

Lánshæfiseinkunskuldabréfs i.AA2

Horfur		Stöðugar
i.AAA	i.BBB1	i.B2
i.AA1	i.BBB2	i.B3
i.AA2	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:	Óbreytt

Fjárhagur (m.kr)	2017	2016
Rekstrartekjur	7.616	6.746
Leigutekjur	6.320	5.651
EBITDA	4.970	4.501
Rekstrarh. e. matsbr. og afskriffrir	8.018	6.946
Hrein fjármagnsgjöld	-3.254	-2.728
Hagnaður f. tekjuskatt	4.763	4.218
Hagnaður e. tekjuskatt	3.702	3.647
Eignir samtals	91.100	79.562
Eigið fé samtals	29.238	26.369
Skuldir samtals	61.861	53.193
Eiginfjárlutfall	32,1%	33,1%
Vxt. br. sk.	54.830	47.316
Veltufjárlutfall	0,2	1,1
Vxt. br. sk. / EBITDA	11,0	10,5
Vxt. br. sk. / Tekjur	7,2	7,0
EBITDA / Fjárm.kostn.	1,5	1,7

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 óbreytt.

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 leigusamningi 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 62% og það er mat Reitunar að fjárfestar ættu að vera nokkuð öruggir, að öðru óbreyttu, um að fá fullar endurheimtur ef til greiðslufalls kæmi.

Góð lausafjárstaða og sterkt sjóðstreymi

Lausafjárstaða Eikar hefur verið góð undanfarin misseri og veltufjárlutfall hefur verið 1,2 að meðaltali síðustu 5 ár. Í lok árs 2017 hafði hlutfallið lækkað talsvert á milli ára niður í 0,2 vegna stórra gjalddaga á árinu 2018 sem voru tilkomnir vegna skammtíma- og framkvæmdafjármögnunar. Þegar hefur verið lokið við að ganga frá framlengingu um hluta af umræddum gjalddögum og samkomulag hefur náðst við banka um öll megin atriði varðandi fjármögnun á þeim hluta sem út af stendur. Félagið er að auki með opnar, óádrengar lánlínur og óveðsettar fasteignir. Að öðru 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 95,3% miðað við tekjur í árslok 2017. 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 7,3% leigutekna.

Auknar tekjur og sterkt framlegðarlutfall

Tekjur félagsins hafa aukist jafnt og þétt síðustu ár með vaxandi umsvifum. Framlegðarlutfall (EBITDA hlutfall) Eikar án tillits til matsbreytinga er sterkt og nokkuð stöðugt. Framlegðarlutfall án tillits til matsbreytinga var um 78,6% árið 2017 en hefur verið um 76% að meðaltali síðustu 5 ár.

Hærrí skuldir fylgja stækkun félagsins

Vaxtaberandi skuldir félagsins námu 54,8 mö.kr. í árslok 2017 og höfðu hækkað á milli ára úr 47,3 mö.kr. í lok árs 2016. 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 54,8 mö.kr. og hafa því hækkað um tæpa 40 ma.kr. Eiginfjárlutfall hefur á sama tíma aukist úr 20% í 32% og því er fjárhagslegur styrkur félagsins meiri í dag þrátt fyrir auknar skuldir í krónum talið.

Hlutfall nettó skulda á móti EBITDA fyrir matsbreytingar hefur verið svipað undanfarin 5 ár, um 10,8 að meðaltali en var 10,7 í árslok 2017. 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 10-12,4. 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 hærri handbæru fé og ígildi þess.

