



## **Fasteignafélög á Íslandi og IAS-staðall 40:**

Mat á fjárfestingareignum fasteignafélaga

**Guðrún Steindórsdóttir**

**B.Sc. í viðskiptafræði**

Vorönn 2016

Leiðbeinandi:

Lúðvík Þráinsson

Guðrún Steindórsdóttir

Kt. 050692-2999

Reikningshald og endurskoðun



## Formáli

Verkefni þetta er 12 ETCS eininga lokaritgerð til B.Sc. gráðu í viðskiptafræði við Háskólann í Reykjavík. Ég vil þakka leiðbeinanda mínum, Lúðvík Þráinssyni, fyrir leiðsögn við þessa ritgerðarsmíð. Hugmyndin að ritgerðarefninu kom upp í samræðum við Steindór Einarsson, föður minn, og vil ég þakka honum fyrir aðstoð og stuðning við skrifin. Ég vil þakka Dóru Mögdu Gylfadóttur, móður minni, og Skúla Þór Johnsen, sambylismanni mínum, fyrir þolinmæði, hvatningu og jákvæðni þegar ég þurfti á henni að halda. Að lokum vil ég þakka Hönnu Maríu Harðardóttur fyrir prófarkalestur ritgerðarinnar.

# Efnisyfirlit

<b>1</b>	<b>Fasteignamarkaðurinn</b> .....	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Fastafjármunir</b> .....	<b>2</b>
2.1	Afskriftir .....	4
<b>3</b>	<b>Virði fjárfestingareigna samkvæmt IAS 40-staðlinum</b> .....	<b>4</b>
3.1	Gangvirði.....	5
3.2	Kostnaðarverð .....	6
<b>4</b>	<b>Bókhaldsfærslur</b> .....	<b>7</b>
4.1	Rekstrarreikningur .....	7
4.1.1	Gjaldfærsla .....	7
4.1.2	Tekjufærsla.....	8
4.2	Efnahagsreikningur .....	8
4.2.1	Eignfærsla.....	8
4.2.2	Skuldfærsla.....	9
4.3	Sjóðstreymi .....	9
4.4	Frumvarp um breytingar á lögum um ársreikninga .....	10
<b>5</b>	<b>Breytur sem þarf við mat á fjárfestingareignum</b> .....	<b>10</b>
5.1	CAPM (e. Capital Asset Pricing Model) .....	10
5.2	WACC (e. Weighted Average Cost of Capital) .....	11
<b>6</b>	<b>Aðferð</b> .....	<b>12</b>
6.1	Tilraunasnið.....	12
6.2	Þátttakendur .....	12
6.3	Framkvæmd .....	13
<b>7</b>	<b>Reitir fasteignafélag hf.</b> .....	<b>13</b>
7.1	Um Reiti .....	13
7.2	Forsendur fyrir útreikning .....	15
7.3	Gangvirði.....	15
7.4	Ákvörðunarvald .....	16
7.5	Fjármögnunarleiga með kauprétti í leigulok og sala .....	17
7.6	Lánakjör .....	17
<b>8</b>	<b>Reginn fasteignafélag hf.</b> .....	<b>18</b>

8.1	Um Regin.....	18
8.2	Forsendur til útreiknings á mati.....	19
8.3	Gangvirði.....	19
8.4	Ákvörðunarvald .....	20
8.5	Fjármögnunarleiga með kauprétti í leigulok eða sala.....	20
8.6	Lánakjör .....	21
9	Eik fasteignafélag hf.....	21
9.1	Um Eik.....	21
9.2	Forsendur til útreiknings á mati.....	22
9.3	Gangvirði.....	23
9.4	Ákvörðunarvald .....	24
9.5	Fjármögnunarleiga með kauprétti í leigulok eða sala.....	24
9.6	Lánakjör .....	25
10	Kennitölugreining.....	25
10.1	Eiginfjárlutfall (e. Equity to asset ratio).....	26
10.2	Veltufjárlutfall (e. Current ratio).....	26
10.3	V/I hlutfall (e. Price to book ratio) .....	27
11	Samanburður .....	28
11.1	Matsbreytingar fjárfestingareigna .....	29
11.2	Arðgreiðslustefna .....	30
11.3	Tekjuskattskuldbinding og yfirfæranlegt skattalegt tap.....	31
11.4	Verðbólga.....	32
12	Lokaorð.....	33
13	Heimildaskrá.....	37
14	Viðauki A: Spurningalisti.....	41

## Myndayfirlit

Mynd 1: Bókhaldsjafnan .....	3
Mynd 2: Fjárfestingareignir Reita .....	14
Mynd 3: Fjárfestingareignir Regins .....	18
Mynd 4: Fjárfestingareignir Eikar .....	22

## Jöfnuyfirlit

Jafna 1: Ávöxtunarkrafa eigin fjár .....	10
Jafna 2: Veginn fjármagnskostnaður .....	11

## Töfluyfirlit

Tafla 1: Kennitölur .....	28
Tafla 2: Mat og matsbreytingar .....	30
Tafla 3: Arðgreiðslur .....	31
Tafla 4: Samantekt helstu atriða .....	34

## Útdráttur

Í þessu verkefni eru þrjú stærstu fasteignafélögin á Íslandi tekin fyrir og borið saman hvernig mat á fjárfestingareignum þeirra fer fram. Skoðaður verður alþjóðlegi reikningsskilastaðallinn IAS 40, skýrt verður lítillega frá honum og hann svo tengdur við aðferðir fasteignafélaganna. Tekin voru viðtöl við fjármálastjóra fasteignafélaganna þriggja og fengin svör við ýmsum spurningum. Leitast er við að svara því hvort einhver munur sé á því hvernig félögin meta fjárfestingareignir sínar. Niðurstaðan er sú að lítill sem enginn munur er á því hvernig fasteignafélög meta fjárfestingareignir sínar og notast þau við svipaðar forsendur og líkön við slíkt mat. Öll félögin meta þær á gangvirði og notast við CAPM- og WACC-líkön til þess að núvirða sjóðstreymi fjárfestingareignanna. Staðallinn hefur leiðbeinandi áhrif á félögin og er ákveðin forvörn þegar kemur að mati eignanna. Þar sem fjárfestingareignir félaganna eru langstærsti liðurinn í efnahagsreikningi þeirra þarf lesandi reikningsskilanna að geta reitt sig á það að matsaðferðir og allir útreikningar að baki þeim séu áreiðanlegir og réttir.

## 1 Fasteignamarkaðurinn

Fasteignamarkaðurinn með atvinnuhúsnaði á Íslandi hefur verið á uppleið á síðustu árum samkvæmt hagfræðideild Landsbankans. Eftir hrunið árið 2008 hóf verð á atvinnuhúsnaði að lækka og hélt því áfram til ársins 2012. Verð hefur lítillega hækkað á síðustu árum auk þess sem verðsveiflur eru miklar en staðsetning atvinnuhúsnaðis hefur þar mikil áhrif. Stór fasteignafélög á markaði hafa áhrif á þróun markaðs fyrir atvinnuhúsnaði og tekið er fram í skýrslu hagfræðideildarinnar að verð á þeim eignum sem fasteignafélögin eru að einblína á hafi hækkað hvað mest en þá skiptir góð staðsetning einnig miklu máli. Þörf er á því að taka tillit til þess að við greiningu á atvinnuhúsnaðismarkaðnum eru stundum viðskipti með atvinnuhúsnaði hluti af öðrum viðskiptum og er því ekki víst að tölulegar upplýsingar sem teknar eru upp úr þinglýsingafjölda á fasteignum séu réttar með tilliti til fjölda vegna mögulegrar vöntunar á viðskiptum (Hagfræðideild Landsbankans, 2016a).

Í annarri skýrslu frá hagfræðideild Landsbankans um íbúðamarkaðinn er talið að fasteignaverð sé á uppleið, meðal annars vegna umframeftirspurnar eftir íbúðum á höfuðborgarsvæðinu (2016b). Greiningardeild Íslandsbanka telur að þessi mikla hækkun á íbúðarverði sé vegna aukins kaupmáttar ráðstöfunartekna heimilanna en línulegt samband er á milli þessa tveggja liða (Íslandsbanki, 2015). Í fréttinni *Fasteignamarkaður á fleygiferð* er fjallað um það hvernig veltan í fasteignaviðskiptum hefur aukist um allt land, mest þó í Garðabænum (Arnhildur Hálfánardóttir, 2016).

Fjöldmörg fasteignafélög eru til á Íslandi en í þessu verkefni voru þrjú stærstu félögin tekin til athugunar. Það eru fasteignafélögin Eik, Reginn og Reitir. Félögin eru öll þrjú skráð á markað og því eru miklar upplýsingar um þau opinberar, meðal annars ársreikningar félaganna. Reitir er stærsta fasteignafélag á Íslandi og er markaðsvirði þess rétt yfir 65,5 milljarðar króna þegar þetta er skrifað þann 21. apríl 2016 („Company fact sheet. Reitir fasteignafélag hf.“,



2016). Þar á eftir kemur Reginn fasteignafélag með markaðsvirðið 35,1 milljarð króna („Company fact sheet. Reginn hf.“, 2016). Eik er þriðja stærsta fasteignafélagið á Íslandi með markaðsvirðið 30,2 milljarðar króna („Company fact sheet. Eik fasteignafélag hf.“, 2016).

Fasteignafélög hafa verið að koma sterk inn á markað og má þar taka sem dæmi að Eik hefur nánast þrefaldast að stærð frá árinu 2013. Árið 2015 birtist frétt um að fasteignafélögin ættu samanlagt um 11,3% af fullbúnu atvinnuhúsnæði á höfuðborgarsvæðinu og að þau væru þar með um 80-85% markaðshlutdeild (Kári Finnsson, 2015). Öll fasteignafélögin eru með nýtingarhlutfall á milli 93-97% og gæti það gefið til kynna að vöntun sé á fjárfestingareignum hjá félögunum þremur og að frekari kaup á atvinnuhúsnæði væru möguleg á næstunni. Þessi þrjú fasteignafélög eiga flestar verslunarmiðstöðvar landsins auk þess að vera með til leigu mikið af eignum í miðbæ Reykjavíkur og á nærliggjandi svæði þar sem leiguverð er hátt og eftirspurn mikil.

Rannsóknarspurningin sem leitast verður við að svara í þessari ritgerð er sú hvort það sé munur á því hvernig stærstu fasteignafélögin meta fjárfestingareignir sínar. Einnig verður mat á fjárfestingareignunum skoðað með tilliti til alþjóðlega reikningskilastaðalsins IAS 40. Bornir verða saman ársreikningar félaganna þriggja og verður athugað hvort munur sé á milli þeirra.

## 2 Fastafjármunir

Fastafjármunir eru stór hluti af efnahagsreikningi fyrirtækja en efnahagsreikningurinn skiptist niður í flokkana eignir, skuldir og eigið fé. Þessir þrjú flokkar skiptast enn frekar. Eignirnar skiptast í fasta- og veltufjármuni og skuldirnar skiptast í langtíma- og skammtímaskuldir. Sjá má skiptingu efnahagsreikningsins hér neðar á mynd 1:

<b>Fastafjármunir</b> <b>Eignir</b> <b>Veltufjármunir</b>	<b>Eigið fé</b>
	<b>Langtímaskuldir</b> <b>Skuldir</b> <b>Skammtímaskuldir</b>

Mynd 1: Bókhaldsjafnan

Bókhaldsjafnan er því eignir = skuldir + eigið fé (Edmonds, McNair og Olds, 2013). Í mörgum tilvikum eru fastafjármunir fyrirtækja stærsti liður reikningsskilanna og því þarf að vanda til verka þegar mat á þeim fer fram (Bobber, 2015). Í 15. gr. laga nr. 3/2006 um ársreikninga er þessi munur á milli fastafjármuna og veltufjármuna útskýrður en þar segir:

Eignir, sem ætlaðar eru til varanlegrar eignar eða notkunar, teljast fastafjármunir. Eignir, sem eru ekki ætlaðar til varanlegrar eignar eða notkunar, teljast veltufjármunir. Kröfur, fyrirframgreiðslur og skuldir, sem falla til greiðslu eftir lengri tíma en eitt ár, skulu færast sem fastafjármunir eða langtímaskuldir eftir því sem við á. Aðrar kröfur, fyrirframgreiðslur og skuldir færast sem veltufjármunir eða skammtímaskuldir, eins og við á. (Lög um ársreikninga nr. 3/2006)

Fjárfestingareign flokkast undir fastafjármuni en hún er skilgreind í staðlinum IAS 40 sem fasteign eða land sem ákveðinn aðili eða aðilar hafa umráð yfir. Þessi fjárfestingareign er til þess gerð að afla leigutekna eða til verðmætisaukningar fyrir aðilann eða aðilana. Hún er þó ekki ætluð til notkunar við framleiðslu á vörum, afhendingu á vörum eða þjónustu né til sölu. Það sem skilur fjárfestingareign frá öðrum fasteignum fyrirtækja er að fjárfestingareign myndar sjóðstreymi með leigutekjum sínum óháð öðrum eignum fyrirtækisins. Ef vafi leikur á því hvort fasteign teljist sem fjárfestingareign þarf að leggja mat á það. Komi í ljós að óverulegur hluti fasteignar sé nýttur í framleiðslu, svo dæmi sé tekið, þá má fara með þessa fasteign sem fjárfestingareign („IAS-staðall 40: Fjárfestingareignir“, 2006).

