



**BS ritgerð**  
í viðskiptafræði

**Fasteignafélög á íslenskum hlutabréfamarkaði**

Hvernig er hægt að skýra mun á markaðsvirði og bókfærðu virði íslenskra  
fasteignafélaga?

**Ólafur Auðunn Steinþórsson**

Leiðbeinandi: Hersir Sigurgeirsson, dósent

Júní 2017



**HÁSKÓLI ÍSLANDS**  
FÉLAGSVÍSINDASVIÐ

---

VIÐSKIPTAFRÆÐIDEILD

**Fasteignafélög á íslenskum hlutabréfamarkaði**  
***Hvernig er hægt að skýra mun á markaðsvirði og bókfærðu virði íslenskra  
fasteignafélaga?***

Ólafur Auðunn Steinþórsson

Lokaverkefni til BS-prófs í viðskiptafræði  
Leiðbeinandi: Hersir Sigurgeirsson, dósent

Viðskiptafræðideild  
Félagsvísindasvið Háskóla Íslands  
Júní 2017

Fasteignafélög á íslenskum hlutabréfamarkaði.

Ritgerð þessi er 6 eininga lokaverkefni til BS-prófs við  
Viðskiptafræðideild, Félagsvísindasviði Háskóla Íslands.

© 2017 Ólafur Auðunn Steinþórsson

Ritgerðina má ekki afrita nema með leyfi höfundar.

Prentun: Svansprent

Reykjavík, 2017

## **Formáli**

Ritgerð þessi er 6 (ECTS) eininga lokaverkefni í grunnnámi í Viðskiptafræði með áherslu á fjármál við Viðskiptafræðideild Háskóla Íslands. Vinna við ritgerðina hófst á vormánuðum ársins 2017. Leiðbeinandi verkefnisins var Hersir Sigurgeirsson dósent og þakka ég honum kærlega fyrir samstarfið. Sérstakar þakkir færi ég Aldísi Ósk Ómarsdóttur, fyrir allan þann stuðning og hvatningu sem hún veitti mér á meðan á skrifum stóð.

## Útdráttur

Markmið þessa lokaverkefnis er að skýra þann mun sem er á markaðsvirði íslenskra fasteignafélaga og bókfærðu virði þeirra. Kannað var V/I hlutfall þriggja fasteignafélaga sem voru skráð á íslenskum hlutabréfamarkaði í byrjun árs 2017 og fjallað um þætti sem hugsanlega valda því að markaðsvirði er hærra en bókfært virði þeirra. Félögin sem voru skoðuð eru Eik fasteignafélag, Reginn fasteignafélag og Reitir fasteignafélag.

Notast var við gögn úr ársreikningum og ársskýrslum félaganna frá árunum 2012-2016 við útreikning á öllum kennitölum sem koma fyrir í verkefninu. Fjallað var um kennitölur og aðrar fjárhagsstærðir félaganna á tímabilinu 2012-2016 og þær bornar saman.

Niðurstöður leiddu í ljós að munur á milli markaðsverðs og innra virðis félaganna hefur aukist nokkuð síðustu ár. Það virðist vera að meðferð tekjuskattskuldbindingar geti að einhverjum hluta skýrt þann mun sem er á markaðsvirði og bókfærðu virði hlutafjár félaganna. Eftir að tekið hafði verið tillit til tekjuskattsskuldbindingar við útreikning á V/I hlutfalli félaganna stóð enn þá eftir munur á milli markaðsvirðis og bókfærðs virðis. Sá munur gæti skýrst af ófærðri viðskiptavild eða vegna væntinga fjárfesta til aukinnar arðsemi.

## Efnisyfirlit

Formáli .....	3
Útdráttur .....	4
Efnisyfirlit .....	5
Myndaskrá .....	7
Inngangur .....	8
1 Kennitölur í ársreikningum .....	9
1.1 Arðsemi eigin fjár (e. return on equity).....	9
1.2 Arðsemi heildareigna (e. return on assets).....	10
1.3 Hagnaðarhlutfall (e. profit margin) .....	10
1.4 Eiginfjárhlutfall (e. equity ratio) .....	10
1.5 Framlegðarhlutfall rekstrar (e. EBITDA margin).....	11
1.6 Hagnaður á hlut (e. EPS).....	11
1.7 Vaxtæþekja (e. times interest earned ratio) .....	12
1.8 Innra virði (e. internal value of shares) .....	12
1.9 V / I hlutfall (e. price to book ratio).....	12
1.10 V / H hlutfall (e. price-earnings ratio) .....	13
2 Fasteignafélögin.....	14
2.1 Eik .....	14
2.2 Reginn.....	15
2.3 Reitir .....	16
3 Samanburður á milli félaga.....	18
3.1 Rekstartekjur .....	18
3.2 Hagnaðarhlutfall.....	19
3.3 Framlegð rekstrar .....	20
3.4 Eiginfjárhlutfall .....	20

3.5	Skuldahlutfall.....	21
3.6	Vaxtaþekja.....	22
3.7	Hagnaður á hlut.....	22
3.8	Arðsemi.....	23
3.9	Gangvirðismat.....	24
3.10	Bókfært virði og markaðsverð.....	26
4	Tekjuskattskuldbinding og áhrif hennar á innra virði.....	28
5	Niðurstöður.....	32
6	Lokaorð.....	34
	Heimildaskrá.....	35

## Myndaskrá

Mynd 1. Virði fasteigna Eikar eftir flokkum.....	14
Mynd 2. Virði fasteigna Regins eftir flokkum. ....	15
Mynd 3. Virði fasteigna Reita eftir flokkum. ....	16
Mynd 4. Þróun rekstrartekna á tímabilinu 2012-2016.....	18
Mynd 5. Hagnaðarhlutfall eftir félögum á tímabilinu 2012-2016. ....	19
Mynd 6. Framlegðarhlutfall rekstrar á milli félaga á tímabilinu 2012-2016. ....	20
Mynd 7. Eiginfjárhlfall fasteignafélaganna á tímabilinu 2012-2016. ....	20
Mynd 8. Hlutfall skulda af eigin fé á tímabilinu 2012-2016. ....	21
Mynd 9. Vaxtaþekja á milli félaga á tímabilinu 2012-2016. ....	22
Mynd 10. Hlutfallsleg breyting hagnaðar á hlut á milli ára eftir félögum á tímabilinu 2012-2016. ....	22
Mynd 11. Arðsemi eigin fjár á milli félaga á tímabilinu 2012-2016. ....	23
Mynd 12. Arðsemi heildareigna á milli félaga á tímabilinu 2012-2016.....	24
Mynd 13. Hlutfall fjárfestingareigna af heildareignum á tímabilinu 2012-2016.....	25
Mynd 14. Þróun innra virðis félaganna á tímabilinu 2012-2016.....	26
Mynd 15. V/I hlutfall félaganna í lok hvers árs á tímabilinu 2012-2016. ....	26
Mynd 16. V/H hlutfall félaganna í lok hvers árs á tímabilinu 2012-2016.....	27
Mynd 17. V/I hlutfall og aðlagð V/I hlutfall Eikar á tímabilinu 2015-2016.....	29
Mynd 18. V/I hlutfall og aðlagð V/I hlutfall Regins á tímabilinu 2012-2016.....	30
Mynd 19. V/I hlutfall og aðlagð V/I hlutfall Reita á tímabilinu 2015-2016. ....	31



## Inngangur

Frá efnahagshruni 2008 hafa þrjú fasteignafélög verið nýskráð á íslenskan hlutabréfamarkað. Félögin eiga það sameiginlegt að sérhæfa sig í útleigu á atvinnuhúsnæði og þá aðallega á höfuðborgarsvæðinu. Stærstur hluti eigna félaganna eru fjárfestingareignir sem bundnar eru í fasteignum. Félögin meta fjárfestingareignir sínar á gangvirði sem ætti að endurspegla markaðsvirði eignanna. Samt sem áður er markaðsvirði fasteignafélaganna hærra en bókfært virði þeirra.

Aðalmarkmið þessarar ritgerðar er að komast að því hvernig megi skýra þann mun sem er á markaðsvirði og innra virði fasteignafélaga á íslenskum hlutabréfamarkaði. Til að nálgast niðurstöðu eru félögin borin saman með tilliti til arðsemi eigin fjár, hagnaðar og fleiri kennitalna sem nota má til að meta og túlka stöðu rekstar. Í lok samanburðar kaflans er V/I hlutfall félaganna reiknað og borið saman á milli félaga. V/I hlutfallið er reiknað hlutfall á milli markaðsvirðis og innra virðis eiginfjár.

Fjallað er um tekjuskattsskuldbindingu og hvenær félögum ber að færa hana. Tekjuskattsskuldbinding fasteignafélaganna er að mestu tilkomin vegna þess að fjárfestingareignir hafa verið metnar á gangvirði sem er umfram skattalegt verð þeirra. Um færða tekjuskattsskuldbindingu vegna gagnvirðishækkana fasteigna gildir að skuldbindingin mun ekki koma til greiðslu nema hagnaður verði innleystur við sölu fasteignanna. Í ljósi þessa er líklegt að færð tekjuskattsskuldbinding muni koma seint til greiðslu. Kannað var hvort munur á markaðsvirði og bókfærðu virði hlutafjár félaganna stafi af því að fjárfestar meti færða tekjuskattsskuldbindingu ekki sem skuld heldur sem hluta af eigin fé.

# 1 Kennitölur í ársreikningum

## 1.1 Arðsemi eigin fjár (e. return on equity)

Kennitalan gefur til kynna hve mikið hver króna sem bundin er í eigin fé tiltekins félags skilar til baka eftir skatta. Því hærra sem hlutfallið er því meiri arðsemi er af hverri krónu sem eigendur hafa bundið í eigin fé félagsins (Bodie, Kane og Marcus, 2011). Arðsemi eigin fjár er ein algengasta kennitalan sem fjárfestar nota til að greina ársreikninga. Fjárfestar eru líklegri til leita í félög sem skila vaxandi arðsemi eigin fjár þar sem slík félög þurfa minna eigið fé til að skila sömu ávöxtun og félög sem hafa lægri arðsemi. Hafa skal í huga að sögulega há arðsemi þarf ekki endilega að endurspegla væntan vöxt á arðsemi í framtíð. Þannig getur lág arðsemi eigin fjár bent til þess að félag sé undirverðlagt ef félagið er líklegra til að auka arðsemi sína umfram félög sem nú þegar hafa háa arðsemi. Á hinn bóginn getur lækkandi arðsemi bent til þess að félag sé í hnignun (Bodie, Kane og Marcus, 2011)

Varasamt getur verið að álykta of mikið um árangur félaga eingöngu út frá arðsemishlutfalli eigin fjár. Fyrirtæki sem skuldsetja sig meira (trading on the equity) en önnur félög sem hafa hærra eiginfjárhlutfall, hafa tilhneigingu til að sýna meiri arðsemi eigin fjár. Því getur aukin skuldsetning hækkað arðsemishlutfallið svo framarlega að aukin skuldsetning skili meiri tekjum en kostnaði sem af henni fylgir. Því þurfa fjárfestar að hafa í huga hve mikið félög eru skuldsett og þá áhættu sem skuldsetningu fylgir (Kieso, Weygandt og Warfield, 2011). Arðsemi eigin fjár getur líka verið hærri í félögum þar sem bókfærðar eignir þess eru undirverðlagðar miðað við það fjárstreymi sem af þeim hlýst. Endurfjárfesting á varanlegum rekstarfjármunum getur til að mynda lækkað arðsemishlutfallið. Arðsemin mun svo hækka aftur þegar uppsafnaðar afskriftir aukast.

