om de af ledelsen udøvede regnskabsmæssige skøn er rimelige samt en vurdering af den samlede præsentation af årsrapporten.

Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

### KONKLUSION

Det er vores opfattelse, at årsrapporten giver et retvisende billede af koncernens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2008 samt af resultatet af koncernens aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2008 i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

Det er endvidere vores opfattelse, at årsrapporten giver et retvisende billede af moderselskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2008 samt af resultatet af moderselskabets aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2008 i overensstemmelse med årsregnskabsloven, danske regnskabsvejledninger og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

KØBENHAVN DEN 3. MARTS 2009

**DELOITTE,  
STATSAUTORISERET REVISIONSAKTIESELSKAB**

Tim Kjær-Hansen  
Statsautoriseret revisor

Carsten Vaarby  
Statsautoriseret revisor

KØBENHAVN DEN 3. MARTS 2009

**NIELSEN & CHRISTENSEN,  
STATSAUTORISERET REVISIONSPARTNERSELSKAB**

Claus Koskelin  
Statsautoriseret revisor

Jan Moldrup  
Statsautoriseret revisor

# RESULTATOPGØRELSE

I 1.000 KR.

Moder-selskab 2007	Moder-selskab 2008	Note	Koncern 2007	Koncern 2008
79.463	64.134	Omsætning	6.351.192	5.706.157
(2.845)	(234)	Direkte omkostninger	(5.078.626)	(5.161.207)
(50.549)	(9.109)	Andel af resultat i joint ventures	0	0
0	0	Værdiregulering/nedskrivning af projektbeholdning	0	(65.000)
26.069	54.791	Projektbidrag	1.272.566	479.950
(93.953)	(85.794)	Personaleomkostninger	(182.457)	(199.655)
(2.812)	(4.116)	Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver	(12.213)	(4.490)
(45.971)	(52.694)	Andre driftsomkostninger	(78.809)	(89.342)
1.591	408	Andre driftsindtægter	2.631	5.831
49.597	338	Omkostningsrefusion, dattervirksomheder	0	0
(65.479)	(87.067)	Resultat af primær drift	1.001.718	192.294
788.357	167.528	Resultat af dattervirksomheder	0	0
0	0	Resultat af associerede virksomheder	(1.535)	(3.775)
51.826	67.730	Finansielle indtægter	40.259	41.980
(34.871)	(44.946)	Finansielle omkostninger	(19.924)	(25.578)
739.833	103.245	Resultat før skat	1.020.518	204.921
22.196	19.533	Skat af årets resultat	(228.724)	(54.003)
762.029	122.778	Årets resultat efter skat	791.794	150.918
<b>Nøgletal (kr.)</b>				
4,00	0,00	Udbytte pr. aktie	4,00	0,00
29,24	4,80	Resultat pr. aktie (EPS)	31,04	5,89
27,76	4,80	Udvandet resultat pr. aktie	29,41	5,89
<b>Resultatdisponering (i 1.000 kr.)</b>				
Bestyrelsen foreslår, at årets resultat disponeres således:				
853.768	1.247.170	Overført resultat primo		
(102.848)	(103.547)	Udbytte vedrørende foregående år		
40.249	11.988	Overkurs ved kapitalforhøjelse, udnyttelse af warrants		
1.972	6.790	Optjente warrants indregnet som personaleomkostning		
0	(90.185)	Køb af egne aktier (netto)		
762.029	122.778	Årets resultat		
1.555.170	1.194.994	Til disposition		
308.000	(289.789)	Overført til/fra reserve for nettoopskrivning, dattervirksomheder		
1.247.170	1.484.783	Overført til næste år		
1.555.170	1.194.994	I alt disponeret		



# AKTIVER

BALANCE PR. 31.12.2008 I 1.000 KR.

