

# Eik fasteignafélag hf.

Greining og mat á lánshæfi

Lánshæfiseinkunn		i.AA2
Horfur		Stöðugar
i.AAA	i.BBB1	i.B2
i.AA1	i.BBB2	i.B3
<b>i.AA2</b>	i.BBB3	i.CCC1
i.AA3	i.BB1	i.CCC2
i.A1	i.BB2	i.CCC3
i.A2	i.BB3	i.CC
i.A3	i.B1	i.C

Einkunn: i.AA2  
Horfur: Stöðugar  
Breyting: Mat birt í fyrsta sinn

Fjárhagur (m.kr)	2016	2015
Rekstrartekjur	6.746	5.907
Leigutekjur	5.651	5.564
EBITDA	4.501	4.173
Rekstrarh. e. matsbr. og afskriftir	6.946	8.363
Hrein fjármagnsgjöld	-2.728	-2.583
Hagnaður f. tekjuskatt	4.218	5.780
Hagnaður e. tekjuskatt	3.647	4.629
Eignir samtals	79.562	69.687
Eigið fé samtals	26.369	23.539
Skuldir samtals	53.193	46.148
Eiginfjárlutfall	33,1%	33,8%
Vxt. br. sk.	47.316	41.746
Veltufjárlutfall	1,1	1,0
Vxt. br. sk. / EBITDA	10,5	10
Vxt. br. sk. / Tekjur	7,0	7,1
EBITDA / Fjárm.kostn.	1,7	1,6

Heimild: Eik fasteignafélag hf.

Greinandi:  
Oddný Ólafía Sævarsdóttir

Matsnefnd:  
Ólafur Ásgeirsson  
Þórður Jónsson

## Niðurstaða

**Mat Reitunar á lánshæfi Eikar fasteignafélags hf. er i.AA2 með stöðugum horfum.**

Lánshæfismatið er birt í fyrsta sinn.

### Niðurstaða

Eik fasteignafélag („Eik“) hefur vaxið mikið undanfarin ár og aukið umsvif sín til muna. Rekstur félagsins er sterkur, eignasafn er dreift, leigutakar fjölbreyttir og veðsetning ekki fullnýtt. Lausafjárstaða félagsins er góð og sjóðstreymi er sterkt.

Að mati Reitunar er umhverfið sem Eik starfar í einn stærsta áhættuþáttur þess þar sem félagið starfar aðeins í einu hagkerfi. Ef kæmi niðursveifla sem yrði óvenju langvinn og/eða djúp, gæti það leitt til aukinnar tíðni gjaldþrota hjá leigutökum auk þess sem fleiri þyrftu mögulega að hagræða í rekstri, minnka við sig að loknum leigusamningum o.s.frv. Því fylgir tilheyrandi tekjutap fyrir félagið og möguleg hækkun gjalda. Við þær aðstæður gæti skuldsetning félagsins reynst því erfið. Í slíkum aðstæðum verður erfiðara að ná í skammtímafjármagn og þegar kemur að endurfjármögnun geta lánakjör hafa versnað umtalsvert. Ef tekjur drægjust saman, vaxtagreiðslur myndu aukast og rekstrarkostnaður hækka, gæti félagið lent í vandræðum með að standa við skuldbindingar sínar. Niðurstöður álagsprófs sýna hins vegar að félagið myndi þola jafn djúpa niðursveiflu og raun bar vitni í kjölfar efnahagshrunsins 2008.

Það myndi styrkja hag lánveitenda að auka eiginfjárlutfall félagsins og draga úr skuldsetningu þrátt fyrir að veðsetningamöguleikar séu ekki fullnýttir. Það gæfi aukið rými til þess að mæta tekjusamdrætti sem getur orðið ef aðstæður í hagkerfinu breytast til hins verra og gera fyrirtækjum erfiðara fyrir í rekstri. Það vinnur með Eik að vaxtaberandi skuldir félagsins eru til langs tíma og það ætti að gefa félaginu aukið rými til að mæta efnahagslegri niðursveiflu.

Veðsetningarhlutfall félagsins er um 65% og það er mat Reitunar að fjárfestar ættu að vera nokkuð öruggir, að öðru óbreyttu, um að fá fullar endurheimturfélagi ef til greiðslufalls kæmi.

***Góð lausafjárstaða og sterkt sjóðstreymi***

Lausafjárstaða Eikar er góð. Veltufjárhlutfall var 1,1 í árslok 2016 án tillits til óáðreginna lánaána en um 1,7 að teknu tillit til lánaána. Meðaltal veltufjárhlutfalls hefur verið 1,5 síðustu 5 ár. Félagið átti tæpa 2 ma.kr. í handbæru fé í árslok 2016. Raunhæfar áætlanir liggja fyrir um fjármögnun gjalddaga á árunum 2019 og 2021 þannig að afborgunarferillinn verður nokkuð stöðugur næstu árin að öðru óbreyttu. Að óbreyttu er það mat Reitunar að félagið muni ekki lenda í vandræðum með að standa við skuldbindingar sínar.

***Dregið úr áhættu með dreifðara eignasafni***

Eik fasteignafélag hefur stækkað mikið undanfarin ár og umsvif þess, tekjur og eignir aukist. Útleiguhlutfall hefur líka aukist og var 96,4% miðað við tekjur í árslok 2016. Samhliða stækkun félagsins hefur dregið úr áhættu með dreifðara eignasafni og fjölbreyttari leigutökum. Enginn leigutaki stendur undir meira en 10% tekna félagsins og um 90% virði fasteigna eru á höfuðborgarsvæðinu. Ríkistrygging stendur að baki 8,6% leigutekna.

***Auknar tekjur og sterkt framlegðarhlutfall***

Tekjur félagsins hafa aukist jafnt og þétt síðustu ár með vaxandi umsvifum. Framlegðarhlutfall (NOI hlutfall) Eikar er sterkt og nokkuð stöðugt. Framlegðarhlutfall var um 75,8% árið 2016 en hefur verið 76% að meðaltali síðustu 5 ár.

***Hærrí skuldir fylgja stækkun félagsins***

Vaxtaberandi skuldir félagsins námu 47,3 mö.kr. í lok árs 2016 og höfðu hækkað á milli ára en í lok árs 2015 voru þær um 41,7 ma.kr. Vaxtaberandi skuldir félagsins hafa aukist undanfarin ár með þeim auknu umsvifum sem eru hjá félaginu. Árið 2011 námu vaxtaberandi skuldir um 15,3 mö.kr. en nema í dag um 47,3 mö.kr. og hafa því hækkað um tæpa 32 ma.kr. Eiginfjárhlutfall hefur á sama tíma aukist úr 19,8% í 33,1% og því er fjárhagslegur styrkur félagsins meiri í dag þrátt fyrir auknar skuldir í krónum talið.