## 2.1 Afskriftir

Yfirleitt þegar fyrirtæki eru með fastafjármuni í efnahagsreikningi sínum þá er ákveðið hvernig á að afskrifa þá. Það þarf að ákveða afskriftaraðferð sem hentar hverju og einu fyrirtæki og þar af leiðandi sérhverjum fastafjármunum. Það er þá ákveðið hvort eigi að afskrifa með óbeinni eða beinni aðferð. Mismunandi er hvort afskrifað sé með línulegri aðferð, sem er vinsælasta afskriftaraðferðin, með tvöfaldri línulegri afskrift, með hröðunarafskrift eða hvort það sé afskrifað eftir afkastagetu tækis eða áhalds svo nokkur dæmi séu tekin. Fyrirtæki getur notast við mismunandi afskriftaraðferðir við að meta fastafjármunina og þarf ekki að binda sig við eina aðferð innan alls fyrirtækisins (Halldóra Lisbeth Jónsdóttir, 2013).

Fasteignafélög þurfa einungis að afskrifa þær eignir sem eru til eigin nota hjá félaginu en ekki þær sem leigðar eru út. Því eru afskriftir einungis örlítill hluti af gjaldareikning fasteignafélaganna. Eik fasteignafélag notast við línulega afskriftaraðferð við afskriftir á fasteignum þeirra til eigin nota og er líftími þeirra metinn sem 50 ár („Ársskýrsla Eik fasteignafélag 2015“, 2015). Reginn fasteignafélag afskrifar sínar fasteignir til eigin nota einnig línulega en ekki voru gefnar upp neinar tölulegar upplýsingar í ársreikning þeirra („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015). Hvorki voru gefnar upp afskriftir né afskriftaraðferðir í ársreikningum fasteignafélagsins Reita fyrir þær fasteignir sem eru til eigin nota hjá félaginu.

## 3 Virði fjárfestingareigna samkvæmt IAS 40-staðlinum

Reikningsskilastaðallinn IAS 40, sem verður héðan í frá vísað til sem einfaldlega IAS 40, einblínir á fjárfestingareignir, meðhöndlun þeirra og hvernig bókanir þeirra eru í ársreikningum fyrirtækja. IAS 40 hefur tekið við af staðli IAS 25 sem fjallaði um bókun fjárfestinga en hann var lagður niður með tilkomu nýja staðalsins. Hér á eftir verður sagt frá helstu atriðum staðalsins og því sem fasteignafélög þurfa að huga að þegar færa skal fjárfestingareign í

bókhaldið. Samkvæmt IAS 40 þá er fyrirtækjum heimilt að velja á milli tveggja aðferða við mat á fjárfestingareignum sínum. Þær eru gangvirðislíkanið og kostnaðarverðslíkanið.

### 3.1 Gangvirði

Fyrirtæki skulu ávallt meta hvert gangvirði fjárfestingareigna sinna er en sú fjárhæð er yfirleitt markaðsvirði hennar líka. Því þarf að vera hægt að ganga út frá því að gangvirðið gefi góða mynd af raunverulegri stöðu markaðarins við ákveðna dagsetningu. Þar með er þó ekki sagt að gangvirði eins tímabils geti verið rangt metið þegar kemur að öðrum tímabilum („IAS-staðall 40: Fjárfestingareignir“, 2006).

Það er hægt að reikna út gangvirði fjárfestingareigna með tvennum hætti. Annars vegar með markaðsaðferðinni og hins vegar með tekjuaðferðinni. Markaðsaðferðin byggir á því að hægt sé að nálgast það verð sem hefur orðið til í viðskiptum á eigninni sjálfri eða sambærilegri eign og þeirri sem verið er að meta. Algengara er að notast við tekjuaðferðina en hún byggir hins vegar á væntum framtíðartekjum fjárfestingareignarinnar. Hægt er að nota tekjuaðferðina á tvennan máta, annaðhvort með beinum aðferðum eða óbeinum. Beinar aðferðir eru þær sem byggja á leigutekjum fjárfestingareignarinnar eða núvirtu sjóðsflæði hennar eins og fjárfestingafélögin þrjú, sem eru skoðuð í þessari ritgerð, notast við. Óbeinar aðferðir byggja mat sitt á arðsemi fjárfestingareigna eða afgangssjóðstreymi þeirra (Ólafur Þór Jóhannesson, 2004).

Fjárfestar og aðrir notendur ársreikningsins þurfa að geta reitt sig á þær upplýsingar sem fram koma í ársreikningi fyrirtækisins og því er mikilvægt að virði fjárfestingareignanna sé metið og sett fram á réttan og áreiðanlegan hátt. Gangvirði er byggt að mestu leyti á mati en ekki fyrirfram reiknuðum stærðum sem þýðir að það er tiltölulega auðvelt að draga í efa áreiðanleika þeirra upplýsinga sem matið er byggt á, ef vilji er fyrir því (Madray, 2008). Ef fyrirtæki velja að notast við gangvirðislíkanið þá er fjárfestingareignin metin á gangvirði en

Það er það verð sem hægt er að fá fyrir eignina sé hún seld frá kaupanda til seljanda þar sem báðir aðilar að viðskiptunum eru upplýstir og jafn fúsir til að standa við viðskiptin. Meiningin á bak við það er að það sé engin þvingun á hvorugan aðilann til að ganga að viðskiptunum og að báðir aðilar hafa upplýsingar um fjárfestingareignina og hver not hennar eru. Þá eru einnig allar þær breytingar sem verða á gangvirði fjárfestingareignarinnar færðar í rekstrarreikning fyrirtækisins á sérstakan lykil sem nefnist einfaldlega matsbreytingar fjárfestingareigna („IAS-staðall 40: Fjárfestingareignir“, 2006).

Félögum er einungis heimilt að nýta sér gangvirðismatið ef upplýsingar um gangvirði eru áreiðanlegar eins og nefnt var hér framar. Félög byggja mat sitt á upplýsingum sem hægt er að flokka niður í þrjú stig. Fyrsta stigs upplýsingar eru þær að það sé til skráð markaðsverð fyrir eignina á virkum markaði. Annars stigs upplýsingar eru þær að það sé til markaðsverð fyrir sambærilega eign eins og þá sem verið er að meta ef ekki er til markaðsverð á virkum markaði fyrir hana. Þriðja stigs upplýsingar eru þær upplýsingar sem falla ekki undir fyrsta eða annað stig og er því virði fjárfestingareignanna reiknað út frá matsaðferðum eða viðurkenndum matslíkönum (Lög um ársreikninga nr. 3/2006).

### 3.2 Kostnaðarverð

Ef fyrirtæki kjósa frekar að notast við kostnaðarverðslíkanið þá eru fjárfestingareignirnar metnar á kostnaðarverði í staðinn fyrir að finna út gangvirði þeirra. Kostnaðarverð er það verð sem kaupandi greiðir fyrir eignina, annaðhvort með peningum eða ígildi þeirra. Þó skal fyrirtækið einnig greina frá gangvirði fjárfestingareignarinnar. Eins og kemur fram í lögum um ársreikninga þá er kostnaðarverð reiknað út sem kaupverð fastafjármunarins auk alls þess kostnaðar sem þarf að leggja út fram að þeim tíma sem eignin er tekin í notkun. Þetta á við um endurbóta- eða viðhaldskostnað og mögulegan fjármagnskostnað ef fyrirtækið þarf að fjármagna kaupin með nýju lánsfé. Þá þarf að taka það sérstaklega fram að sá kostnaður sé

reiknaður inn í kostnaðarverð fjárfestingareignar (Lög um ársreikninga nr. 3/2006). Þegar fyrirtæki hefur valið á milli þessara tveggja líkana við mat á fjárfestingareignum sínum er sett sú skylda að sama líkan sé notað á allar fjárfestingareignir innan fyrirtækisins („IAS-staðall 40: Fjárfestingareignir“, 2006).

## 4 Bókhaldsfærslur

Hvort sem fyrirtæki er að kaupa nýja fastafjármuni, stendur í endurbótum á þeim eða er að meta þá upp á nýtt þá þarf að færa færslur í bókhald þess. Ársreikningur fyrirtækja samanstendur meðal annars af rekstrarreikningi, efnahagsreikningi, sjóðstreymi og skýringum. Þegar skráð er færsla í bókhald fyrirtækis þá þarf að passa upp á að hún sé í jafnvægi, það er að sama fjárhæð sé sett inn í debet og kredit (Isenberg, 2004).

### 4.1 Rekstrarreikningur

Rekstrarreikningur samanstendur af tekjum sem fyrirtækið aflar sér, en þær fara kreditmegin í rekstrarreikninginn, og þeim gjöldum sem koma til og þarf að greiða en þau fara á debethliðina. Passa þarf upp á að tekjur séu færðar í bókhald þegar þeirra er aflað en ekki fyrr né síðar og að gjöldin séu færð þegar þau falla til en ekki fyrr né síðar. Allar færslur þurfa að fara á rétt tímabil. Út frá rekstrarreikningi fyrirtækja er hagnaður eða tap þess reiknað en það er gert með því að draga gjöld frá tekjum fyrirtækisins (Sverrir Arngrímsson, 2014).

#### 4.1.1 Gjaldfærsla

Þegar talað er um gjaldfærslu er verið að vísa til þeirra færslna í bókhaldinu sem fara debetmegin í rekstrarreikning eins og kom fram hér að ofan. Dæmi um gjaldfærslu er þegar félag bókar afskriftir af fasteign eða vélum og tækjum. Kostnaður sem fasteignafélög standa frammi fyrir er til dæmis fasteignagjöld, tryggingar, viðhald og annar kostnaður vegna rekstrar fasteigna. Félagið metur fjárfestingareignir sínar árlega og þarf því að breyta bókfærðu

matsvirði eignanna í samræmi við þetta mat. Þá þarf að stofna reikningslykil í rekstrarreikningi fyrirtækisins, eins og kom fram hér frammar, sem nefnist matsbreytingar fjárfestingareigna. Hann er þá annaðhvort hækkaður eða lækkaður eftir því hvort matið hækkar eða lækkar. Ef hann lækkar færast upphæðin á gjaldahliðina en ef hækkun verður á honum færast hún á tekjuhliðina.

#### 4.1.2 Tekjufærsla

Leigutekjur eignarinnar fara á kredithlið rekstrarreiknings þegar þeirra er aflað og ekki fyrr né síðar eins og áður kom fram. Ef leigutekjur eru greiddar fyrirfram til félagsins þá eru þær settar kreditmegin í efnahagsreikning undir lykilinn fyrirframgreiddar leigutekjur. Þær teljast því vera skuld félagsins þar til kemur að innlausn þeirra. Þá má lækka lykilinn fyrirframgreiddar leigutekjur um upphæðina sem hefði átt að greiðast og færa hana kreditmegin í rekstrarreikning á liðinn leigutekjur.

### 4.2 Efnahagsreikningur

Efnahagsreikningur samanstendur af eignum fyrirtækisins og skuldum þess. Eignirnar eiga að sýna allar þær fjárfestingar sem félagið hefur framkvæmt og fara þær á debethlið efnahagsreikningsins. Skuldir og eigið fé fara hins vegar kreditmegin en þær eiga að segja frá því hvernig þessar sömu fjárfestingar voru fjármagnaðar. Efnahagsreikningurinn gefur skýra mynd af fjárhagslegri stöðu félagsins á þeim tímapunkti sem hann var gerður (Sverrir Arngrímsson, 2014).

#### 4.2.1 Eignfærsla

Við eignfærslu þá færir félag eign í sinni eigu á debethlið efnahagsreiknings. Tvö skilyrði eru fyrir því að félög megi eignfæra fjárfestingareign. Félagið þarf að telja líklegt að það sé efnahagslegur ávinningur fyrir fyrirtækið af eigninni í framtíðinni og það þarf að vera hægt að meta kostnaðarverð eignarinnar með áreiðanlegum og réttum hætti („IAS-staðall 40:

Fjárfestingareignir“, 2006). Hjá fasteignafélögum eru yfirleitt eignfærðar þær fasteignir sem eru til eigin nota sem og fjárfestingareignir félaganna þar sem þær uppfylla bæði skilyrðin fyrir eignfærslu.

