

Orkuveita Reykjavíkur

Greining og mat á lánshæfi

Lánshæfiseinkunn	B+
Horfur	Jákvæðar

A+	B+	C+	D+
A	B	C	D
A-	B-	C-	D-

Sterkur rekstur og dregið hefur úr markaðsáhættu

Vel hefur gengið að fylgja eftir aðgerðaráætlun Orkuveitunnar sem lagt var af stað með árið 2011. Gjaldskrá er nú vísitölutengd, dregið hefur úr rekstrarkostnaði og EBITDA framlegð félagsins er góð. Þróng lausafjárstaða dregur úr sveigjanleika Orkuveitunnar til að mæta áföllum en félagið er viðkvæmt fyrir ytri þáttum og markaðsáhætta er töluverð. Gerðir hafa verið vaxtaskiptasamningar til að draga úr vaxtaáhættu og er Orkuveitan vel varin fyrir vaxtabreytingum næstu árin. Erlendar skuldir félagsins eru 80% af heildarskuldum þess og gengisáhætta er stærsti áhættuþáttur þess. Unnið er að niðurgreiðslu skulda en félagið er þó enn mikið skuldsett. Sjóðstreymi Orkuveitunnar mun samkvæmt áætlun standa undir afborgunum og vöxtum skuldbindinga á næstu árum. Ef heldur áfram sem horfir er það mat Reitunar að félagið verði orðið fjárhagslega sterkt innan fárra ára.

Grunneinkunn: A+, A, A-, B+, B, B-, C+, C, C-, D+, D-, D-
Heildareinkunn: A+, A, A-, B+, B, B-, C+, C, C-, D+, D-, D-

Fjárhagur (ma. ISK)	1H2013	1H2012
Tekjur	20,1	19,3
EBITDA	13,4	12,7
EBIT	8,9	8,1
Hreinn hagnaður	3,7	-0,9
Eignir samtals	279,7	290,6
Eigið fé samtals	62,2	60,7
Skuldir samtals	217,5	229,9
Eiginfjárlutfall	20,4%	23,8%
Vxt. br. sk.	210,2	223,8
Lausafjárlutfall	0,5	0,5
	2012	2013E
Vxt. br. sk. / EBITDA	9,2	8,1
Vxt. br. sk. / Tekjur	6,1	5,3
Vxt. br. sk. / Hb. fé frá rekstri	12,2	10,1
EBITDA / Vaxtagjöld	3,5	3,7
EBIT / Vaxtagjöld	2,1	2,4
(Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) / gr. vextir	4,5	4,5

Niðurstaða

Mat Reitunar á lánshæfi Orkuveitunnar er B+ með jákvæðum horfum. Lánshæfismatið hefur því breyst úr stöðugum horfum í jákvæðar horfur.

Sterkur rekstur

Með hækkun gjaldskrár og minni rekstrarkostnaði hefur orðið viðsnúningur í rekstri Orkuveitunnar undanfarin ár og er grunnrekstur félagsins sterkur. Gjaldskrá félagsins hefur verið hækkuð og er nú vísitölutengd og er ákvæði þess efnis að finna í lánasamningum félagsins. Auk gjaldskrárhækkunar hefur markvist verið dregið úr rekstrarkostnaði en lækkun hans nemur 2,4 mö.kr. frá árinu 2011. EBITDA framlegð félagsins er góð en hún var 66,8% á fyrri helmingi ársins 2013.

Planið gengur effir

Vel hefur gengið að fylgja eftir aðgerðaráætlun Orkuveitunnar, Planinu, sem lagt var af stað með eftir aðkomu eigenda félagsins að fjárhagsskipan þess á árinu 2011. Áætlanir hafa gengið effir að frátalinni sölu eigna. Um mitt ár var uppsafnaður heildarárangur Plansins 32,7 ma.kr. sem er 1,7 ma.kr. umfram sett markmið. Í lok júní var eignasala 3,2 mö.kr. á eftir áætlun en mikilvægt er að sala eigna gangi effir til þess að styrkja lausafjástöðu félagsins og sýna enn frekar að áætlanir þess gangi effir. Ef gengið verður frá sölu á höfuðstöðvum Orkuveitunnar yrði Planið á áætlun en Straumur hefur nýlega lokið fjármögnun til kaupa á þeim.