Efnisyfirlit

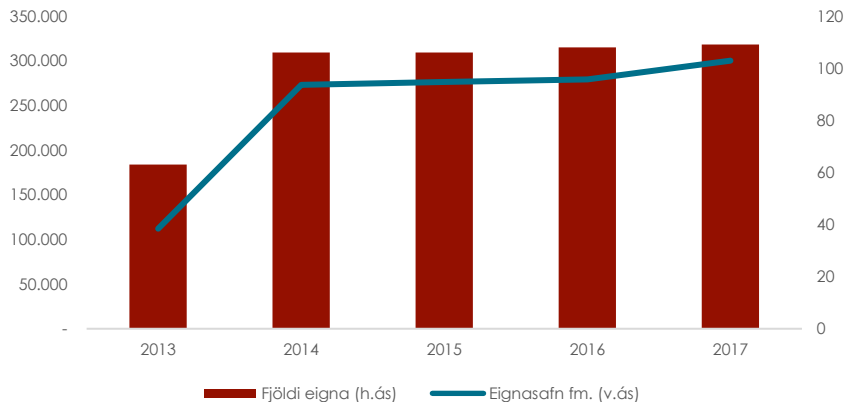
Niðurstaða	1
Niðurstaða	1
Góð lausafjárstaða og sterkt sjóðstreymi	2
Dregið úr áhættu með dreifðara eignasafni	2
Auknar tekjur og sterkt framlegðarlutfall	2
Hærri skuldir fylgja stækkun félagsins	2
Starfsemi Eikar	4
Góð eignadreifing á höfuðborgarsvæðinu	4
Dreifing eignasafns	4
Umhverfi og samkeppni	6
Þróun verslunar	6
Efnahagshorfur	7
Lausafjárstaða og sveigjanleiki	8
Afborganir og endurfjármögnun	8
Arðgreiðslur	8
Fjármagnsskipan	8
Auknar skuldir með auknum umsvifum	9
Markaðsáhætta	10
Tekjur og sjóðstreymi	10
Auknar tekjur og hærri útleiguhlutfall	10
Sterkt framlegðarlutfall	11
Sjóðstreymi	11
Fjárfestingareignir og endurmat	12
Forsendur til hækkunar og lækkunar	14
Lánshæfismat	14
Fyrirvarar	15

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 og söfnum þeirra, sameiningu við önnur félög og nauðasamninga í kjölfar bankahrunsins 2008. Félagið starfar í dag á innlendum markaði fyrir atvinnuhúsnæði, einkum og sér í lagi á höfuðborgarsvæðinu, þar sem um 90% eigna þess eru staðsett. 70% af eignum félagsins eru skrifstofu- og verslunarhúsnæði. Eignasafn félagsins í árslok 2017 samanstóð af 109 eignum í um 300 þúsund leigufémetrum. Bókfært virði fjárfestingareigna nam um 85 ma.kr. og eigin eigna um 3,8 mö.kr. Í lok árs 2017 voru stærstu eigendur félagsins Lífeyrissjóður verslunarmanna (10,5%), Almenni lífeyrissjóðurinn (7,9%) Brimgarðar (6,6%), Birta lífeyrissjóður (6,3%), Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins A-deild (5,5%), Stapi lífeyrissjóður (5,5%) og Lífsverk lífeyrissjóður (5,5%). Lífeyrissjóðir átta til samans 53% hlut, verðbréfasjóðir 15%, einkahlutafélög 13%, bankar og safnreikningar 9%, tryggingafélög 7% og einstaklingar átta 3%.

Góð eignadreifing á höfuðborgarsvæðinu

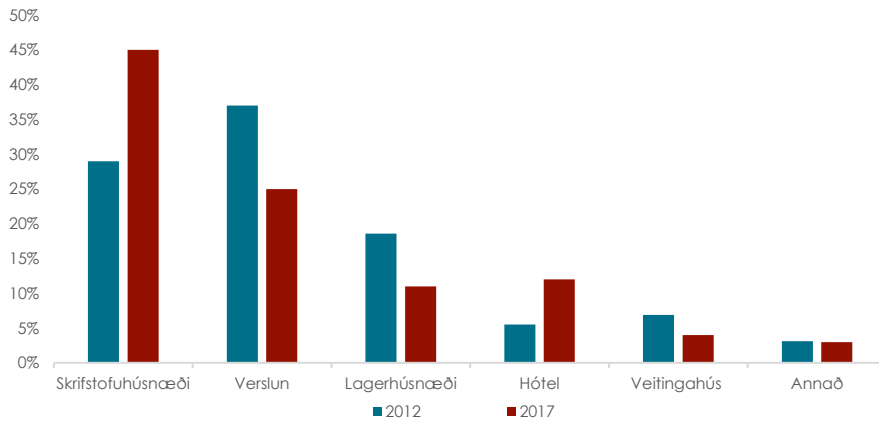
Mikill vöxtur hefur verið hjá Eik undanfarin ár og eignasafn félagsins hefur stækkað umtalsvert líkt og sjá má á mynd 1. Árið 2013 átti félagið um 63 fasteignir sem voru samanlagt um 112.000 m² en í lok árs 2017 átti félagið 109 eignir sem voru samanlagt tæpum 300.000 m². Dregið hefur úr áhættu hjá félaginu 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 um 8% tekna. Aðrir stórir leigutakar hjá félaginu eru Flugleiðahótel, Fasteignir ríkisins, Rúmatalagerinn, Sýn, Síminn, Landsbankinn, Top Toy Iceland, Míla og Deloitte.



