

# Greinargerð stjórnar vegna yfirtöku tilboðs Regins hf.

26

13. september 2023

**EIK**



## Greinargerð stjórnar Eikar fasteignafélags vegna yfirtökutilboðs Regins hf.

### Inngangur

Þann 8. júní 2023 tilkynnti Reginn hf., kt. 630109-1080 („Reginn“ eða „tilboðsgjafi“), um þá ákvörðun stjórnar Regins að lagt yrði fram valfrjálst yfirtökutilboð í allt hlutafé útgefið af Eik fasteignafélagi hf., kt. 590902-3730 („Eik“, „Eik fasteignafélag“ eða „félagið“), í samræmi við ákvæði X. og XI. kafla laga nr. 108/2007 („lög um yfirtökur“).

Reginn birti opinbert tilboðsyfirlit í tengslum við yfirtökutilboðið þann 10. júlí 2023 („tilboðsyfirlitið“). Samkvæmt tilboðsyfirlitinu eru hluthöfum Eikar fasteignafélags boðnir hlutir í Regin í skiptum fyrir kvaða- og veðbandalaus hluti þeirra í félaginu. Taki allir hluthafar Eikar tilboðinu munu þeir fá í endurgjald að hámarki 1.544.202.597 hluti eða 46,0% útgefins hlutafjár í Regin í kjölfar viðskipta, miðað við útgefið hlutafé Regins þann 7. júní 2023.

Tilboðsverðið og þar með skiptihlutfallið er samkvæmt tilboðsyfirlitinu ákvarðað út frá markaðsvirði hvors félags fyrir sig miðað við síðasta viðskiptaverð hluta Eikar fasteignafélags og Regins á aðallista Nasdaq Iceland hf. („Kauphöll“) þann 7. júní 2023. Við birtingu tilboðsyfirlitsins átti Reginn enga hluti í Eik fasteignafélagi.

Yfirtökutilboð Regins er valfrjálst, þar sem því er beint til allra hluthafa Eikar fasteignafélags án þess að um tilboðs-skyldu sé að ræða skv. 1. mgr. 100. gr. laga um yfirtökur. Skilmálar tilboðsins uppfylla þó skilyrði ákvæða 2.-4. mgr. 103. gr. laga um yfirtökur eins og um skyldubundið yfirtökutilboð væri að ræða. Af því leiðir að tilboðsgjafa verður ekki skylt

að gera yfirtökutilboð í samræmi við 100. gr. laga um yfirtökur nái hann yferráðum í Eik fasteignafélagi, í skilningi umrædds ákvæðis, í kjölfar tilboðsins.

Samkvæmt tilboðsyfirlitinu verður tilboðsverðið greitt með hlutum í Regin, sem teknir hafa verið til viðskipta í Kauphöll, eigi síðar en 5 viðskiptadögum eftir að gildistími yfirtökutilboðsins rennur út. Tilboðsgjafi aflaði heimildar hluthafa til þess að hækka hlutafé þess til að efna uppgjör á valfrjálsu yfirtökutilboði í Eik fasteignafélagi á hluthafafundi þann 4. júlí 2023.

Tilboði Regins var upphaflega markaður gildistími í tíu vikur, frá kl. 13:00 hinn 10. júlí 2023 til kl. 13:00 hinn 18. september 2023. Þann 30. ágúst 2023 barst tilkynning frá Regin um að Fjármálaeftirlit Seðlabanka Íslands hafi samþykkt að framlengja gildistíma tilboðsins til kl. 13:00 þann 16. október 2023.

Tilboðið er háð því skilyrði að samkeppnisyfirvöld geri ekki athugasemd við kaup Regins á hlutum í Eik fasteignafélagi eða setji kaupunum skilyrði sem tilboðsgjafi sættir sig ekki við. Þá er tilboðið háð því ófrávíkjanlega skilyrði að handhafar að lágmarki 75% atkvæðaréttar Eikar fasteignafélags samþykki tilboðið.

Að öðru leyti en að framan greinir vísast til tilboðsyfirlitsins sem er aðgengilegt á eftirfarandi [slóð](#).

## Rökstutt álit stjórnar Eikar fasteignafélags

Samkvæmt 5. mgr. 104. gr. laga um yfirtökur skal stjórn félags sem tilboð tekur til semja og gera opinbera sérstaka greinargerð þar sem fram kemur rökstutt álit stjórnarinnar á tilboðinu og skilmálum þess. Í greinargerðinni skal einnig fjallað um álit stjórnarinnar á framtíðaráformum tilboðsgjafa og hvaða áhrif hún telur að tilboðið geti haft á hagsmuni félagsins, störf stjórnenda og starfsmanna þess, sem og staðsetningu starfsstöðva félags.

Eigi stjórnarmenn eða aðilar þeim fjárhagslega tengdir hlut í Eik, skulu þeir gera grein fyrir því hvort þeir hyggist samþykkja tilboðið.

Ef stjórn berst tímanlega álit frá fulltrúum starfsmanna á því hvaða áhrif tilboðið hafi á störf starfsmanna félagsins ber stjórn jafnframt að láta það álit fylgja með greinargerð sinni.

Enginn stjórnarmanna á aðild að yfirtökutilboði Regins eða er í samstarfi við tilboðsgjafa né hefur annarra hagsmuna að gæta í skilningi 6. mgr. 104. gr. laga um yfirtökur vegna yfirtökutilboðsins.

### Tilboðið og skilmálar þess

Samkvæmt tilboðinu er endurgjald fyrir hluti í Eik fasteignafélagi (tilboðsverðið) hlutir í tilboðsgjafa. Tilboðið verður að fullu fjármagnað með útgáfu nýrra hluta í tilboðsgjafa og hefur skiptihlutfallið verið fastsett í 46,0% af heildarhlutafé tilboðsgjafa eftir hlutafjárukningu, miðað við að allir hluthafar Eikar fasteignafélags taki tilboðinu.

Í tilkynningu tilboðsgjafa, sem birt var þann 8. júní 2023, kemur fram að skiptigengið hafi verið ákvarðað út frá dagslokagengi félaganna tveggja á síðasta viðskiptadegi áður en tilkynning í Kauphöll um fyrirhugað tilboð var birt, þ.e. þann 7. júní 2023. Gengi Eikar fasteignafélags var þann dag 10,4 og gengi tilboðsgjafa var 23,0.

Gengi hlutabréfa Eikar fasteignafélags hefur frá þeim tíma hækkað um 13,5% á meðan gengi hlutabréfa Regins hefur hækkað um 5,2%. Dagslokagengi félaganna daginn fyrir birtingu (12. september 2023) greinargerðar þessarar er 11,8 hjá Eik fasteignafélagi og 24,2 hjá Regin, sem myndi þýða að hlutfall hluthafa Eikar fasteignafélags í sameinuðu félagi væri 47,9% í stað 46,0%.

Stjórn félagsins óskaði eftir því að ráðgjafi félagsins, Arctica Finance hf., legði mat á greiðsluskilmála tilboðsins að teknu tilliti til verðlagningar á markaði og annarra viðurkenndra verðmælikvarða.

Niðurstaða sérfræðiálits Arctica Finance hf. á mati á virði annars vegar Regins og hins vegar Eikar með sjóðsteymisverðmati er að sanngjarnt skiptihlutfall sé þannig að hlutfall hluthafa Eikar skuli vera 50,6% og hlutfall hluthafa Regins 49,4%. Matið miðast við 6,2% veginn fjármagnskostnað hjá báðum félögum.

Um nánari forsendur fyrir framangreindri niðurstöðu er vísað til þess sem fram kemur í sérfræðiáliti Arctica Finance hf., sem er viðauki 1 við þessa greinargerð stjórnar. Niðurstaða Arctica Finance hf. er sú að yfirtökutilboð Regins sé ekki ásættanlegt fyrir hluthafa Eikar, hvorki út frá núverandi verðlagningu Eikar í Kauphöll, né öðrum verðmælikvörðum þegar kemur að samanburði við önnur félög.

Stjórn félagsins óskaði jafnframt eftir því að KPMG ehf., sem óháður þriðji aðili, legði mat á greiðsluskilmála tilboðsins með verðmati. Er niðurstaða KPMG ehf., byggt á opinberum upplýsingum, sambærilegri aðferðafræði, nálgun og forsendum fyrir bæði félög, sú að skiptihlutfall reiknast þannig að hlutfall hluthafa Eikar verði 50,5% en hlutfall hluthafa Regins 49,5% í sameinuðu félagi. Um nánari forsendur fyrir framangreindri niðurstöðu er vísað til þess sem fram kemur hjá KPMG ehf., sem er viðauki 2 við þessa greinargerð stjórnar

Þegar horft er til dagslokagengis Eikar og Regins síðasta viðskiptadag fyrir birtingu greinargerðar þessarar, niðurstöðu Arctica Finance hf. og niðurstöðu KPMG ehf. ætti hlutur hluthafa Eikar í sameinuðu félagi að vera hærri en boðið er í yfirtökutilboði Regins.

Þar sem skilmálar yfirtökutilboðs Regins kveða á um að hluthöfum Eikar verði boðnir hlutir í Regin í skiptum fyrir hluti þeirra í Eik þykir stjórn Eikar einnig rétt að gera grein fyrir og bera saman í sögulegu samhengi arðgreiðslustefnu félaganna, ávöxtun eignasafna (e. yield), skuldastöðu félaganna og árangri á hlutabréfamarkaði. Í viðauka 3 er jafnframt settur fram samanburður á eignasöfnum félaganna.

Inngangur

Álit stjórnar Eikar

Afstaða stjórnarmanna

Álit starfsmanna

Niðurstaða mats stjórnar

## Arðgreiðslustefna

Arðgreiðslustefna Eikar fasteignafélags er að greiða árlega út arð sem nemur allt að 50% af handbæru fé frá rekstri ársins að frádreginni þeirri fjárhæð sem nýtt verður í kaup á eigin bréfum fram að boðun næsta aðalfundar.