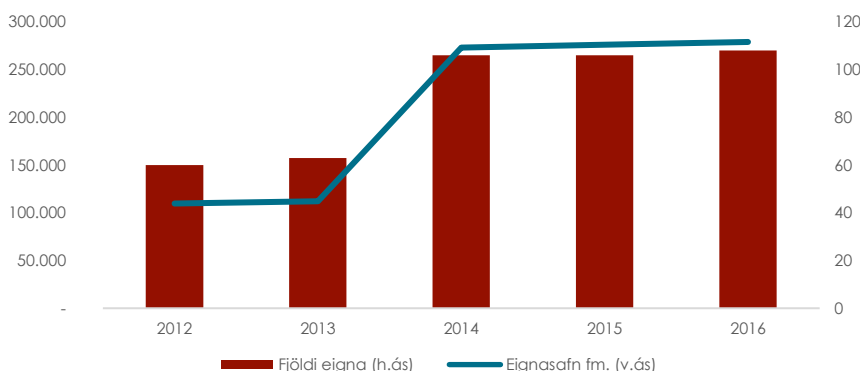
Hlutfall nettó skulda á móti EBITDA hefur verið svipað undanfarin 5 ár, um 10,7 að meðaltali en var 10,1 í árslok 2016. Þetta hlutfall er nokkuð hátt með tilliti til lánshæfis þar sem verið er að meta hvernig reksturinn stendur undir skuldbindingum. Þetta hlutfall er svipað á milli stóru fasteignafélaganna, það liggur á bilinu 10-11,1. Það hefði jákvæð áhrif á lánshæfi félagsins að ná hlutfallinu undir 8 og viðhalda því. Leiða má líkum að því að þegar hægir á þeim mikla vexti sem verið hefur í félaginu lækki hlutfallið með niðurgreiðslu skulda og/eða hærra handbæru fé og ígildi þess.

### Starfsemi Eikar

Eik fasteignafélag hf. á sér 15 ára rekstrarsögu, þótt félagið sé í dag gerólikt því félagi sem stofnað var árið 2002 og fjárfesti í fyrstu í húsnæði Húsasmiðjunnar. Félagið hefur á þessum tíma farið í gegnum fjölda fjárfestinga í fasteignum, yfirtöku og sameiningu við önnur félög. Þá fór félagið í gegnum frjálssa nauðasamninga í kjölfar bankahrunsins 2008. Eik komst að samkomulagi við kröfuhafa um skuldbreytingu krafna og eignuðust kröfuhafar 90% af hlutafé félagsins en þess skal getið að kröfuhafar fengu fullar endurheimtur. Félagið starfar í dag á innlendum markaði fyrir atvinnuhúsnæði, einkum og sér í lagi á höfuðborgarsvæðinu, þar sem um 90% eigna þess eru staðsett. Nálægt þrjú fjórðu hlutar eigna félagsins eru skrifstofu- og verslunarhúsnæði en hlutur hótela stækkaði raunar úr 8% í 13% eignasafns við kaup á Slippnum fasteignafélagi í ársbyrjun 2017. Eignasafn félagsins í árslok 2016 samanstóð af yfir 100 eignum í um 279 þúsund fermetrum. Bókfært virði fjárfestingareigna nam um 73,0 mö.kr. og eigin eigna um 3,6 mö.kr. Í lok árs 2016 voru stærstu eigendur félagsins Lífeyrissjóður verslunarmanna (10,5%), Almenni lífeyrissjóðurinn (9,7%) og Birta lífeyrissjóður (7,1%). Lífeyrissjóðir átta til samans 57% hlut, einkahlutafélög 12%, bankar og safnreikningar 11% og tryggingafélög 10%.

### Góð eignadreifing á höfuðborgarsvæðinu

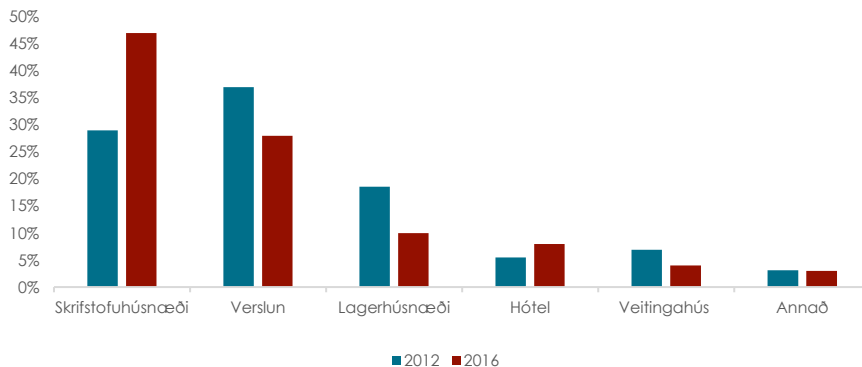
Mikill vöxtur hefur verið hjá Eik undanfarin ár og eignasafn félagsins hefur stækkað umtalsvert líkt og sjá má á mynd 1. Árið 2012 átti félagið um 60 fasteignir sem voru samanlagt um 110.000 m<sup>2</sup> en í lok árs 2016 átti félagið yfir 100 eignir sem voru samanlagt um 279.000 m<sup>2</sup>. Dregið hefur úr áhættu hjá félaginu með stærra og dreifðara eignasafni og fleiri leigutökum. Félagið hefur aukið við sig skrifstofuhúsnæði og vægi annarra flokka hefur minnkað á móti. Dregið hefur úr áhættu með dreifðara eignasafni og fjölbreyttari leigjendum en leigutakar eru yfir 400 talsins. Í dag stendur enginn einn leigutaki undir meiru en 10% af tekjum félagsins en árið 2012 stóð Húsasmiðjan undir 31,8% tekna en standa í dag undir rúmum 9% tekna. Aðrir stórir leigutakar hjá félaginu eru Síminn, Vodafone, Landsbankinn, Rúmfatalagerinn og Vátryggingarfélag Íslands.



Mynd 1: Þróun eignasafns Eikar  
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

### Dreifing eignasafns

Dreift eignasafn og fjölbreyttir leigutakar draga úr áhættu fasteignafélaga. Skipting milli eignaflokka hefur breyst á síðustu árum og þróunin hefur verið í þá átt undanfarin ár hjá Eik. Hluttur skrifstofuhúsnæðis hefur aukist úr 29% í 47% á meðan hlutfall verslunarhúsnæðis hefur minnkað úr 37% í 28%. Þessi breyting dregur úr áhættu hjá félaginu en skrifstofuhúsnæði er gott í endurútleigu og tiltölulega staðlað þannig að oft er hægt að halda kostnaði í lágmarki þegar skipt er um leigutaka. Ekki er hátt hlutfall sérhæfðra eigna sem krefjast kostnaðarsamra endurbóta við endurútleigu. Einhverjar líkur eru á að verslun dragist saman í þeirri mynd sem hún er í dag en nánar er fjallað um breytingar í ytra umhverfi síðar í skýrslunni. Á mynd 2 má sjá hvernig skipting eignasafns Eikar hefur breyst eftir tegundum á milli árána 2012 og 2016.