Algengt er við útreikning á þessari kennitölu að deila hagnaði ársins með stöðu eigin fjár í byrjun árs. Önnur aðferð er að finna meðalstöðu eigin fjár með því að leggja e. fé í byrjun árs saman við e. fé í lok árs og deila með tveim og deila svo hagnaði árs eftir skatta með meðalstöðu eigin fjár.

$$\text{Arðsemi eigin fjár} = \frac{\text{Hagnaður}}{(e. \text{fé } 1.1 + e. \text{fé } 31.12)/2}$$

## 1.2 Arðsemi heildareigna (e. return on assets)

Arðsemi heildareigna lýsir því hvernig fyrirtæki ávaxtar allar eignir sínar, eigið fé og skuldir. Afkoma félags er betri eftir því sem þetta hlutfall er hærra. Kennitalan hentar vel þegar fjárfestar vilja bera saman fyrirtæki sem eru með mismunandi hlutfall eigin fjár og skulda. Líkt og komið var inn á hér að ofan, þá gæti félag með lágt eiginfjárhlutfall haft háa arðsemi eigin fjár. Útreikningur á arðsemi heildareigna gæti því gefið betur til kynna hversu heilbrigður reksturinn er í samanburði við önnur sambærileg félög (Árni Vilhjálmsson, 1985)

Við útreikning á arðsemi heildareigna er algengt að deila hagnaði ársins með heildareignum í byrjun árs eða með meðalstöðu eigna þar sem heildareignir í byrjun árs eru lagðar saman við heildareignir í lok árs og síðan deilt með tveimur.

$$\text{Arðsemi heildareigna} = \frac{\text{Hagnaður ársins}}{(\text{H. eignir 1.1} + \text{H. eignir 31.12})/2}$$

## 1.3 Hagnaðarhlutfall (e. profit margin)

Hagnaðarhlutfallið er reiknað sem hlutfall af hagnaði eftir skatta af rekstartekjum. Við útreikning á þessari kennitölu er ekki tekið tillit til þess hvernig félag er fjármagnað og því getur reynst erfitt að bera saman félög sem eru misjafnlega skuldsett. Einnig skal varast að nota þessa kennitölu til að bera saman félög sem starfa í mismunandi geirum. Fyrirtæki með mikinn veltuhraða birgða hafa sem dæmi yfirleitt lægri hagnaðarhlutfallsprósentu en fyrirtæki sem leggja upp úr hærra verði og þar af leiðandi minni sölu. Stefna um mikla veltu og lágt hagnaðarhlutfall getur því leitt til hærri hagnaðar í krónum talið þegar upp er staðið (Brealey, Myers og Marcus, 2004)

$$\text{Hagnaðarhlutfall} = \frac{\text{Hagnaður}}{\text{Rekstartekjur}}$$

## 1.4 Eiginfjárhlutfall (e. equity ratio)

Eiginfjárhlutfall eða tapsþol er hlutfall þess fjármagns sem fyrirtæki er fjármagnað með eigin fé. Hátt eiginfjárhlutfall minnkar áhættu verði fyrirtæki fyrir tapi, því segir hlutfallið

til um fjárhagslegan styrkleika félagsins til að standa við skuldbindingar sínar til lánadrottna. Félag með hátt eiginfjárhlutfall getur því gengið á eigið fé sitt áður en það kemur niður á kröfuhöfum. Hátt hlutfall eigin fjár hefur áhrif á útreikning á arðsemi eigin fjár, þar sem arðsemi lækkar á eigið fé eftir því sem eiginfjárhlutfall hækkar.

Hlutfall eigin fjár er oftast reiknað sem hlutfall af heildarfjármagni eða hlutfall af skuldum + eigin fé.

$$\text{Eiginfjárhlutfall} = \frac{e. \text{ fé}}{\text{heildarfjármagn}}$$

### 1.5 Framlegðarhlutfall rekstrar (e. EBITDA margin)

Þessi kennitala er einnig kölluð EBITDA-framlegð og sýnir hún hve miklu fyrirtæki getur varið af rekstartekjum sínum til að standa straum af fjármagnskostnaði, sköttum og arði sem rennur til hluthafa (Íslandsbanki, 2003). Þar af leiðandi gefur kennitalan góða vísbendingu um hvort rekstur sé heilbrigður og geti borið frekari skuldsetningu eða arðgreiðslur. Lágt framlegðarhlutfall getur verið merki um að félag hafi litla rekstarhagkvæmni og geti því illa staðið við skuldbindingar sínar, sér í lagi verði félagið fyrir áföllum sem skerða tekjur þess eða hækka rekstarkostnað.

$$\text{Framlegðarhlutfall rekstar} = \frac{EBITDA}{\text{Rekstartekjur}}$$

### 1.6 Hagnaður á hlut (e. EPS)

Hagnaður á hlut er reiknað hlutfall nettóhagnaðar af útistandandi hlutum í félagi. Taka þarf tillit til breytinga á fjölda hluta á árinu og því er miðað við hagnað sem hlutfall af vegnu meðaltali útistandandi hluta yfir rekstarárið. Eins þarf að draga frá forgangsarð af hagnaði ársins séu forgangshlutabréf til staðar í félaginu (Kieso, Weygandt og Warfield, 2011).

Tvær meginútgáfur eru á reiknuðum hagnaði á hlut, grunnhagnaður (Basic EPS) annars vegar og þynntur hagnaður hins vegar.

$$\text{Hagnaður á hlut (EPS)} = \frac{\text{Hagnaður eftir skatta} - \text{forgangsarður}}{\text{vegið meðaltal útistandandi hluta}}$$

Við útreikning á þynntum hagnaði er einnig tekið tillit til breytanlegra skuldabréfa, kaupréttarsamninga og annarra innleysanlegra hluta sem geta haft áhrif á fjölda útistandandi hluta.

### 1.7 Vaxtaþekja (e. times interest earned ratio)

Skuldahlutfall segir lítið til sem ekkert um hæfni félags til að standa við skuldbindingar sínar við lánadrottna. Fjárfestar sem og fjármagnslánendur nota því útreikning á vaxtaþekju til að meta hvort rekstur standi undir vaxtakostnaði. Vaxtaþekja metur hversu oft fyrirtæki getur greitt þann vaxtakostnað sem á það er lagður. Hátt hlutfall bendir til þess að fyrirtæki geti betur staðið við skuldbindingar sínar til lánadrottna og er það því líklegra til þess að fara ekki í gjaldþrot (Bodie, Kane og Marcus, 2011).

Við útreikning á vaxtaþekju er reiknað hlutfall á milli EBIT og vaxtakostnaðar. EBIT stendur fyrir hagnað fyrir fjármagnsliði og skatta.

$$\text{Vaxtaþekja} = \frac{\text{EBIT}}{\text{vaxtakostnaður}}$$

### 1.8 Innra virði (e. internal value of shares)

Innra virði félags er hlutfall á milli eigin fjár sem er bókfært í efnahagsreikning þess og alls hlutafjár sem skráð er á nafnvirði. Fjárfestar líta til innra virðis við mat á verði bréfa á markaði, samanborið við bókfært virði þeirra. Innra virði þarf samt ekki að endurspegla markaðsvirði bréfanna (KPMG, 2007).

$$\text{Innra virði} = \frac{\text{Eigið fé}}{\text{Hlutafé}}$$

### 1.9 V / I hlutfall (e. price to book ratio)

Hlutfallið lýsir sambandi á milli markaðsvirðis hlutafjár og bókfærðs eigin fjár þess. Ef hlutfallið er 1 þá er markaðsvirði félagsins það sama og bókfært virði eigin fjár þess. Hins vegar er það svo að flest arðbær félög hafa V/I hlutfall sem er hærra en 1 vegna bókhaldsreglna um meðhöndlun viðskiptavildar og afskrifta. Fjárfestar taka hins vegar

tillit til viðskiptavildar og annarra óáþreifanlegra eigna og getur það skýrt mun á milli markaðsverðs og bókfærðs verðs. Einnig getur hátt V/I hlutfall átt við félög sem eiga meiri möguleika á því að vaxa, en þau eru líklegri til hafa hærra hlutfall (Bodie, Kane og Marcus). Þegar V/I hlutfallið er aftur á móti lægra en 1 þá er bókfært virði eigin fjár lægra en markaðsvirði félagsins. Kann það að stafa að því að markaðurinn telji að bókfærðar eignir séu ofmetnar eða arðsemi eigna félagsins sé léleg eða jafnvel neikvæð (Investopedia, á.á.). Sumir fjárfestar meta það svo að öruggara sé að kaupa í félagi sem hefur lágt V/I hlutfall. Líta þeir svo á að eignir félagsins muni ekki verða seldar á minna virði en bókfært virði þeirra segir til um, fari svo að félagið verði leyst upp (Bodie, Kane og Marcus, 2011).

$$V/I = \frac{\text{Gengi hlutabréfa}}{\text{innra virði}}$$

### 1.10 V / H hlutfall (e. price-earnings ratio)

Við útreikning á V / H hlutfalli er hlutfall á milli markaðsverðs og nettóhagnaðar skoðað. Hlutfall þar á milli segir til um hve langur tími líður þar til að hagnaður fyrirtækisins á einu rekstarári hefur greitt upp fjárfestingu fjárfesta í félaginu. Hátt hlutfall V/H merkir því að hagnaður verður lengur að skila til baka ígildi markaðsverðs en þegar hlutfallið reiknast lágt (Íslandsbanki, 2003).

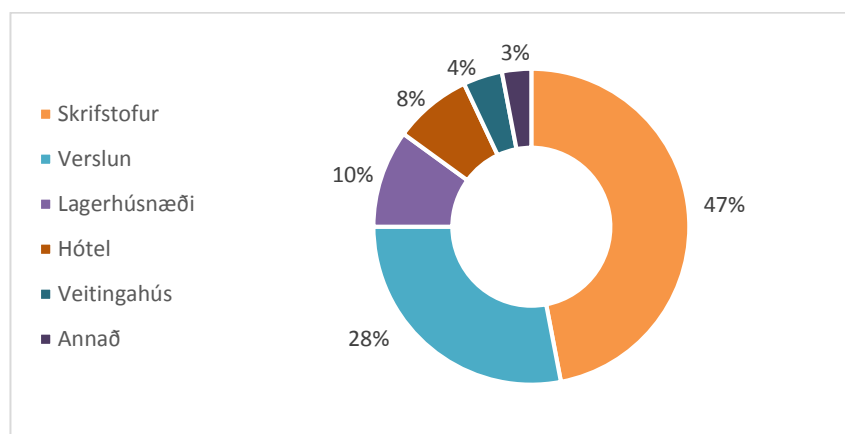
$$V/H = \frac{\text{Gengi hlutabréfa}}{\text{Hagnaður á hlut}}$$

Hátt hlutfall getur bent til þess að markaðurinn telji að vöxtur verði á hagnaði félagsins og að hann muni vaxa hratt næstu misseri. Þannig geta bréf í félagi með hátt V/H hlutfall verið álitlegri fjárfestingakostur þrátt fyrir að núverandi hagnaður sé lengur að skila baka markaðsverði bréfanna en í félagi sem hefur lægra V/H hlutfall. Þrátt fyrir það hafa margir fjárfestar í gegnum tíðina haft meiri áhuga á bréfum sem hafa lægra V/H hlutfall (Bodie, Kane og Marcus).