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 45% á meðan hlutfall verslunarhúsnæðis hefur minnkað úr 37% í 25%. 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. Á mynd 2 má sjá hvernig skipting eignasafns Eikar hefur breyst eftir tegundum á milli árána 2012 og 2017.



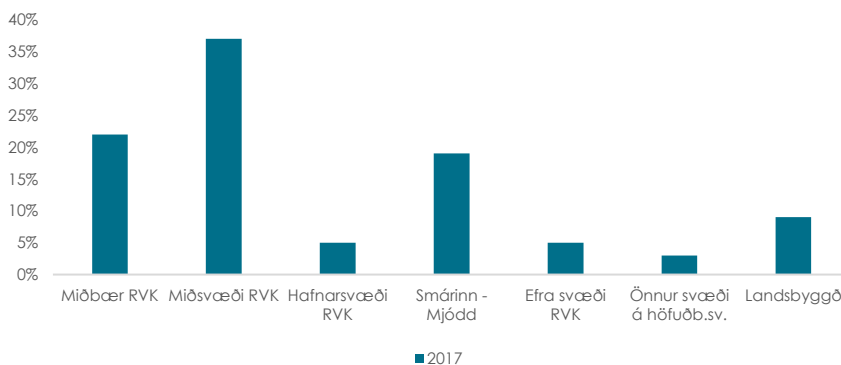
Mynd 2: Skipting fjárfestingareigna eftir tegund
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

Öll íslensku fasteignafélögin, sem eru með alla sína starfsemi hérlandis, standa 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 efnahagsveifluna 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 misnæmir 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 rúmlega 7% leigutaka eru með ríkisábyrgð og teljast því mjög traustir.

Um 90% af safni félagsins er staðsett á höfuðborgarsvæðinu. Tæplega 60% af safni félagsins eru staðsett í miðbæ Reykjavíkur eða miðsvæðis í Reykjavík. 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 450.000 m² á meðan safn Regins er um 329.000 m² og safn Eikar er um 300.000 m². Að mati Samkeppniseftirlitsins er samanlögð markaðshlutdeild þessara þriggja félaga 70% af heildarmarkaðinum fyrir útleigu á atvinnuhúsnæði til ótengdra aðila. Í töflu 1 má sjá samanburð á helstu stærðum stærstu fasteignafélaganna í árslok 2017.

	Eik	Reginn	Reitir
Veðsetningarhlutfall	62%	55%	57%
Eiginfjárlutfall	32,1%	34,8%	35,1%
Veltufjárlutfall	0,2	0,4	1,4
Nettó skuldir / EBITDA	10,7	12,4	10
Fermetrar	300.000	329.000	450.000
Fjárfestingareignir (m.kr.)	88.600*	97.300	135.000
Virði pr fermeter	295.300	295.700	300.000
Fjöldi eigna	109	122	140
Meðallengd leigusamninga	6,6 ár	7,0 ár	6,3 ár
Nýtingarhlutfall	95,3%	95,0%	96,2%

Tafla 1: Samanburður á þrem stærstu fasteignafélögum landsins í árslok 2017

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 hefur vöxtur einkaneyslu aukist hratt og er umfram vöxt kaupmáttar. Landsmenn fjárfestu töluvert í varanlegum neysluvörum eins og húsgögnum, nýjum innréttingum og gólefnum í lok síðasta árs. Velta húsgagnaverslana í desember 2017 var 14% meiri að raunvirði en í desember árið áður. Velta í sölu rúma jókst í mánuðinum um 15,8% frá sama mánuði árið áður. Þá virðist sem fjárfest hafi verið duglega í skrifstofuhúsgögnum, því sala þeirra jókst um 10,5% frá desember í fyrra að raunvirði. Byggingavöruslanir njóta einnig góðs af nýbyggingum og endurnýjun húsnæðis. Í desember var velta í byggingavöru 12% meiri að raunvirði (magni) en árið áður. Þar af jókst velta gólfefna um 16,5% á sama tólf mánaða tímabili.

Aukning var í dagvöruverslun á síðasta 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. Ef kortaveltu útlendinga hér á landi er borin saman á milli ára (án útgjaldaliðarins um flugferðir) hækkaði erlend kortavelta á milli ára um 9,4%, úr 10,7 milljörðum kr. í desember 2016, í 11,7 milljarða í des. sl.

