

# Orkuveita Reykjavíkur

Greining og mat á lánshæfi

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

Heildareinkunn:	i.A1
Grunneinkunn:	i.A3
Horfur:	Stöðugar
Breyting:	Hækkun heildareinkunnar úr i.A3 í i.A1

Fjárhagur (ma. ISK)	2014	2014E
Tekjur	38,5	37,8
EBITDA	24,8	23,1
EBIT	15,7	14,1
Hreinn hagnaður	8,9	11,9
Eignir samtals	299,3	267,3
Eigið fé samtals	99,4	92,4
Skuldir samtals	199,9	189,8
Eiginfjárlutfall	33,2%	32,7%
Vxt. br. sk.	183,9	177,4
Lausafjárlutfall	0,66	0,57

	2014	2014E
Vxt. br. sk. / EBITDA	7,4	7,7
Vxt. br. sk. / Tekjur	4,8	4,7
Vxt. br. sk. / Hb. fé frá rekstri	8,3	8,9
EBITDA Vaxtagjöld	5,4	4,4
EBIT Vaxtagjöld	3,4	2,7
(Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) / gr. vextir	5,5	5,6

Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

## Niðurstaða

Mat Reitunar á lánshæfi Orkuveitunnar er **i.A1 með stöðugum horfum.** **Lánshæfismatið hefur því hækkað um tvo flokka, úr i.A3 í i.A1.**

Horfum í lánshæfi Orkuveitunnar var breytt í jákvæðar í janúar sl. og staðfesti uppgjör félagsins þá þróun sem væntingar stóðu til um. Áframhaldandi styrking á fjárhagsstöðu félagsins, trúverðug fjárhagsáætlun ásamt góðum árangri í að ná markmiðum Plansins og staðfesta stjórnar og stjórnenda er ástæða þess að einkunn félagsins hækkar um tvö þrep. Samhliða batnandi fjárhagsstöðu og minni áhættu vinnur félagið áfram að aðgerðum til aukins fjárhagslegs svigrúms eins og fram kemur í fjárhagsáætlun þess. Framundan er m.a. fjármögnun sem ætti að styrkja veltufjárlutfall fyrirtækisins. Svigrúm er til áframhaldandi styrkingar á lánshæfi félagsins gangi markmið og áætlun þess eftir.

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

## Mikill viðsnúningur

Sú mikla endurskipulagning sem ráðist var í 2011 er nú að skila sér af fullum þunga. Arðsemi fyrirtækisins er góð, fjárhagsleg staða styrkist hratt, búið er að ná vel utan um markaðsáhættu og þá sérstaklega gengisáhættu, auk þess sem eigendur standa traustir að baki fyrirtækinu og stefnu stjórnenda. Engin skýr merki er um efnahagslegan óstöðugleika í hagkerfinu á næstu misserum og því verður að öðru óbreyttu að telja mjög líklegt að félagið nái markmiðum sínum um fjárhagslega öflugt og arðsamt fyrirtæki innan áætlunartímabils síns.

Það er þó ýmislegt sem getur tafið þá þróun. Neikvæð þróun í efnahagsmálum þjóðarinnar gæti til að mynda haft neikvæð áhrif á stöðu félagsins sem og breytt afstaða eigenda til mikilvægra þátta, s.s. gjaldskrárbreytinga til lækkunar eða óarðsamra fjárfestinga. Áhættubættir félagsins eru jafnframt margir og krefjast athygli og stjórnunar. Orkuveitan hefur sýnt á trúverðugan hátt að félagið hefur getu og vilja til að fylgja eftir þeim áætlunum sem gerðar voru árið 2011. Jafnframt er nýleg fjárhagsáætlun félagsins fyrir árið 2015 og fimm ára áætlun 2016-2020 trúverðug.

#### ***Sterk fjárhagsstaða mikilvæg***

Orkufyrirtækjum líkt og Orkuveitunni er mikilvægt að hafa sterka fjárhagsstöðu sem gefur nauðsynlegt svigrúm til að mæta óvæntum aðstæðum og nýfjárfestingum. Orkuveitan hefur náð góðum árangri í þá átt á undanföllum árum. Svigrúmið á eftir að aukast enn frekar að mati Reitunar en áætlanir benda til þess að félagið nálgist fullnægjandi stöðu með hverju árinu sem líður og að innan 3-5 ára ætti þeim áfanga að vera náð.

#### ***Planíð umfram áætlun***

Áætlanir Orkuveitunnar sem og þau markmið sem sett voru með Planinu hafa gengið eftir og gott betur. Í árslok 2014 var uppsafnaður árangur Plansins orðinn 49,6 ma.kr. Þannig hefur rekstrarkostnaður lækkað að raungildi frá árinu 2010. Tekjur hafa hinsvegar vaxið um tæp 40% frá árinu 2010, úr 27,9 mö.kr. í 38,5 ma.kr. í árslok 2014, en tveir áfangar við Helliðarvirkjun voru teknir í notkun á þessu tímabili. Árið 2015 er næstsíðasta ár Plansins.

#### ***Sterkur rekstur***

Orkuveitan er mikilvægt þjónustufyrirtæki fyrir meirihluta landsmanna og er eitt af eignamestu fyrirtækjum landsins. Þriðjungur starfsemi Orkuveitunnar er samkeppnisrekstur en til hans telst framleiðsla á heitu vatni og rafmagni ásamt sölu rafmagns. Öflun, dreifing og sala á köldu vatni, dreifing og sala á heitu vatni, fráveita og dreifikerfi raforku telst til sérleyfisrekstrar sem nemur 2/3 af starfsemi félagsins. Hátt hlutfall sérleyfisrekstrar styrkir lánshæfi félagsins. Heildarframleiðsla Orkuveitunnar á rafmagni er nú um 2,6 TWh. Framleiðslugetan hefur aukist mikið frá aldamótum en þá var hún um 0,5 TWh. Heildarframleiðsla á raforku á landinu er nú um 17 TWh og er Landsvirkjun með um 75% hlutdeild.

Samkeppnisstaða Orkuveitunnar er sterk og félagið hefur sýnt að það getur hækkað gjaldskrá ef þörf krefur. Gjaldskrá félagsins er vísitölutengd og er ákvæði þess efnis í lánasamningum félagsins. Orkukostnaður er lágur hér á landi í samanburði við nágrennalöndin og svigrúm til hækkana því töluvert ef félagið þyrfti að bregðast við áföllum. Núverandi fyrirkomulag gjaldskrár eykur sveigjanleika í rekstri og hefur jákvæð áhrif á lánshæfismatið.

#### ***Skuldir minnka***

Eiginfjárhluftall Orkuveitunnar var 33,2% í árslok 2014 og vaxtaberandi skuldir námu 183,9 mö.kr. Rúmlega 85% af tekjum félagsins eru í íslenskum krónum en um 75% skulda félagsins eru í erlendum myntum. Umtalsverðar eignir eru hinsvegar í erlendum myntum sem jafna að mestu út efnahagsáhættu félagsins. Með lækkandi skuldum í erlendum myntum styttest jafnframt í að félagið verði að fullu sjálfbært um afborgun lána og annarra greiðslna í

#### **Styrkleikar**

Stöðugt og sterkt sjóðsstreymi  
Sterk markaðsstaða  
Meirihluti tekna vegna sérleyfisrekstrar  
Langur líffími eigna  
Lítil vaxtaáhætta

#### **Veikleikar**

Mikil skuldsetning  
Gengisáhætta  
Nokkuð þröng lausafjárstaða  
Álverðisáhætta

erlendum myntum. Félagið hefur gert varnarsamninga til að draga úr áhættu og vinnur áfram að því markmiði.

Samkvæmt áætlunum mun félagið skila jákvæðu handbæru fé eftir fjárfestingar næstu árin og verður það nýtt til niðurgreiðslu skulda. Gangi áætlanir Orkuveitunnar eftir mun félagið ekki þurfa að endurfjármagna lán sín nema að litlu leyti. Sem hlutfall af rekstrarhagnaði fyrir afskriftir (e. EBITDA) fara skuldirnar lækkandi. Ef áætlun félagsins gengur eftir mun Orkuveitan greiða niður ríflega 38,3% af skuldum sínum á tímabilinu 2014 til 2020 og munu skuldir félagsins þá nema 126,8 mö.kr. Áætlað skuldahlutfall (vaxtaberandi skuldir-handbært fé)/EBITDA lækkaði þannig á sama tíma úr 7,5 í lok september 2014 í 3,8 í árslok 2020.

#### **Fjárfestingar**

Áætlanir félagsins gera ráð fyrir auknum fjárfestingum. Á árunum 2016 til 2020 eru fjárfestingar áætlaðar 46,6 ma.kr. Viðhaldsfjárfestingar hafa verið mjög litlar frá árinu 2008 og eingöngu verið ráðist í nauðsynlegt viðhald. Tækjakostur Orkuveitunnar er að miklu leyti nýlegur og ætti því að þola tímabundinn samdrátt viðhaldskostnaðar. Samdráttur í viðhaldi getur þó ekki varað til lengri tíma. Fjárfestingar eru áætlaðar á bilinu 2%-4% af varanlegum rekstrarfjármunum á ári fram til ársins 2020.

#### **Lausafjárstaða**

Veltufjárhlutfall félagsins í árslok 2014 var 0,68 og hefur batnað frá áramótunum á undan, þegar það var 0,59. Veltufjárhlutfall þar sem búið er að taka tillit til ónýtttra skuldbindandi lánalína væri nær 1. Markmið félagsins er að veltufjárhlutfallið sé yfir einum. Endurgreiðsla á skuldabréfi í eigu OR ásamt fyrirhugaðri fjármögnun mun styrkja veltufjárhlutfallið að öðru óbreyttu.