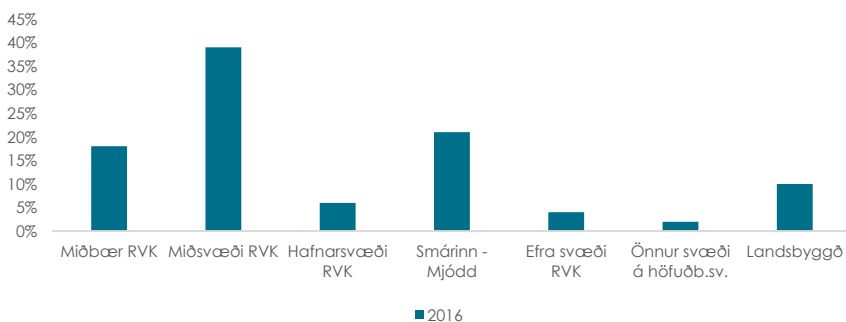
Mynd 2: Skipting fjárfestingareigna eftir tegundum  
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

Á Íslandi standa öll fasteignafélög frammi fyrir því að ekki er hægt að ná landfræðilegri dreifingu. Leigutakar eru mikið til berskjaldaðir gagnvart sömu ytri ógnum sem tengjast Íslandi og fylgni því mikil milli gengis þeirra á góðum og erfiðum tímum. Fasteignafélög á Íslandi verða því frekar að horfa til þess að draga úr áhættu með því að hafa góða dreifingu í leigutökum og að þær eignir sem tilheyra eignasafni séu vel staðsettar og góðar í útleigu, endurútleigu eða sölu. Góðar eignir með traustum leigjendum í ólíkum atvinnugreinum á höfuðborgarsvæðinu veitir íslensku fasteignafélagi bestu áhættudreifinguna.

Þar sem ekki er hægt að ná landfræðilegri dreifingu standa fasteignafélögin frammi fyrir því að þau sjálf og leigutakar þeirra eru háð efnahagsumhverfi Íslands og fylgni við efnahagssveifluna er óhjákvæmileg. Í efnahagslegri niðursveiflu hafa samverkandi þættir áhrif á afkomu og rekstur fasteignafélaga. Leigutakar geta þurft að draga saman reksturinn hjá sér, gjaldþrotum fjölgar, hugsanlega þarf að lækka leiguverð og rekstrarkostnaður getur aukist. Þannig má gera ráð fyrir lægra útleiguhlutfalli og minni tekjum. Að auki getur reynst erfitt að losa um eignir eða draga úr kostnaði.

Fjölbreyttur hópur leigutaka dregur úr áhættu þar sem leigutakar eru mismæmir fyrir breytingum í ytra umhverfi og fylgni við ólíka ytri þætti er mismikil eftir félögum. Leigutakar eru einnig mistraustir. Ríki og opinberar stofnanir eru traustir leigjendur. Einnig geta stærri fyrirtæki með langa rekstrarsögu talist traustir leigutakar. Að mati Reitunar eru leigutakar Eikar fjölbreyttir og 8,6% leigutaka eru með ríkisábyrgð og teljast því mjög traustir.

Um 90% af safni félagsins er staðsett á höfuðborgarsvæðinu. Tæplega 60% af safni félagsins er staðsett í miðbæ Reykjavíkur eða miðsvæðis í Reykjavík. Um 84% eigna safnsis eru á miðsvæði viðskipta Reykjavíkur (Central Business District). Á mynd 3 má sjá skiptingu eignasafns eftir svæðum.



Mynd 3: Skipting fjárfestingaeigna eftir svæðum  
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

## Umhverfi og samkeppni

Samkvæmt Samkeppniseftirlitinu er heildarfjöldi alls atvinnuhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu nálægt 6 milljónum fermetra. Á íslenskum fasteignamarkaði eru þrjú félög stærst þegar kemur að útleigu á húsnæði til fyrirtækja. Þau eru Reitir, Reginn og Eik. Stærð þessara félaga er í sömu röð og þau komu fyrir hér á undan. Eignasafn Reita telur 440.000 fermetra á meðan eignasafn Regins er um 320.000 og eignasafn Eikar er um 279.000 fermetrar. Að mati Samkeppniseftirlitsins er samanlögð markaðshlutdeild þessara þriggja félaga 70% af heildarmarkaðinum fyrir útleigu á atvinnuhúsnæði til ótengdra aðila. Eik er með um fimmtungshlutdeild á markaði fyrir útleigu atvinnuhúsnæðis á höfuðborgarsvæðinu til ótengdra aðila. Í töflu 1 má sjá samanburð á helstu stærðum stærstu fasteignafélaganna.

Helstu stærðir	Eik	Reginn	Reitir
Veðsetningarhlutfall	64,8%	57%	60%
Eiginfjárlutfall	33,1%	34,5%	34,3%
Veltufjárlutfall	1,1	0,3	2,3
Nettó skuldir / EBITDA	10,1	11,1	10,0
Fermetrar	279.000	316.000	450.000
Fjárfestingareignir (m.kr.)	77.550*	83.000	126.000
Virði pr fermeter	266.187	262.658	280.000
Fjöldi eigna	108	124	140
Meðallengd leigusamninga	5,9 ár	8 ár	6,3 ár
Nýtingarhlutfall	96,4%	97,6%	96,9%

Tafla 1: Samanburður á þrem stærstu fasteignafélögum landsins

Heimild: Eik, Reginn og Reitir

\*1919 hótél flokkast sem eigin eign Eikar en er bætt hér við fjárfestingareignir til samanburðar

## Þróun verslunar

Samkvæmt Rannsóknarsetri verslunarinnar koma aukin umsvif í byggingaframkvæmdum greinilega fram í sölutölum byggingavöruverslana í upphafi árs en einnig er mikil veltuaukning hjá húsgagnaverslunum og verslunum sem selja stór heimilistæki. Aukning hefur verið í dagvöruverslun það sem af er ári en fataverslun hefur verið að dragast saman að einhverju leyti. Það má rekja til þess að verslunum hefur fækkað og búðir endurskipulagðar. Nokkur aukning hefur verið í íslenskri netverslun auk þess sem Íslendingar sækjast í það að fara erlendis til að kaupa fatnað og annan varning og er þessi þróun merkjanleg í aukinni kortanotkun Íslendinga erlendis. Þetta gerir verslunum á Íslandi erfitt fyrir og ef þessi þróun heldur áfram gæti ásýnd íslenskrar verslunar breyst á komandi árum. Á móti kemur að verslanir hafa notið góðs af fjölgun ferðamanna á ákveðnum svæðum. Sem dæmi má nefna að í janúar, 2017, jókst kortavelta ferðamanna um 49% milli ára. Heildarvelta með greiðslukort ferðamanna var 17,4 ma.kr. í janúar.

Netverslun hefur aukist mikið erlendis og hafa erlendir smásalar átt í erfiðleikum vegna minnkandi sölu. Jafnframt hafa verslunarmiðstöðvar í Bandaríkjunum átt í erfiðleikum með að fá fólk inn og versla vegna aukinnar netverslunar. Sem stendur hefur verslun ekki færst í sama mæli yfir í netverslun á Íslandi en ein helsta skýringin á því er nálægð Íslendinga, sérstaklega á höfuðborgarsvæðinu, við verslanir og verslunarmiðstöðvar. Þrátt fyrir það má gera ráð fyrir því að umhverfið breytist smá saman og að þörf fyrir ólíkar tegundir atvinnuhúsnæðis geti breyst.