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 hefur aukist mikið undanfarin ár en nú hefur hægt á. Minni vöxtur útflutnings hefur hægt á hagvexti frá því að hann náði hámarki árið 2016. Verg landsframleiðsla jókst um 7,4% að raunvirði árið 2016. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands mældist 4,3% hagvöxtur á fyrstu þremur ársfjórðungum ársins 2017. Horfur eru á 3,2% hagvexti í ár sem er lítillega minni vöxtur en spáð var í nóvember. Stafar það einkum af því að útflutningur jókst hægar í fyrra en gert var ráð fyrir en á móti vegur hraðari vöxtur innlendra eftirspurnar bæði árin. Það skýrist aðallega af meiri fjárfestingu og minna aðhaldi í opinberum fjármálum. Áætlað er að einkaneysla hafi aukist um 7,5% á síðasta ári en í ár er búist við að þróunin verði áþekk því sem hún var á seinni hluta síðasta árs og hún vaxi um 6,4%. Nokkuð hægir á vextinum frá næsta ári en áætlaður vöxtur einkaneyslu er í ágætu samræmi við aukningu kaupmáttar ráðstöfunartekna heimila. Einkaneysla jókst um 6,9% að raunvirði árið 2016 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.

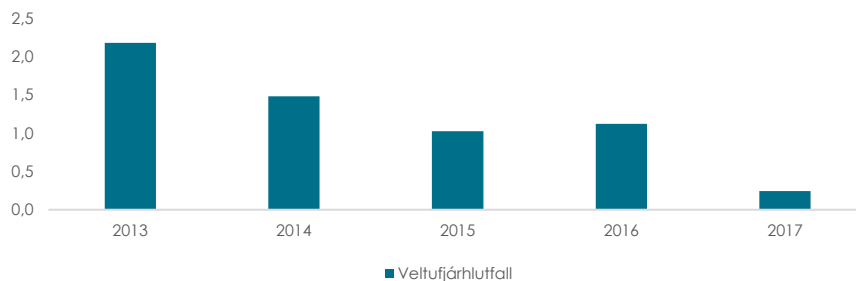
Ársverðbólga í mars jókst úr 2,3% í 2,8%. Undanfarið hálf ár hefur dregið úr verðhækkun húsnæðis en áhrif hærra gengis krónunnar farið dvinandi. Líklegt er að þessi þróun haldi áfram á næstunni. Gengið hefur lítið breyst frá síðasta fundi peningastefnufndar enda hefur gjaldeyrismarkaðurinn verið í ágætu jafnvægi. Horfur eru á að verðbólga verði nálægt markmiði á spátímanum og verðbólguvæntingar hafa á heildina lítið einnig verið í samræmi við það um nokkurt skeið. 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.

Raunverð atvinnuhúsnæðis hafði hækkað um 16,7% á 12 mánaða tímabili í september 2017 og 15,3% á árinu 2016 samkvæmt verðvísitölu Seðlabanka Íslands sem tekur mið af þinglýstum samningum. Á síðastliðnum 20 árum hefur raunverð atvinnuhúsnæðis hækkað um 3,5% 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 litið 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 hefur verið góð undanfarin misseri og veltufjárhlutfall hefur verið 1,2 að meðaltali síðustu 5 ár. Í árslok 2016 var hlutfallið 1,1 án tillits til óáðreginna lánalína en um 1,68 að teknu tillit til lánalína. Í lok árs 2017 var veltufjárhlutfallið 0,2. Lágt hlutfall var vegna stórra gjalddaga á árinu 2018 sem voru tilkomnir vegna skammtímafjármögnunar vegna kaupa á Mýrargötu 2-16 annars vegar og framkvæmdafjármögnunar vegna Suðurlandsbrautar 8 og 10 hins vegar. Punktstaða í árslok 2017 gefur að mati Reitunar ekki rétta mynd af lausafjárstöðu Eikar. Þegar hefur verið lokið við að ganga frá framlengingu um hluta af umræddum gjalddögum og samkomulag hefur náðst við banka um öll megin atriði varðandi fjármögnun á þeim hluta sem út af stendur. Félagið er að auki með opnar, óáðrengar lánlínur og óveðsettar fasteignir. Mynd 4 sýnir þróun veltufjárhlutfalls síðustu 5 ár. Að mati Reitunar er lausafjárstaða Eikar góð og félagið hefur aðgang að utanaðkomandi fjármagni. Því eru lítlar líkur á því að félagið lendi í lausafjárvandræðum að öðru óbreyttu.