#### **Markaðsáhætta**

Þrátt fyrir sterkan grunnrekstur Orkuveitunnar er félagið áfram viðkvæmt fyrir atburðum í umhverfi sínu þrátt fyrir að markaðsáhætta hafi minnkað umtalsvert undanfarið.

Jákvætt er að Orkuveitan hefur sett sér markmið um að halda áfram á þeirri braut sem hún er nú á til að draga úr markaðsáhættu. Eigendastefna kveður á um að félaginu beri almennt að fjármagna framkvæmdir í sama gjaldmiðli og væntar tekjur af þeim séu í. Áhættustefna félagsins kveður jafnframt á um að draga skuli úr gjaldeyrismisvægi.

#### **Góð tók á gengisáhættu**

Gengisáhætta félagsins hefur minnkað mikið undanfarið og styttest í að gott jafnvægi náist. Gengisáhætta á efnahagsreikningi er nú að mestu horfin eftir að uppgjörsmýnt Orku náttúrunnar, dótturfélags Orkuveitunnar, varð bandarískir dalir. Sjóðstreymisáhætta hefur jafnframt minnkað með afleiðusamningum sem félagið hefur gert. Vegna þeirra er félagið orðið að mestu sjálfbært um öflun gjaldeyris næstu 3 ár. Áætlað er að eftir 2025 muni tekjur í erlendri mynt standa undir afborgunum í erlendri mynt. Reitun telur að þrátt fyrir að eitthvert ójafnvægi sé í sjóðstreymi félagsins yfir nokkurra ára tímabil séu afar litlar líkur á að það valdi félaginu erfiðleikum við að standa undir sínum skuldbindingum að öðru óbreyttu. Þessi áhætta er jafnframt

kerfisleg og gildir jafnt gagnvart öllum sem ekki eru með sjálfbært erlent greiðslufæði.

#### **Dregið hefur úr vaxtaáhættu**

Orkuveitan hefur dregið úr vaxtaáhættu sinni á síðustu árum með því að festa meirihluta vaxta til næstu ára. Það er jákvæð þróun en meirihluti skulda félagsins ber fljóttandi vexti. Yfir 90% af skuldum með breytilega vexti hafa verið fest með skiptasamningum til eins árs og um 80% til nokkurra ára. Þessi breyting hefur jákvæð áhrif á lánshæfismat félagsins.

#### **Dregið hefur úr álverðsáhhættu**

Félagið hefur aukið varnir sínar gegn álverðsbreytingum á síðastliðnum árum. Félagið var algjörlega óvarið gegn breytingum á álverði árið 2009. Það er nú um 74% varið fyrir flökti í álverði á árinu 2015 en var um 64% varið á síðasta ári. Um 15% af heildartekjum samstæðunnar eru tengd álverði og ver félagið sig allt að 5 ár fram í tímann.

#### **Rekstraráhhætta**

Rekstraráhhætta virkjana er umtalsverð eins og ávallt þegar um nýtingu náttúrulegra auðlinda er að ræða. Vert er þó að geta þess að fyrirtækið er tryggt fyrir eldgosum. Óvæntar aðstæður geta skapast sem þarf að bregðast við með skyndilegu fjárútláti. Jafnframt gætu þessar óvæntu aðstæður haft neikvæð áhrif á sjóðstreymi félagsins og valdið því að öðru óbreyttu að svigrúm til að standa við skuldbindingar minnkaði.

#### **Öflugir bakhjarlar**

Eigendur Orkuveitunnar hafa sýnt að þeir eru öflugir bakhjarlar sem standa vörð um hagsmuni félagsins. Það hefur því sannast að einföld ábyrgð þeirra á skuldbindingum félagsins er mikils virði fyrir lánardrottna. Gerist þess þörf verður að telja afar líklegt að eigendur muni koma með fjárhagsstuðning vel í tíma til að félagið geti staðið við skuldbindingar sínar. Mikilvægi Orkuveitunnar í þjóðhagslegu samhengi vegur þungt og því telur Reitun töluverðar líkur á að ríkið kæmi til aðstoðar ef Reykjavíkurborg væri ekki þess megnug að standa undir skuldbindingum félagsins.

#### **Forsendur til hækkunar og lækkunar**

Forsendur til **hækkunar** einkunnar myndast ef fjárhagsstaða félagsins batnar enn frekar, skuldir lækka og áhhætta minnkar. Jafnframt myndi hækkun á lánshæfismati Reykjavíkurborgar hækka heildareinkunn Orkuveitunnar.

Forsendur til **lækkunar** einkunnar myndast ef Planið gengur ekki eftir, félagið missir þær lánalínur sem það er með nú eða óvæntir atburðir verða í almennum rekstri félagsins. Verulega neikvæðar breytingar í efnahagsmálum eða á markaði gætu einnig virkað neikvæðar fyrir lánshæfi Orkuveitunnar.

## Efnisyfirlit

<b>Niðurstaða</b> .....	<b>1</b>
Mikill viðsnúningur .....	1
Sterkur rekstur .....	2
Rekstraráhætta.....	4
Öflugir bakhjarlar .....	4
<b>Forsendur til hækkunar og lækkunar</b> .....	<b>4</b>
<b>Inngangur</b> .....	<b>6</b>
<b>Starfsemi Orkuveitunnar</b> .....	<b>7</b>
Vöxtur.....	7
Virktanir .....	7
<b>GREINING Á LÁNSHÆFI ORKUVEITU REYKJAVÍKUR.....</b>	<b>9</b>
<b>I. Umhverfi og samkeppni</b> .....	<b>9</b>
Stærð og samkeppni .....	9
Umfærni .....	9
<b>II. Viðskiptalíkan og sjóðstreymi</b> .....	<b>10</b>
Vöruframboð og viðskiptavinir .....	10
Planið .....	10
Viðhaldspörf .....	11
Fjárfestingarpörf og áætlanir .....	12
<b>III. Áhættu- og fjármálastefna</b> .....	<b>13</b>
Rekstraráhætta.....	13
Fjármálaáhætta .....	13
<b>IV. Fjármál og kennitölur</b> .....	<b>18</b>
Uppgjör í takt við áætlanir.....	18
Virðisrýrnunarpróf .....	19
Kennitölur .....	19
<b>Viðauki I</b> .....	<b>20</b>
Lykiltölur úr rekstri.....	20
<b>FYRIRVARAR</b> .....	<b>21</b>

## Inngangur

Aðferðafræði Reitunar við mat á orkufyrirtækjum byggir bæði á huglægum og hlutlægum þáttum (viðskiptalegum og fjárhagslegum þáttum). Meginþættirnir eru umhverfi og samkeppni, viðskiptalíkan og sjóðstreymi, áhættu- og fjármálastefna ásamt fjármálum og fjárhagskennitölum. Hver og einn meginþáttur skiptist í nokkra undirþætti og eru einkunnir þeirra vegnar saman með fyrirfram skilgreindum vogum og út fæst grunneinkunn félagsins.

Á árinu 2011 var lagt af stað með aðgerðaráætlunina Planið eftir aðkomu eigenda félagsins að fjárhagsskipan þess. Planið gerir ráð fyrir ýmsum hagræðingaraðgerðum, gjaldskrárhækkunum, lækkun og frestun fjárfestinga ásamt eignasölu. Í ljósi aðstæðna telur Reitun framgang Plansins mikilvægan þátt við mat á lánshæfi félagsins. Þar af leiðandi vegur umfjöllun um það töluvert í skýrslunni en uppbygging hennar er að öðru leyti í samræmi við þætti matsgrindar orkufyrirtækja.

Matsnefnd tekur endanlega ákvörðun um einkunn félagsins en niðurstöður matsgrindar liggja þar til grundvallar ásamt öðrum þáttum eftir því sem við á. Vegna þjóðhagslegs mikilvægis, öflugra bakhjarla og ábyrgðar eigenda á skuldbindingum félagsins er heildareinkunn þess tveimur þrepum hærrí en grunneinkunn.

## Starfsemi Orkuveitunnar

Orkuveita Reykjavíkur er í eigu Reykjavíkurborgar (93,539%), Akraneskaupstaðar (5,528%) og Borgarbyggðar (0,933%). Forstjóri Orkuveitunnar er Bjarni Bjarnason og framkvæmdastjórar móðurfélagsins eru þrjú; Hildigunnur H. Thorsteinsson, Ingvar Stefánsson og Skúli Skúlason. Auk þess eru framkvæmdastjórar dótturfélaga þrír; Erling Freyr Guðmundsson, Inga Dóra Hrólfsdóttir og Páll Erland.

## Vöxtur

Orkuveita Reykjavíkur er orkuframleiðslu- og veitufyrirtæki. Félagið rekur stærstu dreifiveitu á Íslandi og yfir 70% landsmanna eru í viðskiptum við fyrirtækið. Starfssvæði þess nær til höfuðborgarsvæðisins auk Suður- og Vesturlands eins og sjá má á mynd 1. Árið 1999 sameinuðust Hitaveita Reykjavíkur og Rafmagnsveita Reykjavíkur í Orkuveitu Reykjavíkur (OR). Vatnsveita Reykjavíkur sameinaðist Orkuveitunni ári síðar. Árið 2002 var stofnað sameignarfyrirtækið Orkuveita Reykjavíkur með sameiningu borgarfyrirtækisins OR og veitufyrirtækjum Akraness, Borgarness og Borgarfjarðarsveitar samkvæmt lögum nr. 139/2001 um stofnun sameignarfyrirtækis um Orkuveitu Reykjavíkur. Árið 2006 tók Orkuveitan yfir fráveitukerfi eigenda sinna. Á tímabilinu 2000-2007 keypti Orkuveitan smærri veitur á starfssvæði sínu.