#### 4.2.2 Skuldfærsla

Mótbókunin við eignfærslu getur verið margs konar en helst er þá að nefna að upphæðin fer kreditmegin á reikningslykilinn handbært fé eða ef kaupin voru fjármögnuð með lánum eða hlutabréfaútgáfu þá fer bókunin í kredit á langtímalán eða í kredit á eigið fé, einnig í efnahagsreikningnum. Helstu skuldfærslur sem fasteignafélög standa frammi fyrir er þegar kemur að greiðslu skammtímaskulda þeirra.

#### 4.3 Sjóðstreymi

Sjóðstreymi fyrirtækja er talið vera einn mikilvægasti hluti ársreikningsins en það skiptist í þrennt. Flokkar þess eru handbært fé frá rekstri, fjárfestingarhreyfingar og fjármögnunarhreyfingar (Sverrir Arngrímsson, 2014). Þegar sjóðstreymi er gert þá þarf að fara í gegnum allar hreyfingar á handbæru fé félagsins og flokka þær niður. Þær hreyfingar sem tengjast daglegum rekstri fyrirtækisins flokkast undir handbært fé frá rekstri. Þá er fundið út hvað reksturinn er í raun að skila miklum fjármunum til félagsins. Reiknað er út frá hagnaði félagsins en allir rekstrarliðir sem hafa ekki áhrif á fjárstreymi eru teknir út eða þeim bætt við upphæðina. Dæmi um lið sem er dreginn frá hagnaðinum er liðurinn matsbreytingar fjárfestingareigna. Allar þær hreyfingar sem tengjast fjárfestingum, eins og þegar keypt er ný fjárfestingareign eða fjárfestingareign er seld, verið er að fjárfesta í endurbótum á fasteign eða verið að kaupa eignir til eigin nota, flokkast sem fjárfestingarhreyfingar. Að lokum eru þær hreyfingar sem tengjast fjármögnun fyrirtækisins settar undir fjármögnunarhreyfingar en dæmi um það er ef félag þarf að taka ný lán eða er að borga afborgun af eldra láni, ef verið er að gefa út ný hlutabréf eða ef fyrirtækið greiðir út arð til hluthafa sinna.



#### 4.4 Frumvarp um breytingar á lögum um ársreikninga

Breytingar á lögum um ársreikninga nr. 3/2006 eru nú í skoðun og verður frumvarp þess efnis lagt fyrir á haustþingi. Áætlaðar eru breytingar á því hvernig matsbreytingar fjárfestingareigna færast í bókhaldi félaga. Eins og færslan er nú þá skal matsbreytingin færð í rekstrarreikning félagsins sem gjöld ef matið er fært niður en sem tekjur ef það er fært upp. Einnig ef fjárfestingareignin er seld eða henni breytt í birgðir félagsins þá skulu þær matsbreytingar sem orðið hafa á henni teknar út af matsbreytingaliðnum í rekstrarreikningi. Félög eiga eftir breytingu að færa mótbókun á matsbreytingunni á sérstakan reikning sem nefnist matsbreyting fjárfestingareigna en hann fer á eigið fé í efnahagsreikningi. Verið er að skerpa á því að ekki sé hægt að ráðstafa þeim hagnaði sem myndast á eigið fé um leið og matsbreytingin hefur farið fram. Til að greiða út arð til hluthafa félagsins þarf að bíða eftir því að tekjurnar hafi raunverulega skilað sér til félagsins en ekki er hægt að greiða arð út frá matsbreytingunni einni og sér (Jón Rafn Ragnarsson, 2015).

### 5 Breytur sem þarf við mat á fjárfestingareignum

Þar sem fjárfestingarfélögin þrjú notast við CAPM-líkanið við ákvörðun á ávöxtunarkröfu eigin fjár og WACC-líkanið til að núvirða sjóðstreymi af fjárfestingareignum sínum þá finnst höfundu þörf á að útskýra hvað felst í þessum tveimur hugtökum.

#### 5.1 CAPM (e. Capital Asset Pricing Model)

CAPM stendur fyrir ávöxtunarkröfu eigin fjár og er líkanið sýnt hér fyrir neðan:

$$CAPM = R_F + \beta_i [E(R_m) - R_F]$$

*Jafna 1: Ávöxtunarkrafa eigin fjár*

CAPM-líkanið samanstendur af áhættalausum vöxtum, betu fyrirtækisins og markaðsáhættuálagi sem er aftasti hluti jöfnunnar inni í hornklofanum. Það mætti segja að

áhættulausu vextirnir,  $R_F$  í líkaninu, séu grunnurinn í líkaninu fyrir ávöxtunarkröfu eigin fjár en svo bætist við beta ( $\beta$ ) félagsins og markaðsáhættuálagið. Þessir áhættulausu vextir eru fundnir með því að finna vexti á ríkisskuldabréfum. Við mat á betu félags þarf að taka tillit til þess að betur eru breytilegar yfir tíma. Beta félagsins segir okkur hversu áhættusamur rekstur félagsins sem um ræðir er þegar við berum hana saman við markaðinn. Ef beta félags er jafnt og einn segir það okkur að félagið er í fullkominni fylgni við markaðinn, auk þess að til langs tíma nálgast betan það alltaf að vera jafnt og einn. Ef hún er stærri en einn þýðir það að félagið sveiflast meira en markaðurinn að meðaltali en ef hún er minni en einn er það öfugt (Páll Ammendrup Ólafsson, 2015a). Markaðsáhættuálag segir til um það hversu mikið fjárfestir vill fá aukalega fyrir að fjárfesta í hlutabréfum félagsins þegar tekið er mið af áhættunni sem hann þarf að taka á sig („Beta-gildið fræga - flökt í arðsemi skráðra fyrirtækja“, 2014). Líkanið gerir ráð fyrir áhættufælum fjárfestum (Páll Ammendrup Ólafsson, 2015a).

## 5.2 WACC (e. Weighted Average Cost of Capital)

Félögin notast við veginn fjármagnskostnað, eða WACC, til að núvirða þær leigutekjur sem fjárfestingareignin aflar eins og greint var frá hér að framan. WACC stendur fyrir heildar ávöxtunarkröfu fyrirtækisins með tilliti til skulda þess og eigin fjár (Páll Ammendrup Ólafsson, 2015a). Formúlan fyrir veginn fjármagnskostnað er:

$$WACC = \frac{MVS}{MVS + MVE} * r_d(1 - T) + \frac{MVE}{MVS + MVE} * r_e$$

*Jafna 2: Veginn fjármagnskostnaður*

Skammstöfunin MVS stendur fyrir markaðsvirði skulda félagsins og MVE stendur fyrir markaðsvirði eigin fjár félagsins. Þessar tvær tölur lagðar saman eru alltaf 100%. Huga verður að því að hlutfallið á milli skulda og eigin fjár félags getur breyst með tímanum og orðið allt annað í framtíðinni.  $R_d$  stendur fyrir fjármögnunarkostnað skulda eða með öðrum orðum þann vaxtakostnað sem félagið greiðir.  $T$  stendur fyrir þá skattprósentu sem félagið greiðir og tekur

WACC-formúlan skattinn með í reikninginn með því að draga hann frá skuldunum. Að lokum er markaðsvirði eigin fjár margfaldað með  $r_e$  en það er ávöxtunarkrafa eigin fjár eða CAPM-líkanið sem var útskýrt hér að framan. Þessar tvær formúlur haldast í hendur og þurfa félög að reikna út CAPM áður en WACC kemur til sögunnar (Sverrir Arngrímsson, 2014).

## 6 Aðferð

### 6.1 Tilraunasnið

Höfundur notaðist við eigindlegar rannsóknir við gerð þessa verkefnis. Fyrirliggjandi gögn sem hægt var að vinna með voru ársreikningar og ársskýrslur stærstu félaganna þriggja auk tölulegra upplýsinga frá Kauphöll Íslands. Haft var samband við þrjú stærstu fasteignafélög landsins og athugað hvort tími og áhugi væri fyrir því að koma í viðtal. Höfundur hafði gert spurningalista fyrirfram með nokkurn veginn þeim spurningum sem vantaði svör við en hann má sjá í viðauka A. Í viðtölunum var farið yfir þennan lista og bætt við spurningum eftir því sem á leið. Spurningalistinn var að mestu leyti unninn upp úr ársskýrslum og ársreikningum félaganna auk þeirra spurninga sem höfundi langaði að fá svör við.

### 6.2 Þátttakendur

Þátttakendur rannsóknarinnar voru þrír. Valið var að hafa samband við fjármálastjóra fasteignafélaganna þriggja en hugsunin var sú að þeir væru líklega með mestu yfirsýnina yfir það hvernig fjárfestingareignir félaganna væru metnar og uppsetningu á ársreikningum félaganna. Áætlað var að hitta alla þrjá fjármálastjórana í eigin persónu en ekki gafst tækifæri til þess vegna anna þeirra. Fjármálastjóri Reita fasteignafélags heitir Einar Þorsteinsson, fjármálastjóri Eikar fasteignafélags heitir Lýður Heiðar Gunnarsson og fjármálastjóri Regins fasteignafélags heitir Jóhann Sigurjónsson. Allir þessir þrír þátttakendur í verkefninu voru sjálfboðaliðar og fengu ekki greitt fyrir þátttöku sína.

### 6.3 Framkvæmd

Haft var samband við fjármálastjóra félaganna þriggja fimmtudaginn 14. apríl 2016. Hringt var í hvern og einn og honum boðið að taka þátt í rannsókn og spurt hvort möguleiki væri að koma á viðtali. Höfundur byrjaði á að hringja í Lýð, fjármálastjóra Eikar, og tók hann vel í bónina. Þegar leið á næstu viku kom í ljós að hann var upptekinn og fór því viðtalið fram í gegnum síma þann 22. apríl 2016. Hann hringdi og svaraði öllum spurningunum sem komu fram á spurningalistanum og einnig þeim sem höfundur bætti við. Til að ná sem mestum upplýsingum niður var viðtalið tekið upp og skrifað niður eftir upptökunni síðar. Eftir að höfundur hafði unnið upplýsingar sem þurfti úr upptökunni var henni eytt.

Næst var haft samband við Jóhann, fjármálastjóra Regins, en vegna anna tilkynnti hann höfundi strax að ekki væri hægt að reiða sig á viðtal við hann. Hann samþykkti að svara spurningalista höfundar í tölvupósti þegar honum gæfist tími til þess sem og hann gerði. Höfundi bárust svör við spurningalistanum þann 26. apríl 2016.

Að lokum var haft samband við Einar, fjármálastjóra Reita, og samþykkti hann að viðtal færi fram mánudaginn 18. apríl 2016. Mætti höfundur í höfuðstöðvar Reita í Kringlunni þar sem viðtalið fór fram. Það fór fram augliti til auglitis og var einnig tekið upp fyrir höfund að vinna úr síðar. Farið var yfir spurningalistann og Einar svaraði öllum þeim spurningum sem höfundur lagði fram á skýran hátt. Hljóðupptökunni var eytt eftir að höfundur hafði unnið úr þeim upplýsingum sem þar komu fram.

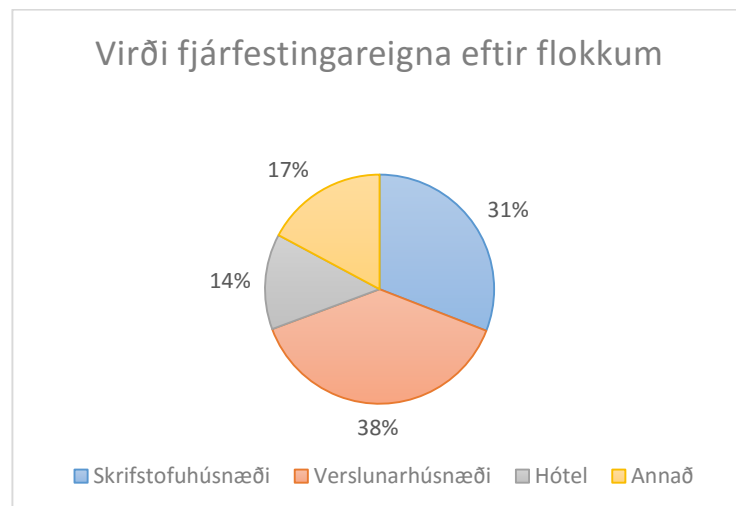
## 7 Reitir fasteignafélag hf.

### 7.1 Um Reiti

Reitir er stærsta fasteignafélag á Íslandi eins og hefur áður komið fram en félagið varð til árið 1987. Nafnið Reitir kom þó ekki til sögunnar fyrr en árið 2010. Hefur félagið lagt mikið upp

úr því að stækka eignasafnið sitt jafnt og þétt og er það mjög fjölbreytt til að geta komið til móts við þarfir fjölbreytts viðskiptavinahóps þeirra („Velkomin til starfa“, e.d.).