Mynd 4: Veltufjárhlutfall Eikar
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

Afborganir og endurfjármögnun

Staða skv. ársreikningi í árslok 2017 á afborgunarferili vaxtaberandi lána næstu fimm árin gefur ekki rétta mynd af því sem koma skal. Líkt og fram hefur komið hefur nú þegar verið gengið frá framlengingu á lánum sem voru með gjalddaga á þessu ári auk þess sem samkomulag hefur náðst við banka um öll megin atriði varðandi fjármögnun á þeim hluta sem út af stendur. Eins liggja fyrir árið 2019 og árið 2021 stærra gjalddagar sem eru um 5,0 ma.kr. árið 2019 og 8,6 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 liggi fyrir um fjármögnun. Að óbreyttu er það mat Reitunar að félagið sé vel í stakk búið til að mæta skuldbindingum sínum.

Arðgreiðslur

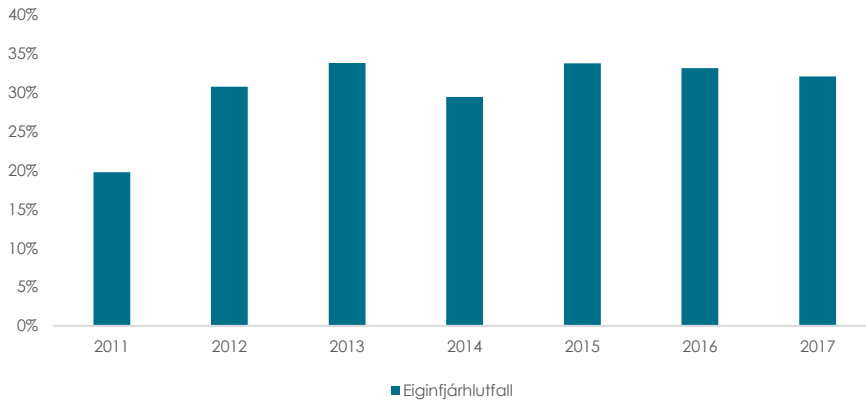
Á árinu 2017 var greiddur út arður til hluthafa að fjárhæð 928 m.kr. vegna ársins 2016. Eins og áður segir er staða handbærs fjár félagsins ágæt sem og aðstæður til arðgreiðslu. Arðgreiðslur félagsins hafa ekki áhrif á lánshæfi félagsins þar sem staða þess er sterk og arðgreiðslur sem hlutfall af handbæru 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 hluti við greiningu á lánshæfi fasteignafélaga er fjármagnsskipan og skuldbinding 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 litið til viðmiða sem stjórnendur hafa sett sér og hvernig framfylgni áætlana hefur gengið.

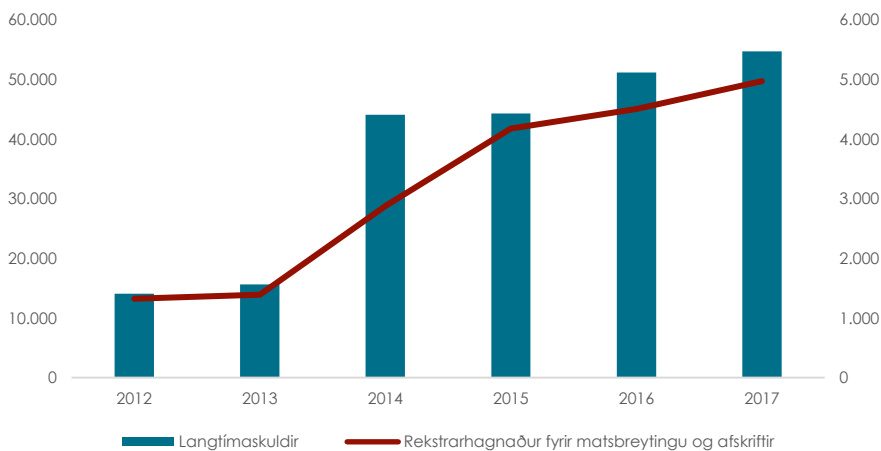
Það er stefna Eikar að fjármagna félagið að 30% hluta með eigið fé og að 70% hluta með lánsfé. Í lok árs 2017 var eiginfjárlutfall félagsins um 32%. Á mynd 5 má sjá þróun eiginfjárlutfalls Eikar á síðustu árum. Eigið fé félagsins hefur verið nokkuð stöðugt á síðustu árum á tíma þar sem félagið tók vaxtarstökk, 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 hærra til að mæta breytingum í ytra umhverfi.