## Virkjanir

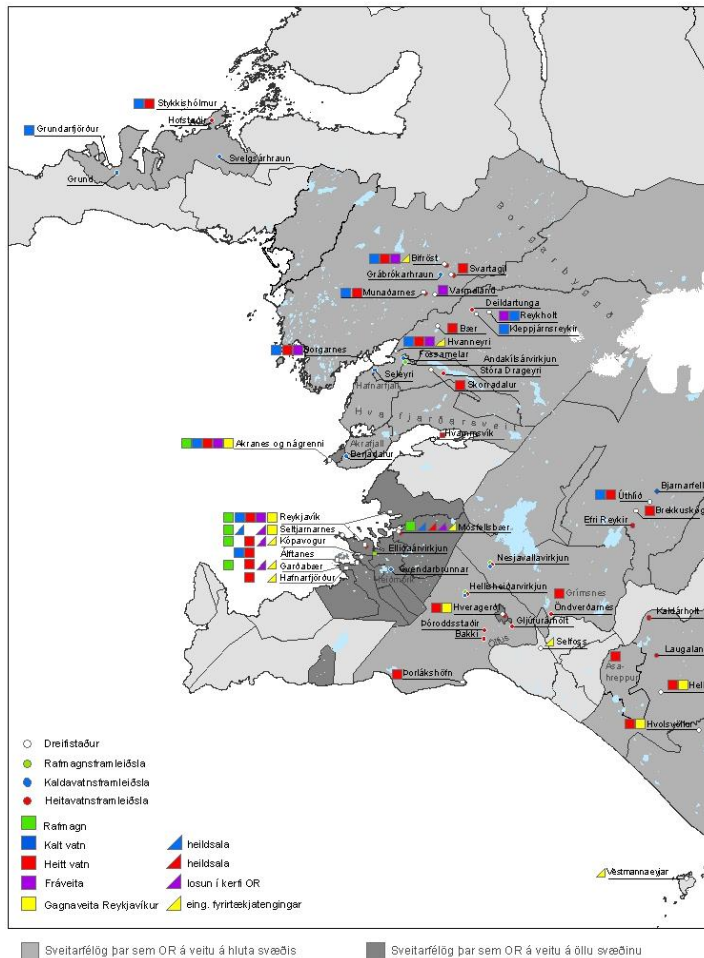
Orkuveitan rekur stærstu jarðhitaveitu í heimi (Nesjavallavirkjun) og 16 smærri veitur, frá Hvolsvelli í austri til Grundarfjarðar í vestri. Nesjavallavirkjun hóf framleiðslu varmaorku árið 1990 og er í dag með uppsett 300 MW afl fyrir varmaorku. Frá árinu 1996 hefur Nesjavallavirkjun verið nýtt til rafmagnsframleiðslu samhliða heitavatnsframleiðslunni og er uppsett afl virkjunarinnar 120 MW. Auk þess rekur Orkuveitan tvær vatnsaflsvirkjanir með uppsett afl 11,4 MW. Hellisheiðarvirkjun hóf raforkuframleiðslu árið 2006.

Orkuveita Reykjavíkur framleiðir og selur rafmagn til heimila og fyrirtækja. Auk þess kaupir félagið raforku í heildsölu af Landsvirkjun á samkeppnismarkaði og selur í smásölu. Orkuveitan rekur raforkudreifikerfi í 6 sveitarfélögum við Faxaflóa. Félagið rekur 13 vatnsveitur á starfssvæði sínu auk þess að selja neysluvatn í heildsölu til tveggja sveitarfélaga, samtals til meira en helmingis þjóðarinnar. Orkuveitan á fráveitur í sjö misstórum byggðarlögum og rekur dælustöðvar fyrir tvö sveitarfélög til viðbótar. Alls þjónar Orkuveitan liðlega helmingi þjóðarinnar í fráveitumálum. Tafla 1 sýnir yfirlit virkjana Orkuveitu Reykjavíkur.

Mynd 1: Starfssvæði Orkuveitur Reykjavíkur

VEITUSVÆÐI ORKUVEITUNNAR OG DÓTTURFYRIRTÆKJA

Febrúar 2012



Tafla 1: Yfirlit yfir virkjanir Orkuveitunnar

Virkjanir	Uppsett afl	
	Raforka	Varmaorka
Jarðvarmavirkjanir		
Nesjavallavirkjun	120 MW	300 MW
Hellisheiðarvirkjun	303 MW	133 MW
Samtals jarðvarmavirkjanir	423 MW	433 MW
Vatnsaflsvirkjanir		
Elliðaárvirkjun	3,2 MW	-
Andakílsárvirkjun	8,2 MW	-
Samtals vatnsaflsvirkjanir	11,4 MW	-
Lághitasvæði	-	600 MW
<b>Samtals</b>	<b>434,4 MW</b>	<b>1.033 MW</b>



## Greining á lánshæfi Orkuveitu Reykjavíkur

### I. Umhverfi og samkeppni

Við mat á lánshæfi eru stærð og fjárhagslegur styrkleiki mikilvægir þættir hjá orkufyrirtækjum á samkeppnismarkaði. Það er Orkuveitunni mikilvægt að viðhalda sterku og stöðugu sjóðstreymi og að geta nýtt til þess markaðsstöðu og dreifða tekjustofna. Sterk fjárhagsstaða er orkufyrirtækjum nauðsynleg til þess að geta viðhaldið framleiðslutækjum sínum, ráðist í nýjar fjárfestingar þegar þess er þörf og mætt neikvæðum breytingum í efnahagsmálum og á mörkuðum.

### Stærð og samkeppni

Orkuveitan er mikilvægt þjónustufyrirtæki fyrir meirihluta landsmanna og er eitt af eignamestu fyrirtækjum landsins. Bókfærðar eignir námu 299,3ma.kr. í árslok 2014.

Þriðjungur starfsemi Orkuveitunnar er samkeppnisrekstur en til hans telst framleiðsla á heitu vatni og rafmagni ásamt sölu rafmagns. Öflun, dreifing og sala á köldu vatni, dreifing og sala á heitu vatni, fráveita og dreifikerfi raforku telst til sérleyfisrekstrar sem nemur 2/3 af starfsemi félagsins. Hátt hlutfall sérleyfisrekstrar styrkir lánshæfi félagsins.

Heildarframleiðsla á rafmagni er nú um 2,6 TWh. Framleiðslugetan hefur aukist mikið frá aldamótum en þá var hún um 0,5 TWh. Heildarframleiðsla á raforku á landinu er nú um 17 TWh og er Landsvirkjun með um 75% hlutdeild. Til samanburðar framleiðir stærsta raforkufyrirtæki í Evrópu, EDF í Frakklandi, um 600 TWh á ári. Á norðurlöndum er Vattenfall í Svíþjóð stærst með um 150 TWh á ári. Norska orkufyrirtækið Statkraft framleiðir um 50 TWh á ári og notar alfarið endurnýjanlega orkugjafa.

Samkeppnisstaða Orkuveitunnar er sterk og félagið hefur sýnt að það getur hækkað gjaldskrá ef þörf krefur. Gjaldskrá félagsins er vísitölutengd og er ákvæði þess efnis í lánasamningum félagsins. Orkukostnaður er lágur hér á landi í samanburði við nágrannalöndin og svigrúm til hækkana því töluvert ef félagið þyrfti að bregðast við áföllum. Núverandi fyrirkomulag gjaldskrár eykur sveigjanleika í rekstri og hefur jákvæð áhrif á lánshæfismatið.

### Umhverfi

Orkuveitan er að mörgu leyti háð atburðum í ytra umhverfi. Fjárhagsstaða félagsins er viðkvæm fyrir þróun efnahagsmála og markaða, t.d. þróun gengis, vaxta og álverðs. Skuldir Orkuveitunnar í erlendum myntum nema 78% af heildarskuldum en mikill meirihluti tekna er í íslenskum krónum og er félagið þar af leiðandi viðkvæmt fyrir sveiflum í gengi krónunnar. Rekstur Orkuveitunnar er að hluta háður sveiflum í álverði í tengslum við langtímasamninga við álfyrirtæki þar sem verð á raforku er tengt heimsmarkaðsverði á áli. Félagið notar afleiðusamninga til að verja afkomusveiflur vegna breytinga á álverði og vöxtum. Nánar er fjallað um áhættuþætti í þriðja hluta skýrslunnar.

Traustur og vel dreifður viðskiptavinahópur Orkuveitunnar tryggir stöðugleika í effirspurn og sjóðstreymi. Þrátt fyrir að þjónusta um 70% af þjóðinni að þá fylgir áhætta því að starfa einungis í einu hagkerfi þar sem erfiðara er að verjast neikvæðum breytingum í ytra umhverfinu en ef starfsemin næði til fleiri landa. Raforkusamningurinn til Norðurlánda á Grundartanga (16,9% af heildartekjum) dregur að vissu marki úr þeirri áhættu þar sem hann á margan hátt jafngildir erlendri starfsemi. Fleiri sambærilegir samningar drægju enn frekar úr þeirri áhættu sem og ef sæstrengur yrði að veruleika. Enn sem komið er hefur því lítið markaðssvæði neikvæð áhrif á lánshæfismat félagsins.