Fjárfestingareignir Reita eru dreifðar víða um Reykjavík sem og um allt land. Þó er mikill meirihluti eignasafnsins staðsettur á höfuðborgarsvæðinu. Skiptingu eignasafnsins má sjá á mynd 2. Reitir bjóða upp á svokallaða græna leigu sem stuðlar að því að fyrirtæki reki og viðhaldi húsnæði sínu með umhverfisvænum hætti. Þá er leigutaka boðið að skrifa undir samstarf fyrir græna leigu og fær þá gátlista sem þarf að fara eftir. Þetta nær yfir sorphirðu og endurvinnslu hjá fyrirtækjum, rekstur og viðhald húsnæðis, samgöngur, rafmagn og kerfi þeirra („Ársskýrsla 2015“, 2015).



Mynd 2: Fjárfestingareignir Reita

Árið 2014 fór Reitir í gegnum endurfjármögnun sem hljóðaði upp á alls 68 milljarða króna. Hún skiptist niður í 51 milljarðs króna lánsfjármögnun og 17 milljarða króna sölu á nýju hlutafé félagsins. Meirihluti kaupenda hlutabréfanna var íslenskir lífeyrissjóðir („Lífeyrissjóðir fjárfesta í Reitum“, 2014). Þetta útskýrir miklar breytingar í ársreikningum Reita á milli áronna 2013 og 2014. Skammtímaskuldir þeirra voru í árslok 2013 um 69 milljarðar en í árslok 2014 voru þær komnar niður í ríflega 3 milljarða króna („Ársskýrsla 2015“, 2015).

Leigusamningar Reita eru yfirleitt fastir til einhvers ákveðins tíma og einnig núvirtir við gerð þeirra. Þeir eru flestallir með tengingu við vísitölu neysluverðs sem þýðir það að leiguverð hækkar og lækkar í samræmi við hana (Einar Þorsteinsson, fjármálastjóri Reita, munnleg heimild, 18. apríl 2016).

## 7.2 Forsendur fyrir útreikning

Notaðar eru forsendur sem eru til staðar á reikningskiladegi. Mikilvægustu forsendurnar fyrir mati á fjárfestingareignum eru væntar leigutekjur af hverri og einni eign og hvernig þessar leigutekjur eru núvirtar með vegnum fjármagnskostnaði eða WACC-líkaninu. Þá þarf að byrja á að finna CAPM fyrir félagið. Notast er við upplýsingar af markaði, áhættuálagi fyrir bæði fasteignamarkaðinn í heild sinni sem og áhættuálag fyrir hverja og eina fjárfestingareign. Til að finna áhættulausu vextina sem líkanið byggir á, eins og kom fram hér áður, er byggt á ávöxtunarkröfu ríkistryggðra skuldabréfa á markaði. Þó svo að eiginfjárhlutfall félagsins sé eilítið hærra þá er gert ráð fyrir 35% eiginfjárhlutfalli við útreikning á WACC því það er í samræmi við markmið stjórnendanna. Veginn fjármagnskostnaður er á bilinu 6-7,3% fyrir allar tegundir húsnæðis. Vegið meðaltal hans fyrir alla flokka fjárfestingareigna er á bilinu 6,1-6,7% („Ársskýrsla 2015“, 2015).

## 7.3 Gangvirði

Félagið notast við gangvirðismat og eru eignirnar metnar á gangvirði á reikningskiladegi („Ársskýrsla 2015“, 2015). Félagið skipti yfir í gangvirðislíkanið úr kostnaðarverðslíkaninu árið 2006 og voru fyrsta fyrirtækið á Íslandi til þess að taka upp gangvirðismat (Einar Þorsteinsson, fjármálastjóri Reita, munnleg heimild, 18. apríl 2016). Ekki hafði Einar neina skýringu á því hvers vegna það var gert. Í IAS 40 er þó tekið fram að fyrirtæki skulu einungis skipta úr öðru líkaninu yfir í hitt ef framsetningin verður betri og er það líklegasta skýringin á því hvers vegna það var gert („IAS-staðall 40: Fjárfestingareignir“, 2006).

Reitir meta fjárfestingareignir sínar að miklu leyti út frá staðsetningu þeirra en ástand eignarinnar og frágangur spilar líka inn í matið. Metið er hvert markaðsverðið er á þeim tíma, tveir sérfræðingar frá félaginu og tveir utanaðkomandi sérfræðingar gera könnun og safna upplýsingum til að finna ákveðið markaðsverð. Þó svo að helmingur matsaðila sé frá Reitum þá mætti flokka þetta mat þannig að það sé frá þriðja aðila. Það sem spilar þó einnig inn í matið á fjárfestingareignunum, og útskýrir meðal annars það að verðbil í flokki verslunarhúsnæðis er eins mikið og það er, er að eignirnar eru flokkaðar í fjóra undirflokka sem kallast A, B, C og D. Þær eru síðan flokkaðar enn fremur eftir því leiguverði sem viðkomandi rými sækir og hvernig tekjurnar eru að myndast (Einar Þorsteinsson, fjármálastjóri Reita, munnleg heimild, 18. apríl 2016).

Þegar gangvirðið er fundið út þarf að skoða þá matsliði sem hafa áhrif á verðið en þeir eru markaðsverð, ávöxtunarkrafa eigin fjár og ávöxtunarkrafa skulda. Einnig spila aðrir þættir inn í mat á eignunum eins og til dæmis viðhald þeirra. Reitir gera viðhaldsáætlun fyrir hverja einustu fasteign til 30 ára í senn og minnkar gangvirði fjárfestingareignanna um þá upphæð sem ráðgert er að fari í viðhald til að eignin geti skapað sömu tekjur eftir 30 ár og hún gerir í dag. Þessi viðhaldsáætlun er gerð til þess að fasteignin eigi að geta verið eilíf í þeim skilningi að hún á að geta viðhaldið þeim tekjum sem hún er að afla nú um ókomna framtíð (Einar Þorsteinsson, fjármálastjóri Reita, munnleg heimild, 18. apríl 2016).

#### 7.4 Ákvörðunarvald

Við mat á fjárfestingareignum er það alltaf stjórnin og stjórnendur félagsins sem hafa ákvörðunarvaldið. Þó eru allar forsendur og útreikningar bornir undir endurskoðendum félagsins og það rætt ef öðrum hvorum aðila finnst upphæðirnar of háar eða lágur. Þetta ferli tekur um það bil sex vikur og lýkur þegar báðir aðilar eru sammála og sáttir um málalok. Það þarf að passa upp á það að skráning og meðferð eignanna sé gerð samkvæmt þeim stöðlum sem eiga

við. Með notkun þessa mats þá er verið að nálgast eins vel og hægt er raunvirði fasteignanna sem um ræðir (Einar Þorsteinsson, fjármálastjóri Reita, munnleg heimild, 18.apríl 2016).

### 7.5 Fjármögnunarleiga með kauprétti í leigulok og sala

Höfund langaði að grennslast fyrir um það hvort félagið setti stefnuna á að bjóða upp á fjármögnunarleigu með kauprétti í leigulok eða annað álíka í framtíðinni en félagið var ekki mikið búið að skoða það. Ef af því yrði þá myndi leiguverð verða hærra en annars því það þyrfti að taka kaupréttinn inn í matið á fasteigninni. Þetta form þekkist ekki á þessum markaði eins og er. Þó tók Einar fram að fasteign í eigu Reita er alltaf til sölu fyrir rétt verð. Ef söluvirði fasteignarinnar er metið hærra en þær forsendur sem þeir gera ráð fyrir og kaupandi er áhugasamur þá er félagið opið fyrir sölu á eigninni. Þetta er hluti af því að breyta til í eignasafni félagsins og tryggja að það sé eins gott og hægt er (Einar Þorsteinsson, fjármálastjóri Reita, munnleg heimild, 18. apríl 2016).

### 7.6 Lánakjör

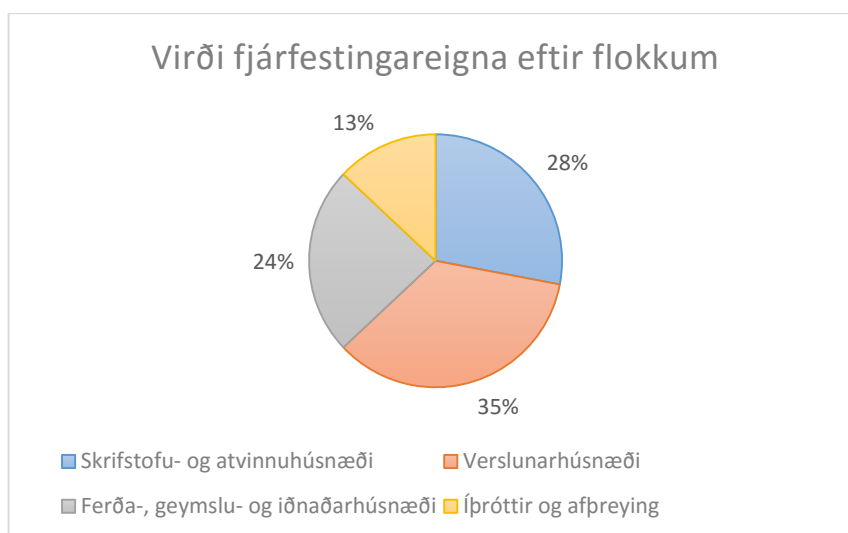
Félagið er bæði fjármagnað með skuldabréfaútgáfu og með verðtrygðum bankalánnum („Ársskýrsla 2015“, 2015). Vextir af lánunum eru rétt um 4% og er það talið vera kostur að félagið er stórt á markaði og getur nýtt sér ákveðna stærðarhagkvæmni. Félagið setur í veð þær fjárfestingareignir sem eru í eignasafninu og hjálpar það að fá betri kjör. Þó fara lánakjörin líka eftir skiptingunni sem var talað um hér framar. Hver flokkur fyrir sig fær mismunandi kjör eftir því hvort fjárfestingareignin er flokkuð í A, B, C eða D. Að sögn Einars þá spilar græna leigan ekki mikið inn í það að betri kjör fái. Félagið er aðeins með brot af eignasafni sínu inni í þessari grænu leigu og sagði hann að fjárfestarnir séu ekki mikið að velta sér upp úr því enn sem komið er.



## 8 Reginn fasteignafélag hf.

### 8.1 Um Regin

Næst á eftir Reitum í stærð kemur fasteignafélagið Reginn. Stærstu eignir þess eru meðal annars Smáralind og Egilshöll. Eignir félagsins eru dreifðar um allt land þó þær séu flestar í Reykjavík og má þá nefna að það er að auki með eignir á Akureyri og á Egilsstöðum. Í lok ársins 2015 voru fasteignir þess 107 talsins. Undir fasteignafélaginu Regin eru 15 dótturfélög sem skipta með sér eignasafninu („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015).



Mynd 3: Fjárfestingareignir Regins

Sjá má skiptingu á eignasafni Regins á mynd 3. Mikil stækkun varð á eignasafni félagsins árið 2015 því keypt var eignasafn með 79 eignum og voru kaupin fjármögnuð að mestu leyti með aukinni skuldsetningu. Félagið stóð að endurskipulagningu á því eignasafni til að hámarka hagnað þeirra af því. Um það bil helmingur eignasafnsins var í útleigu þegar Reginn keypti það en eftir endurskipulagninguna var 86% af safninu komið í útleigu („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015). Hlutabréf í Regin hafa farið hækkandi síðustu ár og er það ört vaxandi fyrirtæki á markaði.

Stærstu hluthafar félagsins eru íslenskir lífeyrissjóðir en þeir eiga samtals 44,8% hlut í félaginu. Næst á eftir lífeyrissjóðum í stærð koma fjárfestingarsjóðir og áttu þeir 28,7% hlut í félaginu árið 2015 („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015).

## 8.2 Forsendur til útreiknings á mati

Ávöxtunarkrafa eigin fjár eða CAPM er metið út frá ávöxtunarkröfu íbúðarbréfa miðað við 12 mánaða meðaltal. Áður fyrr var hún metin út frá 6 mánaða meðaltali en því var breytt árið 2015. Ofan á það bætist áhættuálag sem liggur í rekstri félagsins. WACC er síðan fundið út en félagið gerir ráð fyrir 70% skuldsetningarhlutfalli í líkaninu til frambúðar. Þá er allt sjóðstreymislíkan félagsins, sem samanstendur af leigutekjum allra einstakra fjárfestingareignanna að frádregnum viðhalds og endurbótakostnaði, tryggingum og öðrum tilfallandi kostnaði, núvirt með vegnum fjármagnskostnaði. Veginn fjármagnskostnaður er mismunandi milli flokka fjárfestingareigna en vegið meðaltal hans er frá 5,9-6,7%. Hæst er prósentan í flokki verslunarhúsnæðis og lægst í flokki íþróttar og afþreyingar. Í fjárfestingastefnu sinni segja þeir að raunávöxtun eigin fjár ætti að vera að jafnaði yfir 10% og skuldsetning sem hlutfall af fjárfestingareignum ætti að vera undir 65% („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015).