Moder-selskab 2007	Moder-selskab 2008	Note	Koncern 2007	Koncern 2008
0	0	Goodwill	595.309	536.809
0	0	Immaterielle rettigheder mm.	4.349	2
0	0	Immaterielle anlægsaktiver i alt	599.658	536.811
19.891	17.941	Driftsmateriel og inventar	23.485	21.554
19.891	17.941	Materielle anlægsaktiver i alt	23.485	21.554
1.960.233	1.591.787	Kapitalandele i dattervirksomheder	0	0
0	25.760	Kapitalandele i joint ventures	0	0
0	0	Ansvarlig lån i joint ventures	0	5.453
0	0	Kapitalandele i associerede virksomheder	300	0
12.312	8.659	Værdipapirer og andre finansielle anlægsaktiver	15.146	11.303
0	0	Udskudt skatteaktiv	924	5.803
1.972.545	1.626.206	Finansielle anlægsaktiver i alt	16.370	22.559
1.992.436	1.644.147	Anlægsaktiver i alt	639.513	580.924
0	0	Projektbeholdning, solgte projekter	1.248.921	368.693
0	0	Projektbeholdning, egen regning	2.887.862	3.261.792
0	0	Projektbeholdning i alt	4.136.783	3.630.485
98.574	401	Tilgodehavender fra salg	488.519	667.496
0	0	Igangværende solgte projekter	1.681.152	1.385.472
98.574	401	Tilgodehavender fra salg i alt	2.169.671	2.052.968
254.739	667.437	Tilgodehavender hos dattervirksomheder	0	0
0	0	Tilgodehavender hos associerede virksomheder	2.220	15.629
25.789	45.515	Andre tilgodehavender	88.451	166.397
1.900	1.440	Forudbetalte omkostninger	4.568	5.176
381.002	714.793	Tilgodehavender i alt	2.264.910	2.240.170
0	0	Værdipapirer og kapitalandele	2.561	1.586
0	0	Indestående på deponerings- og sikringskonti	1.028.534	413.529
467.840	7.335	Likvide beholdninger til fri disposition	883.708	232.891
848.842	722.128	Omsætningsaktiver i alt	8.316.496	6.518.661
2.841.278	2.366.275	Aktiver i alt	8.956.009	7.099.585

# PASSIVER

BALANCE PR. 31.12.2008 I 1.000 KR.

Moder-selskab 2007	Moder-selskab 2008	Note	Koncern 2007	Koncern 2008
260.633	263.963	Aktiekapital	260.633	263.963
0	0	Reserve for dagsværdiregulering, sikringsinstrumenter	8.461	8.775
0	0	Valutakursregulering, selvstændige udenlandske enheder	(4.246)	(57.722)
470.210	127.259	Reserve for nettoopskrivning (indre værdis metode)	0	0
1.247.170	1.484.783	Overført resultat (inkl. foreslået udbytte for regnskabsåret)	1.757.813	1.733.777
<b>1.978.013</b>	<b>1.876.005</b>	<b>Egenkapital i alt</b>	<b>2.022.661</b>	<b>1.948.793</b>
17.867	18.672	Hensat udskudt skat *)	276.973	195.403
0	0	Øvrige hensatte forpligtelser	27.173	27.198
50.000	50.000	Kreditinstitutter, projektfinsiering	3.109.986	1.842.498
2.332	0	Kreditinstitutter, øvrig finansiering	2.331	0
17.172	0	Kapitalandele i joint ventures	0	0
0	0	Ansvarlig kapital i joint venture	0	5.453
0	0	Finansielle leasingforpligtelser	533	0
95.900	0	Skyldig købesum, datterselskaber	95.900	0
<b>183.271</b>	<b>68.672</b>	<b>Langfristede forpligtelser i alt</b>	<b>3.512.896</b>	<b>2.070.551</b>
0	0	Øvrige hensatte forpligtelser	14.772	16.690
15.807	86.820	Kreditinstitutter, projektfinsiering	2.083.643	1.945.937
4.750	1.325	Kreditinstitutter, øvrig finansiering	4.750	1.487
0	0	Finansielle leasingforpligtelser	200	0
0	0	Skyldige købesummer, ejendomme	31.780	16.395
178.000	29.396	Skyldig købesum, datterselskaber	178.000	29.396
0	0	Acontobetaling, projektsalg	136.463	9.147
13.305	9.029	Leverandører af varer og tjenesteydelser	734.759	811.114
127.017	76.094	Skyldig selskabsskat	133.814	101.926
300.811	201.902	Gæld til dattervirksomheder	0	0
40.304	17.032	Anden gæld	102.271	148.148
<b>679.994</b>	<b>421.598</b>	<b>Kortfristede forpligtelser i alt</b>	<b>3.420.452</b>	<b>3.080.240</b>
<b>863.265</b>	<b>490.270</b>	<b>Forpligtelser i alt</b>	<b>6.933.348</b>	<b>5.150.792</b>
<b>2.841.278</b>	<b>2.366.275</b>	<b>Passiver i alt</b>	<b>8.956.009</b>	<b>7.099.585</b>