## Efnahagshorfur

Hagvöxtur á Íslandi var meiri á síðasta ári en spár gerðu ráð fyrir. Verg landsframleiðsla jókst um 7,2% að raunvirði frá fyrra ári samanborið við 4,1% hagvöxt árið 2015 og 1,9% árið 2014. Hagvöxtur hefur því ekki mælst meiri frá árinu 2007 þegar hann var 9,4%. Einkaneysla jókst um 6,9% að raunvirði á síðasta ári og fjármunamyndun um 22,7%. Fjármunamyndun atvinnuvega hefur verið sterk en íbúðafjárfesting hefur setið á hakanum. Búast má við frekari vexti í íbúðafjárfestingum á næstu misserum þar sem skortur er á íbúðum. Seðlabanki Íslands spáir

áframhaldandi hagvexti á þessu og næstu árum þó hann geri ráð fyrir minnkandi hagvexti en samkvæmt Peningamálum 2017/1 spáir bankinn 5,3% hagvexti í ár, 3,1% 2018 og 2,6% 2019. Búast má við að hagvaxtarspá bankans fyrir 2017 í næstu Peningamálum 2017/2 verði hækkuð að einhverju leyti en þegar síðasta spá var gerð spáði bankinn 6,0% hagvexti 2016. Greiðslukortavelta einstaklinga hefur haldið áfram að vaxa og erlendum ferðamönnum fjölgað sem koma hingað til lands. Seðlabankinn spáir 6,8% raunvexti einkaneyslu á þessu ári, 4,8% á því næsta og 3,1% 2019.

Tólf mánaða verðbólga er nú um 1,9% og er hún búin að vera undir 2,5% verðbólgu markmiði Seðlabanka Íslands frá 2014. Búist er við að hún verði áfram á þessu róli næstu mánuði en það togast á miklar hækkanir á fasteignaverði og innflutt verðhjóðnun. Þá eru lággjaldaverslanir á borð við Costco að opna í lok maí og H&M að opna á haustmánuðum 2017 sem hefur verið að setja þrýsting um lægri verð hjá birgjum íslenskra verslana sem gæti skilað sér í lægri verðbólgu en reiknað hefur verið með. Hins vegar gæti koma fataverslunarrinnar H&M aukið heimsóknir fólks í verslunarmiðstöðvar og flutt það sem var áður erlend verslun til Íslands. Ekki er mikill verðbólguþrýstingur í augnablikinu en framleiðsluspenna hefur aukist hratt og nafnlaun og fasteignaverð hækkað. Verðvísitölur fasteigna hafa hækkað töluvert undanfarna mánuði og er í raun að draga verðbólguna áfram. Ef ekki væri fyrir fasteignaliðinn í VNV hefði hún lækkað um 1,8% á sl. tólf mánuðum. Verðbólga í okkar helstu viðskiptalöndum hefur verið að taka við sér, t.a.m. í Bandaríkjunum, Bretlandi og Kína sem gæti átt eftir að aukast frekar á næstu misserum og sett þrýsting á innflutt verðlag til hækkunar.

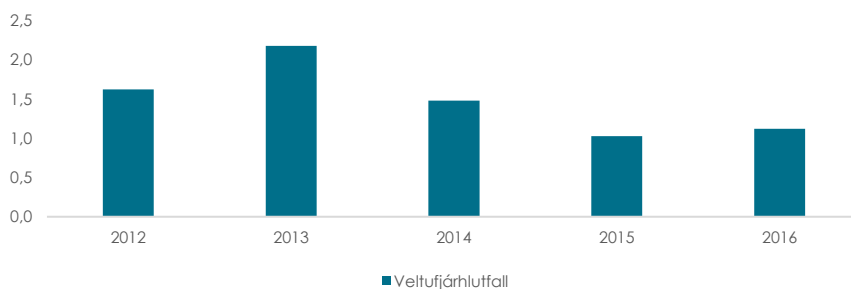
Jafnvægisraunstyrivextir hafa verið að lækka eftir því sem verðbólga og verðbólguvæntingar hafa haldist við verðbólgu markmið Seðlabankans en þeir voru um 3% en eru orðnir eitthvað lægri eða um 2-2,5%. Það eru því forsendur fyrir því að raunvextir fari lækandi á komandi misserum haldi Íslendingar rétt á spöðunum í baráttunni við að halda verðbólgu markmiðum.

Raunverð atvinnuhúsnæðis hækkaði um 15,8% á árinu 2016 og um 15,4% á árinu 2015 samkvæmt verðvísitölu Seðlabanka Íslands sem tekur mið af þinglýstum samningum. Á síðastliðnum 20 árum hefur raunverð atvinnuhúsnæðis hækkað um 2,9% að jafnaði á ári.

### Lausafjárstaða og sveigjanleiki

Fasteignafélög eru í eðli sínu fjárfestingafrek. Lausafjárstaða og aðgengi að fjármagni til að bregðast við óvæntum sveiflum og tryggja endurfjármögnun lána eru lykilþættir í að tryggja reksturinn. Við greiningu á lánshæfi er lítið til nokkurra megin þátta til að meta lausafjárstöðu, þar má helst nefna handbært fé, opnar lánalínur, aðgang að fjármagni, handbært fé frá rekstri og hlutfall óveðsettra eigna.

Lausafjárstaða Eikar er góð og veltufjórhlutfall var 1,1 í árslok 2016 án tillits til óáreginna lánalína en um 1,7 að teknu tilliti til lánalína. Meðaltal veltufjórhlutfalls hefur verið 1,5 síðustu 5 ár en á mynd 4 má sjá þróun þess á tímabilinu. Auk þess að vera með opnar lánalínur hefur félagið samið um fjármögnun á þeim framkvæmdum sem eru yfirstandandi. Að mati Reitunar er lausafjárstaða Eikar góð og félagið hefur aðgang að utanaðkomandi fjármagni. Því eru litlar líkur á því að félagið lendi í lausafjórhræðum að öðru óbreyttu.



Mynd 4: Veltufjórhlutfall Eikar  
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

### Afborganir og endurfjármögnun

Afborganir vaxtaberandi lána verða á bilinu 988 – 1.117 m.kr. á næstu tveimur árum. Árið 2019 og árið 2021 liggja fyrir mun stærra gjalddagar sem eru 4,9 ma.kr. árið 2019 og 8,4 ma.kr. árið 2021. Reitun hefur kynnt sér áætlanir stjórnenda varðandi fjármögnun þessarra gjalddaga. Að mati Reitunar eru áætlanir raunhæfar og munu ganga eftir að öðru óbreyttu. Það er mat Reitunar að lausafjárstaða félagsins sé sterk og að raunhæfar áætlanir liggja fyrir um fjármögnun. Að óbreyttu er það mat Reitunar að félagið sé vel í stakk búið til að mæta skuldbindingum sínum.