## 8.3 Gangvirði

Fjárfestingareignir Regins eru metnar á gangvirði á reikningskiladegi og er matið á ábyrgð stjórnenda félagsins. Aðrar eignir félagsins eru metnar á kostnaðarverði („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015). Matið er gert í samræmi við viðurkenndar aðferðir og staðla og telur fjármálastjóri félagsins, Jóhann, að þær matsaðferðir sem notaðar eru á fjárfestingareignirnar séu fullnægjandi. Erfiðast væri að meta ávöxtunarkröfu á markaði þegar hún sveiflast mikið en þá er notast við meðaltal af henni aftur í tímann (Jóhann Sigurjónsson, fjármálastjóri Regins, munnleg heimild, 26. apríl 2016).

Fjárfestingareignir Regins eru ekkert flokkaðar sérstaklega og eru þær metnar út frá væntum leigutekjum og gjöldum tengdum eigninni. Leigusamningar sem félagið gerir geta verið allt upp í 30 ára samningar og eru þeir tengdir við vísitölu neysliverðs sem þýðir að þeir hækka og lækka í samræmi við hana („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015). Eftirspurn eftir verslunarhúsnæði er meiri á ákveðnum svæðum og því spilar staðsetning fjárfestingareignarinnar stóran þátt í gangvirði hennar. Allar þær upplýsingar sem félagið notast við þegar matið fer fram flokkast sem þriðja stigs upplýsingar en þær eru, eins og sagt var frá hér áður, þannig að mat fjárfestingareigna félagsins byggist á viðurkenndum matslíkönum eða matsaðferðum en ekki á markaðsverði fjárfestingareigna sem eru á virkum markaði eða sambærilegum eignum.

#### 8.4 Ákvörðunarvald

Stjórnendur og stjórn félags bera ábyrgð á ársreikningnum og þeim upplýsingum sem koma þar fram en endurskoðendur yfirfara þó matsaðferðina og fá upplýsingar um það. Jóhann segir að það hafi komið spurningar frá endurskoðendum um virði einstakra eigna þeirra og eru þær ræddar þar til niðurstaða fæst (Jóhann Sigurjónsson, fjármálastjóri Regins, munnleg heimild, 26. apríl 2016). Farið er reglulega yfir þær upplýsingar sem flokkast sem þriðja stigs upplýsingar og er lögð áhersla á það að allar upplýsingar frá þriðja aðila uppfylli þær kröfur sem alþjóðlegu reikningsskilastaðlarnir gera til félagsins („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015).

#### 8.5 Fjármögnunarleiga með kauprétti í leigulok eða sala

Félagið hefur ekkert skoðað það að bjóða upp á kauprétt í lok leigutímans samkvæmt Jóhanni og veit hann ekki hvort það verði gert á næstunni. Í ársreikningi félagsins kemur fram að ein eign hafi verið seld á árinu þar sem „kaupréttur í leigusamning virkjaðist“ eins og það er orðað. Einnig kemur þar fram að félagið seldi 29 fasteignir á síðasta ári, meðal annars til að losa um

þær eignir sem samræmast ekki stefnu félagsins og þær sem voru ekki í leigu á þeim tíma („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015).

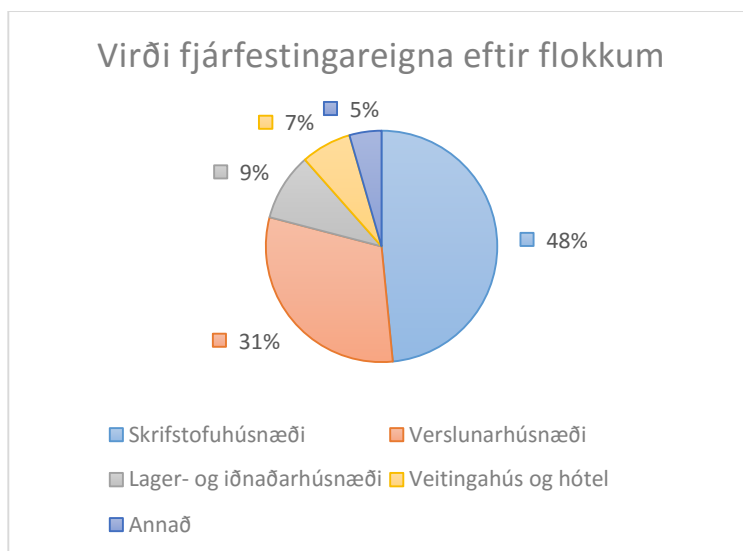
## 8.6 Lánakjör

Félagið fjármagnar sig bæði með bankalánnum og með skuldabréfaútgáfu. Lánakjör bankalánanna eru aðeins undir og um 4% og er langstærstur hluti þeirra verðtryggð lán („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015). Stærð félagsins hefur áhrif á lánakjör þess vegna þess að þeir geta gefið út skuldabréfaflokka á markaði sem lífeyrissjóðir hafa möguleika á að kaupa og eru kjörin á þeim almennt betri en á bankalánnum. Einnig hefur það áhrif að félagið er á opnum markaði og er mikið af upplýsingum um félagið opinberar (Jóhann Sigurjónsson, fjármálastjóri Regins, munnleg heimild, 26. apríl 2016).

## 9 Eik fasteignafélag hf.

### 9.1 Um Eik

Fasteignafélagið Eik var stofnað árið 2002 og hefur farið ört vaxandi síðan. Félagið er með fjölbreytt húsnæði til leigu sem er mest allt á höfuðborgarsvæðinu en þó ekki alveg allt. Helstu fasteignir félagsins eru meðal annars Smáratorg 1 og 3 og Glerártorg á Akureyri ásamt fjölmargra bygginga í miðbæ Reykjavíkur. Frá árinu 2013 hafa fjárfestingareignir þess þrefaldast og voru 106 talsins í lok ársins 2015. Einnig hefur eitthvað bæst í hópinn nú á fyrstu mánuðum ársins 2016. Eik fasteignafélag var skráð á markað í byrjun árs 2015 („Ársskýrsla Eik fasteignafélag 2015“, 2015).



Mynd 4: Fjárfestingareignir Eikar

Eignasafn Eikar samanstendur af nokkrum flokkum en skiptingu þeirra má sjá á mynd 4 hér að ofan. Eik er með samtals sjö dótturfélög en öll starfsemi fasteignafélagsins fer fram í móðurfélaginu. Er sagt frá því í ársreikningi félagsins fyrir árið 2015 að félagið hafi þróað sinn eigin hugbúnað sem heldur utan um rekstur félagsins og hefur verið lögð áhersla á einfalda verkferla í gegnum allt félagið sem hefur auðveldað stækkun félagsins til muna („Ársskýrsla Eik fasteignafélag 2015“, 2015).

## 9.2 Forsendur til útreiknings á mati

Félagið notast við CAPM-líkanið til að finna út hver sé ávöxtunarkrafa eigin fjár hjá félaginu. Við útreikning á WACC eða vegnum fjármagnskostnaði er tekið fram að það sé ekki tekið tillit til skattspörunar. Eins og hjá hinum tveimur félögum þá er veginn fjármagnskostnaður mismunandi milli flokka húsnæðanna en að meðaltali var hann 6,4%. Þá flökti hann frá því að vera 5,7% og yfir í það að vera hæstur 6,7% í öllum flokkunum („Ársskýrsla Eik fasteignafélag 2015“, 2015).

### 9.3 Gangvirði

Eik metur fjárfestingareignir sínar á gangvirði á reikningsskiladegi og eru það stjórnendur sem sjá um það mat („Ársskýrsla Eik fasteignafélag 2015“, 2015). Þegar kemur að mati á fjárfestingareignum þá er allt eignasafnið metið á sama grundvelli en því er ekki skipt niður innan flokka þess, það er að verslunarhúsnæði er allt metið á sama grundvelli og skrifstofuhúsnæði er allt metið á sama grunni. Fasteignafélagið Eik gerir viðhaldsáætlun fyrir allar fasteignir sínar. Mesta vinnan við matið á fasteignunum liggur í viðhaldsáætlunum en þær hafa mikil áhrif á virðið. Fenginn er óháður aðili til að meta viðhaldskostnaðinn („Ársskýrsla Eik fasteignafélag 2015“, 2015). Tvær sambærilegar eignir gætu verið með jafnmikið tekjustreymi en ef önnur eignin þarf að fara í mikið meira viðhald heldur en hin, vegna aldurs eða ástands, þá verður hún þar af leiðandi minna virði (Lýður Heiðar Gunnarsson, fjármálastjóri Eik, munnleg heimild, 22. apríl 2016). Félagið reynir eftir fremsta megni að notast við upplýsingar frá markaðnum en ef þær upplýsingar eru ekki til staðar eru upplýsingar sem flokkast sem þriðja stigs upplýsingar í gangvirðismatinu notaðar og eru þær forsendur byggðar á reiknuðu virði út frá matsaðferðum eða viðurkenndum matslíkönum („Ársskýrsla Eik fasteignafélag 2015“, 2015).

Þegar gangvirðið er metið þarf að taka nokkrar mikilvægar forsendur inn í líkanið. Eik metur lánsamninga sína til núvirðis. Það er misjafnt eftir því hvernig samningar nást við leigutaka hvernig samningarnir eru gerðir. Það er þá gert ráð fyrir í samningnum að leigan geti til dæmis hækkad eða lækkað á næstu árum en samningurinn er alltaf núvirtur miðað við hvernig hann er gerður í byrjun. Það þarf að taka tillit til staðsetningar eignarinnar, ástands hennar og til leigutakans. Ef leigutakinn er mjög traustur og reynslan hefur sýnt að hann sé þekktur fyrir að borga leigu sína samviskusamlega og á réttum tíma þá er það tekið með í reikninginn. Á Íslandi eru ákveðin svæði líklegri til að vaxa hraðar en önnur, eins og til dæmis miðbær Reykjavíkur. Það eru líkur á því að eftirspurn eftir húsnæði þar aukist frekar en að

minnka og það hefur áhrif á matið (Lýður Heiðar Gunnarsson, fjármálastjóri Eikar, munnleg heimild, 22. apríl 2016).

#### 9.4 Ákvörðunarvald

Það er stjórn og stjórnendur fyrirtækisins sem komast að lokaniðurstöðu á mati fasteigna. Eik metur sínar eignir í samræmi við alþjóðlega reikningsskilastaðalinn IAS 40 og er farið eftir þeim aðferðum sem er ætlast til af þeim. En þó svo stjórnendur og stjórn hafi lokaatkvæðið þá eru haldnir fundir með endurskoðendum félagsins og forsendur matsins ræddar. Eik reiknar sína matsbreytingu og endurskoðandinn getur svo komið með ábendingar sem tekið er tillit til. Það eru umræður í kringum þetta og tillögum kastað fram og til baka þar til ásætlanleg niðurstaða fæst (Lýður Heiðar Gunnarsson, fjármálastjóri Eikar, munnleg heimild, 22. apríl 2016).

#### 9.5 Fjármögnunarleiga með kauprétti í leigulok eða sala

Félagið hefur ekki skoðað það að bjóða upp á fjármögnunarleigusamninga með kauprétti í lok leigutímans og er ekki á dagskránni að fara í það á næstunni. Félagið er ekki heldur með neina sérstaka fastafjármuni skráða á sölu en þeir eru þó alltaf opnir fyrir sölu og skoða þau tilboð sem berast í eignirnar. Hvort salan gangi eftir eða ekki fer algjörlega eftir staðsetningu eignarinnar sem verið er að skoða. Félagið leitast við að hafa eignir sínar í miðbænum, í Borgartúni, á Suðurlandsbraut og í Kópavogi og er þar af leiðandi ekki tilbúið til að selja eignir sínar á þessum svæðum nema þá að verðið sé þeim mun betra. Þeir eru með aðrar eignir utan þessa svokallaða kjarnasvæðis sem væri meiri áhugi fyrir að selja og stokka upp í eignasafninu (Lýður Heiðar Gunnarsson, fjármálastjóri Eikar, munnleg heimild, 22. apríl 2016).

## 9.6 Lánakjör

Þau lánakjör sem Eik fasteignafélag er með hljóða upp á um það bil 4% vexti. Félagið er bæði með verðtryggð og óverðtryggð lán þó svo mikill meirihluti af þeim séu verðtryggð. Það skiptir máli að vera traustur greiðandi, stór og með gott eignasafn upp á að fá góð kjör á skuldabréfamarkaði. Einnig skiptir staðsetning eignanna og gæði þeirra máli, bæði á skuldabréfamarkaði og til að fá bankafjármögnun. Eins og hann Lýður tók fram, að væri félagið í nákvæmlega sömu stöðu og það er í um þessar mundir, nema með eignir sínar dreifðar úti á landi, þá væri félagið ekki að fá jafn góð lánakjör og þeim bjóðast nú (Lýður Heiðar Gunnarsson, fjármálastjóri Eikar, munnleg heimild, 22. apríl 2016).