\*) Hensat udskudt skat i moderselskabet udgør hensatte forpligtelser i alt.

# PENGESTRØMSOPGØRELSE FOR KONCERNEN

I 1.000 KR.

Note	Koncern 2007	Koncern 2008
<b>Driftens likviditetsvirkning</b>		
Årets koncernresultat før skat	1.020.518	204.921
Reguleringer	16.632	16.775
Ændring i projektbeholdning	(342.170)	441.298
Ændring i tilgodehavender mv.	(801.203)	20.860
Ændring i deponerings- og sikringskonti mv.	(210.461)	615.980
Ændring i projektfinsiering	1.229.368	(1.406.072)
Ændring i leverandørgæld og anden gæld	(112.196)	(20.467)
Pengestrømme fra drift før finansielle poster	800.488	(126.705)
Finansielle indbetalinger	38.657	39.498
Finansielle udbetalinger	(3.397)	(26.325)
Pengestrømme fra drift før skattebetalinger	835.748	(113.532)
Betalt selskabsskat (inkl. andel af betalt skat i joint ventures)	(97.425)	(172.335)
Pengestrømme fra driftsaktivitet	738.323	(285.867)
<b>Investeringernes likviditetsvirkning</b>		
Køb af driftsmidler og inventar	(10.527)	(5.280)
Salg af driftsmidler og inventar	37.446	2.719
Investering i associerede virksomheder	(597)	406
Investering i øvrige finansielle anlægsaktiver	5.210	(1.610)
Pengestrømme fra investeringer	31.532	(3.765)
<b>Finansieringens likviditetsvirkning</b>		
Ændring af lån til finansiering af anlægsaktiver	(39.026)	(5.449)
Ændring i ansvarlige lån i joint ventures	0	5.453
Betalt skyldig købesum, datterselskab	(51.600)	(120.000)
Køb af egne aktier	0	(152.960)
Udbetalt udbytte	(102.848)	(103.547)
Provenue ved kapitalforhøjelser	44.518	15.318
Pengestrømme fra finansiering	(148.956)	(361.185)
<b>Årets pengestrømme</b>	620.899	(650.817)
Likvid beholdning til fri disposition 01.01	262.809	883.708
Likvid beholdning til fri disposition 31.12	883.708	232.891
<b>Koncernens samlede likvide beholdning kan specificeres således:</b>		
Indestående på deponerings- og sikringskonti	1.022.521	401.287
Likvide beholdninger til fri disposition (ekskl. uudnyttede kreditter)	883.708	232.891
Likvide beholdninger i Sjælsø Gruppen	1.906.229	634.178
Likvide beholdninger i joint ventures	6.013	12.242
Likvide beholdninger i alt	1.912.242	646.420

Pengestrømsopgørelsen kan ikke udledes alene af det offentliggjorte regnskabsmateriale.