Greinendur

Oddný Ólafía Sævarsdóttir
Ólafur Garðar Halldórsson

Matsnefnd

Oddgeir Ottesen
Ólafur Ásgeirsson

Styrkleikar

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

Veikleikar

Mikil skuldsetning
Mikil gengisáhætta
Þröng lausafjárstaða
Álverðisáhætta

Viðhaldsfjárfestingar

Áætlanir félagsins gera ráð fyrir litlum viðhaldsfjárfestingum og að eingöngu verði 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. Því má gera ráð fyrir að a.m.k. hluti lækunarinnar safnist upp og raungerist síðar.

Orkuveitan hefur sýnt á trúverðugan hátt að félagið hefur getu og vilja til að fylgja eftir þeim áætlunum sem gerðar voru árið 2011.

Lausafjárstaða

Þröng lausafjárstaða Orkuveitunnar dregur úr sveigjanleika félagsins til að mæta ytri áföllum en félagið er berskjaldað gagnvart markaðsáhættu og þá helst gengisáhættu.

Veltufjárhlutfall félagsins í lok júní 2013 var 0,67 og hefur því batnað frá síðustu áramótum þegar það var 0,53. Að teknu tilliti til ónýttar lánalína væri hlutfallið 0,98. Bætt hlutfall má að miklu leyti rekja til lægri skammtímaskulda vegna lægri næsta árs afborgana vaxtaberandi skulda. Mikilvægt er að eignasala gangi eftir samkvæmt áætlunum til að styrkja lausafjárstöðu félagsins. Þar munar mestu um höfuðstöðvar þess sem flokkaðar eru á meðal veltufjármuna en sala þeirra er að ganga í gegn.

Skuldir minnka

Eiginfjárhlutfall Orkuveitunnar var 20,4% í lok júní og vaxtaberandi skuldir námu 210,2 mö.kr. Rúmlega 80% af tekjum félagsins eru í íslenskum krónum en 80% skulda félagsins eru í erlendum myntum og því er gengisáhætta veruleg.

Samkvæmt Planinu 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 (EBITDA) fara skuldirnar lækkandi, m.a. vegna aukinnar hagræðingar í rekstri félagsins og frestun fjárfestinga. Ef áætlun félagsins gengur eftir mun Orkuveitan greiða niður 38,3% af skuldum sínum á tímabilinu 2014 til 2019 og munu skuldir félagsins þá nema 117,2 mö.kr.

Markaðsáhætta

Þrátt fyrir sterkan grunnrekstur Orkuveitunnar er félagið enn viðkvæmt fyrir atburðum í ytra umhverfi sínu þar sem opin markaðsáhætta er töluverð í reikningum þess þrátt fyrir að dregið hafi úr henni.

Dregið hefur úr gengisáhættu

Gjaldeyrisjöfnuður að teknu tilliti til varna var neikvæður um 127 ma.kr. í lok júní sem er 10 ma.kr. lækkun frá áramótum. Varin gjaldeyrisstaða nemur 38% fyrir árið 2014 en nam 21% á árinu 2009. Þrátt fyrir að hafa aukið varnir sínar gegn gengisbreytingum er það mat Reitunar að félagið sé enn viðkvæmt fyrir gengi krónunnar og þurfi því að draga enn frekar úr gengisáhættu.

Dregið hefur úr vaxtaáhættu

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.

Dregið hefur úr álverðsáhættu

Félagið hefur aukið varnir sínar gegn álverðsbreytingum á síðastliðnum árum. Félagið var algjörlega óvarið gegn breytingum á álverði árið 2009 en er nú 40% varið fyrir flökki í álverði á árinu 2014.

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. 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 **lækkunar** einkunnar myndast ef Planið stenst ekki, en mikilvægt er að eignasala gangi eftir á þann hátt sem áætlun gerir ráð fyrir til að styrkja lausafjárstöðu félagsins. Verulega neikvæðar breytingar á markaðsaðstæðum s.s. umtalsverð veiking krónunnar myndu einnig vera neikvæðar fyrir lánshæfi Orkuveitunnar.