## II. Viðskiptalíkan og sjóðstreymi

Tekjudreifing Orkuveitunnar er góð vegna fjölbreyttrar þjónustu til almennra notenda ásamt langfima orkusölusamningum til stóriðju. Góð dreifing tekjustofna dregur úr sveiflum í sjóðstreymi og eykur stöðugleika og fyrirsjáanleika. Nýfjárfestingar- og viðhaldspörf orkufyrirtækja getur verið töluverð. Auk öflugs sjóðstreymis krefst mikil nýfjárfestingarpörf eða viðhaldspörf þess að efnahagsreikningur félagsins sé sterkur. Áætlanir Orkuveitunnar gera hins vegar ekki ráð fyrir teljandi nýfjárfestingum og gert er ráð fyrir lífilli viðhaldsfjárfestingu á næstu árum.

### Vöruframboð og viðskiptavinir

Starfsþættir Orkuveitunnar eru veitur, virkjanir og sala og önnur starfsemi. Fyrirtækinu er jafnframt skipt upp eftir miðlum sem eru: rafmagn, heitt vatn, kalt vatn, fráveita og gagnaveita.

Veitubátturinn stendur undir u.þ.b. 2/3 hluta tekna og virkjanir um 1/3 hluta tekna. Rúmlega helmingur tekna eru vegna raforkusölu og rúmur fjórðungur tekna vegna sölu á heitu vatni. Aðrir miðlar vega minna. Orkuveitan er stærsta veitufyrirtæki landsins og næst stærsti raforkuframleiðandinn á eftir Landsvirkjun. Mikilvægi fyrirtækisins fyrir íslenskt samfélag er því mikið.

### Góð tekjudreifing

Nokkuð góð dreifing er í tekjum milli viðskiptavina. Almennir notendur eru í heild stærstu viðskiptavinirnir og mynda stærstan hluta heildartekna fyrirtækisins. Tekjuflæði Orku-veitunnar er stöðugt og þá sérstaklega smásöluhlutinn sem er allur í íslenskum krónum. Um 3/5 hluti tekna koma frá sérleyfisstarfsemi í smásölu, þ.e. heitu vatni, köldu vatni, fráveitu og dreifingu rafmagns. Þar af leiðandi má áætla tekjurnar með nokkurri nákvæmni og hefur fyrirsjáanleiki tekna jákvæð áhrif á lánshæfismatið.

Stærsti einstaki viðskiptavinur Orkuveitunnar er Norðurál Grundartangi ehf. Tekjur Orkuveitunnar vegna Norðuráls eru um 6,5 ma.kr. á ári eða um 16,9% af heildartekjum félagsins. Viðskiptavinahópur félagsins er stór en yfir 70% þjóðarinnar er í viðskiptum við Orkuveituna.

Aðeins lífill hluti samninga félagsins er tengdur álverði (15%). Þróun álverðs hefur ekki jafn mikil áhrif á sjóðstreymi og hjá Landsvirkjun þar sem slíkir samningar eru hlutfallslega mun stærri. Áhættan er hinsvegar til staðar og dregur úr fyrirsjáanleika og stöðugleika í sjóðstreymi þrátt fyrir markvissar aðgerðir til að verjast þeirri áhættu.

Mat á vöruframboði og viðskiptavinum félagsins hefur jákvæð áhrif á lánshæfismat þess.

### Planið

Vel hefur gengið að fylgja eftir aðgerðaráætlun Orkuveitunnar sem lagt var af stað með eftir aðkomu eigenda félagsins að fjárhagsskipan þess á árinu 2011. Planið gerir ráð fyrir ýmsum hagræðingaraðgerðum, gjaldskrárhækkunum, lækkun og frestun fjárfestinga ásamt eignasölu.

### Planið umfram áætlun

Frá upphafi hafa áætlanir félagsins gengið eftir eða gengið betur en gert var ráð fyrir. Í árslok 2014 var heildarárangur Plansins (2011-2014) 49,607 ma.kr. sem er 5,7 ma.kr. umfram sett markmið. Tafla 2 sýnir stöðu Plansins eins og hún var í árslok.

Tafla 2: Staða Plansins 31.03.204, m.kr.

Planið	Planið 2014	Raun 2014	Planið 2011-2014	Raun 2011-2014
Lækkun fjárfestinga í veitukerfum	2.518	2.362	9.931	12.197
Eignasala	1.900	1.552	10.000	8.988
Lækkun rekstrarkostnaðar	900	1.538	3.000	4.554
Lækkun annarra fjárfestinga	200	223	850	1.303
Frestun fjárfestinga vegna fráveitu	0	148	2.900	3.154
<b>Samtals</b>	<b>5.518</b>	<b>5.823</b>	<b>26.681</b>	<b>30.196</b>
Víkjandi lán frá eigendum	0	0	12.000	12.000
Auknar tekjur vegna hækkun gjaldskrár	1.295	1.913	5.184	7.411
<b>Samtals</b>	<b>1.295</b>	<b>1.913</b>	<b>17.184</b>	<b>19.411</b>
<b>Samtals aðgerðaráætlun</b>	<b>6.813</b>	<b>7.736</b>	<b>43.865</b>	<b>49.607</b>

Tafla 2: Staða plansins, m.kr.  
Heimild: OR

Aðeins á einum stað er Planið undir áætlun og er það varðandi eignasölu. Gert var ráð fyrir eignasölu sem nemur 10 mö.kr. á árunum 2011 til 2016. Nú er því að mestu lokið að öðru leyti en því að unnið er að sölu á 49% hlut Orkuveitunnar í Gagnaveitum Reykjavíkur.

Orkuveitan hefur sýnt á trúverðugan hátt að félagið hefur getu og vilja til að fylgja eftir þeim áætlunum sem gerðar voru árið 2011. Þessi þróun hefur jákvæð áhrif á lánshæfismat félagsins. Mikilvægt er þó að gæta áframhaldandi aðhalds og eftirfylgni áætlana. Stærstu áskorunum Plansins hefur verið hrint úr vegi á árangursríkan hátt og fátt bendir til annars en að Orkuveitan klári það sem útaf stendur þar til aðgerðaáætlun Plansins líkur á næsta ári.

### Viðhaldspörf

Stærstu eignir Orkuveitunnar eru orkuver og veitukerfi. Á fyrsta áratug aldarinnar stóð fyrirtækið í miklum framkvæmdum. Má þar nefna byggingu og síðar stækkun Hellisheiðarvirkjunar, áframhaldandi uppbyggingu jarðhitánýtingar á Hengilssvæðinu og fjárfestingar í undirbúningi Hverahlíðarvirkjunar. Auk þess tók Orkuveitan við fráveitukerfum Reykjavíkurborgar, Akraness og Borgarbyggðar árið 2006 og hefur fjárfest í umbótum fráveitumála síðan þá. Mikil uppbygging á höfuðborgarsvæðinu 2006–2008 kallaði á umtalsverðar framkvæmdir í veitulögnum til nýrra hverfa. Ljóst er að sem stendur er veitukerfið vannýtt að hluta þar sem áætlanir um nýbyggingar íbúðahverfa hafa ekki gengið eftir en eru þó nú farnar að taka við sér aftur.

### Samdráttur í viðhaldsfjárfestingum

Áætlanir félagsins gera ráð fyrir frestun viðhaldsfjárfestinga fram á þetta ár (2015) en hingað til hefur eingöngu verið ráðist í nauðsynlegt viðhald. Tækjakostur Orkuveitunnar er að miklu leyti nýlegur og ætti því að þola tímabundinn samdrátt viðhaldskostnaðar. Samdráttur í viðhaldi getur þó ekki varað til lengri tíma. Fjárfestingar eru áætlaðar á bilinu 2%-4% af varanlegum rekstrarfjármunum á ári fram til ársins 2020. Heildarlækkun viðhaldsfjárfestinga nemur 15 mö.kr. til ársins 2019. Mögulega mun þessi lækkun ganga til baka að einhverju leyti eftir þann tíma en hvort sem það gerist eða ekki að þá mun félagið vera vel í stakk búið til að mæta því, gangi áætlanir eftir. Afskriftir hafa lítið breyst en fjárfestingar hafa dregist verulega saman. Mikill munur er því á afskriftum og fjárfestingum félagsins árið 2012 og á komandi árum samkvæmt fjárhagsáætlun félagsins líkt og sjá má að mynd 3.

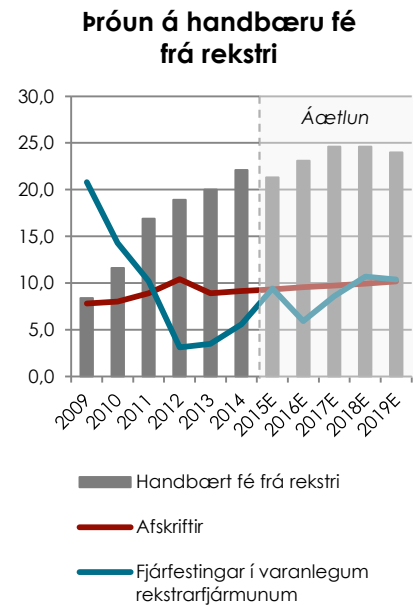
Það er styrkleiki fyrir félagið að það geti dregið tímabundið úr viðhaldsfjárfestingum en engu að síður gerir Reitun ráð fyrir að um frestun sé að ræða, amk. að hluta, en ekki varanlega lækkun.