## 2 Fasteignafélögin

### 2.1 Eik

Eik fasteignafélag var fyrst skráð á markað þann 29. apríl 2015 en rekstur félagsins hófst mun fyrr eða árið 2002. Sérhæfing félagsins felst í útleigu atvinnuhúsnæðis, þá aðallega á höfuðborgarsvæðinu. Samkvæmt ársskýrslu félagsins fyrir árið 2016 taldi eignasafn félagsins í árslok yfir 100 eignir, alls um 287 þúsund fermetra. Eignir Eikar eru að stærstum hluta staðsettar miðsvæðis í Reykjavík og er aðeins um 10% eignanna staðsett á landsbyggðinni, þar af 8,2% á Akureyri. Hlutfall skrifstofuhúsnæðis vegur þyngst af virði eignasafnsins og þar á eftir kemur verslunarhúsnæði. Þessir tveir flokkar mynda alls ¾ af öllu eignasafni félagsins.



Mynd 1. Virði fasteigna Eikar eftir flokkum.

Flokkur hótélbygginga hefur verið stækkandi flokkur á undanförunum árum og hefur hann sem hlutfall af virði eignasafnsins nær tvöfaldast frá árslokum 2012. Eik hefur þegar skrifað undir kaupsamning á öllu hlutafé Slippsins og voru eignir félagsins afhentar í mars á þessu ári. Þar með eru hótél nú 13% af fasteignasafni félagsins. Félagið hefur vaxið mjög hratt á undanförunum árum og var vöxtur fjárfestingareigna félagsins á tímabilinu 2012-2016 rúmlega 360%. Mestur var vöxturinn á milli árana 2013-2014. Þá fóru fjárfestingareignir á bókfærðu virði úr 23 ma. kr. í 62 ma. kr. en Eik eignaðist allt hlutafé EF1 ehf. og Landfesta ehf. árið 2014. Samhliða miklum vexti á eignasafni félagsins hafa rekstartekjur aukist mikið og hafa þær nær fjórfaldast frá árinu 2012. Hagnaður félagsins hefur hins vegar aðeins sveiflast á fyrrnefndu tímabili sem skapast af því hve misháar matsbreytingar hafa verið á milli ára.

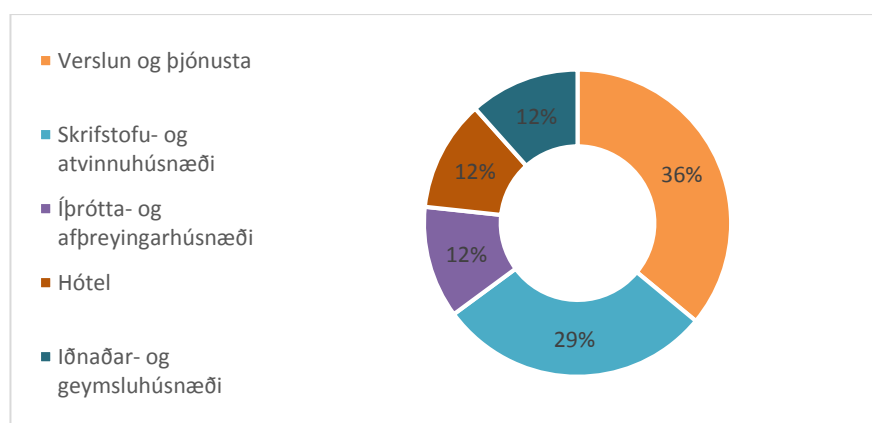
Stjórnendur gera ráð fyrir að tekjur fyrir árið 2017 muni aukast um 13% frá árinu áður og að EBIDTA aukist um 11% og er því reiknað með að rekstarframlegðarhlutfall verði

65,8% sem um einu prósentustigi lægra hlutfall en árið 2016. Stærstu hluthafar í Eik eru íslenskir lífeyrissjóðir. Þeir áttu rúmlega helming alls hlutfjár í félaginu og var Lífeyrissjóður verslunarmanna stærsti einstaki eigandinn í árslok með 10,5% hlut. Stjórn Eikar hefur sett það í stefnu félagsins að greiða árlega um 35% af handbæru fé frá rekstri í arð til hluthafa ár hvert. Þá námu arðgreiðslur á árinu 2016, 818 m.kr. og lagði stjórnin til að greiddur arður á árinu 2017 yrði 930 m.kr. Hlutabréfaverð í félaginu hækkaði umtalsvert og nam hækkunin um 35% þegar miðað er við hlutabréfaverð í lok árs 2015 til ársloka 2016. Verð bréfa Eikar hafa því hækkað um rúm 60% frá því að félagið var skráð á markað.

## 2.2 Reginn

Reginn var stofnaður árið 2009 af Landsbankanum. Það sama ár yfirtók félagið Eignarhaldsfélagið Smáralind. Í þeirri yfirtöku eignaðist Reginn verslunarmiðstöðina Smáralind sem enn í dag er stærsta einstaka eign félagsins. Smáralindin er í fermetrum nærri fimmtungur af heildarfermetrafjölda eignasafnsins. Í lok árs 2016 var eignasafnið 316 þúsund fermetrar og hefur það meira en tvöfaldast frá því að félagið var skráð á markað árið 2012.

Árið 2016 var mikið vaxtarár fyrir félagið og jukust fjárfestingareignir félagsins um 10 ma.kr. Þegar litið er til ársins 2012 þá hafa fjárfestingareignir félagsins nærri þrefaldast. Vöxtur rekstartekna hefur verið hægari en þær tvöfölduðust á árunum 2012-2016. Tveir flokkar húsnæðis hafa mest vægi í virði eignasafns félagsins, verslun og þjónusta telur 36% og skrifstofuhúsnæði 30%. Líkt og hjá fasteignafélaginu Eik hefur hlutdeild hótela vaxið umtalsvert síðustu misseri. Hóteleignir eru nú um 12% af virði alls eignasafns Regins en samkvæmt ársskýrslu félagsins fyrir rekstarárið 2012 var hlutdeild hótela engin.



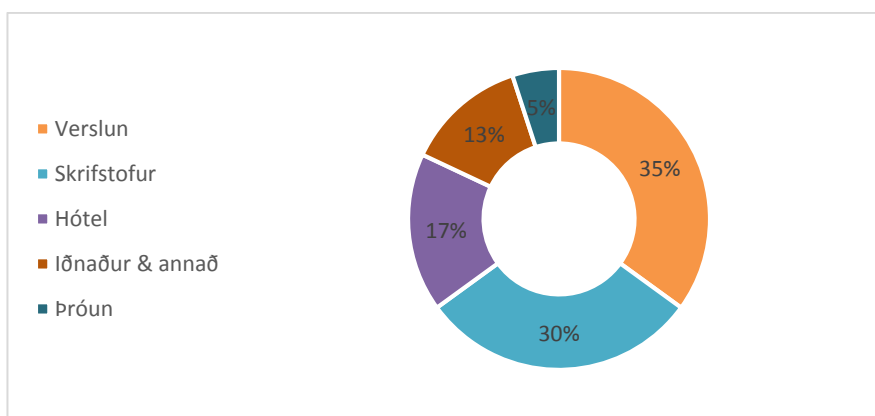
Mynd 2. Virði fasteigna Regins eftir flokkum.



Hluthafar í félaginu voru 760 talsins í árslok 2016 en þar af fóru 20 stærstu hluthafarnir með um 4/5 af öllu hlutafé félagsins. Lífeyrissjóðir eru þar fyrirferðarmestir en hlutur þeirra var rúm 43%. Lífeyrissjóður verslunarmanna var stærsti einstaki eigandi bréfa í félaginu, líkt og í félagi Eikar. Þegar litið er til þeirra helstu breytinga sem orðið hafa á eignarhaldi á milli ára, má sjá að áhugi erlendra aðila virðist vera að aukast á félaginu en hlutur þeirra var um 3% í lok árs. Á árinu var hlutafé aukið um 126 m.kr. á nafnverði sem nýtt var til kaupa á tveim fasteignafélögum, Ósvör og CFV1. Hækkun gengis hlutabréfaverðs félagsins var umtalsverð. Hækkunin var langt umfram úrvalsvísitöluna (OMIXI8) og nam hækkunin 33,7% þegar miðað er við árslokaverð. Markaðsvirði félagsins nam því 40,7 m.kr. á sama tíma og bókfært virði eigin fjár félagsins var metið í árslok 29,3 ma.kr.

### 2.3 Reitir

Rekja má sögu Reita allt aftur til ársins 1987 þegar byggingu Kringlunnar lýkur. Frá þeim tíma hefur mikið vatn runnið til sjávar og félagið tekið miklum breytingum. Nafnið Reitir var tekið upp árið 2010 þegar samruni varð á eignarhlut kröfuhafa í félaginu en félagið hét áður Landic Property. Reitir eru nú stærsta félagið á Íslandi sem sérhæfir sig í útleigu atvinnuhúsnæðis og er eignasafnið nú um 440 þúsund fermetrar. Langstærstur hluti eignasafnsins er staðsett á höfuðborgarsvæðinu eða um 92% af heildarvirði fjárfestingareigna félagsins. Skipting eignasafnsins eftir flokkum er keimlík því hlutfalli sem tvö fyrrnefndu félögin hafa á sínu eignasafni. Hlutfall hótela af heildarvirði er þó áberandi mest hjá félagi Reita.



**Mynd 3. Virði fasteigna Reita eftir flokkum.**

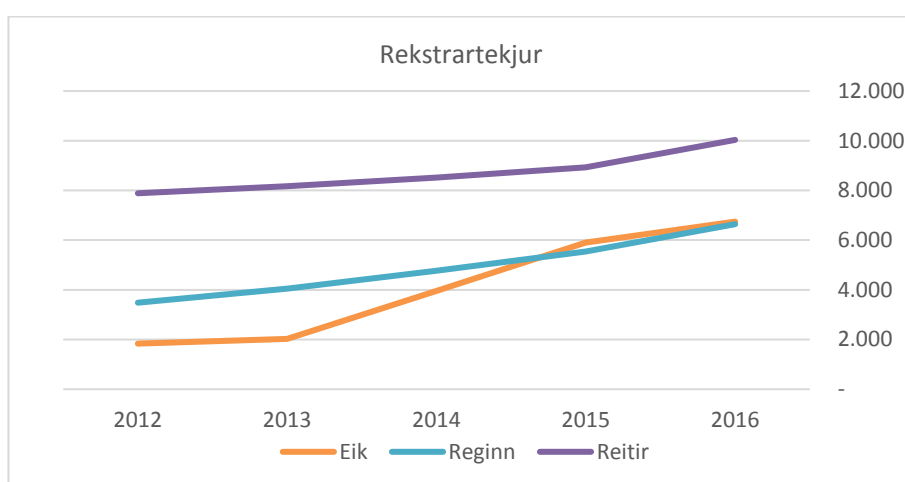
Félagið hefur á undanförunum árum lækkað skuldahlutfall sitt umtalsvert en skuldir voru í árslok 2012 nærri fimm sinnum hærri en eigið fé félagsins. Skuldir í árslok 2016 voru

hins vegar aðeins um þriðjungi hærri en eigið fé félagsins. Reitir hafa vaxið töluvert frá árinu 2012 en þó mun hægar en hin félögin tvö, Reginn og Eik. Samt sem áður er félagið enn langstærst af þeim félögum sem hér eru tekin til skoðunar. Virði heildareigna Reita var nú í lok síðasta rekstrarárs um 60% hærra en virði eigna Regins sem var þá næststærst með tilliti til heildarvirðis. Hluthafar í félaginu eru töluvert fleiri en í hinum tveim félögunum en þeir voru 1.854 í árslok 2016. Tíu stærstu hluthafarnir réðu á sama tíma yfir um 60% af öllu hlutafé félagsins og var stærsti einstaki eigandinn Gildi – lífeyrissjóður.