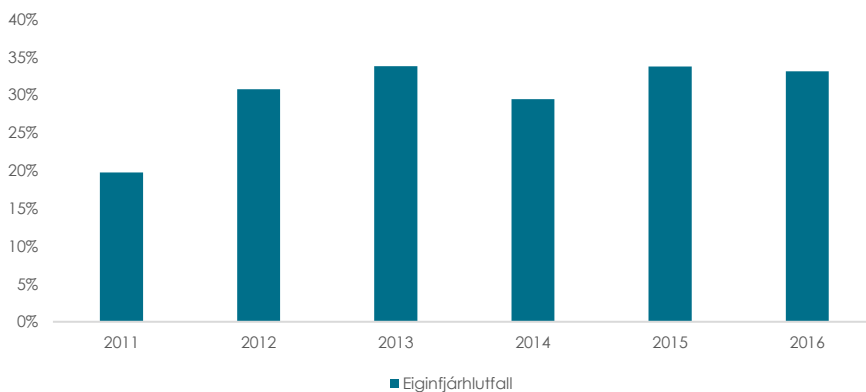
### Arðgreiðslur

Á árinu 2016 var greiddur út arður til hluthafa að fjárhæð 818 m.kr. vegna ársins 2015. Eins og áður segir er staða handbærs fjár félagsins ágæt sem og aðstæður til arðgreiðslu. Arðgreiðslur félagsins hafa ekki áhrif á lánshæfi félagsins þar sem staða þess er sterk og arðgreiðslur sem hlutfall af handbæru fé frá rekstri fer ekki yfir 35%. Að auki eru ákvæði í lánaskilmálum sem koma í veg fyrir arðgreiðslu undir tilteknum kringumstæðum sem eykur líkur á því að arður sé ekki greiddur út úr félaginu ef útlit er fyrir að rekstur félagsins fari versnandi. Ef fjárhagsstaða félagsins versnar, efnahagsumhverfið versnar eða ef arðgreiðsluskilyrðum verður breytt þá geta arðgreiðslurnar haft neikvæð áhrif á lánshæfismatið.

### Fjármagnsskipan

Einn mikilvægasti þátturinn við greiningu á lánshæfi fasteignafélaga er fjármagnsskipan og skuldsetning félags í samhengi við aðra þætti rekstursins, til að mynda framlegð og frjálst fjárflæði. Þessir þættir ráða miklu um sveigjanleika félags og getu þess til að takast á við breytingar í ytra umhverfi bæði til skemmri og lengri tíma. Einnig er lítið til viðmiða sem stjórnendur hafa sett sér og hvernig framfylgni áætlana hefur gengið.

Það er stefna Eikar að fjármagna félagið að 30% hluta með eigið fé og að 70% hluta með lánsfé. Í lok árs 2016 var eiginfjárlutfall félagsins um 33,1%. Á mynd 5 má sjá þróun eiginfjárlutfalls Eikar á síðustu árum. Eigið fé félagsins hefur verið nokkuð stöðugt á síðustu árum á tíma þar sem félagið tók vaxtarstökk, bætti við sig mikið af eignum og jók umfang rekstrar síns. Ef ytri aðstæður breytast til hins verra væri það aukin vernd fyrir lánadrottna að eiginfjárlutfall félagsins væri hærri til að mæta breytingum í ytra umhverfi.

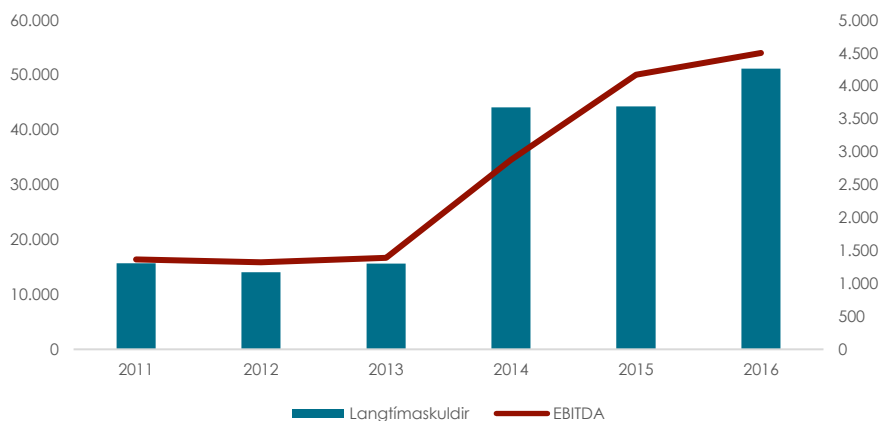


Mynd 5: Eiginfjárlutfall Eikar  
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

### Auknar skuldir með auknum umsvifum

Vaxtaberandi skuldir félagsins námu 47,3 mö.kr. í lok árs 2016 og höfðu hækkað á milli ára en í lok árs 2015 voru þær um 41,7 ma.kr. Vaxtaberandi skuldir félagsins hafa aukist undanfarin ár með þeim auknu umsvifum sem eru hjá félaginu. Árið 2011 námu vaxtaberandi skuldir um 15,3 mö.kr. en nema í dag um 47,3 mö.kr. og hafa því hækkað um tæpa 32 ma.kr. Eiginfjárlutfall hefur á sama tíma aukist úr 20% í 33% og því er fjárhagslegur styrkur félagsins meiri í dag þrátt fyrir auknar skuldir í krónum talið. Meirihluti vaxtaberandi skulda félagsins eru til lengri tíma en 20

ára. Að vera með langan og stöðugan afborgunarferil hefur jákvæð áhrif á lánshæfismat. Það eykur fyrirsjáanleika og gefur félaginu meiri tíma til að endurfjármagna ef svo ber undir. Á mynd 6 má sjá þróun skulda og EBITDA undanfarin ár.



Mynd 6: Þróun langtímaskuldbindinga og EBITDA  
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

Hlutfall nettó skulda á móti EBITDA hefur verið svipað undanfarin 5 ár, um 10,7 að meðaltali en var 10,1 í árslok 2016. Þetta hlutfall er nokkuð hátt með tillit til lánshæfis þar sem verið er að meta hvernig reksturinn stendur undir skuldbindingum. Þetta hlutfall er svipað á milli stóru fasteignafélaganna, það liggur á bilinu 10-11,1. Það hefdi jákvæð áhrif á lánshæfi félagsins að ná hlutfallinu undir 8 og viðhalda því. Þegar hægir á þeim mikla vexti sem hefur verið hjá félaginu undanfarin ár má gera ráð fyrir því að félagið dragi smá saman úr skuldsetningu og að hlutfallið lækki samhliða því.

Það myndi styrkja hag lánveitenda að auka eiginfjárlutfall félagsins og draga úr skuldsetningu. Það gæfi aukið rými til þess að mæta tekjusamdrætti sem getur orðið ef aðstæður í hagkerfinu breytast til hins verra og gera fyrirtækjum erfiðara fyrir í rekstri. Það vinnur með Eik að vaxtaberandi skuldir félagsins eru til langs tíma og það ætti að gefa félaginu aukið rými til að mæta efnahagslegri niðursveiflu.