Arðgreiðslustefna Regins frá árinu 2019 er að stefna að því að greiða til hluthafa fjárhæð sem nemur um 1/3 hluta hagnaðar næstliðins rekstrarárs annað hvort í formi arðgreiðslna eða með kaupum á eigin bréfum og lækkun á hlutfé.

Arðgreiðslur Eikar og Regins á árunum 2016 til 2023, auk kaupa á eigin hlutabréfum, leiðrétt fyrir hlutfjárukningu þar sem hluthafar hafa skráð sig fyrir nýútgefnu hlutfé<sup>1</sup> hafa verið sem hér segir:

Eik fasteignafélag	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Greiddur arður	818	928	913	1.016		650	1.740	2.000
Endurkaup á eigin bréfum				298	46			
Nýtt fé sótt til hluthafa								
Fé til hluthafa	818	928	913	1.314	46	650	1.740	2.000
Fé til hluthafa % af eigin fé	3,5%	3,5%	3,1%	4,3%	0,1%	2,0%	4,6%	4,6%

Reginn	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Greiddur arður					535		1497	
Endurkaup á eigin bréfum				468	500		500	
Nýtt fé sótt til hluthafa					591			
Fé til hluthafa				468	444		1997	
Fé til hluthafa % af eigin fé	0%	0%	0%	1,1%	1,0%	0%	3,8%	0%

Samkvæmt ofangreindri töflu námu nettó greiðslur til hluthafa samtals 8,4 milljörðum króna hjá Eik fasteignafélagi á árunum 2016 til 2023, en 2,9 milljörðum króna hjá Regin á sama tímabili. Mismunurinn sýnir mismunandi getu og/eða vilja félaganna til arðgreiðslna og annarrar úthlutunar til hluthafa á tilgreindu tímabili. Í yfirlýsingu um stefnuáherslur tilboðsgjafa þann 31. ágúst 2023 kemur fram vilji hans til aukinna arðgreiðslna, sem stjórn telur sig ekki hafa forsendur til að leggja mat á.

## Ávöxtun eignasafns

Fermetrafjöldi eignasafna félaganna hefur tekið litlum breytingum frá árinu 2019, líkt og fram kemur í neðangreindri töflu.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H 2023
Próun fermetra	Eik	287.000	300.000	310.000	310.000	312.000	312.000	318.000
	Reginn	316.000	329.000	370.000	377.000	378.000	382.000	374.000

Ávöxtun (e. yield) eignasafna félaganna, reiknuð sem rekstrarhagnaður (EBITDA) deilt með meðalstöðu bókfærðs virðisfasteigna hefur verið sem hér segir á árunum 2016 - 2023:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H 2023
Ávöxtun eignasafna á	Eik	6,2%	6,0%	5,7%	5,8%	5,1%	5,5%	6,1%
ársgrundvelli	Reginn	6,0%	5,0%	4,7%	5,0%	4,5%	5,1%	5,0%

Ef rekstrarhagnaður (EBITDA) er leiðréttur fyrir viðhaldi<sup>2</sup>, bakfærslu virðisrýrnunar viðskiptakrafna<sup>3</sup> Eikar fasteignafélags á árinu 2023 og virði byggingarréttta einnig dregið frá eignasafni Eikar fasteignafélags fyrir fyrstu sex mánuði ársins 2022 þar sem Reginn seldi þróunareignir sínar á árinu 2022, er ávöxtun eignasafna Eik og Regins sem hér segir:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H 2023
Ávöxtun eignasafna á	Eik	5,8%	5,6%	5,3%	5,4%	4,7%	5,0%	5,3%
ársgrundvelli	Reginn	5,7%	4,9%	4,6%	4,8%	4,4%	4,9%	4,9%

Að meðaltali hefur ávöxtun eignasafns Eikar fasteignafélags þannig verið 43 punktum yfir ávöxtun eignasafns Regins og 41 punktum miðað við fyrstu sex mánuði ársins 2023.

<sup>1</sup> Á árinu 2020 var hlutfé Regins hækkað með forgangsréttarútbóði, þar sem hluthafar skráðu sig fyrir nýútgefnu hlutfé að fjárhæð 600 m.kr., í því skyni að lágmarka áhrif af útgreiðslu arðs á eiginfjár- og lausafjárstöðu Regins.

<sup>2</sup> Gerð er nánari grein fyrir leiðréttingu á viðhaldi og mismunandi nálgun Eikar og Regins á viðhaldi í viðauka 4 við greinargerð þessa.

<sup>3</sup> EBITDA Eikar er lækkuð um 195 m.kr. vegna tekjufærslu á virðisrýrnun viðskiptakrafna á fyrri helmingi 2023.

Inngangur

Álit stjórnar Eikar

Afstaða stjórnarmanna

Álit starfsmanna

Niðurstaða mats stjórnar

## Eiginfjárlutfall og skuldastaða

Eiginfjárlutfall Eikar fasteignafélags hefur verið hærra en Regins síðan árið 2020.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H 2023
Eiginfjárlutfall								
Eik	33,1%	32,1%	31,9%	31,7%	31,3%	32,6%	34,0%	35,6%
Reginn	34,5%	34,8%	31,6%	31,8%	30,6%	31,9%	29,8%	30,7%

Horft til greiðslugetu á móti nettó vaxtaberandi skuldum<sup>4</sup>, leiðrétt fyrir viðhaldi<sup>5</sup> og bakfærslu á virðisrýrnun viðskiptakrafna<sup>6</sup> Eikar fasteignafélags á árinu 2023, sést að skuldsetning Regins er 17,7% hærra á leiðréttri EBITDA en hjá Eik fasteignafélaga miðað við fyrstu sex mánuði ársins 2023.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1H 2023
Nettó vaxtaberandi skuldir / EBITDA								
Eik	10,8	11,5	12,0	11,6	13,5	12,3	11,4	11,3
Reginn	11,6	12,8	15,4	12,8	14,7	13,1	13,6	13,3

Skuldsetning Regins hefur verið hærra en Eikar á ofangreindu tímabili.

## Framtíðaráform tilboðsgjafa

Í samantekt tilboðsyfirlitsins kemur fram að Reginn hyggst sækja fram undir nýju nafni og væntir samlegðar af viðskiptunum. Markaðsvirði Eikar og Regins sé af sambærilegri stærðargráðu og hluthafar beggja félaga njóti góðs af væntum ávinningi viðskiptanna. Þá sé horft til þess að félagið verði áhugaverðari fjárfestingarkostur ásamt því sem félagið verði á meðal þeirra verðmætustu í Kauphöll.

Gangi viðskiptin eftir er jafnframt gert ráð fyrir að fasteignasafn Eikar fasteignafélags verði straumlínulagað með hliðsjón af stefnumörkun Regins um uppbyggingu á sterkum kjörnum og sjálfbærni. Það feli meðal annars í sér að ákveðnar eignir verða seldar, auk þess að þær eignir sem teljast til þróunareigna verða seldar eða þróaðar í samstarfi við sérhæfðan aðila með það að markmiði að hámarka verðmæti fyrir hluthafa. Reginn hafi byggt upp skilgreindan farveg fyrir þróunareignir í

samstarfi við Klasa ehf., sem sé eitt reynslumesta fasteignapróunarfélag landsins. Gert er ráð fyrir að um þriðjungur af stærð eignasafns Eikar fasteignafélags falli undir fyrrnefnda straumlínulögun sem ráðgert sé að geti tekið allt að 36 mánuði.

Vísast annars til tilboðsyfirlitsins varðandi nánari umfjöllun um framtíðaráform tilboðsgjafa.

## Áhrif framtíðaráforma Regins á Eik

Stjórn Eikar fasteignafélags er sammála ýmsu af því sem fram hefur komið um framtíðaráform Regins en ljóst er að ef áætlanir tilboðsgjafa um sameiningu við Regin ná fram að ganga verða umtalsverðar breytingar á starfsemi Eikar, hagsmunum félagsins, störfum stjórnenda, starfsfólks og staðsetningu starfsstöðva þess.

Í eftirfarandi umfjöllun eru rakin helstu atriði sem stjórn félagsins er ósammála eða telur betur komið fyrir á annan veg en ráða má af því sem fram hefur komið um framtíðaráform tilboðsgjafa.

- *Vísendingar eru um samlegð við lægri mörk*

Samkvæmt framtíðaráformum tilboðsgjafa, sem fram koma í tilboðsyfirlitinu, er gert ráð fyrir að samlegð geti numið 300 – 500 m.kr. á ári þegar frá líður, án viðskipta- og einkskiptiskostnaðar. Þá kom fram í fjárfestakynningu Regins fyrir fyrstu sex mánuði ársins 2023 að samlegðin geti numið 300 – 700 m.kr.

Stjórn Eikar óskaði eftir því að Arctica Finance hf. legði mat á möguleg samlegðaráhrif og er niðurstaða þess að talið er að samlegðaráhrif séu við neðri mörk þess bils sem Reginn hefur gefið. Er þá miðað við að félögin tvö séu sameinuð og rekin áfram með óbreyttu sameiginlegu eignasafni. Rekstrarkostnað mætti lækka frekar með því að minnka eignasafn, en slíkar aðgerðir flokkast ekki sem samlegðaráhrif.

- *Sýn aðila á þróunareignir er ólík*

Stjórn Eikar hefur ekki sömu sýn og Reginn um að selja þróunareignir út úr félaginu og að sameinað félag stundi ekki fasteignapróun.

<sup>4</sup>Nettó vaxtaberandi skuldir: Vaxtaberandi skuldir auk leiguskuldbindinga að frádregnu handbæru fé.

<sup>5</sup>Um leiðréttingu á viðhaldi og mismunandi nálgun Eikar og Regins á viðhaldi er vísað til þess sem fram kemur í viðauka 4 við greinargerð þessa.