## 10 Kennitölugreining

Kennitölugreining er oft sögð vera öflugt greiningartól þegar kemur að ársreikningum fyrirtækja. Þá er hægt er að nota hana við samanburð á ársreikningum fyrirtækis frá fyrri árum eða þá til að bera saman ársreikninga fyrirtækja sem starfa innan sama atvinnugeira. Að bera saman kennitölur fyrirtækis milli ára er auðveld leið til að sjá hvar það stendur miðað við fyrri ár en einnig er það auðveld leið til að bera fyrirtækið saman við samkeppnisaðila sína og sjá svart á hvítu hvar styrkleikar og veikleikar fyrirtækisins liggja (Damjibhai, 2016).

Þar sem fasteignafélögin eru öll að notast við sömu staðlana, matsaðferðirnar og eru í sama geiranum þá er kennitölugreining tilvalin til að bera þau saman. Kennitölum er skipt í flokka eftir því hvað verið er að skoða. Höfundur ákvað að taka fyrir þrjár kennitölur og skoða í þessum kafla. Þær kennitölur sem teknar eru fyrir hér að neðan eru fundnar eða reiknaðar út frá ársskýrslum sem gefnar voru út af félögunum þremur um rekstrarárið 2015.



### 10.1 Eiginfjárlutfall (e. Equity to asset ratio)

Eiginfjárlutfall er kennitala sem mælir fjárhagslegan styrk fyrirtækis og er reiknuð út með því að finna hlutfallið á milli eigin fjár og eigna fyrirtækis. Það gefur til kynna tvennt, annars vegar hversu mikið af fjármögnun félagsins er komið til vegna hluthafa og fjárfestingaraðila og hins vegar sýnir kennitalan hversu skuldsett félagið er. Það er yfirleitt betra fyrir fyrirtæki að vera með hátt eiginfjárlutfall því það sýnir nýjum og hugsanlegum fjárfestum að þeir fjárfestar sem fyrir eru í félaginu trúa að félaginu muni ganga vel og að þeir ættu því að vera reiðubúnir til að fjárfesta í því líka („Equity Ratio“, e.d.).

Það félag sem er með hæsta eiginfjárlutfallið af þessum þremur stærstu fasteignafélögum er Reitir fasteignafélag með hlutfallið 41,4%. Þetta segir okkur að 41,4% af eignum félagsins eru fjármögnuð af fjárfestum félagsins og 58,6% eru bankafjármögnun. Það er þó tekið fram í ársskýrslu Reita fyrir rekstrarárið 2015 að þetta sé óvenju hátt hlutfall og að það muni lækka niður í um það bil 35% þegar kemur að því að það eigi að bætast í eignasafn þeirra. Það er í takt við væntingar þeirra og markmið („Ársskýrsla 2015“, 2015). Eiginfjárlutfallið hjá Regin er 33,4% og hjá Eik er það 33,8% („Ársskýrsla Eik fasteignafélag 2015“, 2015, „Ársskýrsla Regins 2015“, 2015).

### 10.2 Veltufjárlutfall (e. Current ratio)

Veltufjárlutfall er hlutfallið milli veltufjármuna og skammtímaskulda fyrirtækis. Það gefur til kynna greiðslugetu fyrirtækisins til að greiða skammtímaskuldir sínar þegar kemur að greiðsludegi (Edmonds o.fl., 2013). Þar sem fasteignafélög eru með bankalán fyrir sumum af þeim fjárfestingareignum sem þau eiga þá fannst höfundur viðeigandi að velja þessu hlutfalli fyrir sér. Veltufjárlutfall er talið vera gott ef fyrirtæki eru með hlutfall nálægt einum en þó ekki mikið lægra. Sagner (2001) tók það fram að því hærra sem hlutfallið er því betra. Fyrirtæki þurfa þó að vera vakandi fyrir því að skammtímaskuldir og veltufjármunir séu í ákveðnu

jafnvægi. Ef hlutfallið er mjög lágt getur það gefið til kynna að fyrirtækið sé í vandræðum með að greiða skammtímaskuldir sínar. Ef það er hins vegar of hátt getur það gefið í skyn að fyrirtækið sé ekki að hámarka þann hagnað sem það getur fengið út úr eignum sínum því yfirleitt gefa fastafjármunir meira af sér en veltufjármunir (Edmonds o.fl., 2013).

Fasteignafélagið Eik er með veltufjárhlutfallið 1,02 og er hlutfallið hjá Regin á svipuðum slóðum eða 0,96. Það þýðir að þegar til kemur að greiða eigi skammtímaskuldir félaganna þá standa veltufjármunir þeirra undir þeim greiðslum. Hlutfallið hjá Reitum er heldur lægra en þeir hafa veltufjárhlutfallið 0,64. Eins og staðan var í lok árs 2015 þá getur fyrirtækið ekki greitt allar skammtímaskuldir sínar með því veltufé sem til er í fyrirtækinu. Til að bæta veltufjárhlutfall er til dæmis hægt að breyta skammtímaskuldum í langtímalán, selja eignir, hækka hlutafé eða hagræða almennt í rekstrinum.

### 10.3 V/I hlutfall (e. Price to book ratio)

Áhugavert er að skoða V/I hlutfallið en sú kennitala er notuð þegar félag er með mikið af eignum eins og fasteignafélög eru almennt með. Til að geta fundið út V/I hlutfallið þarf að finna bókfært virði eigin fjár félaganna en það segir frá því hversu mikið fjárfestar hafa lagt í félagið. Þá þarf að finna markaðsvirði félagsins en það er fundið út með því að finna hvert gengi bréfanna er á markaði og margfalda það með fjölda útistandandi hluta. Stundum er það gert að teknar eru út allar óáþreifanlegar eignir félagsins eins og viðskiptavild til að gera kennitöluna samanburðarhæfari en ella. Þessi kennitala passar vel hér inn í greininguna á fasteignafélagunum þremur því hún hentar vel við samanburð á fyrirtækjum innan sama geira og vegna þess að öll þrjú félögin notast við sama staðal við bókun og mat á fjárfestingareignum sínum (Páll Ammendrup Ólafsson, 2015b).

Kennitalan metur hvort markaðsvirði félagsins sé hærra eða lægra en bókfært virði þess. Ef hlutfallið er hærra en einn þýðir það að markaðsvirðið sé hærra en bókfært virði félagsins

og því metur markaðurinn félagið á meira en bókfærða virðið er. Ef hlutfallið fellur hins vegar niður fyrir einn þá gefur það í skyn að markaðsvirði félagsins sé minna en bókfært virði þess og þeim mun meiri hættu er á því að félagið verði gjaldþrota (Branch, Sharma, Chawla og Feng Tu, 2014). Athanassakos (2011) heldur því fram í grein sinni að fjárfestar sem eru að leita eftir nýjum fjárfestingum skoði þetta hlutfall meðal annars til að sjá hvort félagið sé undirverðlagt og eftir því sé hægt að meta hvort þeir ættu að fara út í fjárfestinguna. Þá telur hann að þeir velji þau félög sem eru með lægra V/I hlutfall en ekki þau sem eru með hátt hlutfall. Það er engin leið til að vita af hverju nákvæmlega fjárfestar hafi ákveðið að fjárfesta í félagi en það er hægt að skoða hvernig þeir tóku fyrsta skref sitt í ákvörðunartökunni (Athanassakos, 2011).

Skoðað var V/I hlutfallið hjá öllum félögum og voru þau með mjög sambærileg hlutföll og voru þau öll með hlutfallið hærra en einn. Reitir er með hæsta hlutfallið eða 1,4. Þetta gefur í skyn að markaðurinn meti bréf Reita 40% hærra heldur en bókfært virði þeirra er. Reginn og Eik eru bæði með hlutfallið 1,3 en það gefur einnig til kynna að markaðurinn meti bréf þeirra beggja mikið hærra en bókfært virði þeirra er og telja fjárfestar því að eignir félaganna séu vanmetnar. Sjá má samanburð á kennitölum félaganna í töflu númer 1:

*Tafla 1: Kennitölur*

	<b>Reitir</b>	<b>Reginn</b>	<b>Eik</b>
<b>Eiginfjárlutfall</b>	41,4%	33,4%	33,8%
<b>Veltufjárlutfall</b>	0,64	1,02	0,96
<b>V/I hlutfall</b>	1,4	1,3	1,3

## 11 Samanburður

Félögin þrjú meta fjárfestingareignir sínar á gangvirði á reikningsskiladegi. Farið er eftir alþjóðlegum reikningsskilastöðlum og eftir staðli IAS 40 við mat á gangvirði fjárfestingareigna. Upplýsingar sem félögin notast við eru á þremur stigum eins og farið er í

hér að framan og notast þau öll við einhverjar upplýsingar af þriðja stigi sem byggir á matslíkönum og mati stjórnenda.

### 11.1 Matsbreytingar fjárfestingareigna

Matsbreytingar félaganna þriggja hafa vaxið gríðarlega milli ára. Þegar eignasöfn félaganna eru borin saman þá má sjá að verslunarhúsnæði er nálægt því að vera þriðjungur af eignasafni allra félaganna. Í eignasafninu hjá Eik fasteignafélagi er skrifstofuhúsnæði stór hluti af eignasafninu eða nærri því helmingurinn af því á móti um það bil þriðjungi hjá Reitum og rúmlega fjórðungi hjá Regin. Ef byrjað er á að skoða ársreikningana hjá Regin síðastliðin þrjú ár þá var matsbreytingarliðurinn jákvæður um þrjá og hálfan milljarð árið 2015 og á síðustu þremur árum hefur þessi liður í rekstrarreikningi numið samanlagt tæpum 7 milljörðum króna („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015). Hjá Reitum var matsbreytingarliðurinn jákvæður um 6,5 milljarða króna árið 2015 en samanlagt á síðustu þremur árum hefur hann numið um 17 milljörðum króna alls. Reitir telja að helsta ástæðan fyrir svo mikilli hækkun á matsbreytingum fjárfestingareigna hjá félaginu sé sú að veginn meðalkostnaður fjármagns hefur lækkað og það hefur orðið raunhækkun á markaðsleigu („Ársskýrsla 2015“, 2015). Eik telur að skýringin á matsbreytingu fjárfestingareigna hjá sér sé að mestu leyti útskýrð vegna hækkandi útleiguhlutfalls hjá sér og sömuleiðis hækkandi markaðsleigu. Matsbreyting fjárfestingareigna félagsins var rétt rúmlega 4 milljarðar á síðasta ári. Þó var liðurinn neikvæður um 165 milljónir árið 2014. Samtals hefur matsbreytingarliðurinn hjá Eik fasteignafélagi verið jákvæður um rúma 5 milljarða á síðustu þremur árum („Ársskýrsla Eik fasteignafélag 2015“, 2015).

Þó svo að matsaðferðirnar séu líkar þá gefa félögin ekki upp nákvæmlega eftir hverju mat á fjárfestingareignunum fer. Það er ekki gefið upp nákvæmlega hvaða tölur eru notaðar í CAPM-líkaninu né við útreikning á WACC þó svo eiginfjár- og skuldahlutfallið sé gefið upp, sem og vegið meðaltal leigutekna og veginn fjármagnskostnaður. Einnig taka félögin það fram

að ekki sé tekið tillit til skattspörunar þegar WACC félagsins er reiknað út. Félögin bera sig lítillega saman við hvert annað en eins og Einar hjá Reitum tók fram, að vegna þess að þeir skila inn sínum ársreikningum fyrstir, þá eru þeir lítið að bera sig saman við hin félögin áður en ársskýrslan er gerð opinber. Það er auðvitað alltaf einhver samanburður eins og gengur og gerist hjá fyrirtækjum í samkeppni (Einar Þorsteinsson, fjármálastjóri Reita, munnleg heimild, 18. apríl 2016). Sjá má töflu 2 fyrir skýran samanburð á matsbreytingum félaganna hér fyrir neðan:

Tafla 2: Mat og matsbreytingar

	Reitir	Reginn	Eik
<b>Mat</b>	Gangvirði	Gangvirði	Gangvirði
<b>Matsbreytingar síðastliðinna þriggja ára</b>	17 milljarðar	7 milljarðar	5 milljarðar

## 11.2 Arðgreiðslustefna

Félögin hafa mismunandi arðgreiðslustefnur. Eik er með arðgreiðslustefnu sem hljóðar upp á að greiddur sé út arður sem nemur 35% af handbæru fé frá rekstri félagsins (Lýður Heiðar Gunnarsson, fjármálastjóri Eikar, munnleg heimild, 22. apríl 2016). Eik fór eins og áður sagði í hlutafjárútbod í fyrra og var í kjölfarið skráð á markað. Stærstu hluthafar Eikar eru lífeyrissjóðir á Íslandi en þeir eiga 58% af félaginu. Næst stærstu hluthafar félagsins eru bankar og safnreikningar sem og einkahlutafélög sem eiga hvor um sig 11% hlut í félaginu („Ársskýrsla Eik fasteignafélag 2015“, 2015). Aðspurður sagði Lýður að félagið væri ekki með neina endurkaupsáætlun eins og stendur.