Mynd 5: Eiginfjárlutfall Eikar
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

Auknar skuldir með auknum umsvifum

Vaxtaberandi skuldir félagsins námu 54,8 mö.kr. í árslok 2017 og höfðu hækkað á milli ára úr 47,3 mö.kr. í lok árs 2016. 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 54,8 mö.kr. og hafa því hækkað um tæpa 40 ma.kr. Eiginfjárlutfall hefur á sama tíma aukist úr 20% í 32% 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 fjárfjarleika og gefur félaginu meiri tíma til að endurfjármagna ef svo ber undir. Á mynd 6 má sjá þróun skulda og rekstrarhagnaðar fyrir matsbreytingu og afskriftir undanfarin ár.



Mynd 6: Þróun langtímaskuldbindinga og rekstrarhagnaðar fyrir matsbreytingu og afskriftir
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

Hlutfall nettó skulda á móti EBITDA fyrir matsbreytingar hefur verið svipað undanfarin 5 ár, um 10,8 að meðaltali en var 10,7 í árslok 2017. Þetta hlutfall er nokkuð hátt með tillit til láns hæfis þar sem verið er að meta hvernig reksturinn stendur undir skuldbindingum. Þetta hlutfall er svipað á milli stóru fasteignafélaganna, það liggur á bilinu 10-12,4. Það hefði jákvæð áhrif á láns hæfi 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 hlutfallið myndi lækka samhliða því.

Það myndi styrkja hag lánveitenda að auka eiginfjárlutfall félagsins og draga úr skuldsetningu. Það gæfi aukið rými til þess að mæta tekjusatdrætti 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

Meiri hluti skulda félagsins eru verðtryggðar en félagið hefur þó aukið við óverðtryggðar skuldir sínar og námu þær 83% af vaxtaberandi skuldum í árslok 2017, samanborið við 96% í árslok 2016. Meirihluti vaxtaberandi skuldum félagsins bera fasta vexti eða um 79%. Hlutfall vaxtaberandi lána með fasta vexti hefur lækkað en það var 96% í árslok 2016. Í árslok 2017 báru skuldbindingar að fjárhæð 11,6 ma.kr. breytilega vexti. Á móti kemur að handbært fé félagsins ber einnig breytilega vexti og er handbært fé um 1,5 ma.kr. Nettó staða fjármálagerninga með breytilega vexti er því um neikvæð um 10,1 ma.kr sem er umtalsverð hækkun á milli ára en staðan var neikvæð um 140 m.kr. í árslok 2016. Aukin áhætta er því til staðar hjá félaginu varðandi áhrif vaxtabreytinga á afkomu félagsins eins og staðan er í dag. Ef vextir myndu hækka um 100 punkta myndi afkoma félagsins lækka um 101 m.kr. fyrir tekjuskatt.

Eins og áður sagði eru 83% vaxtaberandi skulda félagsins verðtryggðar og það sama á við um megnið af leigusamningum eða 93% en 7% leigusamninga eru veltutengdir. Tekjur félagsins hækka því umfram hækkunir afborgana af verðtryggðum lánnum og verðtryggingaráhætta félagsins því takmörkuð sem stendur.

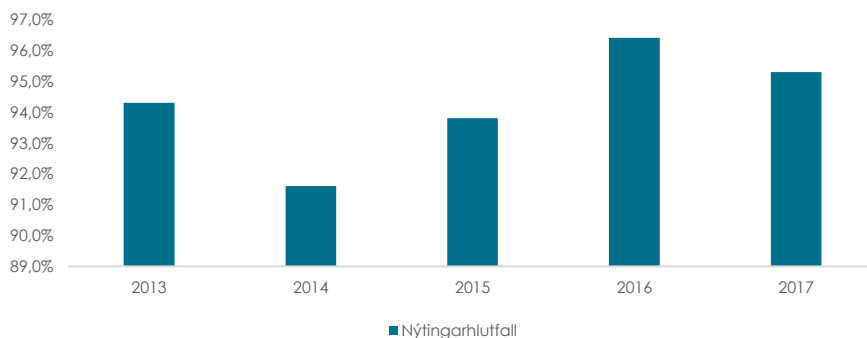
Félagið er með nánast allar tekjur og allar skuldbindingar íslenskum krónum og gengisáhætta er því í lágmarki.