### 3 Samanburður á milli félaga

Í þessum kafla verður rekstur fasteignafélaganna þriggja, sem nú eru skráð á aðallista Kauphallarinnar, krufinn og fjárhagsstærðir bornar saman á milli félaga. Lykiltölur úr ársreikningum og útreiknaðar kennitölur um arðsemi, skuldsetningu og markaðsvirði félaganna eru settar fram á myndrænan hátt fyrir tímabilið 2012-2016. Allir útreikningar á kennitölum voru byggðir á gögnum úr opinberum ársreikningum og ársskýrslum félaganna frá árunum 2012-2016.

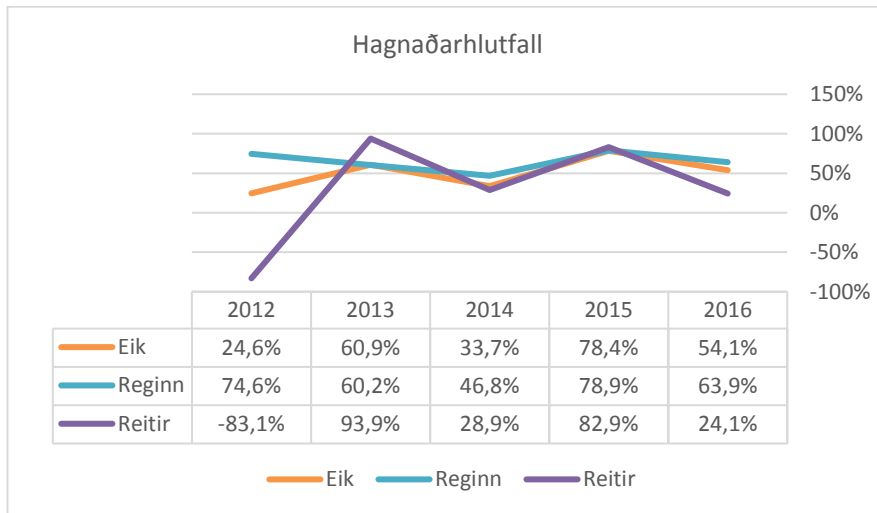
#### 3.1 Rekstartekjur



Mynd 4. Þróun rekstartekna á tímabilinu 2012-2016.

Rekstartekjur félaganna hafa aukist samfelld frá rekstarárinu 2012 til ársins 2016. Þegar rekstartekjur eru bornar saman eftir félögum kemur í ljós að tekjur Eikar hafa vaxið hraðast á tímabilinu eða um 367%. Hafa þarf í huga að gífurlegur vöxtur rekstartekna Eikar á milli 2013-2104 skýrist af því að félagið festi kaup á fasteignafélögunum EF1 og Landfestum. Fjárfestingareignir jukust því um 169% á milli ára samhliða 95% vexti rekstartekna.

### 3.2 Hagnaðarhlutfall

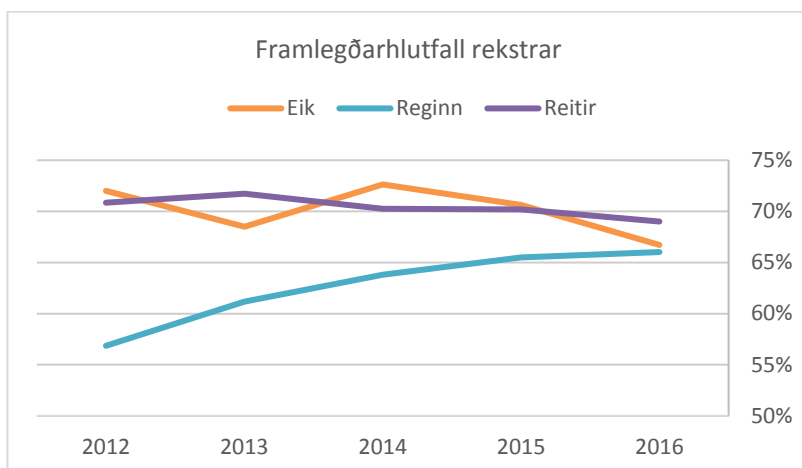


**Mynd 5. Hagnaðarhlutfall eftir félögum á tímabilinu 2012-2016.**

Hlutfall hagnaðar eftir skatta af rekstartekjum flókti mikið á milli ára og skýrist það af því hve matsbreytingar fjárfestingareigna voru misjafnar eftir rekstarári. Hagnaðarhlutfall Reita var til að mynda mjög neikvætt árið 2012 vegna þess hve mikið fjárfestingareignirnar voru færðar niður á árinu og að sama skapi rauk hlutfallið upp árið 2013 þegar matsbreytingar voru mjög jákvæðar.

Meðaltal og miðgildi hagnaðarhlutfalls var hæst hjá Reginn á tímabilinu 2012-2013 en vert er að horfa til þess að félagið var það eina af þeim félögum sem tekin voru til skoðunar sem færði bókfært virði fjárfestingareigna sinna upp öll rekstarárin. Í ljósi þess hve matsbreytingar lita hlutfallið er erfitt að túlka það með tilliti til rekstarhagkvæmni og því er betra að bera EBITDA-framlegð félaganna saman.

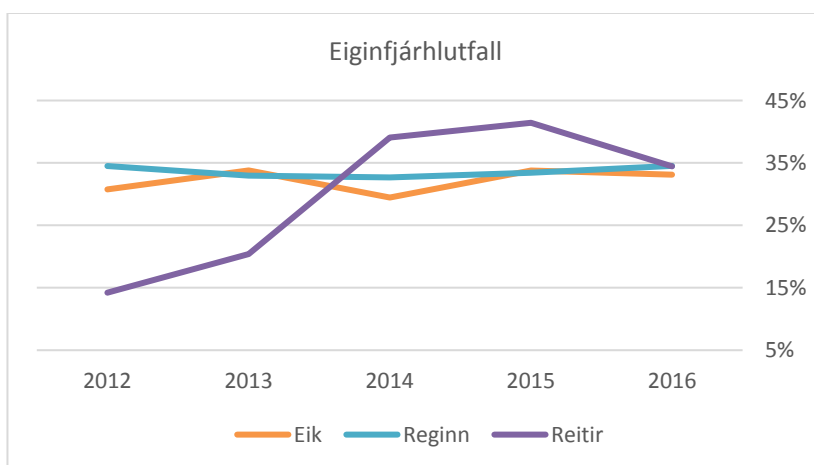
### 3.3 Framlegð rekstrar



**Mynd 6. Framlegðarhlutfall rekstrar á milli félaga á tímabilinu 2012-2016.**

Framlegðarhlutfall eða EBITDA-framlegð félaganna er nokkuð jafnt fyrir síðasta rekstarár 2016. Munar þar 3% á milli Reita sem höfðu hæsta hlutfallið (69%) og Regins sem hafði lægsta hlutfallið (66%). Sögulegt meðaltal síðustu fimm ára sýnir að hlutfallið hefur verið hæst hjá Reitum en lægt hjá Reginn. Hins vegar hefur Reginn sótt mikið á frá árinu 2012 og hefur félagið náð að hækka EBITDA-framlegð sína jafnt og þétt úr 56,9% í 66% á síðasta ári. Reginn er því að nálgast Eik og Reiti í framlegðarhlutfalli og má því álykta sem svo að félagið sé að auka rekstrarhagkvæmni sína. Almennt hátt framlegðarhlutfall félaganna segir þó ekki alla söguna og rétt er að líta til þess hve skuldsett félögin eru og hve mikið af rekstrarhagnaði þeirra rennur til lánadrottna í formi fjármagnsgjalda.

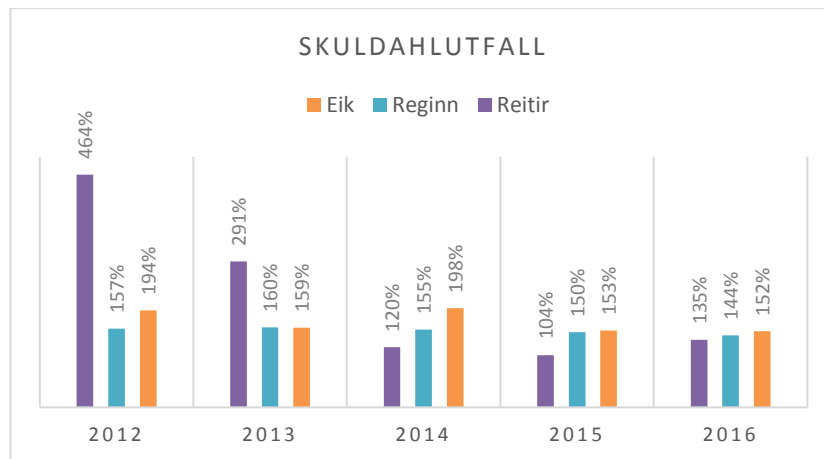
### 3.4 Eiginfjárlutfall



**Mynd 7. Eiginfjárlutfall fasteignafélaganna á tímabilinu 2012-2016.**

Eiginfjárhlutfall Eikar og Regins hefur haldist nokkuð jafnt út tímabilið á sama tíma og mikil breyting hefur orðið á eiginfjárhlutfalli Reita. Má það að hluta til þakka góðum rekstarafgangi og jákvæðum matsbreytingum síðustu fjögur ár sem félagið hefur skilað hagnaði. Útgáfa á nýju hlutafé hefur einnig stutt við hærra hlutfall eigin fjár.