### Fjárfestingarpörf og áætlanir

Áfram ríkir óvissa um framhald framkvæmda við bygginu Hverahlíðarvirkjunar. Áætlað var að orka frá virkjuninni myndi fara til álvers í Helgúvík en miklar tafir hafa orðið á framkvæmdum við álverið. Það er afstaða Orkuveitunnar að forsendur hluta samninganna við Norðurál séu brostnar, en um þetta er ágreiningur á milli félaganna. Það er þó mat stjórnenda Orkuveitunnar að engar skuldbindingar af þeirra hálfu séu óuppfylltar vegna þessa. Viðræður eru nú í gangi á milli Orkuveitunnar og Norðuráls Helgúvíkur um að aðlaga raforkusölusamninginn á milli félaganna þannig að hægt verði að falla frá fyrirvörum sem í samningnum eru. Vegna þessa eru samningar sem Orkuveitan gerði um kaup á búnaði til virkjanaf framkvæmda í uppnámi. Verði samningum rift er nú ljóst að það muni ekki leiða til aukinna fjárútláta umfram þær innágreiðslur sem greiddar hafa verið inna á búnaðinn. Áhrif þessa eru því óveruleg að mati stjórnenda OR.

Orkuframleiðsla félagsins hefur í gegnum tíðina verið stöðug og að mestu í samræmi við væntingar. Afkastageta Hellisheiðarvirkjunar hefur um tíma verið skert vegna ónægrar gufu frá borholum virkjunarinnar. Þetta hefur leitt til þess að Orkuveitan hefur þurft að auka orkukaup sín. Tekin hefur verið ákvörðun um að leggja leiðslur frá borholum í Hverahlíð að Hellisheiðarvirkjun til að mæta gufupörf virkjunarinnar. Fjárfesting í gufuöflun er áætluð 2,3 ma.kr. til ársins 2019 og er að mestu vegna tengingar Hverahlíðar við Hellisheiðarvirkjun.

Mynd 3: Þróun á handbæru fé frá rekstri



Mynd 3  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

### III. Áhættu- og fjármálastefna

Markvissar og vel skipulagðar aðgerðir til að draga úr markaðsáhættu og auka stöðugleika hafa heppnast vel. Félagið er því nú nokkuð vel varið gagnvart eðlilegum verðsveiflum á markaði þó svo það sé enn næmt gagnvart mjög stórrí og neikvæðri verðþróun á markaði. Mikil lækkun álverðs kæmi sér illa fyrir fyrirtækið sem og mikil vaxtahækkun. Gengisþróun skiptir minna máli en áður og stæðist félagið alveg ágætlega umtalsverðar sveiflur í gengi gjaldmiðla að öðru óbreyttu.

Stærstu áhættuþættir Orkuveitunnar tengjast rekstri og fjármálum. Rekstraráhættan er einkum fólgin í framleiðslugetu virkjana og veitna og fjármálaáhætta að mestu til fjármögnunar-, lausafjár-, og markaðsáhættu.

Orkuveitan hefur í vaxandi mæli dregið úr markaðsáhættu með innri aðgerðum og samningum um áhættuvarnir samkvæmt þeim markmiðum sem það hefur sett sér. Jafnframt mun félagið nýta sér áhættuvarnir við daglega fjármálastjórn og þá sýn sem það hefur á þróun efnahagsmála og markaða á hverjum tíma.

#### Rekstraráhætta

Bæði raforku- og varmaorkuframleiðsla félagsins byggir að mestu á virkjun jarðvarma á Nesjavalla- og Hellisheiðasvæðinu, auk þess sem varmaorka er unnin á lágghitasvæðum. Stærsti hluti framleiðslu félagsins er á þessum tveimur mikilvægu stöðum. Þrátt fyrir að almennt ætti framleiðslan að geta gengið vel og örugglega fyrir sig að þá er náttúran alltaf óútreiknanleg. Út frá áhættumati þarf að taka tillit til þessa þáttar og er hann ávallt með neikvæðum formerkjum þar sem óvæntar breytingar geta haft mikil áhrif á sjóðstreymi og rekstrarhæfi félagsins. Vert er þó að benda á að félagið er tryggt gagnvart eldgosum.

#### Fjármálaáhætta

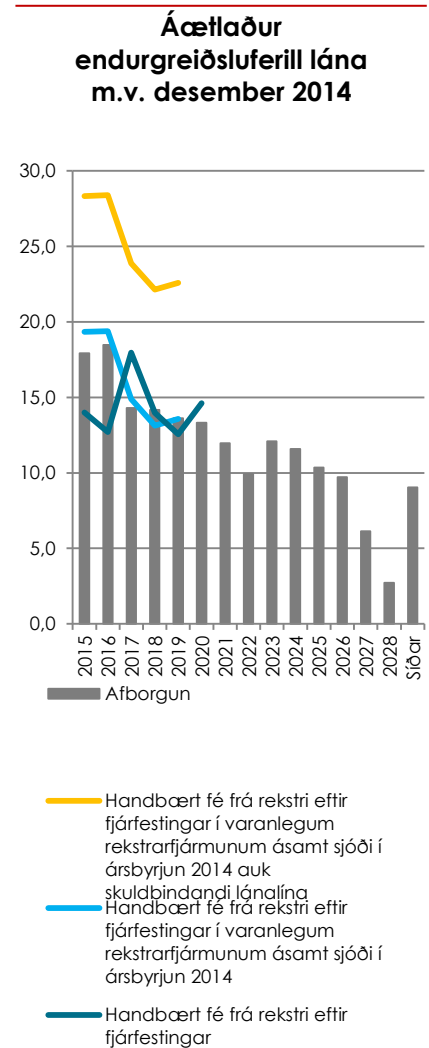
Í samræmi við áætlun eigenda og stjórnenda hafa skuldakennitölur félagsins batnað mikið á liðnum misserum og dregið hefur verulega úr markaðsáhættu félagsins og þá sérstaklega gengisáhættu. Lausafjárstaðan er jafnframt nokkuð traust að teknu tilliti til allra þátta þó svo veltufjárhlutfallið sé undir einum.

#### Lausafjárstaða

Lausafjárstaða félagsins hefur styrkst umtalsvert með þeim aðgerðum sem félagið hefur gripið til og með bættum rekstri. Á síðasta ári styrktist lausafjárstaðan um 3 ma. kr. Félagið hefur verið að ávinna sér traust erlendra banka á ný sem leitt hefur til bættis aðgengis að lánalínum. Samningsbundnar og ónýttar lánalínur eru nú 7,1 ma.kr. Handbært fé í árslok var 12,1 ma.kr. og var því tryggt lausafé í árslok 19,2 ma.kr. og hafði hækkað um tæpan 1 ma.kr. milli ára.

Bætt lausafjárstaða er þýðingamikil fyrir Orkuveituna þar sem hún veitir aukið fjárhagslegt svigrúm til félagsins og eykur þol hennar gagnvart neikvæðum breytingum í ytra umhverfi og á mörkuðum. Veltufjármunir voru 17,96 ma.kr. í árslok og hafa

Mynd 4: Áætlaður endurgreiðsluferill lána m.v. árslok 2014



Mynd 4  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

Því hækkað milli ára um 2,5 ma.kr. Hækkunin er fyrst og fremst aukning á handbæru fé og bundnum innistæðum. Orkuveitan fjárfesti í innlánum sem lið í lausafjárstýringu félagsins og er það flokkað sem bundið innlán en ekki reiðufé. Skammtímaskuldir stóðu í stað milli ára, um 26,5 ma.kr. Þyngsti partur skammtímaskulda er næsta árs afborgun langtímalána. Á mynd 4 má sjá áætlaðan endurgreiðsluferil lána til ársins 2028.

#### Veltufjárhlutfall stefnir í um 1

Veltufjárhlutfall í árslok var 0,68 og hefur því batnað lítillega frá síðustu áramótum þegar það var 0,59. Að teknu tilliti til ónýttar lánalínaværi hlutfallið um 1,0. Um er að ræða skuldbindandi lánalínur og teknu Reitun tillit til þess. Lausafjárhlutfall batnaði einnig og var 0,66 í árslok 2014 en hafði verið 0,57 um áramótin 2013.

Á mynd 5 má sjá samanburð á veltufjár- og lausafjárhlutföllum og tryggðu lausafé á móti skammtímaskuldum hjá Orkuveitunni, Landsvirkjun og fjórum erlendum orkufyrirtækjum. Að mati Reitunar þarf lausafjárstaða Orkuveitunnar að verða umtalsvert betri þrátt fyrir að hafa bakábyrgð Reykjavíkurborgar og annarra eiganda, til að mæta mögulegum ytri áföllum.

Á næsta ári er skuldabréf í eigu OR á gjalddaga. Bókfært virði bréfsins í árslok 2014 var 8,5 ma.kr. Veltufjárhlutfallið hækkar að öðru óbreyttu við greiðslu á bréfinu.

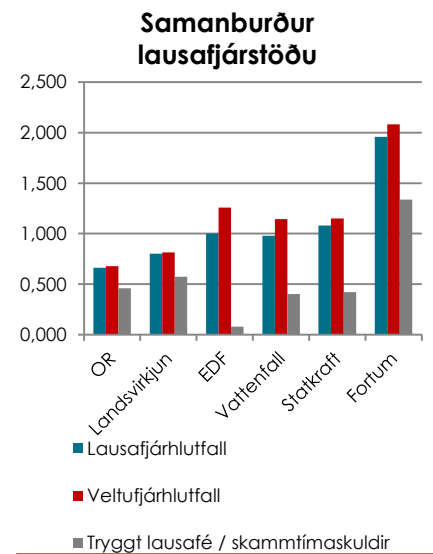
Það væri styrkur fyrir Orkuveituna að vera með veltufjárhlutfallið um 1,0 líkt og samanburðarfélögin í mynd 5 eru með. Markmið félagsins gera ráð fyrir veltufjárhlutfalli um 1,0.