Reitir er einnig með arðgreiðslustefnu sem hljóðar svo að lágmark þriðjungur af rekstrarhagnaði félagsins verði ráðstafað til hluthafa. Það er þá annaðhvort með arðgreiðslum eða kaupum á eigin bréfum. Í fyrra var félagið með endurkaup á eigin bréfum að upphæð 1.200

milljónir króna og arðgreiðslan var upp á svipaða upphæð eða 1.100 milljónir króna (Einar Þorsteinsson, fjármálastjóri Reita, munnleg heimild, 18.apríl 2016).

Engin arðgreiðsluáætlun er hjá Regin og hafa þeir ekki greitt út neinn arð á árunum 2013 til 2015. Kemur fram í ársreikningi Regins fyrir árið 2015 að það sé skilyrði í lánasamningi við félagið að ekki verði greiddur út neinn arður („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015). Samantekt yfir arðgreiðslur félaganna er í töflu 3 hér að neðan:

Tafla 3: Arðgreiðslur

	Reitir	Reginn	Eik
<b>Arðgreiðsluáætlun</b>	Lágmark þriðjungur rekstrarhagnaðar	Engar greiddar arðgreiðslur	35% af handbæru fé frá rekstri

Eins og áður kom fram þá er það frumvarp um breytingar á lögum um ársreikninga sem tekur á því að takmarka ráðstöfun á hagnaði sem verður til hjá félögum vegna matsbreytinga fjárfestingareigna þeirra. Þegar tekjur af leigusamningum félaganna eru komnar til félagsins þá fyrst má ráðstafa þeim hagnaði sem myndast til hluthafa félagsins, þar að auki þarf að liggja fyrir samþykktur ársreikningur félagsins sem möguleg arðgreiðsla á að byggja á. Ef lögin segðu ekki til um það að félög þyrftu að bíða eftir því að tekjurnar kæmu inn í félagið þá gæfi það ákveðið tækifæri til að ráðstafa þeim hagnaði sem myndast vegna matsbreytinga sem standast mögulega ekki áætlanir.

### 11.3 Tekjuskattsskuldbinding og yfirfæranlegt skattalegt tap

Félögin eiga öll yfirfæranlegt skattalegt tap sem þau geta nýtt. Skattasparnaður vegna þessa er færður til lækkunar á tekjuskattsskuldbindingum félaganna. Við matsbreytingu fjárfestingareignar verður til tekjuskattsskuldbinding sem færð er í ársreikning félaganna samkvæmt alþjóðlegum reikningsskilastaðli IAS 37 („IAS-staðall 37: Reiknaðar skuldbindingar, óvissar skuldir og óvissar eignir“, 2006). Hún verður til því félög þurfa ekki

að greiða tekjuskatt af fjárfestingareignum sínum fyrr en til sölu á þeim kemur eða þegar þær eru færðar út úr bókhaldi félagsins. Félög geta nýtt 20% af uppsöfnuðu yfirfæranlegu skattalegu tapi á hverju ári sem kemur til lækkunar á tekjuskattskuldbindingu þeirra.

Tekjuskattsskuldbinding ársins hjá Regin var um 4 milljarðar en hún hefur tvöfaldast hjá félaginu á síðustu tveimur árum sem er í takt við stækkun félagsins síðastliðin ár. Yfirfæranlegt skattalegt tap kom til lækkunar hjá félaginu en félagið var með uppsafnaða 4,5 milljarða í yfirfæranlegu skattalegu tapi í árslok 2015 („Ársskýrsla Regins 2015“, 2015). Eik var með rúma 3,7 milljarða í tekjuskattskuldbindingu í árslok 2015 en þar kom til lækkunar yfirfæranlegt skattalegt tap að upphæð rúmlega 1,5 milljarði. Félagið var með samanlagt 7,7 milljarða í uppsöfnuðu yfirfæranlegu skattalegu tapi í árslok en meira en helmingurinn af þeirri upphæð kom til í árslok 2008. Eik greiddi ekki tekjuskatt árið 2015 og er áætlað að það muni ekki koma til greiðslu á honum heldur árið 2016 („Ársskýrsla Eik fasteignafélag 2015“, 2015). Tekjuskattsskuldbinding Reita var í árslok 2015 rúmir 8 milljarðar en áætlað er að félagið muni ekki greiða tekjuskatt á árinu 2016 vegna yfirfæranlegs skattalegs taps. Uppsafnað yfirfæranlegt skattalegt tap félagsins var í árslok 41,9 milljarðar og er meirihluti þess kominn til vegna ársins 2008. Nýttu þeir 20% af þeirri upphæð til lækkunar á tekjuskattsskuldbindingu félagsins („Ársskýrsla 2015“, 2015).

#### 11.4 Verðbólga

Fjármögnun félaganna þriggja er að stórum hluta með verðtryggðum bankalánnum. Það kæmi sér ekki vel fyrir þau ef verðbólgan myndi fara á flug því lánin myndu hækka í samræmi við hana. Það sem kemur á móti er að leigusamningar félaganna eru flestir verðtryggðir sem þýðir að þeir myndu hækka í samræmi við verðbólguna. Það mætti segja að þetta sé ákveðin vörn félagsins gegn verðbólgunni, að hafa leigusamningana tengda við vísitölu. Sérstaklega mikilvægt er fyrir félögin að tengja lengri leigusamninga sína við vísitölu og fá hækkunina, því

aðstæður í efnahagslífinu eru fljótar að breytast. Markmið Seðlabanka Íslands er að halda stöðugu verðlagi á Íslandi og er verðból gumarkmið hans 2,5%. Er markmiðið að halda verðbólgunni í kringum það og reyna að láta hana ekki flökta of mikið í hvora átt („Verðból gumarkmið“, e.d.). Spáin sem Seðlabanki Íslands hefur gefið út fyrir næstu tvö árin hljóðar svo að verðbólga muni aukast í landinu. Um mitt ár 2016 verður hún jöfn markmiði bankans eða 2,5% en fer svo hækkandi („Efnahagsspá“, e.d.). Reynslan hefur þó sýnt það að verðbólgan hefur sveiflast bæði upp og niður fyrir verðból gumarkmið Seðlabankans eins og sást bersýnilega í aðdraganda hrunsins og á næstu misserum eftir það. Hún mældist yfir 10% frá apríl 2008 og fram í september 2009 en hæst hefur verðbólga mælst 18,6% á Íslandi í janúar árið 2009 ef horft er til síðustu 10 ára („Minnsta verðbólga í tvö ár“, 2013). Vegna gjaldeyrishafta sem enn eru við lýði á Íslandi þá helst verðbólga frekar stöðug en þegar að afnámi þeirra kemur, sem áætlað er nú á næstu misserum, er ekki hægt að segja fyrir um hvaða afleiðingar það muni hafa.

## 12 Lokaorð

Það er lítið sem ber í milli hjá félögunum og mörgu sem er eins farið hjá þeim. Eftir samanburð hefur komið í ljós að lítill sem enginn munur er á því á milli fasteignafélaga hvernig þau meta fjárfestingareignir sínar. Vert er að fara yfir það sem komið hefur fram.

Félögin fara eftir alþjóðlegu reikningssskilastöðlunum og þar er staðallinn IAS 40 mikilvægastur. Þau meta fjárfestingareignir sínar á gangvirði og búa til sérstakan lykil í rekstrarreikningi sem nefnist matsbreytingar fjárfestingareigna. Mótbókun þessa reiknings er sett í eigið fé sem sami lykill en honum er haldið aðskildum frá öðru eigin fé félaganna. Þessi matsbreyting fjárfestingareigna er ekki laus til ráðstöfunar fyrr en tekjurnar koma inn í félagið. Fjallað var lítillega um hvert og eitt félag og sagt frá aðstæðum þar, hvernig matsbreytingar eru gerðar, frá viðhaldsáætlunum og þeim lánakjörum sem félögin fá. Skýrt var frá þremur



kennitölum félaganna en þá var helst sagt frá V/I hlutfallinu sem metur það hversu hátt markaðsvirði er miðað við bókfært virði fjárfestingareignanna. Hjá öllum félögum var það hlutfall yfir einum sem gefur til kynna að fjárfestingareignir þeirra séu undirverðlagðar.

Eik, Reitir og Reginn eru öll þrjú með sama endurskoðendafyrirtækið og því mætti draga þá ályktun að við endurskoðun sé athugað hvort þau fari ekki eftir sömu stöðlumum og ættu þau því að vera mjög sambærileg þegar kemur að mati fjárfestingareigna og matsaðferðum. KPMG sér um að endurskoða ársreikninga félaganna en þó er ekki sami endurskoðandi innan fyrirtækisins sem skrifar undir alla þrjá ársreikningana heldur er það sitt hver starfsmaðurinn sem skrifar undir hjá hverju og einu félagi. Sjá má samantekt á helstu atriðum félaganna í töflu 4 hér að neðan:

Tafla 4: Samantekt helstu atriða

	<b>Reitir</b>	<b>Reginn</b>	<b>Eik</b>
<b>Mat</b>	Gangvirði	Gangvirði	Gangvirði
<b>Stærstur hluti eignasafns</b>	Verslunarhúsnæði	Verslunarhúsnæði	Skrifstofuhúsnæði
<b>Viðhaldsáætlun við gildi</b>	Já	Já	Já
<b>Ákvörðunarvald</b>	Stjórn og stjórnendur	Stjórn og stjórnendur	Stjórn og stjórnendur
<b>Lánakjör bankalána</b>	Í kringum 4%	Í kringum 4%	Í kringum 4%
<b>Bankalán</b>	Að mestu verðtryggð	Að mestu verðtryggð	Að mestu verðtryggð
<b>Stærstu hluthafar</b>	Lífeyrissjóðir	Lífeyrissjóðir	Lífeyrissjóðir
<b>Eiginfjárlutfall</b>	41,4%	33,4%	33,8%
<b>Veltufjárlutfall</b>	0,64	1,02	0,96
<b>V/I hlutfall</b>	1,4	1,3	1,3
<b>Matsbreytingar síðastliðinna þriggja ára</b>	17 milljarðar	7 milljarðar	5 milljarðar
<b>Arðgreiðslur</b>	Lágmark þriðjungur rekstrarhagnaðar	Engar greiddar arðgreiðslur	35% af handbæru fé frá rekstri
<b>Tekjuskattur til greiðslu</b>	Enginn árið 2015	Enginn árið 2015	Enginn árið 2015

Eins og alltaf eru skiptar skoðanir á ágæti fasteignafélaga. Einhverjir gætu haldið því fram að það sé slæmt fyrir markaðinn að fá stór félög inn sem geta keypt mikið af fasteignum.

Það gerir það að verkum að framboð af atvinnuhúsnæði minnkar sem bitnar á fasteignasölum sem missa viðskipti vegna þess. Þetta eru fasteignir sem verða líklegast í langan tíma í umsjá fasteignafélaganna og hverfa því af markaði í langan tíma. Fasteignafélög sanka að sér eignum á betri svæðum landsins en eins og hefur komið fram þá eiga fasteignafélögin þrjú flestar verslunarmiðstöðvar landsins og eru sífellt að bæta við sig eignum.

Annað sjónarmið er að það að hafa fasteignafélög á markaði bitnar mögulega líka á neytendum. Fasteignafélögin hækka verð á markaðnum sem gerir það að verkum að leigan á atvinnuhúsnæði hækkar. Fyrirtæki sem leigja af félögunum þurfa að borga meira fyrir leiguhúsnæðið sem skilar sér að lokum í hærra vöruverði fyrir neytendur.

Það er mikið sem félög þurfa að huga að í rekstri sínum. Það sem höfundur finnst áhugavert og það sem mætti veita meiri athygli er græna leigan hjá Reitum. Reitir eru eina félagið sem hefur tekið upp þessa stefnu og telur höfundur að þetta sé mikilvæg áhersla sem öll fyrirtæki ættu að huga að. Það er mikið rætt um loftslagsmál um þessar mundir og það hvernig fyrirtæki geta hjálpast að við að halda jörðinni hreinni og er þetta einn liður í því. Félagið Reitir hefur skipt út bensínbílum sínum fyrir rafmagnsbíla og hefur skrifað undir yfirlýsingu um stefnu í loftslagsmálum en fyrirtækið Festa stendur að því verkefni („Ársskýrsla 2015“, 2015). Öll félög geta orðið því átaki að liði með einföldum breytingum. Eik og Reginn mættu taka það til fyrirmyndar og skoða það að taka málefnið upp hjá sér. Reitir gætu einnig gert meira úr þessu málefni, haft þetta mögulega sem skyldu við fyrirtækin sem munu koma til með að leigja hjá þeim og ýta betur á þau fyrirtæki sem fyrir eru að taka upp umhverfisvæna hætti. Bankar gætu metið þetta að verðleikum og látið umhverfisvæn félög fá til dæmis betri lánakjör og fjárfestar gætu þá valið um það að fjárfesta í grænu umhverfi og mögulega fengið betri kjör til þess. Gott viðhald eigna gæti sömuleiðis haft áhrif á vaxtakjör þeirra og ýtt undir það að þeim sé sinnt en eins og kom fram þá hafa öll félögin gert viðhaldsáætlun fyrir hverja

og eina fjárfestingareign. Fasteignafélög eru frekar nýtilkomin á Íslandi og verður áhugavert að fylgjast með þróun þeirra á næstu árum.