#### Markaðsáhætta

Nær allar skuldir félagsins eru verðtryggðar. Megnið af vaxtaberandi skuldum félagsins bera fasta vexti eða yfir 95%. Í árslok 2016 báru skuldbindingar að fjárhæð tæplega 45,3 ma.kr. verðtryggða fasta vexti. Rétt rúmlega 2 ma.kr. eru óverðtryggð lán með breytilega vexti. Á móti kemur að handbært fé félagsins ber einnig breytilega vexti og er handbært fé um 1,9 ma.kr. Nettó staða fjármálagerninga með breytilega vexti er því um neikvæð um 140 m.kr. Vaxtabreytingar hafa því ekki teljandi áhrif á afkomu félagsins eins og staðan er í dag. Ef vextir myndu hækka um 100 punkta myndi afkoma félagsins lækka um 1 m.kr.

Eins og áður sagði eru nær allar skuldir félagsins verðtryggðar og það sama á við um megnið af leigusamningum eða 92% en 8% leigusamninga eru veltutengdir. Tekjur félagsins hækka því umfram hækkaniir afborgana af verðtryggðum lánnum og verðtryggingaráhætta félagsins því takmörkuð sem stendur.

Félagið er með nánast allar tekjur og allar skuldbindingar íslenskum krónum og gengisáhætta er því í lágmarki.

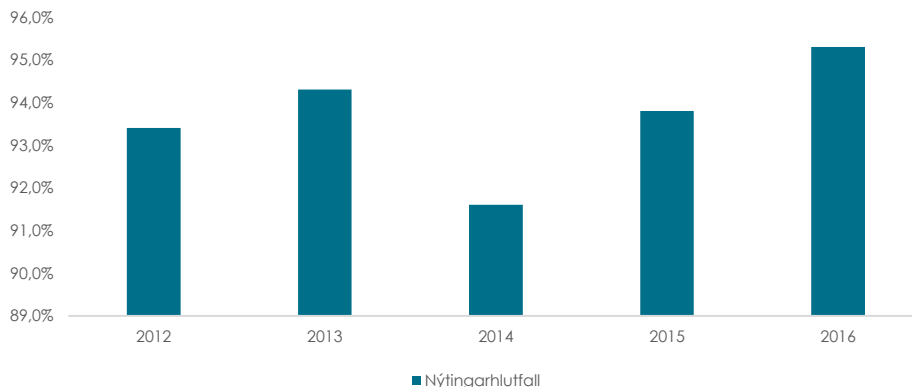


## Tekjur og sjóðstreymi

Stöðugleiki og fyrirsjáanleiki eru mikilvægir eiginleikar þegar lagt er mat á tekjustreymi, sjóðstreymi og afkomu félaga með tilliti til lánshæfis.

### Auknar tekjur og hærra útleiguhlutfall

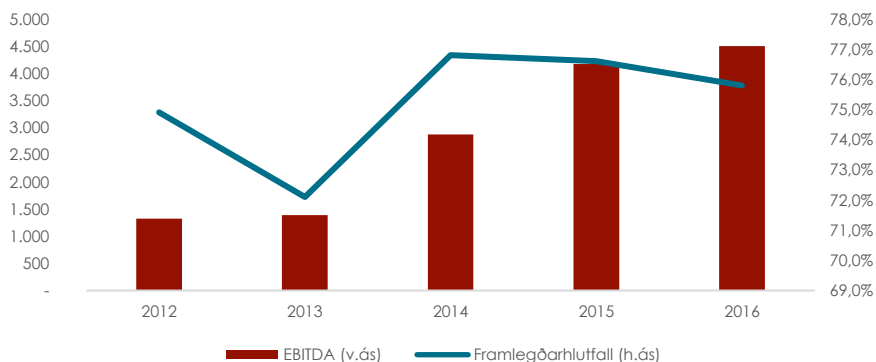
Tekjur félagsins hafa aukist jafnt og þétt síðustu ár með vaxandi umsvifum. Útleiguhlutfall hefur líka aukist og var 96,4% miðað við tekjur í árslok 2016. Ef tekið er tillit til þróunareigna er hlutfallið 95,3%. Útleiguhlutfall lækkaði hjá félaginu í kjölfar fjármálahrunsins líkt og hjá öðrum fasteignafélögum. Lægst fór hlutfallið í 87,5% um mitt ár 2009 og hefur að meðaltali síðustu 5 árin verið 93,7%. Á mynd 7 má sjá þróun útleiguhlutfalls undanfarin ár. Lækkun hlutfallsins árið 2014 er vegna nýrra eigna sem félagið hafði fest kaup á.



Mynd 7: Nýtingarhlutfall Eikar  
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

### Sterkt framlegðarhlutfall

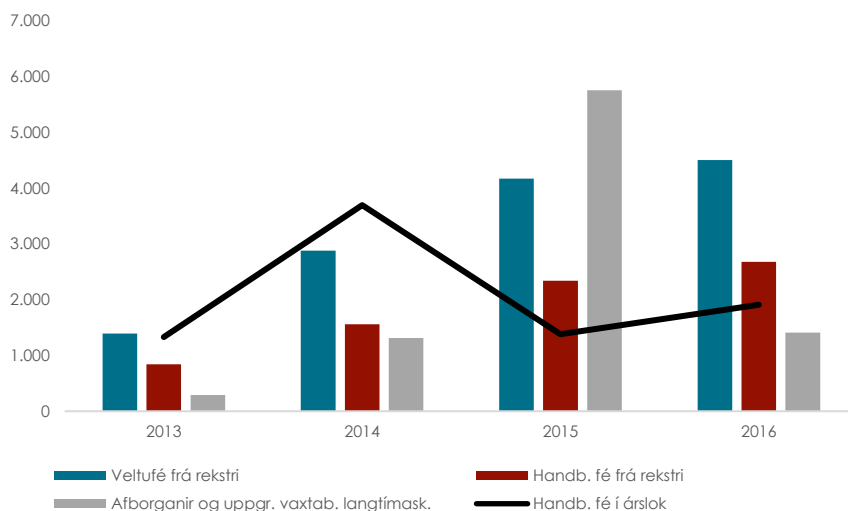
Framlegðarhlutfall (NOI hlutfall) Eikar er sterkt og nokkuð stöðugt líkt og sjá má á mynd 8. Stöðugt framlegðarhlutfall eykur fyrirsjáanleika en sveiflur hjá Eik eru innan þeirra marka og hafa því ekki teljandi áhrif á lánshæfi. Framlegðarhlutfall var um 75,8% árið 2016 en hefur verið 75,3% að meðaltali síðustu 5 ár.



Mynd 8: EBITDA og framlegðarhlutfall  
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

### Sjóðstreymi

Veltufé frá rekstri hefur aukist samhlíða auknum tekjum félagsins. Handbært fé frá rekstri hefur sömuleiðis aukist milli ára yfir sama tímabil. Greiddir vextir á síðasta ári voru um 1,9 ma.kr. og afborganir langtímalána námu 1,4 mö.kr. Á sama tíma var handbært fé frá rekstri rúmlega 2,6 ma.kr. á árinu og stendur vel undir afborgunum langtímalána að öðru óbreyttu. Á mynd 9 má sjá yfirlit yfir stærðir úr sjóðstreymi Eikar undanfarin ár.