# EGENKAPITALOPGØRELSE - KONCERN

I 1.000 KR.

	Aktie- kapital	Reserve for dags- værdireg. Invest. ejd.	Reserve for dags- værdireg. Sikring	Valuta- kursre- guleringer	Overført resultat	I alt
Egenkapital pr. 01.01.2007	24.955	0	0	1.295	1.258.055	<b>1.284.305</b>
Dagsværdiregulering, rentesikring			11.281			<b>11.281</b>
Valutakursreguleringer, selvstændige udenlandske enheder				(5.541)		<b>(5.541)</b>
Skat heraf			(2.820)	0		<b>(2.820)</b>
Årets nettoindkomst indregnet direkte på egenkapital	0	0	8.461	(5.541)	0	<b>2.920</b>
Årets resultat ifølge årsrapport for 2007		64.013			791.794	<b>855.807</b>
Korrektion, investeringsejendomme, jf. IAS 8 som en fejl		(64.013)				<b>(64.013)</b>
Årets resultat efter korrektion	0	0	0	0	791.794	<b>791.794</b>
Årets totalindkomst	0	0	8.461	(5.541)	791.794	<b>794.714</b>
Udloddet udbytte for 2006					(102.848)	<b>(102.848)</b>
Kapitalforhøjelse ved udnyttelse af warrants	4.269				40.249	<b>44.518</b>
Kapitalforhøjelse ved udstedelse af fondsaktier	231.409				(231.409)	<b>0</b>
Årets optjente warrants indregnet som personaleomkostninger					1.972	<b>1.972</b>
Egenkapital pr. 31.12.2007	260.633	0	8.461	(4.246)	1.757.813	<b>2.022.661</b>
Egenkapital ifølge årsrapport 2007	260.633	64.013	8.461	(4.246)	1.757.813	<b>2.086.674</b>
Korrektion, investeringsejendomme, jf. IAS 8 som en fejl		(64.013)				<b>(64.013)</b>
Egenkapital pr. 01.01.2008	260.633	0	8.461	(4.246)	1.757.813	<b>2.022.661</b>
Valutakursreguleringer, selvstændige udenlandske enheder				(53.476)		<b>(53.476)</b>
Indregnet i resultatopgørelsen før skat			(3.201)			<b>(3.201)</b>
Dagsværdiregulering, rentesikring før skat			3.619			<b>3.619</b>
Skat heraf			(104)			<b>(104)</b>
Årets nettoindkomst indregnet direkte på egenkapital	0	0	314	(53.476)	0	<b>(53.162)</b>
Årets resultat					150.918	<b>150.918</b>
Årets totalindkomst	0	0	314	(53.476)	150.918	<b>97.756</b>
Udloddet udbytte for 2007					(103.547)	<b>(103.547)</b>
Kapitalforhøjelse ved udnyttelse af warrants	3.330				11.988	<b>15.318</b>
Årets køb af egne aktier					(152.960)	<b>(152.960)</b>
Værdi, egne aktier anvendt til afregning af købesum, dattervirksomhed					62.775	<b>62.775</b>
Årets optjente warrants indregnet som personaleomkostninger					6.790	<b>6.790</b>
Egenkapital pr. 31.12.2008	263.963	0	8.775	(57.722)	1.733.777	<b>1.948.793</b>

## EGENKAPITALOPGØRELSE - MODERSELSKAB

I 1.000 KR.