Tekjur og sjóðstreymi

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

Auknar tekjur og hærra útleiguhlutfall

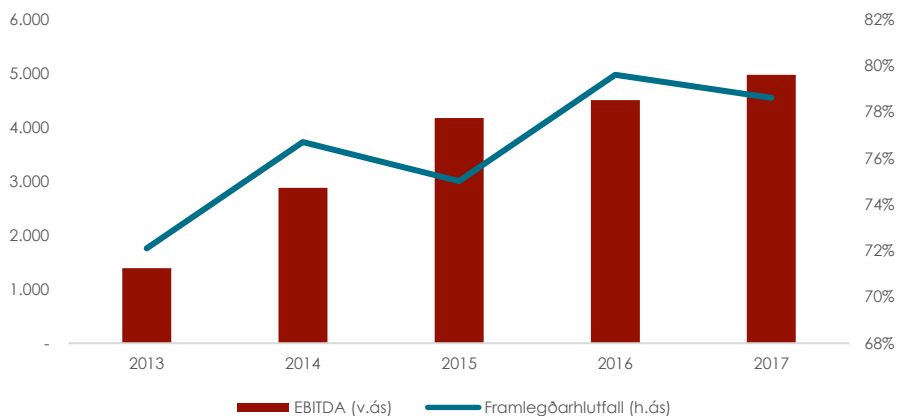
Tekjur félagsins hafa aukist jafnt og þétt síðustu ár með vaxandi umsvifum. Útleiguhlutfall var 95,3% miðað við tekjur í árslok 2017 og hafði lækkað um 1,1%. Útleiguhlutfall lækkaði hjá félaginu í kjölfar fjármálahrunsins líkt og hjá öðrum fasteignafélögum. Lægst fór hlutfallið í 87,5% um mitt ár 2009 og hefur að meðaltali síðustu 5 árin verið 94,1%. 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

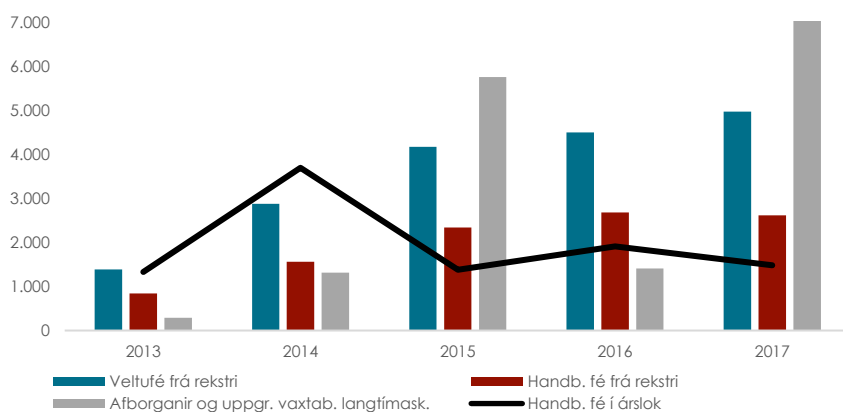
Framlegðarhlutfall (EBITDA hlutfall) Eikar er sterkt og nokkuð stöðugt líkt og sjá má á mynd 8. Stöðugt framlegðarhlutfall eykur fyrirsjáanleika en sveiflur hjá Eik eru innan þeirra marka og hafa því ekki teljandi áhrif á láns hæfi. Framlegðarhlutfall án tillits til matsbreytinga var um 78,6% árið 2017 en hefur verið 76% að meðaltali síðustu 5 ár.



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

Sjóðstreymi

Veltufé frá rekstri hefur aukist samhliða auknum tekjum félagsins. Handbært fé frá rekstri hefur sömuleiðis aukist milli ára yfir sama tímabil. Greiddir vextir á síðasta ári voru tæplega 2,5 ma.kr. en voru 1,9 ma.kr. árið áður en hækkun á milli ára skýrist meðal annars vegna uppgreiðslugjalds á skuldabréfaflokknum EIK 12 01. 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.

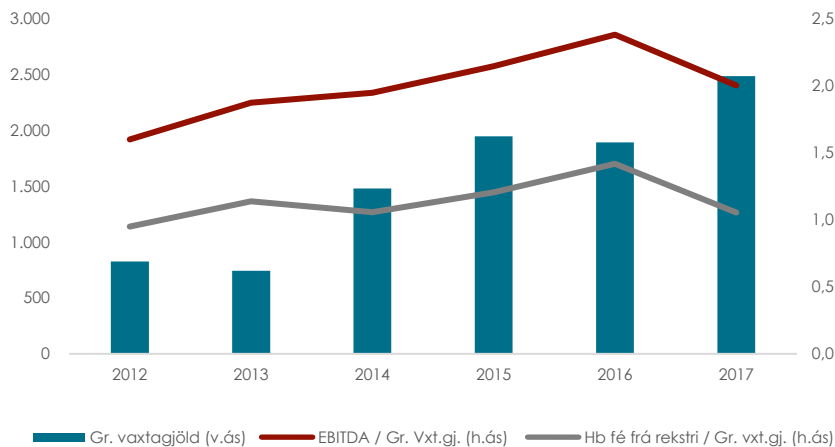


Mynd 9: Veltufé og handbært fé frá rekstri og þróun handbærs fjár
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