<sup>6</sup>EBITDA Eikar er lækkuð um 195 m.kr. vegna tekjufærslu á virðisrýrnun viðskiptakrafna á fyrri helmingi 2023.



Eik telur að framtíðarvirði félagsins verði meira ef félagið sjálft fer með eignarhald og umsjón áhugaverðra þróunareigna, frekar en að þær verði seldar eða umsjón þeirra úthýst. Þannig geta ýmis tækifæri á markaði myndast sem gerir félaginu betur kleift að bregðast við nýjungum, eftirspurn leigutaka og aðlögun að þeirra starfsemi, félaginu og viðskiptavinum til hagsbóta. Með því að halda þróun innan félagsins verður til dýnamískri umræða um verkefni sem er til þess fallin að bæta heildarútkomuna með samspili þróunarsviðs, framkvæmdasviðs og útleigusviðs ásamt tilheyrandi stuðningi stoðsviða. Með þessu fyrirkomulagi verður til sterkari heild þar sem framkvæmdasvið leggur í upphafi betra mat á þær hugmyndir sem þróunarsvið kemur með út frá framkvæmdakostnaði og útleigusvið út frá þróun á leigumarkaði, eftirspurn, markaðs-kjörum o.s.frv. Með því að halda þekkingu á þróun innan félagsins styrkir það virðiskeðjuna í heild sinni og minnkar líkur á hagsmunaárekstrum.

Þessi sýn á meðferð þróunareigna útheimtir þó tiltekna aðgreiningu hjá félaginu á milli útleigu- og þróunarsviðs enda brýnt að þessar tvær áherslur fái að njóta sín og bera ávöxt, þannig að fjárfestar skilji og geti betur greint á milli og verðmetið þessa tvo rekstrarþætti í starfsemi félagsins.

- *Hagkvæmni af útvistun þróunareigna er óljós*

Í tilboðsyfirlitinu er ráðgert að eignir að andvirði u.þ.b. 16 milljarðar króna, sem skilgreindar hafa verið af Regin sem þróunar-eignir, verði settar í sérstakt félag og samhliða gerður eignastýringarsamningur við Klasa ehf. Eignastýringarsamningurinn á að innihalda fasta þóknun ásamt árangurstengingu, en með því hyggst Reginn ná fram frekari lækkun á rekstrarkostnaði.

Þann 30. ágúst sl. tilkynnti Reginn síðan um breytingu á framtíðaráformum hvað það varðar og er nú gert ráð fyrir að meiri hluti þróunareigna Eikar verði seldur á markaði en minnihluti þróunareigna settur í umsjón Klasa ehf. Klasi ehf. er tengt félag í jafnri eigu Regins, Haga hf. og KLS Eignarhaldsfélags ehf., sem stjórnarformaður Regins er 46,5% eigandi að.

Ekki hafa komið fram upplýsingar af hálfu Regins um áætlaðan árlegan kostnað við eignastýringarsamning við Klasa ehf., hvert kunni að vera hlutfall árangurstengingar eða hvert verði mögulegt árangursviðmið. Það leiðir til þess að erfitt er að meta að hve miklu leyti rekstrarkostnaður breytist við slíka úthýsingu fyrir utan stefnumótandi áhrif slíkrar úthýsingar.

- *Sýn á dreifingu eignasafns og samninga við opinbera aðila er ólík*

Arðsemi eigna sem leigðar eru til opinberra aðila er að öllu jöfnu lægri en ef leigt er til einkaaðila, þrátt fyrir að útleiguhlutfall sé að meðaltali hærra á eignum sem leigðar eru opinberum aðilum. Á móti kemur að traustari leigutaka en íslenska ríkið er erfitt að finna á íslenskum leigumarkaði. Í vel dreifðu eignasafni mun of hátt hlutfall á leigu til opinberra aðila hins vegar hafa neikvæð áhrif á arðsemi þar sem opinberum aðilum ber almennt að leita tilboða með útboðsfyrirkomulagi, þar sem leiguverð er jafnan ein mikilvægasta breytan.

Flestir leigusamningar við opinbera aðila geyma ákvæði um að leigusali sjái um allt viðhald, þ.m.t. innanhúss, að undan-skildum smávægilegum viðgerðum. Almenna reglan er hins vegar sú að leigutaki í atvinnuhúsnæði sjái um viðhald innan-

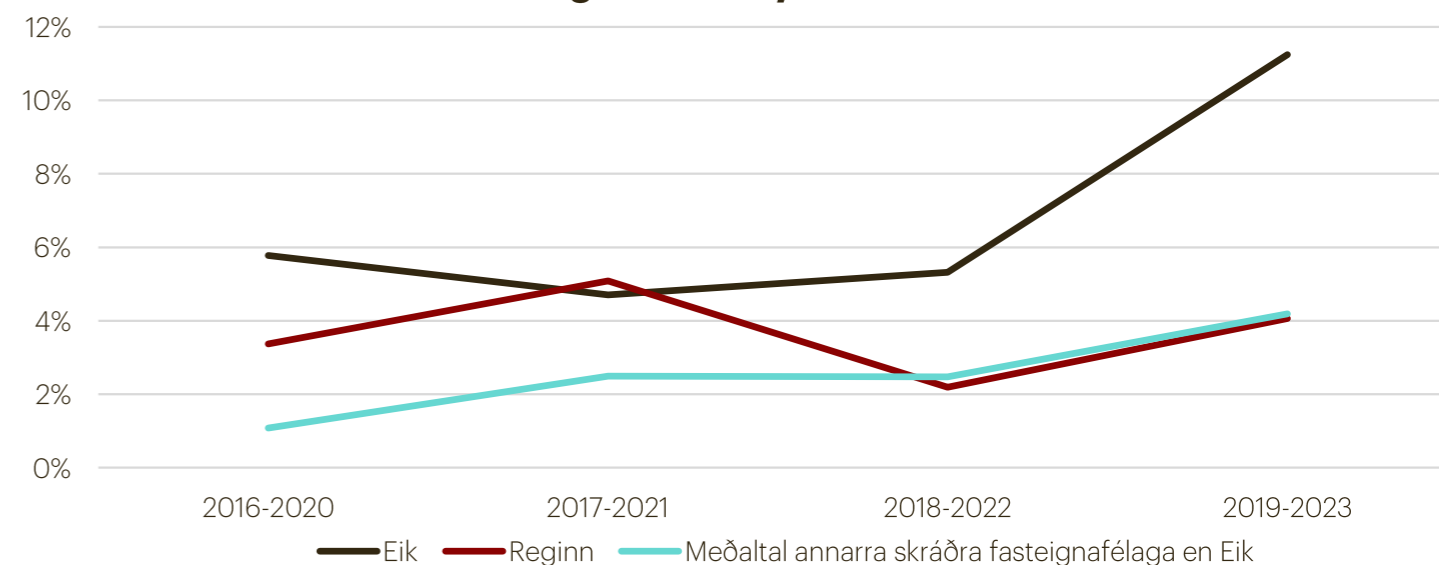
húss og er því um aukna viðhaldskröfu leigusala í flestum samningum við opinbera aðila. Í fjárfestakynningu Regins fyrir fyrstu sex mánuði ársins 2023 kemur fram að Reginn sér um stærra viðhaldsverkefni innanhúss í ákveðnum eignum sem leigðar eru til hins opinbera. Til skemmri tíma koma áhrif af þessu fyrirkomulagi ekki fram, enda eignir yfirleitt afhentar ríkis-stofnunum í góðu ásigkomulagi. Aukinn viðhaldskostnaður getur því komið til þegar líður á samningana, sérstaklega þegar leigusamningi lýkur sem hefur einnig neikvæð áhrif á arðsemi leigusamninga við opinbera aðila.

Arðsemi umfram vöxt er ein af megin stefnuáherslum Eikar. Stjórn félagsins telur að með skynsamlegri dreifingu eignasafns, fjárfestingu í fasteignum á góðum staðsetningum, sbr. viðauka 3 um samanburð á eignasöfnum Eikar og Regins, og margbreytilegum hópi leigutaka, náist yfir lengri tíma, betri arðsemi þrátt fyrir að útleiguhlutfall kunni tímabundið að vera lægra. Lykilatriði er að horfa á rekstur fasteignafélaga til langs tíma enda eðli starfseminnar slík.

Farsæl stefna Eikar

Horft til árangurs af stefnu félagsins um arðgreiðslur, arðsemi umfram vöxt, ávöxtun eignasafns, staðsetningu fasteigna, þróun sem hluti af starfsemi félagsins og dreifingu innan eignasafnsins, er ljóst að stefnan hefur reynst farsæl enda hefur hún skilað hærri ávöxtun á markaði fyrir hluthafa Eikar en hjá öðrum skráðum fasteignafélögum, líkt og fram kemur í yfirliti yfir ávöxtun fasteignafélaga á markaði í viðauka 5.

## Nafnávöxtun á ársgrundvelli yfir fimm ára tímabil



## Afstaða stjórnarmanna sem eiga hlutabréf í Eik fasteignafélagi til tilboðsins

Enginn stjórnarmaður Eikar er hluthafi í félaginu. Hersir Sigurgeirsson, stjórnarmaður er fjárhagslega tengdur Endurreisnar-sjóðnum ehf. sem er hluthafi Eikar. Endurreisnarsjóðurinn hyggst ekki samþykkja tilboðið að óbreyttu. Þorgeir Atlas Lýðs-son, sonur Ragnheiðar Harðar Harðardóttur, stjórnarmanns, er hluthafi. Hann hyggst ekki samþykkja tilboðið að óbreyttu.