## 13 Heimildaskrá

Arnildur Hálfánardóttir. (2016, 3. mars). Fasteignamarkaður á fleygiferð. *RÚV*. Sótt 23. apríl

2016 af <http://www.ruv.is/frett/fasteignamarkadur-a-fleygiferd>

Athanassakos, G. (2011). Do value investors add value? *Journal of Investing*, 20(2), 86–100.

*Ársskýrsla 2015*. (2015). Reitir fasteignafélag hf. Sótt 12. mars 2016 af

[http://www.reitir.is/static/files/REITIR\\_fjarhagsuppl./arsskyrsla-reita-fasteignafelags-2015.pdf](http://www.reitir.is/static/files/REITIR_fjarhagsuppl./arsskyrsla-reita-fasteignafelags-2015.pdf)

*Ársskýrsla Eik fasteignafélag 2015*. (2015). Eik fasteignafélag hf. Sótt 12. mars 2016 af

<http://eik.is/files/3a874e1c8f8b59052703c582718deb08.pdf>

*Ársskýrsla Regins 2015*. (2015). Reginn fasteignafélag hf. Sótt 12. mars 2016 af

<http://arsskyrsla2015.reginn.is/>

Beta-gildið fræga - flökt í arðsemi skráðra fyrirtækja. (2014, 29. janúar). *Íslandsbanki*. Sótt 25.

apríl 2016 af

<https://www.islandsbanki.is/einstaklingar/markadir/greining/frett/2014/01/29/Beta-gildid-fraega-flokt-i-ardsemi-skradra-felaga-/>

Bobber, M. (2015). Fixed asset controls and reporting. *Financial Executive*, 31(2), 18–23.

Branch, B., Sharma, A., Chawla, C. og Feng Tu. (2014). An updated model of price-to-book.

*Journal of Applied Finance*, 24(1), 73–93.

*Company fact sheet*. Eik fasteignafélag hf. (2016). Nasdaq. Sótt 21. apríl 2016 af

[http://lt.morningstar.com/gj8uge2g9k/stockprofile/default.aspx?&SecurityToken=0P00015VSVJ3J1JE0EXG\\$XICE\\_3109&externalidexchange=EX\\$\\$\\$\\$XICE&LanguageId=en-GB&CurrencyId=ISK&BaseCurrencyId=ISK&tab=-](http://lt.morningstar.com/gj8uge2g9k/stockprofile/default.aspx?&SecurityToken=0P00015VSVJ3J1JE0EXG$XICE_3109&externalidexchange=EX$$$$XICE&LanguageId=en-GB&CurrencyId=ISK&BaseCurrencyId=ISK&tab=-)

[1&ClearXrayPortfolioManagerApiInputData=true](http://lt.morningstar.com/gj8uge2g9k/stockprofile/default.aspx?&SecurityToken=0P00015VSVJ3J1JE0EXG$XICE_3109&externalidexchange=EX$$$$XICE&LanguageId=en-GB&CurrencyId=ISK&BaseCurrencyId=ISK&tab=-1&ClearXrayPortfolioManagerApiInputData=true)

*Company fact sheet. Reginn hf.* (2016). Nasdaq. Sótt 21. apríl 2016 af [http://lt.morningstar.com/gj8uge2g9k/stockprofile/default.aspx?&SecurityToken=0P000WFP5\]3\]1\]E0EXG\\$XICE\\_3109&externalidexchange=EX\\$\\$\\$XICE&LanguageId=en-GB&CurrencyId=ISK&BaseCurrencyId=ISK&tab=-1&ClearXrayPortfolioManagerApiInputData=true](http://lt.morningstar.com/gj8uge2g9k/stockprofile/default.aspx?&SecurityToken=0P000WFP5]3]1]E0EXG$XICE_3109&externalidexchange=EX$$$XICE&LanguageId=en-GB&CurrencyId=ISK&BaseCurrencyId=ISK&tab=-1&ClearXrayPortfolioManagerApiInputData=true)

*Company fact sheet. Reitir fasteignafélag hf.* (2016). Nasdaq. Sótt 21. apríl 2016 af [http://lt.morningstar.com/gj8uge2g9k/stockprofile/default.aspx?&SecurityToken=0P00015OTT\]3\]1\]E0EXG\\$XICE\\_3109&externalidexchange=EX\\$\\$\\$XICE&LanguageId=en-GB&CurrencyId=ISK&BaseCurrencyId=ISK&tab=-1&ClearXrayPortfolioManagerApiInputData=true](http://lt.morningstar.com/gj8uge2g9k/stockprofile/default.aspx?&SecurityToken=0P00015OTT]3]1]E0EXG$XICE_3109&externalidexchange=EX$$$XICE&LanguageId=en-GB&CurrencyId=ISK&BaseCurrencyId=ISK&tab=-1&ClearXrayPortfolioManagerApiInputData=true)

Damjibhai, S. D. (2016). Performance measurement through ratio analysis: The case of Indian hotel company Ltd. *IUP Journal of Management Research*, 15(1), 30–36.

Edmonds, T. P., McNair, F. M. og Olds, P. R. (2013). *Fundamental financial accounting concepts* (8. útg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.

Efnahagsspá. (e.d.). *Sedlabanki Íslands*. Sótt 25. apríl 2016 af <http://www.sedlabanki.is/peningastefna/efnahagsspa/>

Equity Ratio. (e.d.). *My Accounting Course*. Sótt 26. apríl 2016 af <http://www.myaccountingcourse.com/financial-ratios/equity-ratio>

Hagfræðideild Landsbankans. (2016a). *Atvinnuhúsnæði - verðin hækka en eru enn sögulega lág*. Sótt 27. apríl 2016 af <https://www.landsbankinn.is/Uploads/Documents/Hagsja/2016-03-08-Atvinnuhusnaedi.pdf>

Hagfræðideild Landsbankans. (2016b). *Fasteignaverð hækkar áfram - viðskiptin aukast enn.*

Sótt 21. apríl 2016 af <https://www.landsbankinn.is/Uploads/Documents/Hagsja/2016-04-20-Fasteignamarkadur.pdf>

Halldóra Lisbeth Jónsdóttir. (2013). *Bókun fastafjármuna* [PowerPoint glærur]. Sótt 3.

desember 2016 af <https://myschool.ru.is/myschool/>

IAS-staðall 37: Reiknaðar skuldbindingar, óvissar skuldir og óvissar eignir. (2006). Í

*Alþjóðlegir reikningskilastaðlar* (bls. 317–333). Atvinnuvega- og nýsköpunarráðuneytið. Sótt 30. apríl 2016 af [https://www.atvinnuegaraduneyti.is/media/Acrobat/Stadlar1-41\\_2006.pdf](https://www.atvinnuegaraduneyti.is/media/Acrobat/Stadlar1-41_2006.pdf)

IAS-staðall 40: Fjárfestingareignir. (2006). Í *Alþjóðlegir reikningskilastaðlar* (bls. 358–373).

Atvinnuvega- og nýsköpunarráðuneytið. Sótt 28. mars 2016 af [https://www.atvinnuegaraduneyti.is/media/Acrobat/Stadlar1-41\\_2006.pdf](https://www.atvinnuegaraduneyti.is/media/Acrobat/Stadlar1-41_2006.pdf)

Isenberg, S. F. (2004). Financial statements. *ENT: Ear, Nose & Throat Journal*, 83(2), 91–91.

Íslandsbanki. (2015). *Íslenskur íbúðamarkaður*. Reykjavík: Höfundur. Sótt 29. apríl 2016 af

<https://www.islandsbanki.is/library/Skrar/Greining/Skyrslur/Islenskur-Ibudamarkadur-2015.PDF>

Jón Rafn Ragnarsson. (2015). *Fyrirhugaðar breytingar á lögum um ársreikninga: Innleiðing*

*á ársreikningatilskipun Evrópusambandsins*. Deloitte. Sótt 28. apríl 2016 af <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/is/Documents/risk/Endurskodunarnefndir/2015/Jon%20Rafn%20Ragnarsson%2025.11.2015.pdf>

Kári Finnsson. (2015, 18. apríl). Eiga 11% af atvinnuhúsnaði. *Viðskiptablaðið*. Sótt 27. apríl

2016 af <http://www.vb.is/frettir/eiga-11-af-atvinnuhusnaedi/116194/>

Lífeyrissjóðir fjárfesta í Reitum. (2014, 12. september). *H.F. verðbréf*. Sótt 23. apríl 2016 af

<http://www.hfverdbref.is/node/307>

*Lög um ársreikninga nr. 3/2006.*

Madray, J. R. (2008). The trend toward fair value accounting. *Journal of Financial Service Professionals*, 62(3), 16–18.

Minnsta verðbólga í tvö ár. (2013, 29. apríl). *RÚV*. Sótt 30. apríl 2016 af <http://www.ruv.is/frett/minnsta-verdbolga-i-tvo-ar>

Ólafur Þór Jóhannesson. (2004). *Gangvirði í reikningsskilum (Fair value)*. Price Waterhouse Coopers. Sótt 9. maí 2016 af [http://www.pwc.is/is/ins-sol/assets/pwc\\_accounting\\_fair\\_value\\_1okt2004.pdf](http://www.pwc.is/is/ins-sol/assets/pwc_accounting_fair_value_1okt2004.pdf)

Páll Ammendrup Ólafsson. (2015a). *Ávöxtun og ávöxtunarkrafa* [PowerPoint glærur]. Sótt 24. apríl 2016 af <https://myschool.ru.is/myschool/>

Páll Ammendrup Ólafsson. (2015b). *Verðmatskennitölur* [PowerPoint glærur]. Sótt 26. apríl 2016 af <https://myschool.ru.is/myschool/>

Sagner, J. S. (2001). Working capital: A modern approach. *Financial Executive*, 17(7), 69–69.

Sverrir Arngrímsson. (2014). *Greining ársreikninga* [PowerPoint glærur]. Sótt 23. apríl 2016 af <https://myschool.ru.is/myschool/>

Velkomin til starfa. (e.d.). *Reitir*. Sótt 17. apríl 2016 af <http://www.reitir.is/is/um-reiti>

Verðbólguþækking. (e.d.). *Sedlabanki Íslands*. Sótt 28. apríl 2016 af <http://www.sedlabanki.is/peningastefna/verdbolguþakking/>

## 14 Viðauki A: Spurningalisti

1. Hvernig eru fermetraverðin metin? Það er stórt bil í flokknum yfir verslunarhúsnæði.  
Spilar staðsetning mest inn í eða er það eitthvað fleira?
2. Hvernig eru lánakjörin hjá ykkur? Er það betra að þið séuð stór á markaðnum, með tryggar greiðslur, eitthvað fleira?
3. Eru fasteignir flokkaðar enn fremur innan flokkanna og metnar út frá þeirri skiptingu?  
Það er, er verslunarhúsnæðum skipt upp eða er allt metið eins innan flokksins? Hvernig er þeim skipt niður ef svo er?
4. Notist þið við gangvirðislíkanið eða kostnaðarverðslíkanið við mat á fasteignum?
5. Hvað er erfiðast við matið á eignunum? Núvirði á sjóðstreymi, ávöxtunarkrafan eða eitthvað annað?
6. Hafa stjórnendur endanlegt ákvörðunarvald í vali á matsaðferðum eða er það endurskoðunarstofan?
7. Hafa verið deilur við endurskoðendur um endanlegt virði fasteigna?
8. Eru matsaðferðir sem notaðar eru á eignirnar fullnægjandi? Eru einhverjar upplýsingar sem vantar?
9. Hefur fyrirtækið skoðað það að bjóða upp á fjármögnunarleigusamning í framtíðinni?
10. Eruð þið að bera ykkur saman við hin 2 stóru fasteignafélögin á markaðnum hvað varðar matsaðferðir og breytur sem notaðar eru ?
11. Hver er arðgreiðslustefna félagsins? Er félagið með áætlun um kaup á eigin bréfum ?
12. Eru fjárfestingareignirnar færðar niður um ákveðna prósentu á ári eins og þegar afskrifað er?
13. Er félagið með fastafjármuni til endursölu?