Nokkuð þröng lausafjárstaða Orkuveitunnar dregur úr sveigjanleika félagsins til að mæta ytri áföllum og hefur því áfram neikvæð áhrif á lánshæfi þess. Það er hins vegar mat Reitunar að ef félagið lenti í lausafjárerfiðleikum þá gæti það hækkað gjaldskrá auk þess sem líklegt verður að teljast að eigendur kæmu félaginu til aðstoðar ef þess þyrfti. Reynt hefur á hvort tveggja með tilætluðum árangri. Þrátt fyrir það er mikilvægt að félagið vinni jafnt og þétt að því að bæta lausafjárstöðu sína uns markmiðum félagsins er náð.

#### Skuldastaða

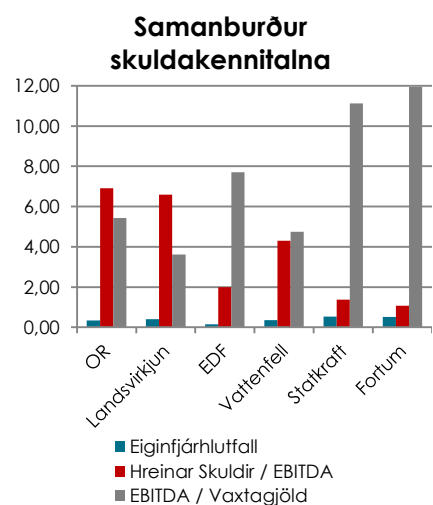
Vaxtaberandi skuldir félagsins námu 183,9 mö.kr. í árslok 2014 en það er 47,6 ma.kr. lækkun frá árslokum 2012 þegar þær námu 231,5 ma.kr. Samkvæmt Planinu mun félagið skila jákvæðu handbæru fé eftir fjárfestingar næstu árin og verður það nýtt til niðurgreiðslu skulda sbr. mynd 3. Sem hlutfall af rekstrarhagnaði fyrir afskriftir (e. EBITDA) fara skuldirnar lækkandi, m.a. vegna aukinnar hagræðingar í rekstri félagsins

Mynd 5: Samanburður lausafjárstöðu við önnur orkufyrirtæki 2014



Mynd 5  
Heimild: Ársreikningar viðkomandi félaga

Mynd 6: Samanb. skuldakennitalna við önnur orkufyrirtæki 2014



Mynd 6  
Heimild: Ársreikningar viðkomandi félaga

og frestun fjárfestinga. Hreinar skuldir Orkuveitunnar námu nífaltari EBITDA í lok árs 2012 og var hlutfallið komið niður í 6,91 í árslok 2014. Í áætlun fyrir árslok 2013 hafði hinsvegar verið gert ráð fyrir að hlutfallið yrði 8,1. Hlutfallið er því orðið mun lægra en áætlun gerði ráð fyrir. Ef áætlun félagsins gengur eftir mun Orkuveitan greiða niður tæp 30% af skuldum sínum á tímabilinu 2015 til 2020 og verða hreinar skuldir á móti EBITDA þá 3,8. Gengi krónunnar getur haft veruleg áhrif á þessa þróun en áætlun félagsins miðar við fast gengi gjaldmiðla. Nánar er fjallað um áhrif gengisbreytinga í kaflanum um gengisáhættu.

Reitun telur að endurfjármögnun skulda gengi vel ef á það reyndi. Áhugi banka á lánveitingum til Orkuveitunnar fer vaxandi sem er styrkur fyrir félagið. Þar sem stefnt er að áframhaldandi niðurgreiðslu skulda mun þó væntanlega lítið reyna á endurfjármögnun nema fyrst og fremst til áhættustýringar eða mögulega til endurfjármögnunar erlendra skulda með krónulánunum.

Mynd 6 sýnir samanburð á skuldakennitölum Orkuveitunnar og nokkurra orkufyrirtækja. Eins og sjá má á myndinni eru hreinar skuldir Orkuveitunnar á móti EBITDA háar. Áætlanir Orkuveitunnar um aðhald í rekstri og niðurgreiðslu skulda hafa þó gengið eftir. Ef ekki verða stór ytri áföll er það mat Reitunar að sú þróun muni halda áfram og að skuldahlutföll Orkuveitunnar verði orðin svipuð og hjá samanburðarfélögum innan fárra ára. Sú þróun hefði jákvæð áhrif á lánshæfi félagsins.

#### Áætlun lánshæfi og niðurgreiðsla skulda

Áætlun gerir ráð fyrir að vaxtaberandi skuldir lækki í 126,8 ma.kr. í lok árs 2020. Gert er ráð fyrir að handbært fé frá rekstri eftir fjárfestingar standi að mestu undir endurgreiðslu lána á tímabilinu ásamt núverandi handbæru fé í sjóði eins og mynd 4 sýnir. Gangi áætlanir Orkuveitunnar eftir mun félagið ekki þurfa að endurfjármagna lán sín nema að litlu leyti. Samið hefur verið við erlendan lánveitanda um lengingu í láni og standa viðræður yfir við aðra banka um mögulega lánasamninga. Mynd 7 sýnir þróun vaxtaberandi skulda skv. fjárhagsáætlun.

#### Ábyrgðir eigenda

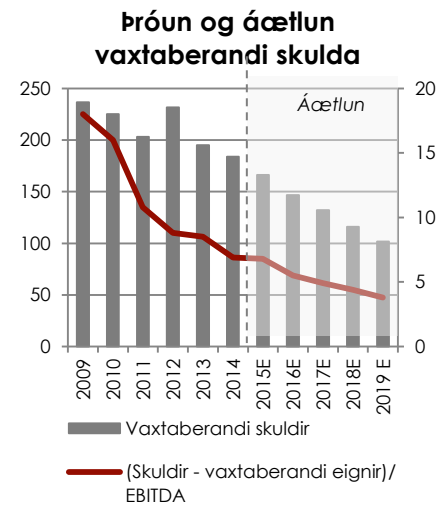
Eigendur Orkuveitunnar eru í einfaldri hlutfallslegri ábyrgð fyrir meirihluta skuldbindinga félagsins. Nýjar ábyrgðir og skuldbindingar Orkuveitunnar umfram 5% af höfuðstól á ári hverju skulu lagðar fyrir eigendur fyrirfram til samþykktar samkvæmt reglugerð nr. 297/2006 um Orkuveitu Reykjavíkur.

Lánshæfi félagsins nýtur góðs af bakábyrgð öflugra eigenda. Þau hafa sýnt í verki vilja og getu til að standa á bak við félagið á erfiðum tímum. Það verður því að teljast afar líklegt að mati Reitunar að eigendur veittu félaginu frekari fjárhagslegan stuðning vel tímanlega ef þess þyrfti.

#### Lánaskilmálar

Orkuveitan hefur ekki veðsett eignir sínar til tryggingar á skuldum og er í gildi veðsetningarbann (e. negative pledge) gagnvart lánveitendum auk skilmála sem snúa að samhliða rétti lánveitenda (e. pari-passu). Lánveitendur hafa auk þess almenn gjaldfellingarákvæði komi upp aðstæður sem til dæmis rýra greiðslugetu lántaka eða ef upplýsingagjöf er röng. Pólitísk áhrif á gjaldskrá félagsins hafa verið rofin þar sem tekin var ákvörðun um að hún væri vísitölutengd og hefur það ákvæði verið sett í lánasamninga félagsins.

Mynd 7: Þróun vaxtaberandi skulda skv. fjárhagsáætlun



Mynd 7  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

### Gengisáhætta

Gengisáhætta félagsins hefur minnkað mikið undanfarið eins og mynd 9 sýnir og stýttist í að gott jafnvægi náist. Gengisáhætta á efnahagsreikningi er nú að mestu horfin eftir að uppgjörsmýnt Orku náttúrunnar, dótturfélags Orkuveitu Reykjavíkur varð bandarískir dalir. Sjóðstreymisáhætta hefur jafnframt minnkað með varnaramningum sem félagið hefur gert. Vegna þeirra er félagið orðið að mestu sjálfbært um öflun gjaldeyris næstu 3 ár. Áætlað er að eftir 2025 muni tekjur í erlendri mynt standa undir afborgunum í erlendri mynt. Reitun telur, þrátt fyrir eitthvert ójafnvægi í sjóðstreymi félagsins yfir nokkurra ára tímabil, það vera afar litlar líkur á að það valdi félaginu einhverjum erfiðleikum við að standa undir sínum skuldbindingum að öðru óbreyttu. Þessi áhætta er jafnframt kerfisleg og gildir jafnt gagnvart öllum sem ekki eru með sjálfbært erlent greiðslufleði. Það er stefna félagsins að draga enn frekar úr gjaldmiðlamisræmi.

Mikil breyting varð á ójafnvægi í gjaldeyrisjöfnuði félagsins við uppskiptinguna eins og áður hefur komið fram. Tæplega 75% af langfímaskuldum Orkuveitunnar eru í erlendum myntum. Gjaldyrisjöfnuður samstæðunnar er hinsvegar jákvæður um nokkra milljarða í kjölfar uppskiptingar. Með þessu móti verða sveiflur í afkomu vegna gengismunar mun minni en áður og eykur þar með stöðugleika í rekstri félagsins.