## Álit starfsmanna

Starfsfólk Eikar fasteignafélags hefur skilað áliti sínu á yfirtökutilboðinu til stjórnarformanns og forstjóra og er það eftirfarandi:

*„Almennt telur starfsfólk Eikar fasteignafélags að yfirtökutilboð Regins hafi slæm áhrif á störf starfsfólks félagsins. Yfirtökutilboðið veldur því að margir upplifa ótta við að missa starf sitt, annars konar óvissu, svo sem vegna tilfærslu starfsstöðvar, og aukið álag. Ljóst er að fjöldi verkefna innan félagsins hefur tafist eða stöðvast vegna þess álags sem hefur fylgt yfirtökutilboðinu. Innan félagsins starfar samheldinn hópur með ríka vinnu-staðarmenningu og starfsfólki líst almennt illa á að henni verði stokkað og hópnum tvístrað. Starfsfólk er þó almennt þeirrar skoðunar að það muni aðlaga sig vel að breyttum aðstæðum komi til yfirtöku og myndi starfa áfram samviskusamlega og af kostgæfni.“*

## Niðurstaða mats stjórnar á tilboðinu og skilmálum þess

Það er mat stjórnar Eikar fasteignafélags að það sé ekki vænlegt fyrir hluthafa að samþykkja yfirtökutilboð Regins, fyrst og fremst vegna þess að sá eignarhlutur sem hluthöfum Eikar er boðinn í sameinuðu félagi, samkvæmt tilboðinu yrði of lítill, með vísan til þess sem fram kemur hér að framan í greinargerð þessari og að teknu tilliti til þess sem fram kemur í sérfræðiálitni Arctica Finance hf. og mati KPMG ehf.

Stjórn Eikar bendir jafnframt á að stefna Eikar og Regins og framtíðaráform eru og hafa verið ólík, einkum að því er varðar eftirfarandi:

- Arðgreiðslustefna: Eik hefur haft skýra stefnu um arðgreiðslur til hluthafa, sem félagið myndi kjósa að halda áfram.
- Þróunareignir: Eik telur að framtíðarvirði félagsins verði meira ef félagið sjálft fer með eignarhald og umsjón áhuga-verðra þróunareigna, frekar en að þær verði seldar eða umsjón þeirra úthýst. Félagið er þannig betur í stakk búið til að takast á við ýmis tækifæri á markaði, bregðast við nýjungum, eftirspurn leigutaka og aðlögun að þeirra starfsemi, félaginu og viðskiptavinum til hagsbóta. Með því að halda þróun innan félagsins verður til dýnamískri umræða um verkefnin sem er til þess fallið að styrkja virðiskeðjuna í heild sinni og minnka líkur á hagsmunaárekstrum.
- Dreifing eignasafns: Eik telur skynsamlegra að félagið eigi dreift eignasafn, með viðtækum og margbreytilegum hópi leigutaka, fremur en að áhersla sé lögð á færri og stærri leigutaka, þ.m.t. opinbera aðila sem að jafnaði eru með lægra leiguverð.

Af hálfu stjórnar Eikar er þó tekið fram að hver og einn hluthafi verður að meta með sjálfstæðum hætti hvort honum hugnist að samþykkja yfirtökutilboð Regins, hvort skiptihlutfall sem felst í yfirtökutilboði Regins sé honum hagfellt og hvort fyrirhugaðar breytingar og framtíðaráhorf Regins séu í samræmi við afstöðu hans.

Við framangreint mat er skorað á hluthafa að kynna sér tilboðsyfirlitið og aðrar upplýsingar sem fram hafa komið af hálfu Regins í tengslum við yfirtökutilboðið og að leita sér ráðgjafar áður en afstaða er tekin til tilboðsins.

Reykjavík, 13. september 2023

### Stjórn

Bjarni Kristján Þorvarðarson  
Formaður

Eyjólfur Árni Rafnsson  
Stjórnarmaður

Guðrún Bergsteinsdóttir  
Stjórnarmaður

Hersir Sigurgeirsson  
Stjórnarmaður

Ragnheiður Harðar Harðardóttir  
Stjórnarmaður



## Viðauki 1: Sérfræðiálit Arctica Finance hf.

# SAMANDREGIN NIÐURSTAÐA — VERÐMAT & ARÐSEMI

Miðað við núverandi hlutabréfaverð og verðmatsniðurstöðu telur Arctica Finance yfirtökutilboð Regins vera of lágt

### HELSTU ATRÍÐI

- › Taflan til hægri sýnir helstu niðurstöður úr sjóðstreymisverðmati á Eik og Regin ásamt samanburði á arðsemi félaganna út frá yfirtökutilboði Regins. Verðmat á Regin er alfarið byggt á opinberum upplýsingum.
- › Við sjóðstreymismat er notast við sömu ávöxtunarkröfu (WACC 6,2%) fyrir bæði félögin. Gert er ráð fyrir að viðhaldskostnaður Regins sé lægri en hjá Eik yfir fyrstu ár spátímabilsins en verði eftir það sá sami niður á fermetra og hjá báðum félögum. Einnig er gert ráð fyrir að útleiguhlutfall af eignasafni Regins verði hærra en hjá Eik til framtíðar til að endurspegla hærra hlutfall opinberra og skráðra félaga sem leigutaka hjá Regin auk hærra nýtingarhlutfalls.
- › Við útreikning á virði eigin fjár koma til frádráttar vaxtaberandi skuldir<sup>1,2</sup> að viðbættu handbæru fé. Við mat á virði vaxtaberandi skulda voru skuldabréf útgefin af félögunum verðlögð út frá áætlaðri markaðskröfu til að endurspegla núverandi vaxtakjör.
- › Samkvæmt verðmatsniðurstöðu verða skiptahlutföllin 50,6% fyrir Eik og 49,4% fyrir Reginn ef leiðrétt er fyrir tekjuskattsskuldbindingu.
- › Reiknuð arðsemi („yield“) á fjárfestingaeignir er svipað hjá báðum félögum en þó ber að hafa í huga að útleiguhlutfall eignasafns Eikar er í dag lágt m.v. sögulegt hlutfall. Til lengri tíma er gert ráð fyrir að yield Eikar verði hærra en hjá Reginn sem er í takti við verðlagningu félaganna á markaði í dag. Sem dæmi má nefna að þegar Kvosin er komin aftur í útleigu þá fer yield EIKAR yfir 6%.
- › Neðri taflan sýnir yield samanburð m.v. yfirtökutilboð Regins og uppgjör frá 30. júní 2023. Reiknað yield Eikar er 6,0% og Regins 5,5%.
- › Að teknu tilliti til verðmatsniðurstöðu, núverandi hlutabréfaverðs og yield félaganna er það mat Arctica Finance að tilboð Regins sé of lágt.

### SAMANDREGIN NIÐURSTAÐA

Verðmatsniðurstöða	EIK	Reginn
<b>Virði eigin fjár</b>	<b>51.702</b>	<b>50.577</b>
Verðmatsgengi	15,1	28,0
<b>Skiptihlutfall</b>	<b>50,6%</b>	<b>49,4%</b>
Yield – EBITDA TTM <sup>3</sup> /Fjárfestingaeignir	5,5%	5,5%
Yield – EBITDA 23 <sup>3</sup> Á <sup>3</sup> /Fjárfestingaeignir	5,9%	5,9%
<b>Yfirtökutilboð Regins – SAMANBURÐUR Á YIELD</b>	<b>EIK</b>	<b>Reginn</b>
Gengi	10,4	23,0
<b>Markaðsvirði</b>	<b>35.516</b>	<b>41.607</b>
Skiptihlutfall	46,1%	53,9%
Nettó skuldir	74.322	112.725
<b>Heildarvirði</b>	<b>109.838</b>	<b>154.332</b>
Yield TTM	6,0%	5,5%

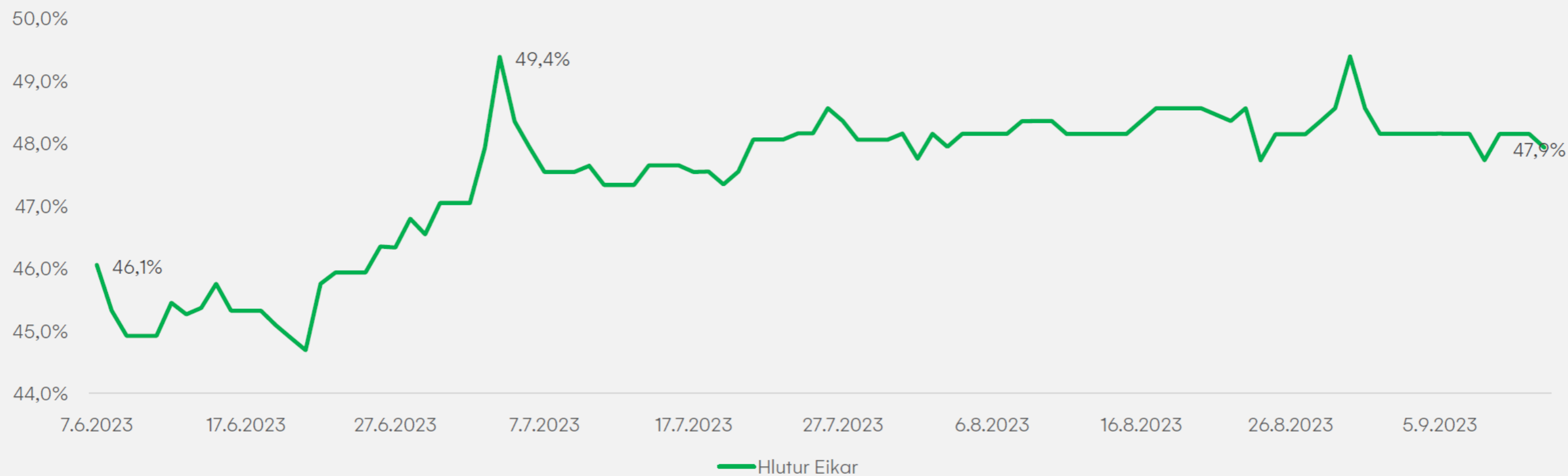
1) Í sjóðstreymismatinu er lóðarleiga gjaldfærð og leiguskuld þ.a.l. ekki dregin frá við útreikning á virði eigin fjár

2) Við útreikning á arðsemi í neðri töflunni er leiguskuldum bætt við vaxtaberandi skuldir þar sem lóðarleiga er ekki gjaldfærð í ársreikningum félaganna

3) EBITDA félaganna fyrir síðustu 12 mánuði (TTM) og áætlun ársins 2023 þar sem notast er við sömu forsendur á viðhaldskostnað auk leiðréttinga í afskriftum viðskiptakrafna

# ÞRÓUN SKIPTIHLUTFALLS

## ÞRÓUN SKIPTIHLUTFALLS EIKAR FRÁ TILKYNNINGU UM YFIRTÖKUTILBOÐ



1) M.v. hlutabréfaverð í lok dags 12. september



## Viðauki 2: Mat KPMG ehf.

## Verðmatsútreikningar

## Verðmatsútreikningar

Eik fasteignafélag hf. hefur fengið KPMG til að framkvæma einfalda verðmatsútreikninga á eignum og skuldum bæði Eikar og Regins hf., og leiða út virði eiginfjár, byggt á opinberum gögnum, þar sem bæði félög eru metin með samræmdum hætti. Eftirfarandi er samantekt af helstu forsendum og niðurstöðum.