Félagið átti um 1,5 ma.kr. í handbæru fé í árslok 2017 ásamt því að hafa gefið út skuldabréf að fjárhæð 3.500 m.kr. Líkt og fram hefur komið telur Reitun lausafjárstöðu félagsins nokkuð góða. Raunhæfar áætlanir liggja fyrir um fjármögnun gjalddaga sem eru framundan og afborgunarferillinn ætti því að vera 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 leigusamningi o.s.frv. Því fylgir tilheyrandi tekjutap fyrir félagið og möguleg hækkun gjalda. Þá gæti skuldsetning félagsins reynt erfið. Í slíkum aðstæðum verður erfiðara að ná í skammtímafjármagn og þegar kemur að endurfjármögnun geta lánakjör 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 lækkaði á síðasta ári úr 2,4 í 2,0. Fram að þeim tíma hafði hlutfallið verið að styrkjast. Þróun vaxtaþekju félagsins má sjá á mynd 10. Að ná og viðhalda vaxtaþekju yfir 3 myndi styrkja lánshæfismat félagsins.



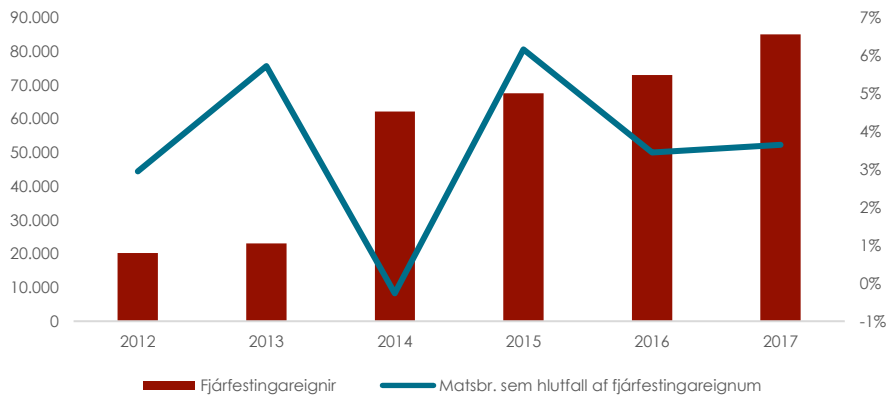
Mynd 10: Vaxtagjöld og þekja
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

Fjárfestingareignir og endurmat

Eignir félagsins sem ætlaðar eru til eigin nota eru færðar til eignar á kostnaðarverði að frádrögnum afskriftum og virðisryrnum. Kostnaðarverð eigna til eigin nota er í bókum Eikar um 3,8 ma.kr. Bókfært verð fjárfestingareigna er um 85 ma.kr. sem er 12 ma.kr. hækkun frá fyrra ári. 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 (ný Glæsibær), Holtasmári 1, Ármúli 3, 13 og 13a og Borgartún 26. Félagið keypti allar eignir Slippsins, fasteignafélags ehf. í lok árs 2016 og fékk eignirnar sem eru við Mýrargötu 2-16 afhentar á síðasta ári. Eins festi félagið kaup á Hyrjarhöfða 8, Miðhrauni 2 og hæð í Síðumúla 15.

Endurmat á fjárfestingareignum félagsins er lykiltáttur 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 núvörðingu 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 hlutfallseg árleg matsbreyting
Heimild: Eik fasteignafélag hf.

Vegin ávöxtunarkrafa liggur á bilinu 5,7%-7,4% 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 um 61,8%. Bókfært virði heildar fjárfestingareigna nam 85 mö.kr. og virði eigna til eigin nota nam 3,7 mö.kr. Veðtryggðar skuldir voru 54,8 ma.kr. Hækkun ávöxtunarkröfu um 1% myndi lækka matsverð fjárfestingareigna um 13,2 ma.kr. sem er um 15,5% lækkun á virði fjárfestingareignanna miðað við núverandi verðmat. Við þær aðstæður væri veðsetningarhlutfall um 72,5%. Ef krafa myndi lækka um 1% myndi matsverð eigna hækka um 15,6 ma.kr. sem er um 18,4% hækkun á virði fjárfestingareigna og veðsetningarhlutfall væri þá um 52,5%.

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 sanngjarnt 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 neindir 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 upplýsingarskygni 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 útgáfuefni 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.