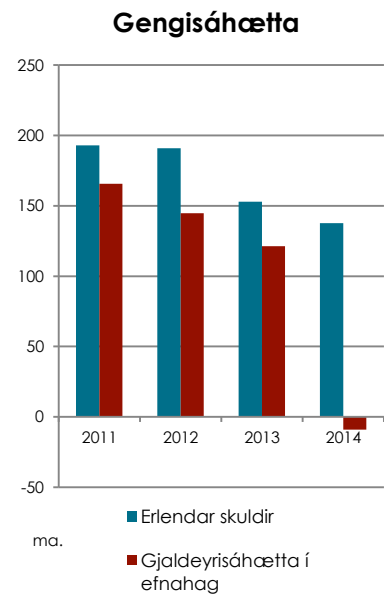
Orkuveitan er með langfíma sölusamning á raforku í Bandaríkjadollurum og eru áætlaðar tekjur í dollurum um 16,9% af heildartekjum en aðrar tekjur eru í íslenskum krónum. Að hluta til mynda erlendar tekjur náttúrulega vörn gegn áhrifum gengisbreytinga á erlend lán félagsins. Einnig myndar álverð að einhverju leyti náttúrulega vörn gegn sveiflum í gengi dollars líkt og nánar er fjallað um í kaflanum um álverðsáhættu.

Orkuveitan þarf því áfram, þó í minni mæli sé, að kaupa gjaldeyri fyrir afborgunum skulda á næstu árum. Félagið getur því áfram lent í fjárhagserfiðleikum komi til þess að gengi krónu veikist mikið til lengri tíma. Sú mikla óvissa sem er í innlendum efnahagsmálum tengt uppgjöri við þrotabúin, afnámi gjaldeyrishafna, afgang af vöru- og þjónustujöfnuði og endurfjármögnunarmöguleikum íslenskra aðila á erlendum mörkuðum gæti leitt til veikingar krónunnar á næstu misserum. Gengisáhætta félagsins gæti því raungerst með tilheyrandi neikvæðum áhrifum á sjóðstreymi og eigið fé.

### Vaxtaáhætta

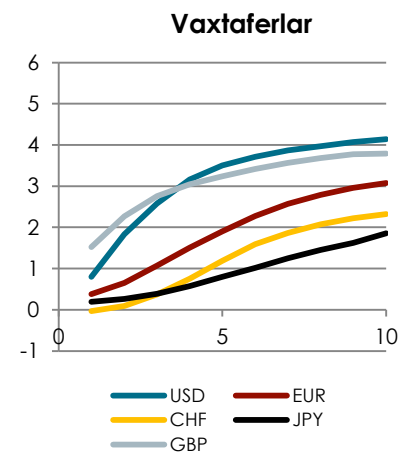
Orkuveitan hefur dregið úr vaxtaáhættu sinni á síðustu árum með gerð vaxtaskiptasamninga og þannig fest meirihluta vaxta til næstu ára sem er jákvæð þróun þar sem meirihluti skulda félagsins bera fljótandi vexti. Um síðustu áramót námu

Mynd 9: Gengisáhætta



Mynd 9  
Heimild: Ársreikningur OR

Mynd 10: Framvirkir vaxtaferlar



Mynd 10  
Heimild: Bloomberg



slíkar varnir 93% af lánum með breytilega vexti og tæplega 80% næstu 4 ár þar á eftir (2015-2018). Orkuveitan er því búin að ná góðu samræmi í vaxtaáhhættu og er það jákvætt mtt. lánshæfismats. Áframhaldandi niðurgreiðslur skulda draga úr áhættunni.

Orkuveitan hefur þó eins og áður segir dregið verulega úr vaxtaáhhættu sinni á síðustu árum eins og mynd 11 sýnir en félagið hefur m.a. gert vaxtaskiptasamning við erlenda banka til 5 ára.

Dregið hefur úr vaxtaáhhættu

Árið 2009 var Orkuveitan 9% varin gagnvart fljótandi vöxtum en árið 2015 nema varnir félagsins 87% og um 80% út árið 2018. Þrátt fyrir að búið sé að festa stóran hluta vaxta félagsins með vaxtaskiptasamningum eru vaxtakjör þess hagstæð. Félagið getur þar með viðhaldið hagstæðum vaxtakjörum næstu árin þar sem ekki þarf að endurfjármagna skuldir nema að litlu leyti eins og áður hefur komið fram. Þessi þróun hefur jákvæð áhrif á lánshæfismat Orkuveitu Reykjavíkur.

#### Álverðsáhhættu

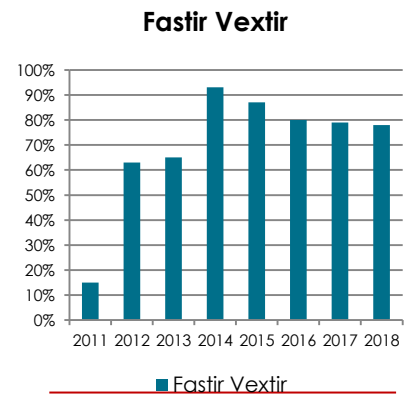
Gerðir hafa verið fjórir raforkusölusamningar til stóriðu, einn við Landsvirkjun vegna Norðuráls og þrír við Norðurál vegna álversins á Grundartanga. Orkuveitan og Norðurál hafa einnig gert með sér raforkusölusamning vegna fyrirhugaðs álvers í Helgúvík og hefur afhending samkvæmt þeim samningi hafist. Stjórnendur meta mótaðilaáhhættu töluverða í samningnum og endurspeglast það í virði hans en bókfært virði samningsins var neikvætt um 0,6 ma.kr. í árslok 2014 en var jákvætt um 0,1 ma.kr. í árslok 2013.

Innbyggðar álafleiður

Tekjur af raforkusamningum til stóriðu námu 15,1% af heildartekjum félagsins á árinu 2014. Þeir eru í Bandaríkjadollurum og tengdir heimsmarkaðsverði á áli á hverjum tíma og fela þar af leiðandi í sér innbyggðar álafleiður.

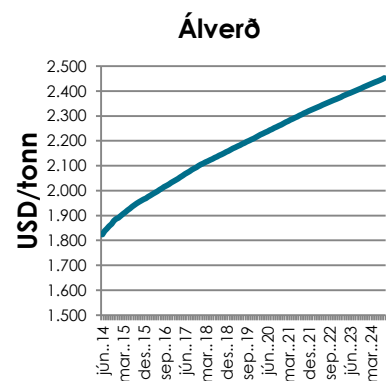
Í samræmi við alþjóðlega reikningskilastaðla um fjármálageninga hefur gangvirði innbyggðu afleiðanna verið metið m.v. framvirkt verð á áli (mynd 12) og fært í efnahagsreikning félagsins. M.v. ársreikning Orkuveitunnar myndi 10% hækkun álverðs að öðru óbreyttu leiða til þess að eigið fé félagsins hækkaði um 4,97 ma.kr. en samsvarandi lækkun álverðs lækkaði eigið fé um tæpa 4,97 ma.kr.

Mynd 11: Vaxtaáhhættu



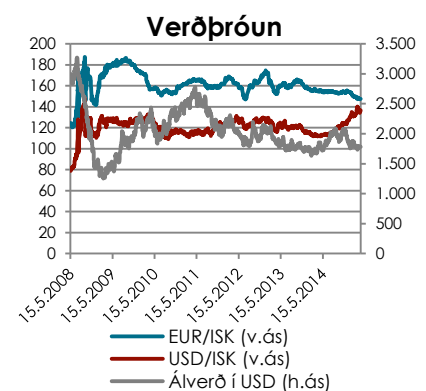
Mynd 11: Vaxtaáhhættu  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

Mynd 12: Framvirkt verð á áli



Mynd 12  
Heimild: Bloomberg

Mynd 13: Þróun álverðs, dollars og krónu



Mynd 13  
Heimild: Bloomberg

#### Varnir gegn sveiflum í álverði

Sögulega hefur verið á áli verið sveiflukennt eins og mynd 13 sýnir. Álverð hefur lækkað umtalsvert frá áramótum en það ætti öllu jafna að draga úr tekjum Orkuveitunnar af raforkusölu til stóriðju. Á sama tíma hefur gengi krónunnar gagnvart dollar styrkst sem vegur upp á móti áhrifum af lækkuðu álverði. Álverð myndar að einhverju leyti náttúrulega vörn gegn sveiflum í gengi dollars þar sem neikvæð fylgni er á milli gengi dals og álverðs. Þar sem tekjur Orkuveitunnar sem tengdar eru álverði, eru í Bandaríkjadöllum er að einhverju leyti um náttúrulega vörn að ræða. Auk þess hefur Orkuveitan gert afleiðusamninga til að draga úr álverðsáhrættu. Varnir félagsins nema 74% af áætlaðri álverðstengdri sölu árið 2015. Félagið hefur aukið varnir sínar gegn álverðsbreytingum á síðastliðnum árum líkt og mynd 14 sýnir. Þessi þróun hefur jákvæð áhrif á lánshæfi Orkuveitu Reykjavíkur.

## IV. Fjármál og kennitölur

Tafla 4 sýnir samantekt á fjárhagsupplýsingum Orkuveitu Reykjavíkur í árslok 2014 ásamt samanburði við áætlun 2014 og rauntölur 2013 & 2012.