## Helstu forsendur

Leigutekjur byggja á metinni markaðsleigu eigna eftir tegundum eigna og staðsetningu þeirra. Fyrir vikið er gert ráð fyrir óbreyttu tekjustreymi yfir allt spátímabilið.

- Leigutekjur einstakra lykileigna s.s. Smáratorgs, Glerártorgs, Smáralindar, Knattthallarinnar, Kvíkmyndahallarinnar, Hafnartorgs og Borgartúns 8-16 / Katrínartúns 2, eru metnar sérstaklega enda leiguverð þessa eigna talið hærra en á öðrum eignum í sama pósthúneri,

Nýtingarhlutföll eru áætluð með sama hætti fyrir bæði félög og nýting til framtíðar eru áætluð 95%. Kostnaðarliðir byggja á almennum viðmiðum um rekstur fasteignasafna og núverandi kostnaðaruppbyggingu félaganna.

Ávöxtunarkrafa til núvirðingar er metin fyrir undirliggjandi eignasöfn í heild. Stuðst er við 5,9% WACC fyrir bæði félög.

Þróunareignir félaganna eru metnar sérstaklega.

- Mat á byggingarréttum og byggingarheimildum Eikar byggir á væntum fjölda byggingarfermetra, áætluðu markaðsverði og stöðu skipulagsmála.
- Þróunareignir Regins eru inni í Klasa og var gert einfalt endurmat á efnahagsreikningi Klasa með því að endurmeta undirliggjandi eignir félagsins með sambærilegri nálgun og stuðst er við fyrir Eik. Ekki liggur fyrir ítarleg sundurliðun á undirliggjandi eignum varðandi stærðir, skipulagsmál o.s.frv. og því um nokkuð gróft endurmat að ræða. Eignarhlutur í Grunnur I ehf. er metinn á bókfærðu verði.

Markaðsvirði skulda beggja félaga er reiknað út frá væntu sjóðstreymi skuldabréfa og annarra lána. Að auki er matið aðlagað fyrir leiguskuldbindingum hvors félagsins og áhrifum endurmats á fjárhæð tekjuskattsskuldbindingar félaganna.

Skammtímaeignir og skammtímaskuldir félaganna eru metnir á bókfærðu verði.

## Niðurstöður

Niðurstaða útreikninga KPMG, byggt á opinberum upplýsingum og sambærilegri aðferðafræði, nálgun og forsendum fyrir bæði félög, er sú að skiptahlutfall Eikar reiknast 50,5% en hlutfall Regins 49,5%.

	Eik	Reginn
Heildareignir	141.214	178.733
Heildarskuldir	87.985	126.556
Endurmetið virði eigin fjár	53.229	52.177
Skipting	50,5%	49,5%

## Viðauki 3: Samanburður á eignasöfnum Eikar fasteignafélags og Regins

### Skipting á milli viðskiptakjarna

Viðskiptakjarnar hafa verið skilgreindir sem svæði þar sem atvinnuhúsnæði hefur byggst upp og þéttleiki þess gerir það að verkum að starfsemi á svæðinu styður hver við aðra þannig að leiðir til virðisaukningar.

Eik fasteignafélag skiptir viðskiptakjörnum á höfuðborgarsvæðinu í tvo megin flokka:

- viðskiptakjarnar á miðsvæði (á ensku nefnt CBD eða central business district), og
- viðskiptakjarnar á ytri svæðum.

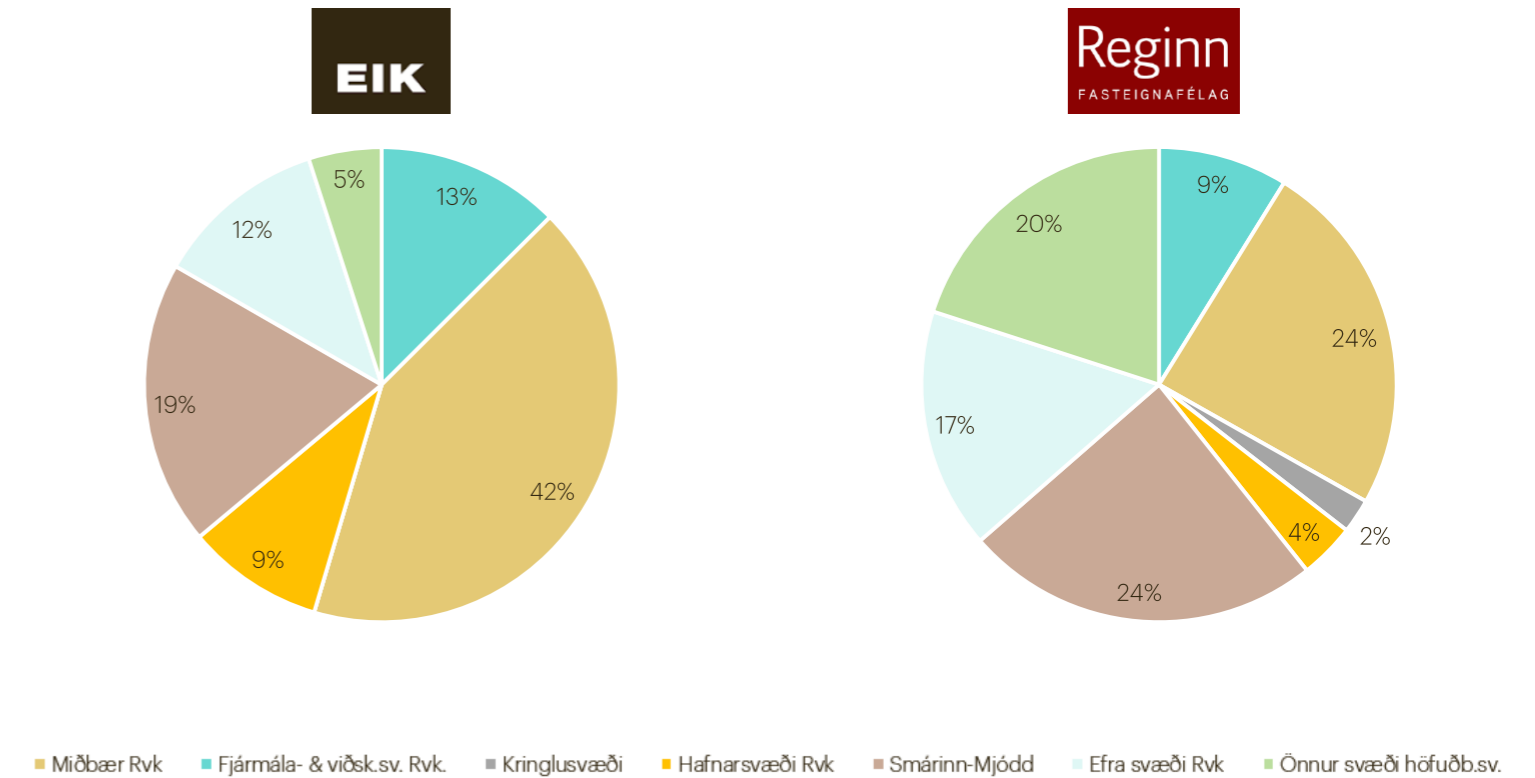
Í stækkandi borgum hefur virði viðskiptakjarna á miðsvæðum tilhneigingu til að aukast umfram virði viðskiptakjarna á ytri svæðum. Helstu viðskiptakjarnar á miðsvæði höfuðborgarsvæðisins eru *Miðbær*, *Fjármála- og viðskiptasvæði (frá Snorrabraut fram yfir Skeifuna)*, *Kringlusvæði*, *Hafnarsvæði* og *Smárin-Mjódd*.



Mynd 1 - Viðskiptakjarnar á miðsvæði auðkenndir með gulu og viðskiptakjarnar á ytri svæðum auðkenndir með bláu.

Um 83% af fermetrum Eikar á höfuðborgarsvæðinu eru í viðskiptakjörnum á miðsvæði. Samkvæmt greiningu starfsfólks Eikar á opinberum upplýsingum eru 63% af fermetrum í eignasafni Regins á höfuðborgarsvæðinu í sömu viðskiptakjörnum.

Af þessu má draga þá ályktun að staða Regins í helstu viðskiptakjörnum á miðsvæði höfuðborgarsvæðisins muni styrkjast ef af yfirtökunni verður.