### 3.5 Skuldahlutfall

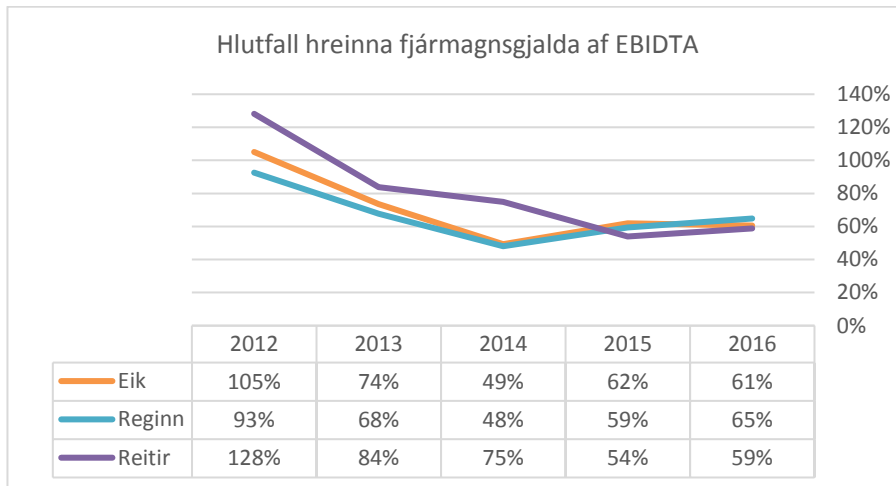


**Mynd 8. Hlutfall skulda af eigin fé á tímabilinu 2012-2016.**

Hlutfall vaxtaberandi skulda af eigin fé félaganna hefur lækkað á tímabilinu 2012-2016 og eru félögin þrjú nú með svipað skuldahlutfall. Reitir sem höfðu langhæsta hlutfallið hafa lækkað skuldahlutfall sitt mikið og eru nú með það lægsta af félögunum. Þrátt fyrir að skuldahlutfall allra félaganna hafi lækkað á tímabilinu hafa vaxtaberandi skuldir þeirra aukist. Vöxtur vaxtaberandi skulda var mestur á tímabilinu hjá Eik eða um 345%. Vöxturinn var hins vegar aðeins 3% á sama tímabili hjá Reitum.

Vöxtur heildareigna félaganna hefur aftur á móti aukist hraðar en skuldirnar og kemur það heim og saman við lækkandi skuldahlutfall. Vöxtur félaganna var mismikill á fyrrnefndu tímabili en mestur var vöxtur eigna Eikar þar sem heildareignir jukust um 379%. Eignir Reita jukust minnst eða um 47%.

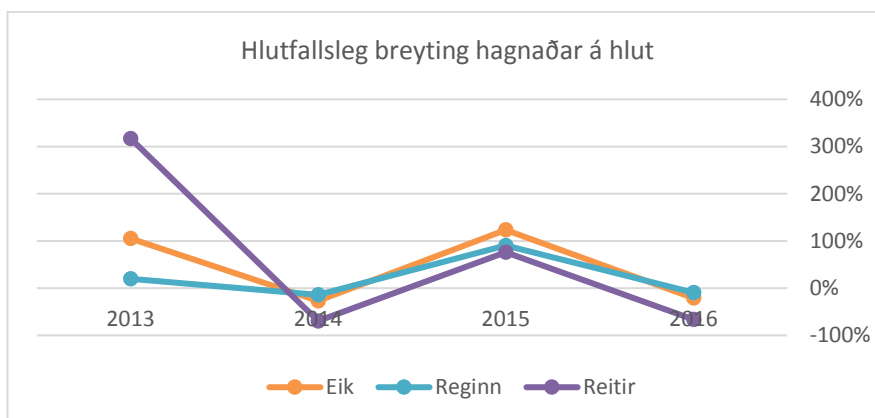
### 3.6 Vaxtaþekja



**Mynd 9. Vaxtaþekja á milli félaga á tímabilinu 2012-2016.**

Þegar horft er til hlutfalls hreinna fjármagnsgjalda af EBITDA, má sjá að félögin áttu erfitt með að dekkja fjármagnskostnað með rekstarhagnaði. Þrátt fyrir að EBIDTA-framlegð Reita árið 2012 hafi verið rúm 70%, þá voru hrein fjármagnsgjöld 91% af rekstrartekjum eða 128% af EBITDA. Fjármagnskostnaður sem hlutfall af EBIDTA hefur lækkað umtalsvert á síðustu árum og var nú á síðasta ári um 60% hjá félögunum þremur. Gefur það til kynna að félögin séu mun betur í stakk búin til að mæta skuldbindingum sínum nú en á fyrri hluta tímabilsins.

### 3.7 Hagnaður á hlut



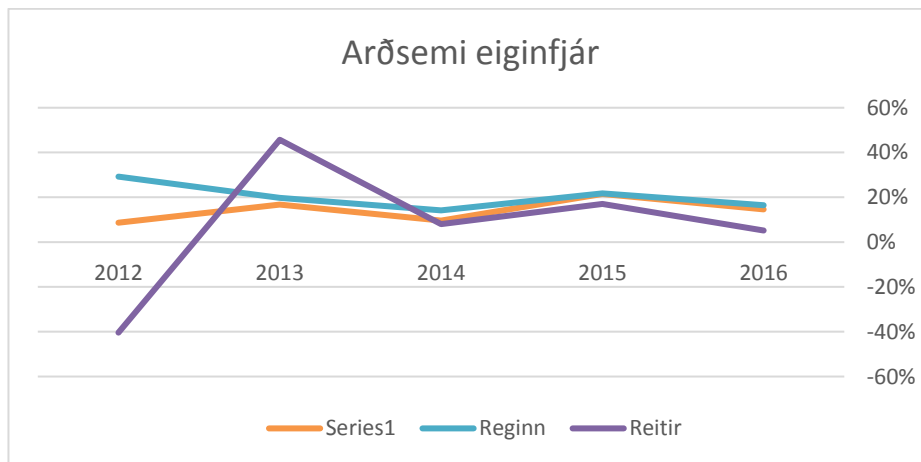
**Mynd 10. Hlutfallsleg breyting hagnaðar á hlut á milli ára eftir félögum á tímabilinu 2012-2016.**

Mikið flökt hefur verið á því hvernig hagnaður á hlut hefur breyst á milli ára. Á þetta við öll félögin þrjú. Mesta stökkið var hjá Reitum á milli árunna 2012 og 2013. Hagnaður á hlut jókst þá um 317% á milli ára. Eins og komið var inn á hér fyrr voru fjárfestingareignir

Reita færðar stórlega niður á bókfærðu virði á árinu 2012, en matsbreytingar fyrir rekstrarárið 2013 voru mjög jákvæðar og hafði þetta töluverð áhrif á hagnað félagsins.

Þegar litið er til meðalvaxtar á hagnað á hlut var jákvæður meðalvöxtur hæstur hjá Reitum. Meðalvöxtur hagnaðar á hlut hjá Reitum var 64% en miðgildi vaxtar var hins vegar mun lægra eða aðeins 5%. Þessi mikli meðalvöxtur skýrist þó að mestu af því hve mikið stökk var á hagnaði á milli áruna 2012-2013. Afkoman fór þá úr verulegu tapi yfir í mikinn hagnað. Það er því e.t.v. betra að horfa til vaxtar á hagnað yfir allt tímabilið. Þar kemur Eik best út en félagið var með jákvæðan vöxt á hlut yfir allt tímabilið fyrir utan árið 2016 þegar hagnaður á hlut dróst saman um 20% frá fyrra ári. Árlegur vöxtur hagnaðar á hlut Eikar reiknast 29% yfir tímabilið.

### 3.8 Arðsemi



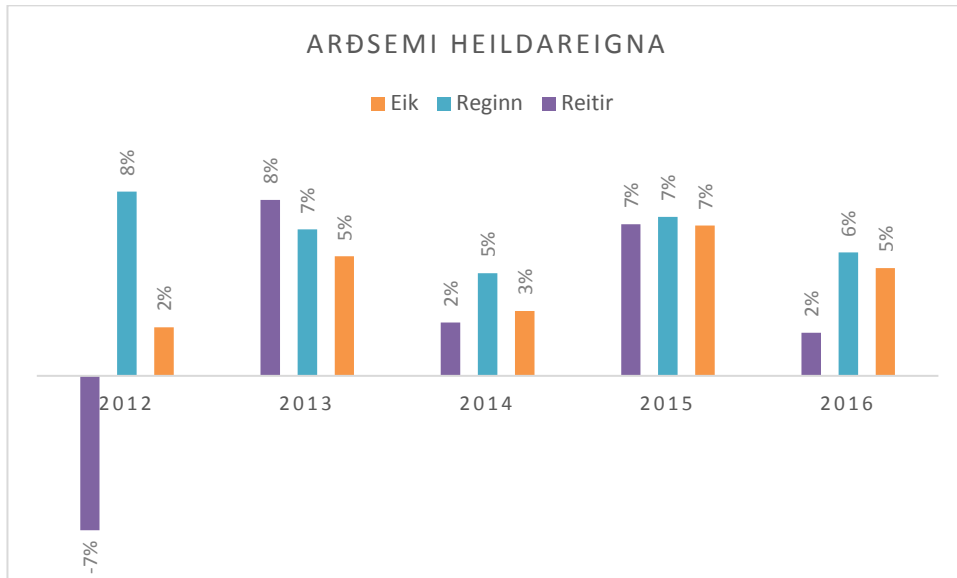
**Mynd 11. Arðsemi eigin fjár á milli félaga á tímabilinu 2012-2016.**

Reitir skáru sig verulega úr fyrir árið 2016 þegar arðsemi eigin fjár félaganna er borin saman. Arðsemi Reita var aðeins um 5% á sama tíma og arðsemi eigin fjár Eikar (15%) og Regins (16%) var öllu hærri. Horfa verður til þess að Reitir færðu mun lægri matsbreytingar til bóka en Eik og Reginn þetta sama ár. Matsbreytingar á tímabilinu 2012-2016 hafa haft mikil áhrif á hvernig arðsemi eigin fjár mælist hverju sinni. Arðsemi eigin fjár Reita til að mynda var um 45% árið 2013, en voru jákvæðar matsbreytingar Reita það rekstarár hærri en rekstartekjur félagsins.

Árin 2014-2016 mælist arðsemi eigin fjár Reita lægst öll þrjú árin af félögnum þrem. Benda má að sá munur gæti skýrst af því að á sama tímabili var eiginfjárhlutfall Reita herra en Regins og Eikar. Þegar rýnt er í meðalarðsemi eigin fjár á árunum 2012-2016,



hefur Reginn hæsta hlutfallið á tímabilinu eða um 20%, Eik þar á eftir með meðalarðsemi upp á 14% og Reitir reka lestina með 7%.



**Mynd 12. Arðsemi heildareigna á milli félaga á tímabilinu 2012-2016.**

Mesti munur á arðsemi heildareigna á milli félaga var árið 2012 þegar útreikningar sýna að Reginn nær fram mestri arðsemi á tímabilinu á sama tíma og Reitir sýndu mikið tap og höfðu því neikvæða arðsemi. Munur á arðsemi heildareigna á milli félaga hefur síðan jafnast nokkuð. Árið 2015 var arðsemi allra félaga um 7%. Síðastliðið rekstarár 2016 lækkað arðsemin og skáru Reitir sig þá nokkuð úr og var arðsemi heildareigna þeirra það árið aðeins um 2%. Meðalarðsemi félaganna á tímabilinu 2012-2016 gefur til kynna að arðsemi heildareigna hafi verið mest hjá Reginn eða rúm 6% og lægst hjá Reitum. Arðsemi eigna Reita var tæp 2,5% að meðaltali á milli árana 2012-2016.

Varlega þarf að fara í að draga ályktanir með tilliti til meðalarðsemi eigin fjár og heildareigna. Arðsemishlutföllin sveiflast mikið á milli ára og þá sérstaklega í tilviki Reita. Með einföldu tölfræðiprófi er því ekki hægt að sýna fram á marktækan mun á milli meðalarðsemi félaganna. Aftur á móti þegar horft er framhjá meðalarðsemi og arðsemin stíguð fyrir hvert ár, kemur í ljós að arðsemi heildareigna Regins var hæst í öllum tilvikum nema árið 2013.