	Aktie- kapital	Reserve for netto- opskrivning	Overført resultat	I alt
Egenkapital pr. 01.01.2007	24.955	390.699	853.768	<b>1.269.422</b>
Årets resultat ifølge årsrapport 2007		372.013	454.029	<b>826.042</b>
Korrektion, investeringsejendomme, jf. IAS 8 som en fejl		(64.013)		<b>(64.013)</b>
Årets resultat efter korrektion		308.000	454.029	<b>762.029</b>
Valutakursregulering, datterselskaber		(5.541)		<b>(5.541)</b>
Dagsværdiregulering, rentesikring i datterselskaber		8.461		<b>8.461</b>
Udloddet udbytte for 2006, godkendt på generalforsamlingen den 27. marts 2007			(102.848)	<b>(102.848)</b>
Kapitalforhøjelse ved udnyttelse af warrants	4.269		40.249	<b>44.518</b>
Kapitalforhøjelse ved udstedelse af fondsaktier	231.409	(231.409)		<b>0</b>
Årets optjente warrants indregnet som personaleomkostninger			1.972	<b>1.972</b>
Egenkapital pr. 31.12.2007	260.633	470.210	1.247.170	<b>1.978.013</b>
Koncernegenkapital pr. 31.12.2007				<b>2.022.661</b>
Akkumuleret afskrivning af goodwill ved køb af datterselskaber				<b>(44.648)</b>
Moderselskabets egenkapital pr. 31.12.2007				<b>1.978.013</b>
Egenkapital ifølge årsrapport 2007	260.633	534.223	1.247.170	<b>2.042.026</b>
Korrektion, investeringsejendomme, jf. IAS 8 som en fejl		(64.013)		<b>(64.013)</b>
Egenkapital pr. 01.01.2008	260.633	470.210	1.247.170	<b>1.978.013</b>
Årets resultat		(289.789)	412.567	<b>122.778</b>
Valutakursregulering, datterselskaber		(53.476)		<b>(53.476)</b>
Dagsværdiregulering, rentesikring i datterselskaber		314		<b>314</b>
Udloddet udbytte for 2007, godkendt på generalforsamlingen den 10. april 2008			(103.547)	<b>(103.547)</b>
Kapitalforhøjelse ved udnyttelse af warrants	3.330		11.988	<b>15.318</b>
Årets køb af egne aktier			(152.960)	<b>(152.960)</b>
Værdi af egne aktier anvendt til afregning af skyldig købesum dattervirksomhed			62.775	<b>62.775</b>
Årets optjente warrants indregnet som personaleomkostninger			6.790	<b>6.790</b>
Egenkapital pr. 31.12.2008	263.963	127.259	1.484.783	<b>1.876.005</b>
Koncernegenkapital pr. 31.12.2008				<b>1.948.793</b>
Akkumuleret afskrivning af goodwill ved køb af datterselskaber				<b>(72.788)</b>
Moderselskabets egenkapital pr. 31.12.2008				<b>1.876.005</b>

**SJÆLSØ GRUPPEN A/S**

**HOVEDKONTOR:**

Ny Allerødgård  
Sortemosevej 15  
DK-3450 Allerød  
Telefon +45 4810 0000  
Fax +45 4810 0048

**DANMARK VEST:**

Olof Palmes Allé 44  
DK-8200 Århus N  
Telefon +45 8730 9999  
Fax +45 8730 9990

[sjaelsoe@sjaelsoe.dk](mailto:sjaelsoe@sjaelsoe.dk)  
[www.sjaelsoe.dk](http://www.sjaelsoe.dk)  
CVR nr. 89 80 19 15

**SJAELSÖ SVERIGE AB**

Söder Målarstrand 29  
Box 38121  
SE-100 64 Stockholm  
Telefon +46 8 429 19 00  
Fax +46 8 710 08 66

**SJAELSO POLAND Sp. z o.o.**

ul. Złota 59, 11th floor  
PL-00-120 Warszawa  
Telefon +48 22 222 32 22  
Fax +48 22 222 32 44

**SJÆLSØ NORGE AS**

Karenslyst Allé 55  
N-0279 Oslo  
Telefon +47 2299 3270  
Fax +47 2236 4200

**SJAELSO FINLAND Oy**

Eteläesplanadi 22A, 2. krs  
FIN-00130 Helsinki  
Telefon +358 201 55 33 99  
Fax +358 201 55 33 96