## Tegundir atvinnuhúsnæðis eftir svæðum

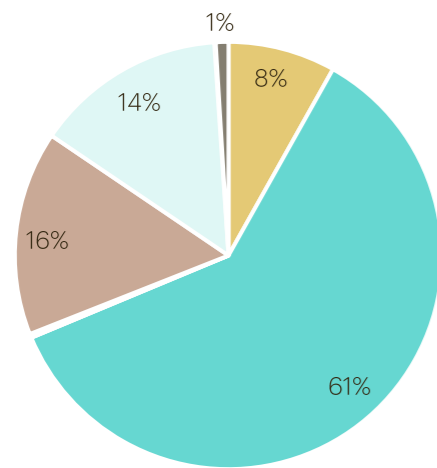
### Skrifstofur

Um 85% af skrifstofufermetrum Eikar eru staðsettir í helstu viðskiptakjörnum miðsvæðis á höfuðborgarsvæðisnu á mótí 73% hjá Regin, en Eik álitur Fjármála- og viðskiptasvæði, sem og Miðbæ Reykjavíkur helstu skrifstofusvæði höfuðborgarsvæðisins.

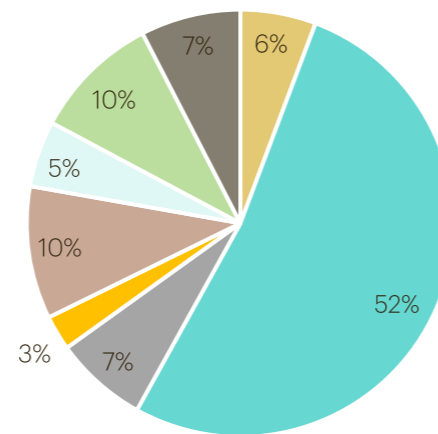
### Verslun

Um 58% af verslunarhúsnæði Eikar er staðsett í helstu viðskiptakjörnum miðsvæðis á höfuðborgarsvæðisnu á mótí 70% hjá Regin, þar af er 55% staðsett í Smárin-Mjódd, en stærsta eign félagsins er Smáralind. Þá er 36% af verslunarhúsnæði Eikar staðsett á landsbyggðinni, þar af er 31% á Akureyri en stærsta verslunarhúsnæði Eikar er Glerártorg.

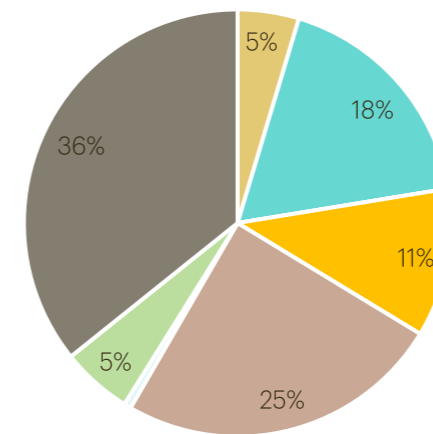
### Skrifstofur - Eik



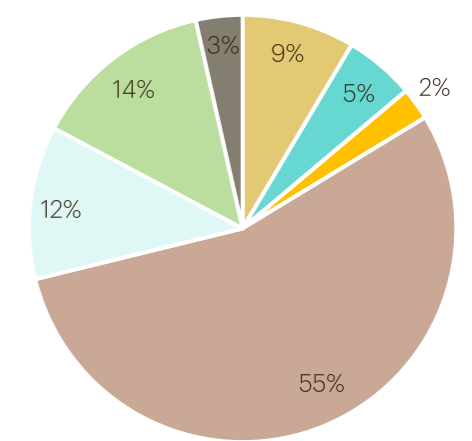
### Skrifstofur - Reginn



### Verslun - Eik



### Verslun - Reginn

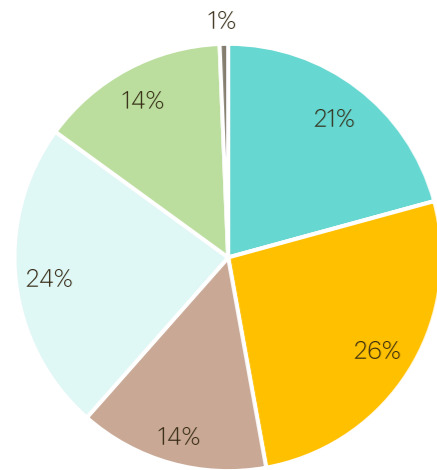


■ Miðbær Rvk ■ Fjármála- & viðsk.sv. Rvk. ■ Kringlusvæði ■ Hafnarvæði Rvk ■ Smárin-Mjódd ■ Efra svæði Rvk ■ Önnur svæði höfuðb.sv. ■ Landsbyggð

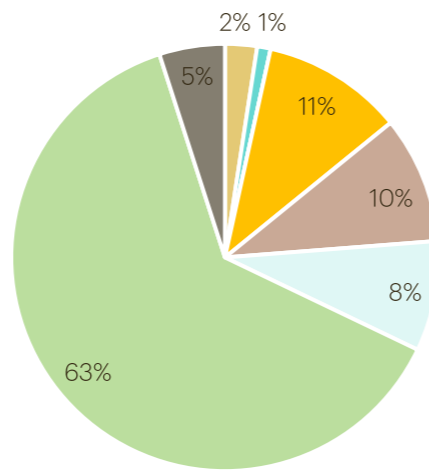
## Lager og iðnaður

Í tilfalli lagers og iðnaðar lítur Eik á Efra svæði Reykjavíkur, þ.e. Höfða og Hálsa, sem viðskiptakjarna á miðsvæði. Um 85% af lager- og iðnaðarhúsnæði Eikar er staðsett á helstu viðskiptakjörnum miðsvæðis höfuðborgarsvæðisins á mótum hjá Regin. Hafnarsvæði Reykjavíkur er eitt helsta lagersvæðið á höfuðborgarsvæðinu og á Eik hlutfallslega mest á því svæði en stærsti hluti lagerhúsnæðis Regins er á öðrum svæðum höfuðborgarsvæðisins, þ.e. í Hafnarfirði og Garðabæ.

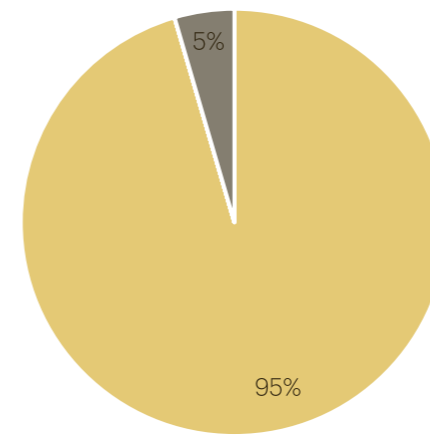
## Lager - Eik



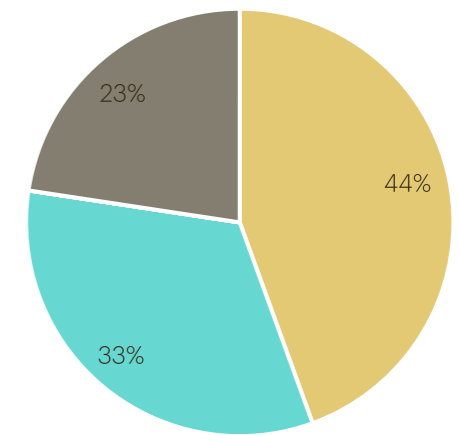
## Lager - Reginn



## Hótel - Eik



## Hótel - Reginn



■ Miðbær Rvk ■ Fjármála- & viðsk.sv. Rvk ■ Kringlusvæði ■ Hafnarsvæði Rvk ■ Smárin-Mjódd ■ Efra svæði Rvk ■ Önnur svæði höfuðb.sv. ■ Landsbyggð

## Hótel

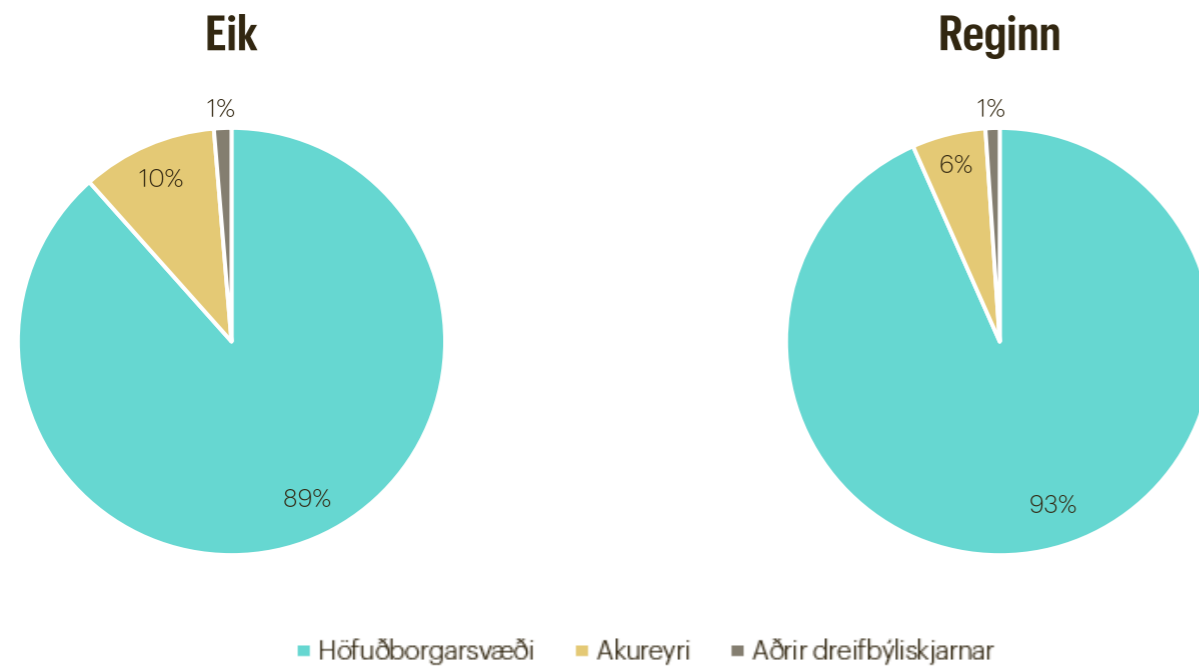
Langstærsti hluti af hótelhúsnæði Eikar er staðsettur í Miðbæ Reykjavíkur eða 95%, á mótum 44% af hótelhúsnæði Regins. Miðbær Reykjavíkur er helsta ferðamannasvæði á höfuðborgarsvæðinu þar sem öll helsta þjónusta er í göngufæri. Bæði félögin eiga byggingar á Akureyri sem eru leigðar út til hótela.