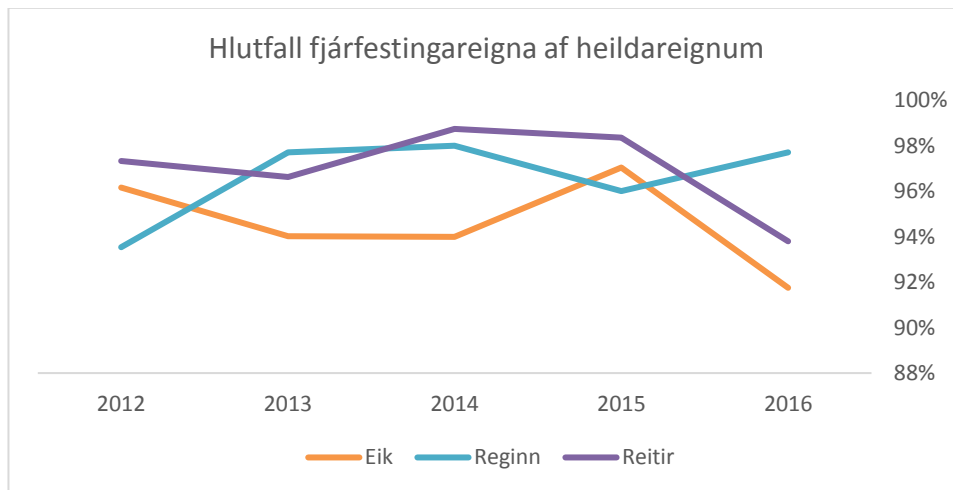
### 3.9 Gangvirðismat

Félögum sem hafa skráð verðbréf sín á skipulögðum verðbréfamarkaði innan Evrópska efnahagssvæðisins ber skylda til að beita alþjóðlegum reikningsskilastöðlum við gerð samstæðureiknings síns skv. 4. gr. reglugerðar (EB) nr. 1606/2002. Ákvæði þessarar

reglugerðar Evrópuþingsins skulu hafa lagagildi hér á landi skv. 88. gr. laga um ársreikninga nr. 3/2006.

Þar sem fasteignafélögin þrjú sem höfundur tók fyrir eru skráð í íslensku kauphöllina ber þeim að gera ársreikninga sína samkvæmt þeim reglum sem kynntar voru í síðustu málgrein. Fasteignir eru langstærstur hluti eigna félaganna og eru þær flokkaðar sem fjárfestingareignir. Um meðhöndlun fjárfestingareigna er sérstaklega fjallað í alþjóðlegu reikningskilastöðlunum.

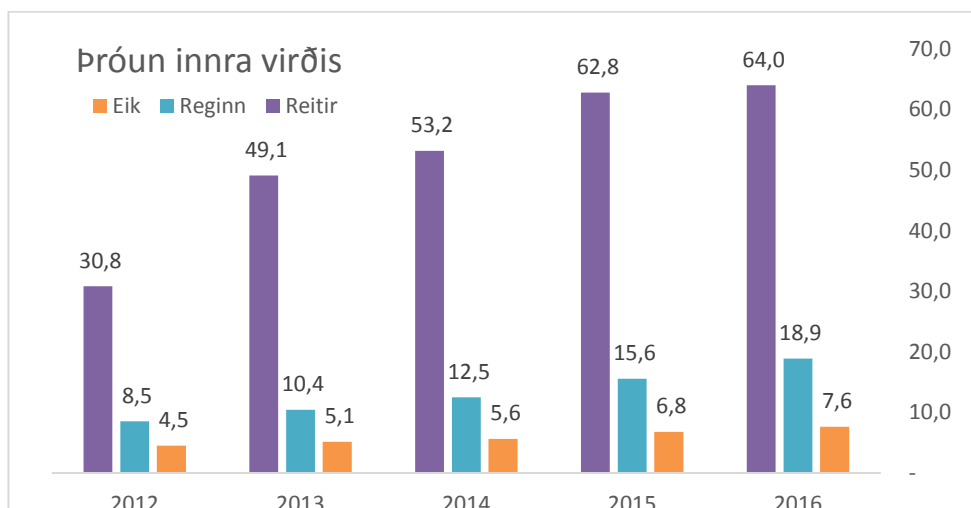
Félög sem beita alþjóðlegum reikningskilastöðlum (IFRS) skulu í samræmi við reikningskilastaðal IAS 40 færa fjárfestingareignir sínar upphaflega á kostnaðarverði en er síðan heimilað að færa fjárfestingareignir á gangvirði eftir upphaflega skráningu. Reikningskilastaðallinn IFRS 13 fjallar um framkvæmd gangvirðismats á eignum sem annaðhvort er skylt eða heimilað að færa á gangvirði. Fasteignafélögin færa fjárfestingareignir sínar á gangvirði og þar sem fjárfestingareignir eru hátt hlutfall af heildareignum mætti ætla að bókfært virði félaganna ætti að endurspegla markaðsvirði þeirra. Því líkt og segir í staðlinum (IFRS 13) er gangvirði það verð sem fengist fyrir eign eða skuld í skipulögðum viðskiptum á milli aðila á matsdegi (Deloitte, 2015).



**Mynd 13. Hlutfall fjárfestingareigna af heildareignum á tímabilinu 2012-2016.**

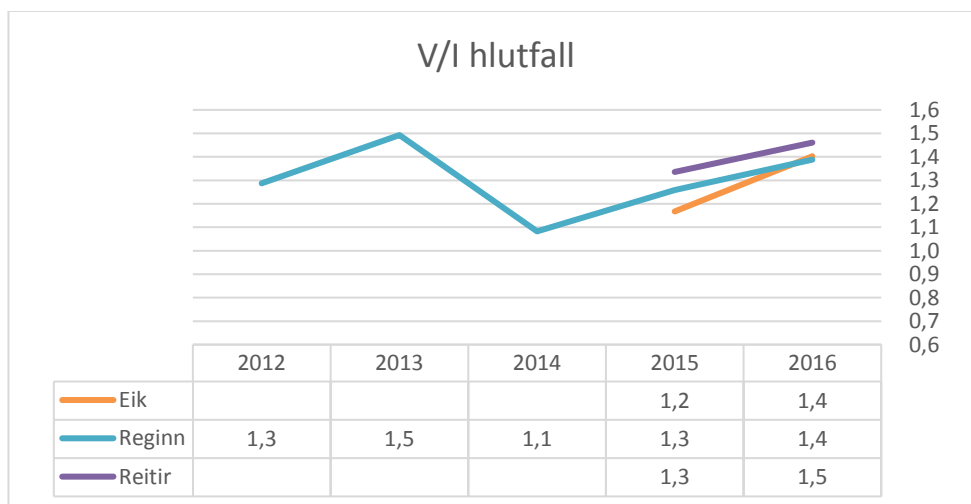
Gangvirðisbreytingar fjárfestingareigna eru færðar í gegn um rekstur undir liðnum matsbreyting fjárfestingareigna í ársreikningum félaganna. Matsbreyting fjárfestingareigna er síðan færð á óráðstafað eigið fé og hefur því áhrif á innra virði félaganna.

### 3.10 Bókfært virði og markaðsverð



Mynd 14. Þróun innra virðis félaganna á tímabilinu 2012-2016.

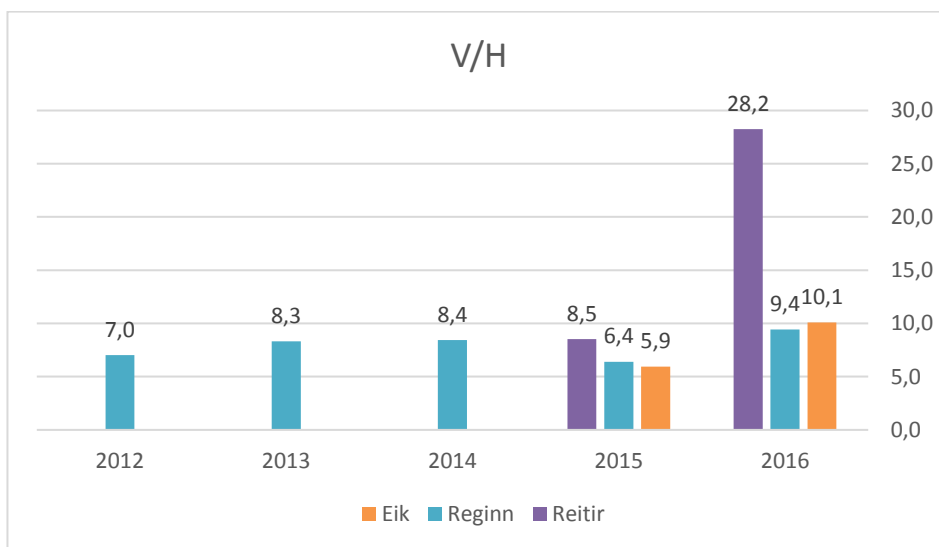
Innra virði félaganna hefur verið að skriða upp á við jafnt og þétt síðustu ár, sem meðal annars skýrist af miklum matsbreytingum fjárfestingareigna og góðum hagnaði. Þegar ársreikningar Reita eru skoðaðir kemur í ljós að innra virði félagsins hækkar sérstaklega mikið á milli árána 2012-2013 og 2014-2015. Þar vea mest miklar gangvirðisbreytingar á fjárfestingareignum árið 2013 og 2015.



Mynd 15. V/I hlutfall félaganna í lok hvers árs á tímabilinu 2012-2016.

Hlutfall markaðsvirðis og eigin fjár eða V/I hlutfall var nokkuð yfir 1 hjá félögunum þremur á tímabilinu 2012-2016. Markaðsverð félaganna var í öllum tilvikum hærra en bókfært verð þeirra í lok hvers árs sem er áhugavert, því eins og kom fram hér að ofan ætti gangvirði eigna að endurspegla markaðsvirði. Hvað það er sem veldur þessum mismun á milli markaðsverðs og bókfærðs verðs liggur ekki hreint fyrir en vikið verður að hugsanlegum skýringum í næsta kafla.

Reiknað V/I hlutfall Regins nær lengra aftur í tímann þar sem félagið var skráð mun fyrr á markað en Eik og Reitir. Ef horft er til breytinga á hlutfalli Regins, þá má sjá að hlutfallið fór nokkuð hátt í lok árs 2013 en lækkaði svo töluvert á milli ára og var 1,1 í lok árs 2014. V/I hlutfall Regins hefur frá þeim tíma vaxið og var hlutfallið svipað hjá félögunum þremur við lok síðasta árs. Merkja má vöxt hjá öllum félögum á milli árana 2015-2016 og var hlutfallið hæst hjá Reitum í lok árs 2016. Það er athyglisvert í ljósi þess að arðsemi eigin fjár var lægst hjá Reitum það sama ár, en félög með hærri arðsemi eigin fjár eru líklegri til að hafa herra V/I hlutfall. Á hinn bóginn gæti hátt V/I hlutfall Reita skýrst af því að fjárfestar telja að hagnaður og arðsemi muni aukast á komandi árum.