Tafla 4: Fjárhagsstaða

Fjárhagur (ma.kr.)	2014	2014E	2013	2012
Tekjur	38,5	37,8	39,2	37,9
EBITDA	24,8	23,1	26,1	25,0
EBIT	15,7	14,1	17,2	14,7
Hreinn hagnaður	8,9	11,9	3,3	-2,3
Eignir samtals	299,3	267,3	283,1	297,2
Eigið fé samtals	99,4	92,4	81,0	60,6
Skuldir samtals	199,9	189,8	202,1	236,6
Veltufé frá rekstri	18,9	19,9	19,7	19,9
Handbært fé frá rekstri	22,1	19,9	20,0	18,9
Fjárfestingahreyfingar samtals	-7,2	-3,8	2,4	-2,7
Handbært fé eftir fjárfestingar	14,9	16,1	22,5	16,2
Greiddur arður	0,0	0,0	0,0	0,0
Afborganir langtímaskulda	-20,3	-18,5	-23,6	-12,3
Tekin ný langtímalán	5,7	5,7	3,1	1,0
Hækkun (lækkun) skammtímaskulda	0,1	-1,8	1,3	-0,1
Nettó fjármögnun	-14,7	-14,6	-19,1	-11,4
Hækkun (lækkun) á handbæru fé	0,2	1,4	3,3	4,8

Tafla 4: Fjárhagsstaða  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

### Uppgjör í takt við áætlanir

Rekstrarhagnaður fyrir afskriftir (EBITDA) árið 2014 nam 24,8 ma.kr. samanborið við 26,1 ma.kr. í árslok 2013. Hagnaður eftir skatta var 8,9 m.kr. á árinu samanborið við 3,3 ma.kr. hagnað árið á undan. Orkuveitan á yfirfærlegt skattalegt tap í árslok fyrir 50,8 ma.kr.

Handbært fé frá rekstri nam 22,2 mö.kr. í árslok 2014 sem er heldur betra en árið áður. Eigið fé Orkuveitun er að styrkjast og nam tæpum 100 ma.kr. í lok árs 2014 samanborið við rúmlega 80 ma.kr. árið áður. Handbært fé frá rekstri eftir fjárfestingar var 14,9 ma.kr. á árinu 2014 en var 22,5 ma.kr. árið á undan. Það sem sýnir myndina þar er fjárfesting Orkuveitunnar í bundnum innlánnum að upphæð 3 ma.kr. auk um 2 ma.kr. aukningar í fjárfestingu í varanlegum rekstrarfjármunum milli ára.

Áætlanir gera ráð fyrir stöðugleika í rekstri ásamt hárrí EBITDA framlegð.

### Virðisrýrnunarpróf

Til að ganga úr skugga um að bókfært verð eigna standi undir núvirtu framtíðarsjóðflæði eigna hefur Orkuveitan kannað hvort til staðar séu vísbendingar um virðisrýrnun líkt og alþjóða reikningskilastaðlar kveða á um. Í árslok 2014 leiddi könnunin ekki í ljós frekari virðisrýrnun á bókfærðu virði eigna til rafmagnsframleiðslu. Það voru ekki vísbendingar um virðisrýrnun í öðrum starfsháttum eða miðlum.

### Kennitölur

Við mat á lánshæfi eru skoðaðar kennitölur, en einkum er horft til skulda á móti EBITDA, skulda á móti handbæru fé, vaxtaþekju, handbærs fjár á móti tekjum, EBITDA framlegðar, veltufjárhluftfalls og arðsemi. Fleiri kennitölur eru skoðaðar eftir því sem við á. Tafla í viðauka I sýnir þróun kennitalna fyrir tímabilið 2009 til 2019E.

Fjárhagsstaða Orkuveitunnar er enn viðkvæm þrátt fyrir að hafa batnað svo um munar og reksturinn skilar sterku sjóðstreymi. EBITDA framlegð félagsins er góð en hún var 64,9% árið 2014 en 66,5% árið 2013. Skuldir eru miklar en vaxtaberandi skuldir á móti EBITDA voru 6,9 í lok árs 2014 og höfðu lækkað úr margfaldaranum 7,1 frá árslokum 2013. Hlutfall vaxtaberandi skulda á móti handbæru fé frá rekstri var 8,9 í árslok 2014 en hafði verið 9,7 í lok árs 2013.

Vaxtaþekjan tekur jákvæðum breytingum og var hún 5,4 í árslok en hafði verið 2,7 árið áður. Eins og fram hefur komið er veltufjárhluftfallið lágt, 0,66 í árslok en hafði hækkað úr 0,59 frá árinu áður.

Áætlanir Orkuveitunnar hafa gengið eftir og heildarárangur Plansins er betri en áætlanir gerðu ráð fyrir. Fyrir vikið hefur Orkuveitan öðlast meira traust og aukinn trúverðugleika. Orkuveitan hefur einnig sýnt að félagið getur fjármagnað sig bæði á innlendum og erlendum fjármagnsmörkuðum. Þrátt fyrir þann árangur sem félagið hefur náð er getur sjóðstreymi félagsins borið skaða af tilteknum áhættuþáttum og ber þar helst að nefna gjaldmiðla- og álverðsáhættu. Félagið er enn skuldsett og núverandi fjármagnsskipan hefur neikvæð áhrif lánshæfismat félagsins þrátt fyrir að dregið hafi úr þeim.

**Viðauki I**
**Lykiltölur úr rekstri**

Lykiltölur úr rekstri	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
<b>Rekstur (ma. kr.)</b>											
Rekstrartekjur	26	27,9	33,6	37,9	39,2	38,5	40,4	42,2	44	45,9	47,8
EBITDA	13	14	21,2	25	26,1	24,8	25,6	27,2	28,3	29,7	31
Rekstrarhagnaður (EBIT)	5,2	6	12,4	14,7	17,2	15,7	16,2	17,7	18,6	19,8	20,9
Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld samtals	-8,8	10,8	-19,7	-18,5	-6,2	-4,8	-2,4	-3,7	-3,6	-4	-5,2
Hagnaður (tap) fyrir tekjuskatt	-2,5	13,7	-0,6	-3,8	10,9	10,9	13,8	14	15	15,8	15,7
Hagnaður (tap) ársins	-2,5	16,2	-0,6	-2,3	3,3	8,9	11,5	11,9	12,9	13,8	14
<b>Efnahagur (ma. kr.)</b>											
Fastafjármunir samtals	272,9	278,3	289,1	278,9	267,7	281,4	251,1	238,1	237,9	240,5	239,5
Veltufjármunir samtals	8,6	8,3	7,2	18,3	15,4	18,0	6,7	13,5	13,0	9,0	7,6
Eignir samtals	281,5	286,5	295,4	297,2	283,1	299,3	257,8	251,7	250,9	249,4	247,1
Eigið fé	40,7	52,8	61,6	60,6	81,0	99,4	65,0	76,9	89,8	103,5	117,5
Langtímaskuldir samtals	221,8	212,2	214,3	202,1	175,9	173,4	164,0	150,6	135,9	120,4	104,5
Skammtímaskuldir samtals	19,1	21,5	19,4	34,4	26,2	26,5	28,9	24,1	25,2	25,5	25,1
Eigið fé og skuldir	281,5	286,5	295,4	297,2	283,1	299,3	257,8	251,7	250,9	249,4	247,1
Vaxtaberandi skuldir	236,6	225,2	230,2	231,5	194,9	199,9	184,5	164,3	148,4	132,6	117,2
<b>Sjóðstreymi (ma. kr.)</b>											
Veltufé frá rekstri	9,0	10,6	17,2	25,0	19,7	18,9	25,6	27,3	28,4	29,7	31,1
Handbært fé frá rekstri	8,4	11,6	16,9	18,9	20,0	22,1	21,3	23,1	24,6	24,6	24,0
Fjárfestingar í varanlegum rekstrarfjárumum	-20,8	-14,3	-10,2	-2,7	-3,5	-5,6	-8,6	-5,1	-10,6	-12,0	-9,4
<b>Kennitölur</b>											
EBITDA%	59,0%	58,7%	63,2%	66,1%	66,5%	64,5%	63,3%	64,5%	64,3%	64,8%	64,8%
EBIT%	30,0%	30,2%	36,7%	38,7%	43,8%	40,7%	40,1%	41,8%	42,3%	43,2%	43,7%
EBITDA / Vaxtagjöld	3,5	3,5	3,7	3,5	2,7	5,4	4,4	4,4	4,6	4,9	5,3
Vxt. br. sk. / EBITDA	16,1	16,1	10,8	9,2	7,1	7,4	7,2	6,0	5,2	4,5	3,8
Vxt. br. sk. / Tekjur	8,1	8,1	6,8	6,1	5,0	4,8	4,6	3,9	3,4	2,9	2,5
Tekjur / Heildareignir	10,0%	9,7%	11,3%	12,8%	13,6%	12,9%	15,7%	16,8%	17,5%	18,4%	19,4%
Eiginfjárlutfall	14,4%	18,4%	20,8%	20,4%	28,6%	33,2%	25,2%	30,6%	35,8%	41,5%	47,6%
Veltufjárlutfall	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3
Lausafjárlutfall	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3
Veltufé frá rekstri / Heildareignir	3,2%	3,7%	5,8%	6,7%	6,9%	6,3%	9,9%	10,9%	11,3%	11,9%	12,6%
Veltufé frá rekstri / tekjur	34,7%	38,0%	61,2%	64,2%	50,2%	49,0%	63,1%	64,8%	64,5%	64,8%	64,9%
Vxt. br. sk. / Hb. fé frá rekstri	28,1	19,4	13,6	12,2	9,7	8,3	8,7	7,1	6,0	5,4	4,9
Hb. fé frá rekstri / tekjur	32,4%	41,5%	51,2%	52,4%	51,1%	57,3%	52,7%	54,6%	55,9%	53,6%	50,2%
(Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) / gr. vextir	4,6	5,5	4,5	4,5	5,0	5,5	5,6	6,0	6,2	6,2	6,4

## Fyrirvarar

Skýrslan er unnin samkvæmt samningi við Orkuveitu Reykjavíkur um greiningu og mat á lánshæfi á Orkuveitu Reykjavíkur.

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

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

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

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

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

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