## Skipting eignasafnanna á landsbyggðinni

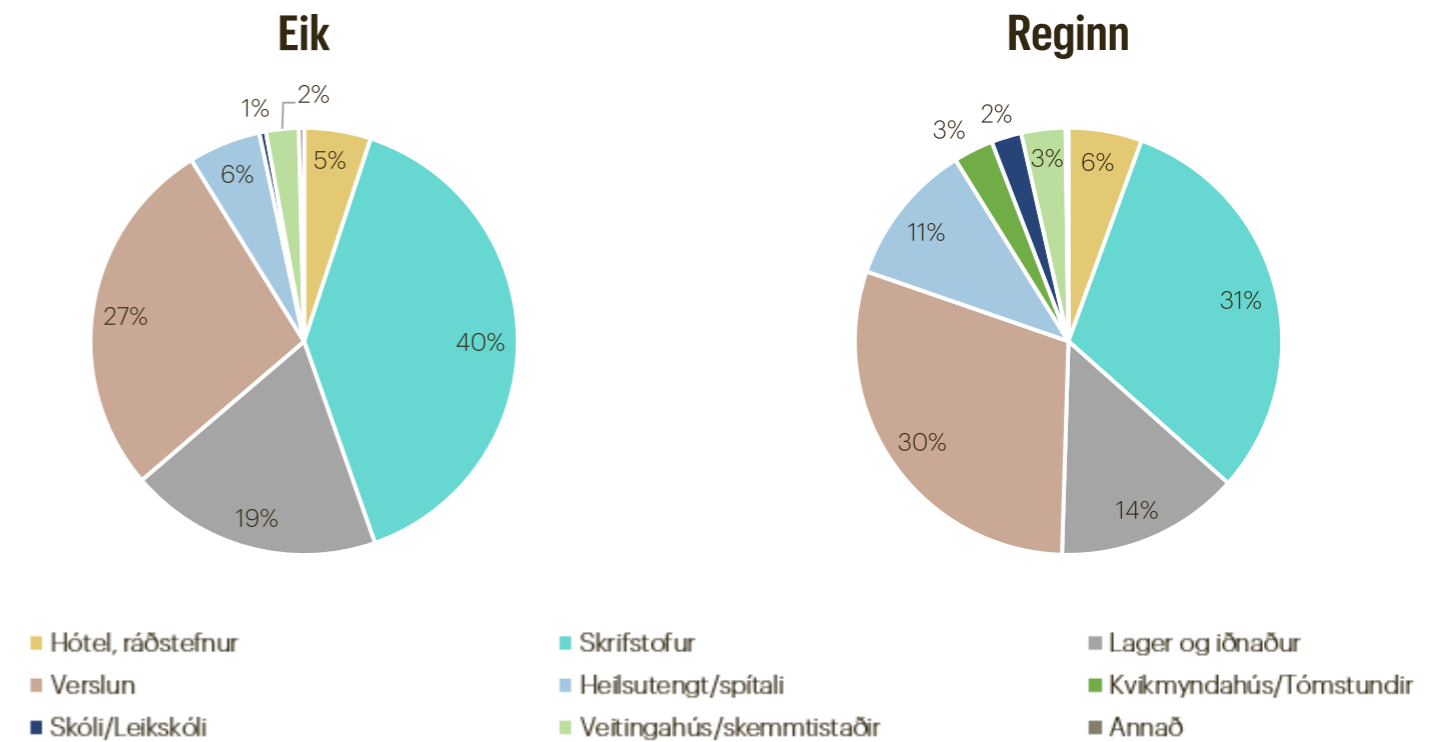
Um 11% fermetra í eignasafni Eikar er á landsbyggðinni, þar af eru 10% á Akureyri og 1% í öðrum dreifbýliskjörnum, en stærsta eign Eikar á Akureyri er Glerártorg.

Enda þótt 11% af fermetrum í eignasafni Eikar sé á landsbyggðinni er aðeins 7% af virði eignasafnsins þar. Um 6% af fermetrum Regins er á landsbyggðinni, þar af 5% á Akureyri og 1% í öðrum dreifbýliskjörnum.



## Skipting eignasafnanna eftir tegundum í heild

Heilt yfir skiptast fermetrar félaganna í neðangreinda flokka atvinnuhúsnæðis.



## Viðauki 4: Mismunandi nálgun Eikar og Regins á viðhaldi

Eik fasteignafélag og Reginn nálgast viðhald og endurbætur með ólíkum hætti. Þannig eignfærir Eik meira af virðisaukandi endurbótum á meðan Reginn virðist gjaldfæra meira. Af þeim sökum er rekstrarhagnaður leiðréttur í samanburði félaganna Regn í hag.

Í fjárfestakynningu Regins fyrir fyrstu sex mánuði ársins 2023 kemur fram að Reginn skiptir viðhaldskostnaði fasteigna upp í þrjú flokka: a) endurnýjun í tengslum við gerð nýrra leigusamninga, b) viðhald leigutaka og, c) viðhald leigusala. Eik lítur á endurnýjun í tengslum við gerð nýrra leigusamninga sem fjárfestingu, þar sem við endurnýjun húsnæðis ætti að fást hærra leiguverð. Þannig ættu endurnýjaðar fasteignar í tengslum við gerð nýrra leigusamninga að halda eða bæta ávöxtun sína.

Fram kemur í fjárfestakynningu Regins að eignir þess séu almennt í mjög góðu ástandi og fyrirséð viðhalds- og fjárfestingaþörf í núverandi eignsafni sé þ.a.l. lægri. Það er að sama skapi mat Eikar að almennt séð séu eignir Eikar í góðu ástandi. Í eignsafninu eru eignir eins og Kvosin og Eyrarvegur, Selfossi, sem þarfnast fjárfestinga til þess að skila Eik auknum leigutekjum og ávöxtun. Með öðrum orðum, ætti Eik að a.m.k. halda arðsemi þrátt fyrir fjárfestingarþörf í ákveðnum eignum.

Samkvæmt framangreindri fjárfestakynningu sér Reginn um viðhald utanhúss og á lóð, auk viðhalds innanhúss í Egilshöll, Smáralind og skólabyggingum, auk þess að annast stærra viðhaldsverkefni innanhúss í ákveðnum eignum sem eru leigðar til

hins opinbera. Út frá þessu mætti draga þá ályktun að viðhaldsskyldur Regins séu ríkari en Eikar, en þrátt fyrir það eru sömu viðhaldsforsendur notaðar í samanburðartölum í greinargerð þessari.

Erfitt er að áætla nákvæmlega hvort félagið muni þurfa að setja hærri fjármuni í viðhald sitt (ekki endurnýjun), en draga má þá ályktun að til lengri tíma verði kostnaður Regins meiri sökum samningsbundinnar aukinnar viðhaldsskyldu. Við mat á árangri og virði félaganna ákvað stjórn þó að láta Regn njóta vafans og þær forsendur sem lagðar eru til grundvallar í undirköflum um ávöxtun eignasafns, skuldastöðu og eiginfjárlutfall í greinargerð stjórnar miða við að langtíma viðhaldsþörf félaganna sé sú sama, eða 1.800 kr. á fermetra, leiðrétt með vísitölu byggingakostnaðar í tölum.

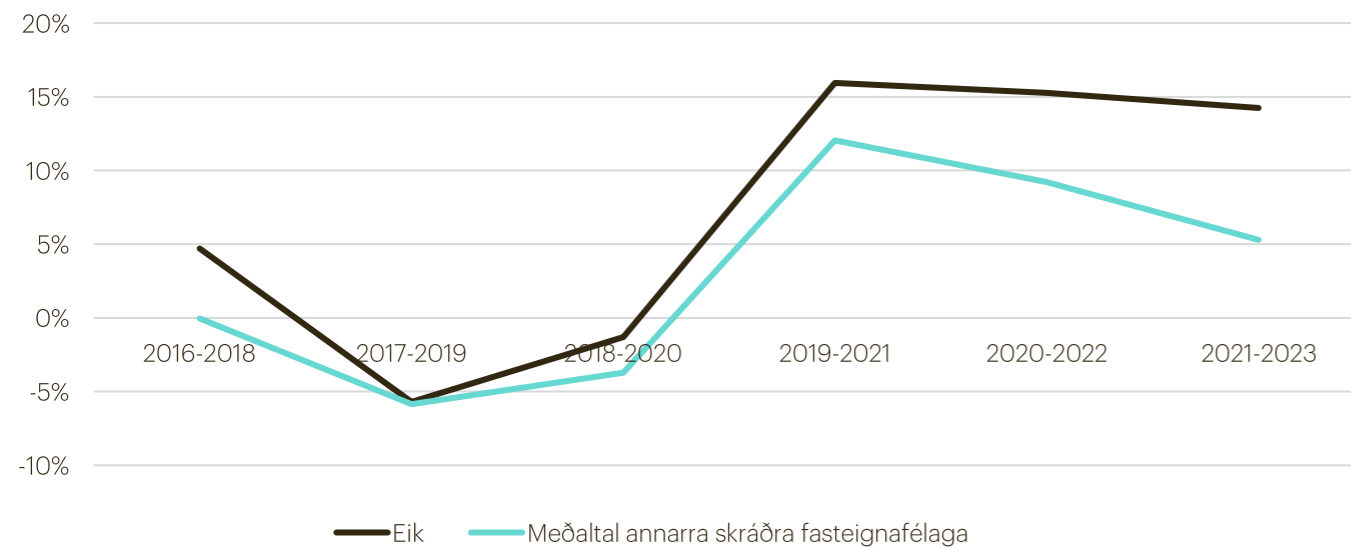
Heimilt er að eignfæra starfsmannakostnað við framkvæmdir að uppfylltum ákveðnum skilyrðum. Eik hefur ekki nýtt sér þessa heimild heldur einungis eignfært verktakavinnu. Stjórn gefur sér í útreikningum sínum að allur starfsmannakostnaður Regins sé gjaldfærður.