**Mynd 16. V/H hlutfall félaganna í lok hvers árs á tímabilinu 2012-2016.**

Þegar skoðað er V/H hlutfall fasteignafélaganna þriggja með tilliti til hagnaðar á hlut á ársgrundvelli og kaupgengi hlutabréfa við árslok, má sjá að hlutfallið óx þó nokkuð frá árslokum 2015 til ársloka 2016 hjá öllum félögum. Vöxturinn var á bilinu 47%-330% og var vöxturinn langmestur hjá Reitum, þar sem hlutfallið fór úr 8,5 í 28 á milli ára. Hagnaður á hlut fyrir rekstarárið 2016 væri þá 28 ár að skila aftur ígildi markaðsverðs bréfa félagsins við árslok. Mikill samdráttur í hagnaði skýrir þetta mikla stökk og vega þar matsbreytingar þungt en þær drógust saman um nærri 95% á milli ára.

## 4 Tekjuskattsskuldbinding og áhrif hennar á innra virði

Í alþjóðlegum reikningsskilastöðlum er fjallað um meðferð tekjuskattsskuldbindingar og hvenær félögum beri að færa tekjuskattsskuldbindingu. Samkvæmt reikningsskilastaðlinum IAS 12 skal félag færa tekjuskattsskuldbindingu fyrir skattskyldan tímabundinn mismun eigna eða skulda. Tímabundinn mismunur stafar af því að misræmi verður til á milli bókfærðs verðs eigna eða skulda og skattalegs verðs. Ef bókfært verð eignar er hærra en skattalegt verð hennar, þá ber félagi að færa skattskyldan tímabundinn mismun inn á tekjuskattsskuldbindingu félagsins. Eins þarf félag að færa tekjuskattsskuldbindingu ef bókfært verð skuldar er lægra en skattalegt verð hennar.

Um mat á tekjuskattsskuldbindingu vegna fjárfestingareigna sem metnar eru á gangvirði skv. IAS 40, gildir að matið sé byggt á skattalegum áhrifum sem verða við sölu á eignunum. Því þarf að myndast hagnaður við sölu á eignum svo tekjuskattsskuldbindingin komi til greiðslu, en hagnaður af sölu fjárfestingareigna myndast vegna mismunar á söluverði og stofnverði að frádregnum uppsöfnuðum afskriftum (Lög um tekjuskatt nr. 90/2003). Aftur á móti er félögum heimilt skv. 14. gr. tekjuskattslaga að fyrna aðrar eignir sínar sem nemur hinum skattskylda söluhagnaði.

Ástæða þess að mismunur verður til á milli bókfærðs verðs og skattalegs verðs fjárfestingareigna er að skattalegt verð miðast ekki við bókfært verð, heldur stofnverð eignarinnar en til stofnverðs telst kostnaðarverð eignar ásamt þeim kostnaði sem hlýst af við að koma eign í nothæft ástand (Lög um ársreikninga nr. 3/2006).

Ef bókfært verð eigna er lægra en skattalegt verð þeirra skulu félög færa tekjuskattsinneign fyrir frádráttarbæran tímabundinn mismun. Einnig skulu félög færa tekjuskattsskuldbindingu fyrir yfirfæranlegt skattalegt tap frá fyrri tímabilum. Um tekjuskattsinneign gildir að ekki eigi að færa hana nema að því marki að líklegt verði að hún muni nýtast á móti skattalegum hagnaði (Deloitte, 2015).

Stærstur hluti tekjuskattsskuldbindingar Eikar, Regins og Reita er færður vegna tímabundins mismunar á bókfærðu virði og skattalegu virði fjárfestingareigna félaganna. Það verður því að teljast líklegt að tekjuskattsskuldbinding þeirra muni koma seint til greiðslu eða jafnvel aldrei, svo framarlega að félögin haldi áfram rekstri og haldi áfram að afla nýrra fyrnanlegra eigna.

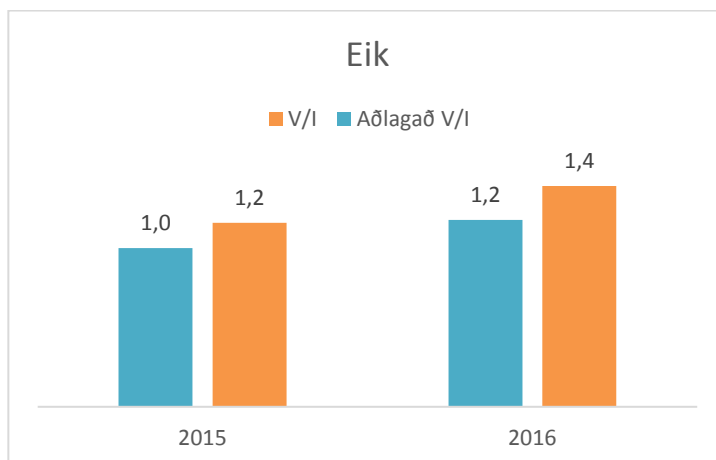
Stjórnendur félaganna gáfu til kynna í síðustu ársreikningum að þau muni ekki greiða tekjuskatt á næstu árum vegna nýtanlegs skattalegs taps frá fyrri árum. Tekjuskattsskuldbinding sem félögin höfðu fært á meðal skulda í efnahagsreikningi um síðustu áramót mun því ekki koma til greiðslu næstu árin og jafnvel mjög seint eða aldrei í ljósi þess að skuldbindingin skapast að langstærstum hluta vegna gangvirðisbreytinga sem mynda mismun á milli bókfærðs og skattalegs verðs. Tekjuskattsskuldbinding kæmi því ekki til greiðslu nema fjárfestingareignir yrðu seldar með skattalegum hagnaði og félagið hefði engar aðrar eignir til að fyrna á móti hagnaði.

Þess vegna er áhugavert að skoða hvort hærra markaðsverð en bókfært virði eigin fjár skýrist af því að fjárfestar meti það sem svo að tekjuskattsskuldbinding sé í raun ekki skuld og muni því ekki hafa áhrif á afkomu félaganna.

Ef það er hægt að meta það svo að tekjuskattsskuldbinding muni ekki koma til greiðslu er hægt að reikna innra virði með tilliti til tekjuskattsskuldbindingar þar sem skuldbindingin er færð af skuldahlið í efnahagsreikningi og til hækkunar á eigin fé.

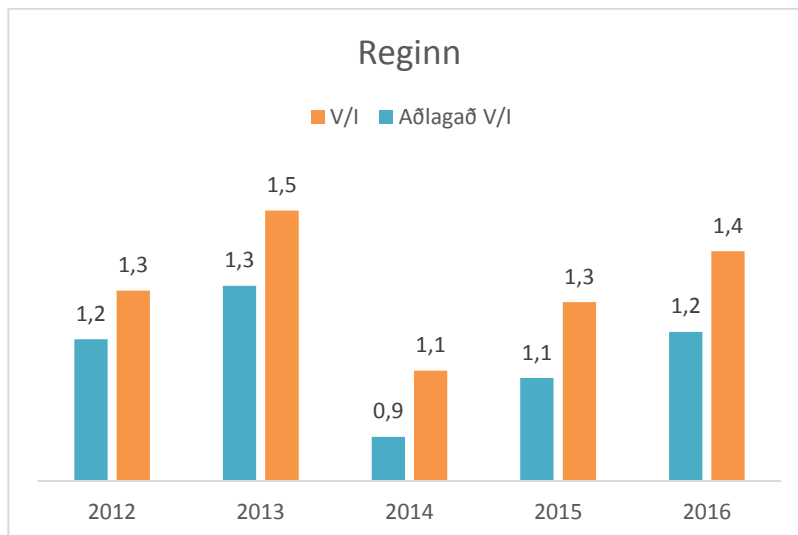
$$\text{Aðlagð innra virði} = \frac{\text{Eigið fé} + \text{Tekjuskattsskuldbinding}}{\text{Hlutfé}}$$

Nú þegar aðlagð innra virði hefur verið fundið mun það hafa áhrif á útreikning á V/I hlutfallinu, þar sem innra virði hækkar við þessa tilfærslu á tekjuskattsskuldbindingu í efnahagsreikningi. Hér á eftir er hefðbundið V/I hlutfall félaganna borið saman við aðlagð V/I hlutfall.



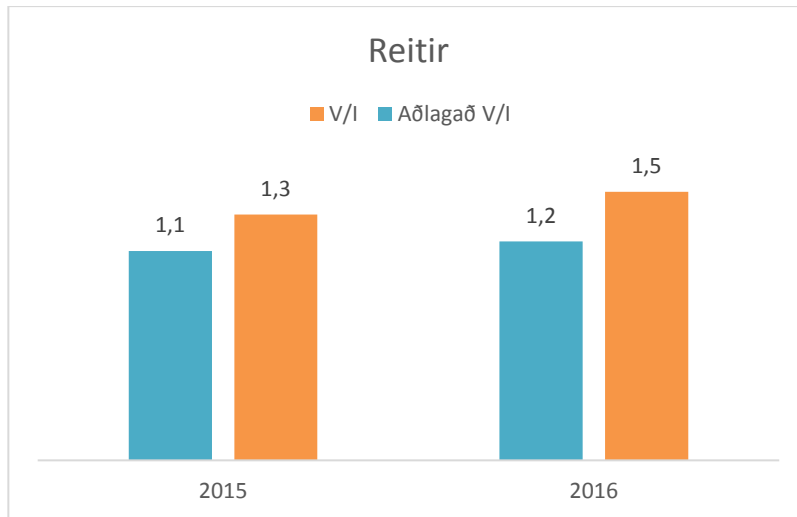
Mynd 17. V/I hlutfall og aðlagð V/I hlutfall Eikar á tímabilinu 2015-2016.

Lík og sjá má á mynd nr. 17 færast markaðsvirði Eikar nær bókfærðu virði þegar V/I hlutfall er reiknað með þessum hætti og árið 2015 virðist sem markaðsverð hafi verið á pari við bókfært virði félagsins. Árið 2016 er svo aftur orðinn skýr munur á milli markaðsverðs og bókfærðs verðs þrátt fyrir að tekið hafi verið tillit til tekjuskattsskuldbindingar. Markaðsvirði Eikar reiknast 20% hærra en bókfært virði hlutfjár félagsins í lok árs 2016 ef miðað er við aðlagað V/I hlutfall.



**Mynd 18. V/I hlutfall og aðlagað V/I hlutfall Regins á tímabilinu 2012-2016.**

Þegar tekið hefur verið tillits til tekjuskattsskuldbindingar við útreikning á V/I hlutfalli Regins má sjá að markaðsvirði var yfir bókfærðu virði út tímabilið fyrir utan árið 2014. Það gæti bent til þess að félagið hafi verið undirverðlagt það sama ár en hlutabréfaverð á hlutum félagsins í árslok 2014 var nokkuð lægra en í árslok 2013.



**Mynd 19. V/I hlutfall og aðlagð V/I hlutfall Reita á tímabilinu 2015-2016.**

Líkt og í tilfalli Eikar og Regins lækkar V/I hlutfall félagana þegar tekið hefur verið tillit til tekjuskattsskuldbindingar. Aðlagð V/I hlutfall er samt enn þá yfir einum og því er enn munur ár markaðsvirði og bókfærðu virði félagsins.