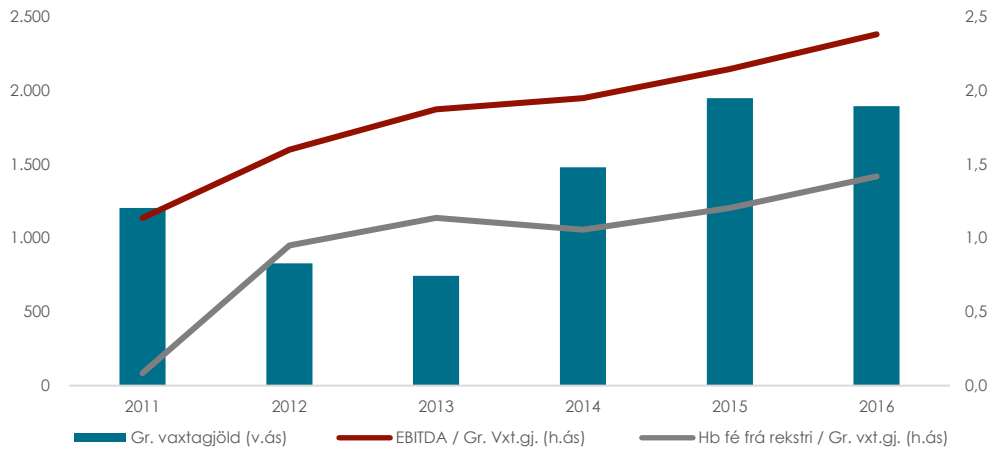


Mynd 9: Veltufé og handbært fé frá rekstri og þróun handbærs fjár  
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

Félagið átti tæpa 2 ma.kr. í handbæru fé í árslok 2016 og lausafjárstaða félagsins er góð. Raunhæfar áætlanir liggja fyrir um fjármögnun gjalddaga á árunum 2019 og 2021 þannig að afborgunarferillinn verður nokkuð stöðugur næstu árin að öðru óbreyttu. Eins og staðan er í dag er það mat Reitunar að félagið muni ekki lenda í vandræðum með að standa við skuldbindingar sínar.

Það umhverfi sem Eik starfar í er, að mati Reitunar, einn stærsta áhættuþáttur þess. Ef niðursveifla yrði langvinn og/eða djúp gæti það haft þau áhrif að fyrirtæki (leigutakar) yrðu gjaldþrota, þyrftu að hagræða í rekstri, minnka við sig að loknum leigusamningum o.s.frv. Því fylgir tilheyrandi tekjutap fyrir félagið og möguleg hækkun gjalda. Þá gæti skuldsetning félagsins reynst erfið. Í slíkum aðstæðum verður erfiðara að ná í skammtímafjármagn og þegar kemur að endurfjármögnun geta lánaðir hafa versnað umtalsvert. Ef verulegar breytingar yrðu í ytra umhverfi sem myndu leiða til þess að tekjur drægjust saman, vaxtagreiðslur myndu aukast og rekstrarkostnaður hækka þá gæti félagið lent í vandræðum með að standa við skuldbindingar sínar. Að sögn stjórnenda félagsins var nýlega gert álagspróf sem staðfestir að félagið myndi þola að fara í gegnum jafn djúpa niðursveiflu og raun bar vitni í kjölfar efnahagshrunsins 2008.

Vaxtaþekja félagsins hefur styrkst á undanförunum árum líkt og sjá má á mynd 10. Vaxtaþekja á árinu 2016 var 2,4 en hafði verið 2,1 árið áður. Að ná og viðhalda vaxtaþekju yfir 3 myndi styrkja lánshæfismat félagsins.

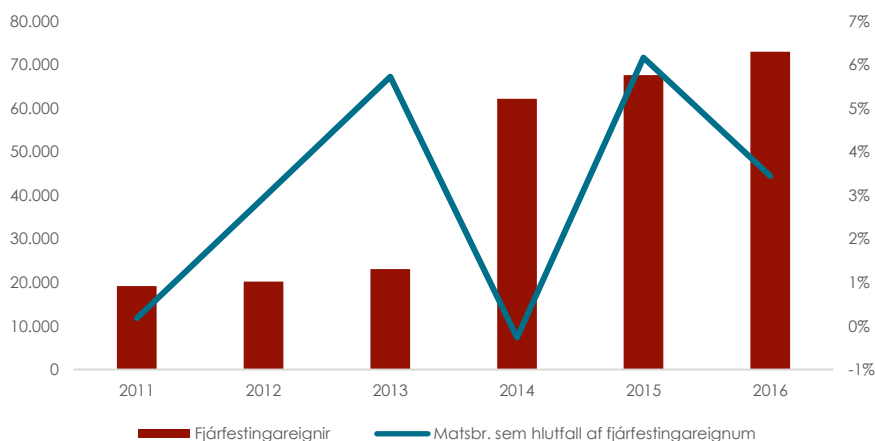


Mynd 10: Vaxtagjöld og þekja  
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

### Fjárfestingareignir og endurmat

Eignir félagsins sem ætlaðar eru til eigin nota eru færðar til eignar á kostnaðarverði að frádregnum afskriftum og virðisryrnum. Kostnaðarverð eigna til eigin nota er í bókum Eikar um 3,7 ma.kr. Bókfært verð fjárfestingareigna er um 73 ma.kr. Á árunum 2012 og 2013 stóð fjöldi fjárfestingareigna félagsins í stað. Á árinu 2014 festi félagið kaup á Landfestum ehf. og hluta safns fasteignafélagsins SMI ehf þar sem Smáratorg 1, Turninn við Smáratorg og verslunarmiðstöðin við Glerártorg á Akureyri voru meðal eigna. Eignasafn Landfesta ehf. var alls um 98 þúsund fermetrar og taldi 35 eignir, þ.á.m. Álfheimar 74 (nýi Glæsibær), Holtasmári 1, Ármúli 3, 13 og 13a og Borgartún 26.

Endurmat á fjárfestingareignum félagsins er lykilkáttur í endurskoðun á ársreikningi samstæðunnar þar sem fjárfestingareignir eru verulegur hluti heildareigna og niðurstöður virðismats byggja á áætlunum stjórnenda um afkomu ásamt forsendum stjórnenda við núvirðingu áætlaðs framtíðarsjóðstreymis einstakra eigna. Þá eru allar rekstrartekjur félagsins tengdar fjárfestingareignum og fasteignum og er mat á gangvirði þeirra að verulegu leyti háð ytri aðstæðum og reynir á faglegt mat stjórnenda. Stjórnendur fara reglulega yfir mikilvægar forsendur við mat eigna og skulda sem eru byggðar á gögnum sem ekki er hægt að afla á markaði. Ef upplýsingar frá þriðja aðila, líkt og verð frá miðlurum eða verðmatsþjónustu, eru notaðar við ákvörðun gangvirðis þá nýta stjórnendur upplýsingarnar til að styðja þá niðurstöðu að matið uppfylli kröfur um alþjóðlega reikningsskilastaðla (IFRS), þar á meðal það þrep sem slíkt mat myndi falla undir. Fjárfestingareignir félagsins eru endurmetnar ársfjórðungslega. Á mynd 11 má sjá hvernig endurmat eigna hefur þróast sem hlutfall af fjárfestingareignum.