Til að leiðrétta rekstrarhagnað (EBITDA) félaganna fyrir árlegum sveiflum í viðhaldi og mismun í eignfærslu og gjaldfærslu er gjaldfærðu viðhaldi bætt við rekstrarhagnað og áætlað árlegt meðaltals langtíma viðhald dregið frá.

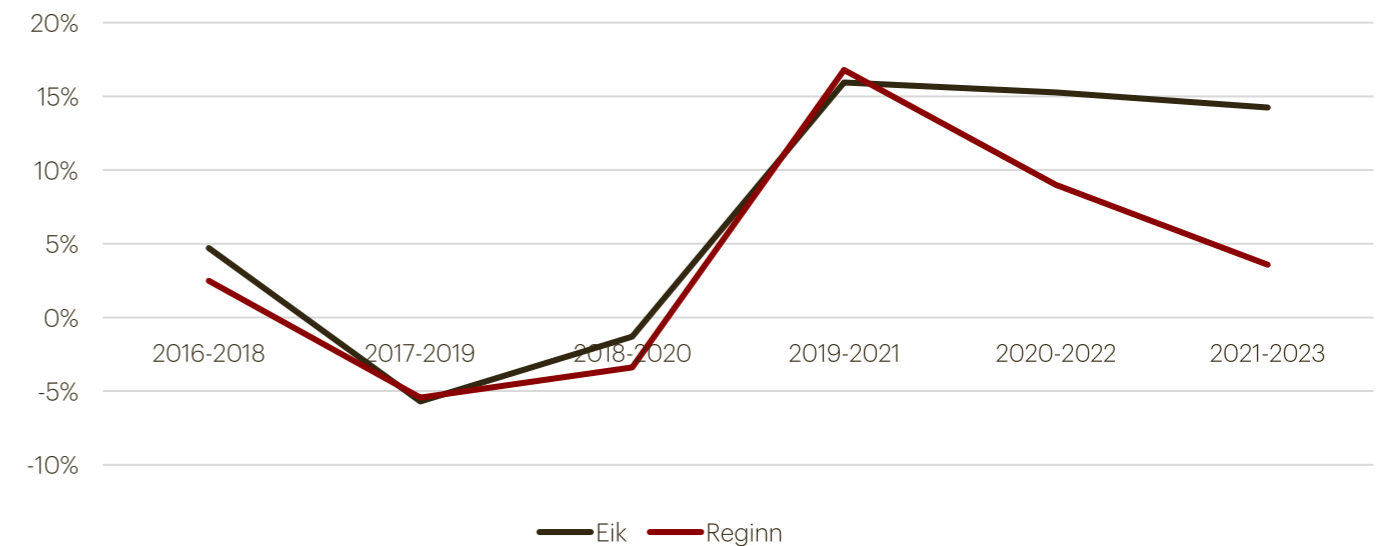
## Viðauki 5: Ávöxtun fasteignafélaga á markaði

Eik hefur náð markmiðum sínum um að skila fjárfestum betri ávöxtun en meðaltal annarra skráðra íslenskra fasteignafélaga á aðalmarkaði Nasdaq Iceland þegar horft er til lengri tíma. Eins og sjá má á neðangreindum gröfum, þar sem horft er til upphafs- og lokagengis tilgreindra tímabila<sup>7</sup>, að teknu tilliti til arðgreiðslna, hefur félagið ávallt náð þeim markmiðum sínum.

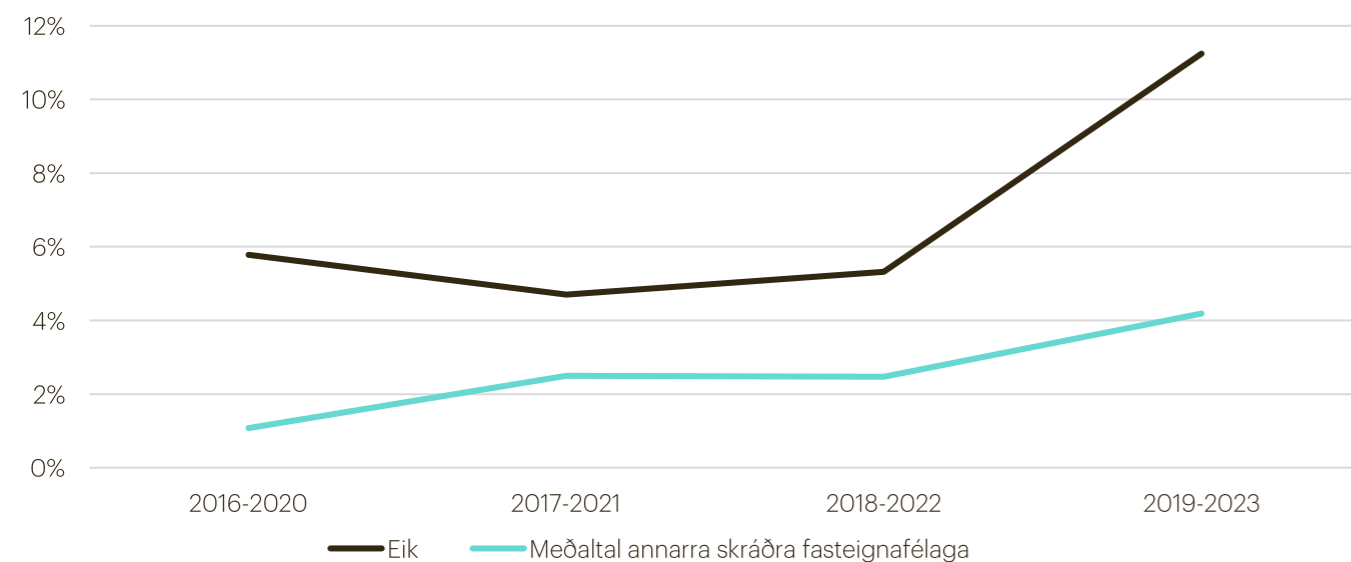
### Nafnávöxtun á ársgrundvelli yfir þriggja ára tímabil



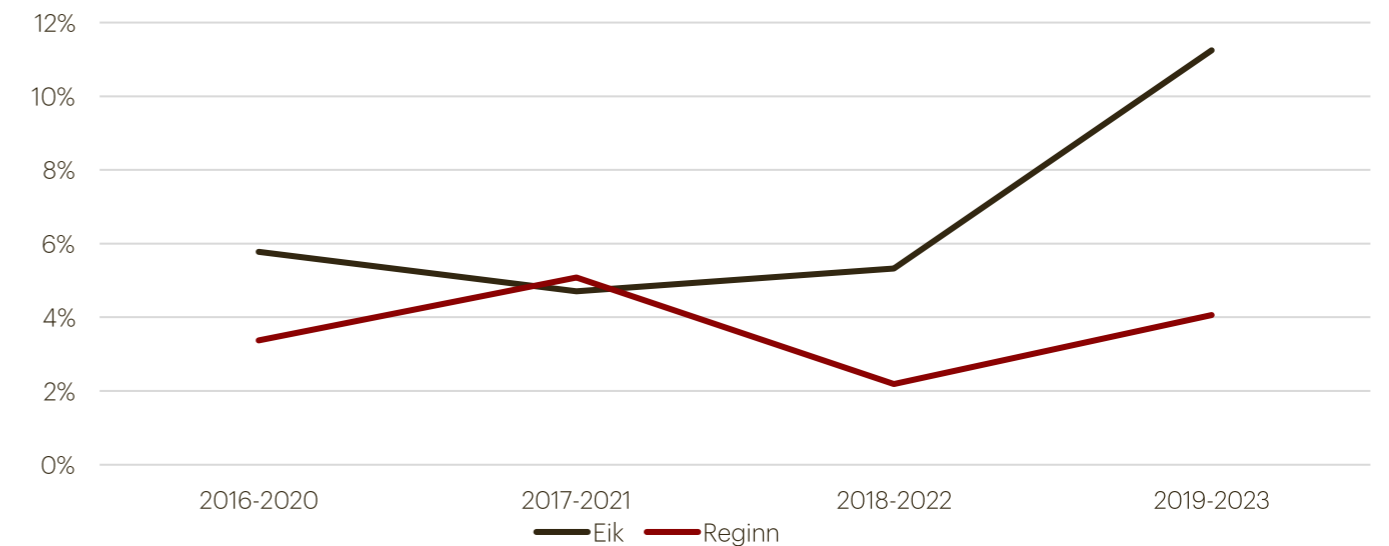
### Nafnávöxtun á ársgrundvelli yfir þriggja ára tímabil



### Nafnávöxtun á ársgrundvelli yfir fimm ára tímabil



### Nafnávöxtun á ársgrundvelli yfir fimm ára tímabil



<sup>7</sup> Miðað er við dagslokagengi fasteignafélaganna þann 12.9.2023 þegar ávöxtun til ársins 2023 var reiknuð. Ávöxtun er reiknuð sem innri ávöxtun (IRR) miðað við að fjárfest sé í upphafi tímabils, fjárfestir fái arðgreiðslur og selji í lok tímabils.