Þegar tekið hefur verið tillit til tekjuskattsskuldbindingar og aðlagð V/I hlutfall er reiknað fyrir öll félögin er niðurstaðan sú að enn er óútskýrður munur á milli innra virðis hlutafjár og markaðsvirðis. Engu að síður getur meðferð tekjuskattsskuldbindingar haft einhver áhrif á það hvernig V/I hlutfall félagana reiknast, þar sem fjárfestar líta ekki á færða tekjuskattsskuldbindingu sem skuld, heldur sem hluta af eigin fé félaganna sem þeir eru tilbúnir til að greiða fyrir.



## 5 Niðurstöður

Þegar ársreikningar eru skoðaðir og félögin þrjú borin saman út frá helstu lykiltölum, má sjá að félögin hafa búið við hagfelld rekstarskilyrði undanfarin ár. Félögin hafa nú öll síðustu fjögur ár skilað hagnaði sem hefur ýtt undir enn frekari vöxt með kaupum á fjárfestingareignum og yfirtöku á öðrum fasteignafélögum. Þrátt fyrir góða afkomu síðustu ár er rétt að benda á að stór hluti hagnaðar er tilkominn vegna gangvirðisbreytinga á fjárfestingareignum félaganna og því er áframhaldandi aukinn hagnaður að miklum hluta háður hækkandi gangvirði fjárfestingareigna.

Það má sjá á að framlegðarhlutfall rekstrar hefur ekki vaxið mikið samhliða stórauknum vexti rekstartekna og hefur hlutfall framlegðar í raun lækkað frá árinu 2012-2016 í tilfalli Eikar og Reita. Arðsemi eigin fjár og heildareigna hefur sveiflast mikið vegna mishárra matsbreytinga og hefði þeirra ekki notið við væri arðsemin mun lakari á tímabilinu. Lægra framlegðarhlutfall skýrir að hluta til lægri arðsemi sem og hækkandi hlutfall eigin fjár. Hlutfall eigin fjár var nú um síðust áramót mjög svipað á milli félaga og var það hjá öllum félögum á bilinu 33-35%, sem er merki um að félögin séu fjárhagslega sterk til að mæta áföllum sem kunna að verða. Eins er vaxtaþekja félaganna nú mun betri en á fyrra hluta tímabilsins þegar fjármagnskostnaður át upp nær alla framlegð.

Aðalviðfangsefni ritgerðarinnar var að kanna hvort markaðsvirði félaganna væri hærra en bókfært virði þeirra. Niðurstöður benda til þess að nokkuð augljós munur sé þar á milli og að hann hafi verið að aukast síðastliðin ár. Þegar tekið er tillit til tekjuskattskuldbindingar sem skapast hefur vegna tímabundins mismunar á bókfærðu verði fjárfestingareigna og skattalegu verði þeirra, og hún færð niður vegna nokkurrar vissu um að hún muni ekki koma til greiðslu á næstu árum, þá hækkar innra virði félaganna nokkuð og reiknaður munur á milli markaðsverðs og bókfærðs verðs lækkar. Þrátt fyrir leiðréttinguna stendur eftir munur á markaðsvirði og bókfærðu virði félaganna og því getur tekjuskattsskuldbinding ein og sér ekki skýrt þann mun. Engu að síður getur þetta verið þáttur í því misræmi sem er á milli bókfærðs verðs og markaðsverðs félaganna.

Hvað veldur þeim mun sem eftir stendur er erfiðara að átta sig á og af hverju munurinn virðist vera að aukast. Ólíklegt er að meðferð afskrifta hafi áhrif á hærra markaðsverð, þar sem nær allar eignir félaganna eru fjárfestingareignir sem metnar eru á gangvirði, svo eignirnar ættu að endurspeglar það markaðsvirði sem fengist fyrir þær á hverjum tíma.

Það er því líklegra að fjárfestar séu að meta einhverjar duldar eignir sem ekki hafa verið færðar í bækur félaganna. Það má ímynda sér að þessar duldu eignir gætu t.d. legið í vörumerkjum félaganna. Félögin hafa nú verið starfandi í nokkurn tíma og þar með skapað sér orðspor og viðskiptasambönd sem ekki hafa verið sérstaklega verðmetin.

Væntingar fjárfesta gætu einnig skýrt að hluta til þann mun sem eftir er þegar tekið hefur verið tillits til tekjuskattsskuldbindingar. Fjárfestar eru líklegri til að vilja greiða hærra verð fyrir bréf í félögum ef væntingar eru um aukna arðsemi. Hins vegar ef skoðuð er breyting sem varð á arðsemi félaganna á milli árunna 2015 og 2016, má sjá að arðsemi eigin fjár og heildareigna lækkaði fyrir öll félögin. Samt sem áður hækkaði V/I hlutfall félaganna á sama tíma. Því er ekki hægt rekja aukinn mun á markaðsvirði og bókfærðu virði til aukinnar arðsemi milli ára.

## 6 Lokaorð

Í þessari ritgerð leitaðist ég við að skýra þann mun sem er á bókfærðu virði og markaðsvirði þriggja íslenskra fasteignafélaga. Enginn vafi er á því að markaðsvirði félaganna hefur verið hærra en bókfært virði þeirra frá því að félögin voru skráð á markað. Markaðsvirði þeirra hefur verið á bilinu 20-50% hærra en bókfært virði. Að einhverjum hluta virðist meðferð tekjuskattskuldbindingar geta skýrt þann mun. Eftir stendur samt munur sem erfitt er að skýra. Getur verið að hlutabréfaverð sé of hátt eða eru eignir félaganna að einhverju leyti undirverðlagðar? Til að geta svarað því hefði þurft að leggjast í mun umfangsmeiri rannsókn og greiningu á ársreikningum og sjóðstreymi félaganna. Eins væri áhugavert að bera saman V/I hlutfall félaganna við V/I hlutfall sambærilegra félaga á erlendum mörkuðum.

## Heimildaskrá

- Árni Vilhjálmsson (1985). *Rannsóknir ársreikninga*. Reykjavík: Bóksala stúdenta
- Bernstein, L. A. og Wild, J. J. (1998). *Financial statement analysis (6.útgáfa)*. New York: McGraw-Hill
- Deloitte. (2015). IFRS – *Alþjóðlegir reikningskilastaðlar – samantekt 2015*. Sótt 25. apríl af: <https://www2.deloitte.com/is/is/pages/audit/articles/IFRS-in-your-pocket-2015.html>
- Eik fasteignafélag. (2013). *Ársskýrsla 2012*. Reykjavík: Eik fasteignafélag.
- Eik fasteignafélag. (2015). *Ársskýrsla 2014*. Reykjavík: Eik fasteignafélag.
- Eik fasteignafélag. (2017). *Ársskýrsla 2016*. Reykjavík: Eik fasteignafélag.
- Eik fasteignafélag. (2017). *Rekstaráætlun 2017*. Reykjavík: Eik fasteignafélag.
- Eik fasteignafélag. (á.á.). *Eik fasteignafélag*. Sótt 18. apríl 2017 af <http://www.eik.is/>
- Investopedia. (á.á.). *Price-To-Book Ratio – P/B Ratio*. Sótt 5. apríl 2017 af: <http://www.investopedia.com/terms/p/price-to-bookratio.asp>
- Investopedia. (á.á.). *Times interest earned – TIE*. Sótt 19. apríl 2017 af: <http://www.investopedia.com/terms/t/tie.asp>
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J. Og Warfield, T. D. (2011). *Intermediate accounting*. Hoboken, NJ.:John Wiley & Sons, Inc.
- KPMG. (2007). *Tekjuskattur*. Sótt 25. apríl 2017 af: <http://www.fbo.is/files/TekjuskatturKPMG021107.pdf>
- Lög um ársreikninga nr. 3/2006.
- Lög um tekjuskatt nr. 90/2006.
- Magnús Halldórsson (ritstj.) (2013). *Ársskýrsla Regins 2012*. Reykjavík: Reginn hf.
- Reginn. (2013). *Reginn hf. – Ársreikningur samstæðunnar 2012*. Sótt frá Reginn: <http://www.reginn.is/media/1302/reginn-hf-arsreikningur-2012-undirritadur.pdf>
- Reginn. (2014). *Reginn hf. – Ársreikningur samstæðunnar 2013*. Sótt frá Reginn: <http://www.reginn.is/media/1306/reginn-hf-arsreikningur-2013.pdf>
- Reginn. (2015). *Reginn hf. – Ársreikningur samstæðunnar 2014*. Sótt frá Reginn: <http://www.reginn.is/media/1159/reginn-hf-arsreikningur-2014-undirritadur.pdf>
- Reginn. (2017). *Ársskýrsla 2016*. Sótt frá Reginn: <http://arsskyrsla2016.reginn.is/markadurinn/#staerstuHluthafar>

- Reginn. (2017). *Reginn hf. – Ársreikningur samstæðunnar 2016*. Sótt frá Reginn: <http://www.reginn.is/media/1623/reginn-hf-arsreikningur-2016-undirritadur.pdf>
- Reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (EB) nr. 1606/2002, 4. gr. um beitingu alþjóðlegra reikningsskilastaðla
- Reitir. (2014). *Reitir fasteignafélag hf. – Ársreikningur samstæðunnar 2013*. Sótt af Reitir: [https://www.reitir.is/static/files/REITIR\\_fjarhagsuppl./reitir-fasteignafelag-arsreikningur-samstaedu-2013.pdf](https://www.reitir.is/static/files/REITIR_fjarhagsuppl./reitir-fasteignafelag-arsreikningur-samstaedu-2013.pdf)
- Reitir. (2015). *Reitir fasteignafélag hf. – Ársreikningur samstæðunnar 2014*. Sótt af Reitir: [https://www.reitir.is/static/files/REITIR\\_fjarhagsuppl./reitir-fasteignafelag-hf-arsreikningur-2014.pdf](https://www.reitir.is/static/files/REITIR_fjarhagsuppl./reitir-fasteignafelag-hf-arsreikningur-2014.pdf)
- Reitir. (2016). *Reitir fasteignafélag hf. – Ársreikningur samstæðunnar 2015*. Sótt af Reitir: [https://www.reitir.is/static/files/REITIR\\_fjarhagsuppl./2015-12/reitir-fasteignafelag-hf-arsreikn-ifrs-2015-undirritadur-lr.pdf](https://www.reitir.is/static/files/REITIR_fjarhagsuppl./2015-12/reitir-fasteignafelag-hf-arsreikn-ifrs-2015-undirritadur-lr.pdf)
- Reitir. (2017). *Ársskýrsla 2016*. Sótt frá Reitir: <https://www.reitir.is/arsskyrsla2016/eignasafn>
- Reitir. (2017). *Reitir fasteignafélag hf. – Ársreikningur samstæðunnar 2016*. Sótt af Reitir: [https://www.reitir.is/static/files/REITIR\\_fjarhagsuppl./2016-12/reitir-fasteignafelag-hf-31.12.16-arsreikningur.pdf](https://www.reitir.is/static/files/REITIR_fjarhagsuppl./2016-12/reitir-fasteignafelag-hf-31.12.16-arsreikningur.pdf)
- Sigurður B. Stefánsson. (2003). *Hlutabréf og eignastýring*. Reykjavík: Íslandsbanki.
- Weygandt, J. J. Kieso, D. E. og Kimmel, P. D. (2008). *Principles of financial accounting (8. útgáfa)*. Hoboken, N.J.:John Wiley & Sons, Inc.