Mynd 11: Markaðsvirði fjárfestingareigna og hlutfallsleg matsbreyting  
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

Vegin ávöxtunarkrafa liggur á bilinu 5,8%-7,5% eftir eignum og þá er ekki tekið tillit til skattspörunar. Við mat á virði fjárfestingareigna er gert ráð fyrir 30% eiginfjárlutfalli. Lækkun leigutekna um 1% myndi lækka matsverð fjárfestingareigna um rúmlega milljarð. Lækkun virðisútleiguhlutfalls um 1% myndi einnig lækka matsverð fjárfestingareigna um rúmlega milljarð.

Í lok árs var veðsetningarhlutfall félagsins 65%. Bókfært virði heildar fjárfestingareigna nam 73 m.ö.kr. og veðtryggðar skuldir voru 47,3 ma.kr. Hækkun ávöxtunarkröfu um 1% myndi lækka matsverð eigna um 11,2 ma.kr. sem er um 15,3% lækkun á virði eignanna miðað við núverandi verðmat. Við þær aðstæður væri veðsetningarhlutfall um 76,5%. Ef krafa myndi lækka um 1% myndi matsverð eigna hækka um 13,2 ma.kr. og veðsetningarhlutfall væri þá 54,9%.

Endurskoðendur Eikar og verðmats sérfræðingar fara ítarlega yfir þær forsendur sem liggja til grundvallar endurmati fjárfestingareigna. Niðurstaða þeirrar skoðunar er sú að mat á virði fjárfestingareigna sé sanngjarn og endurspeglir raunverulegt markaðsvirði. Reitun telur ekki tilefni til að endurreikna mat á virði fjárfestingareigna enda veginn fjármagnskostnaður innan skekkjumarka Reitunar. Það er mat Reitunar að fjárfestar ættu að vera nokkuð öruggir, að öðru óbreyttu, um að fá fullar endurheimtur ef til greiðslufalls kæmi.

**Forsendur til hækkunar og lækkunar**

Forsendur til **hækkunar** einkunnar geta myndast ef dregur úr skuldsetningu og eiginfjárlutfall hækkar, ef nettó skuldir á móti EBITDA fara niður fyrir 8, ef lausafjárstaða styrkist enn frekar og ef veðsetningarhlutfall lækkar.

Forsendur til **lækkunar** einkunnar geta myndast ef aðstæður í ytra umhverfi breytist til hins verra, ef lausafjárstaða félagsins versnar, ef dregur úr aðgangi að fjármagni og ef arðgreiðsluskilyrði breytast á þann veg að hafa neikvæð áhrif á stöðu lánadrottna.

**Lánshæfismat**

Lánshæfismat Reitunar byggir á innlendu mati en ekki alþjóðlegu og því er i. fyrir framan einkunnarbókstafina. Innlent mat metur lánshæfi út frá besta innlenda lántakandanum, þ.e. ríkissjóði, og áhættu eins og hún horfir við innlendum fjárfestum. Viðmiðunareinkunn besta innlenda lántakans, ríkissjóðs, er i.AAA. Alþjóðlegt mat miðar hins vegar einkunn út frá besta alþjóðlega lántakandanum og áhættu eins og hún horfir við alþjóðlegum fjárfestum.

## Fyrirvarar

Skýrslan er unnin samkvæmt samningi við Eik fasteignafélag hf. um greiningu og mat á lánshæfi félagsins.

Við gerð þessarar greiningar og mats á lánshæfi er gengið út frá því að þau gögn og upplýsingar sem Reitun hefur fengið aðgang að til skoðunar séu sannleikanum samkvæmt og ekki liggi fyrir frekari gögn. Hafi Reitun fengið afhent ljósrit af skjölum gengur Reitun út frá því að þau séu í samræmi við frumrit viðkomandi skjala og ekki hafi verið gerðir neinir viðaukar eða breytingar á þeim eftir á. Þá er gengið út frá því að allar undirritanir á skjöl og samninga sem Reitun hefur fengið aðgang að séu réttar og skuldbindandi fyrir félagið.

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum og mögulega trúnaðarupplýsingum sem Reitun hefur undir höndum þegar matið er ritað. Helstu heimildir eru ársskýrslur og ýmis gögn frá þeim aðila sem verið er að meta, s.s. lánasamningar, starfsreglur og fjárhagslegar sundurliðanir auk annarra upplýsinga sem og annarra aðgengilegra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi sem félagið telur áreiðanlegar. Reitun ábyrgist þó ekki áreiðanleika eða nákvæmni upplýsinganna og ber enga ábyrgð á áreiðanleika upplýsingaveitna sem stuðst er við. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt og þær skulu ekki nýttar á þeirri forsendu að um sé að ræða ráðleggingar vegna fjárfestinga í fjármálagerningum. Fjárfestar eru eindregið hvattir til að afla sér sjálfstæðra ráðlegginga eigin ráðgjafa áður en fjárfest er í fjármálagerningum, s.s. vegna lagalegrar eða skattalegrar stöðu sinnar. Reitun og starfsfólk Reitunar taka ekki ábyrgð á viðskiptum sem byggð eru á þeim upplýsingum og skoðunum sem hér eru settar fram.

Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Reitun, eða starfsmenn Reitunar ekki tekið ábyrgð á villum. Mat á upplýsingum endurspeglar skoðanir Reitunar á þeim degi sem þær eru settar fram, en þær geta breyst án fyrirvara. Hvorki Reitun né stjórnendur eða starfsmenn félagsins bera ábyrgð á beinu eða óbeinu tjóni sem hlýst af upplýsingum sem finna má í þessu mati eða dreifingu slíkra upplýsinga.

Sérstök athygli er vakin á því að áætlanir og spár geta breyst fyrirvaralaust á jákvæðan eða neikvæðan hátt og eru háðar utanaðkomandi óvissu og breytum sem gjarnan eru ekki á valdi Reitunar. Reitun og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að lánshæfismat einstakra útgefanda sem félagið hefur metið og gefið einkunn á breytist. Reitun ábyrgist ekki að gera breytingar á þeim upplýsingum sem birtar eru í skýrslunni ef forsendur þeirra breytast eða ef í ljós kemur að þær eru rangar eða ónákvæmar.

Reitun, starfsmenn Reitunar, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Reitun kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfufni Reitunar lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar, eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri þjónustu. Útgefandi verðbréfa sem metin eru greiðir Reitun fyrir þá þjónustu. Verðmöt og greiningar eru engu að síður unnin sjálfstætt af Reitun.

Reitun á allan höfundarrétt að upplýsingum í skýrslunni. Óheimilt er með öllu að dreifa þeim upplýsingum sem finna má í matinu eða nýta þær með öðrum hætti án heimildar Reitunar.