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

Efnisyfirlit

Niðurstaða	1
Sterkur rekstur	1
Planið gengur eftir	1
Lausafjárstaða	2
Skuldir minnka	2
Markaðsáhætta	3
Öflugir bakhjarlar	3
Forsendur til hækkunar og lækkunar	3
Inngangur	5
Starfsemi Orkuveitunnar	6
Vöxtur.....	6
Virktanir	6
GREINING Á LÁNSHÆFI ORKUVEITU REYKJAVÍKUR	8
I. Umhverfi og samkeppni	8
Stærð og samkeppni.....	8
Umhverfi	8
II. Viðskiptalíkan og sjóðstreymi	9
Vöruframboð og viðskiptavinir.....	9
Planið	9
Viðhaldspörf	11
Fjárfestingarpörf og áætlanir.....	12
III. Áhættu- og fjármálastefna	12
Lausafjárstaða	12
Skuldastaða	13
Áætluð lánsfjárpörf og niðurgreiðsla skulda	14
Ábyrgðir eigenda	15
Lánaskilmálar	15
Gengisáhætta.....	15
Vaxtaáhætta.....	17
Álverðsáhætta.....	17
IV. Fjármál og kennitölur	19
Uppgjör í takt við áætlanir	19
Virðisrýmunarpróf.....	20
Kennitölur	20
Viðauki I	21
Lykiltölur úr rekstri	21
Viðauki II	22
Samanburður við önnur orkufyrirtæki í lok árs 2012	22
FYRIRVARAR	23

Inngangur

Reitun hefur uppfært lánshæfismat Orkuveitunnar og er heildareinkunn félagsins B+ með jákvæðum horfum. Einkunnin hefur því breyst úr stöðugum horfum í jákvæðar.

Aðferðafræði Reitunar við mat á orkufyrirtækjum byggir bæði á huglægum og hlutlægum þáttum. Meginþættirnir eru umhverfi og samkeppni, viðskiptalíka 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 hærra 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 eru fimm; Inga Dóra Hrólfsdóttir, Páll Erland, Skúli Skúlason, Ingvar Stefánsson og Hildigunnur H. Thorsteinsson.

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 sameignafyrirtækis um Orkuveitu Reykjavíkur. Árið 2006 tók Orkuveitan yfir fráveitukerfi eigenda sinna. Á tímabilinu 2000-2007 keypti Orkuveitan smærri veitur á starfssvæði sínu.

Virkjanir

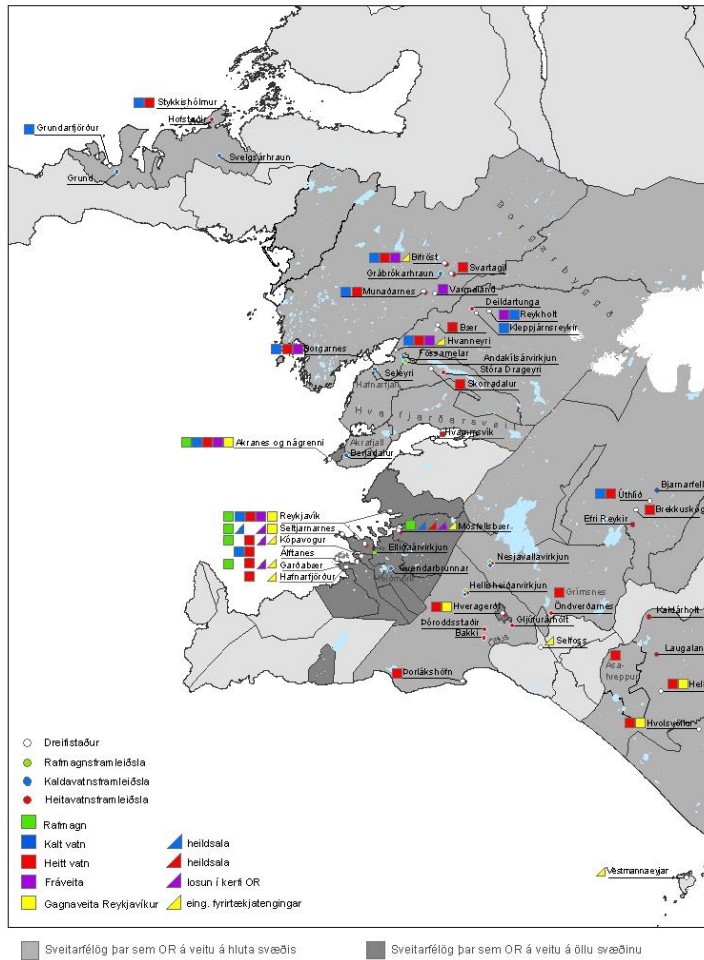
Orkuveitan rekur stærstu jarðhitaveitu í heimi (Nesjavallavirkjun) en þar að auki 16 smærri veitur, frá Hvolsvelli í austri til Grundarfjarðar í vestri. Nesjavallavirkjun hóf framleiðslu varmaorku árið 1990 og er í dag með uppsett afl fyrir varmaorku 300 MW. Frá árinu 1996 hefur Nesjavallavirkjun verið 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 Orkuveitu Reykjavíkur

VEITUSVÆÐI ORKUVEITUNNAR OG DÓTTURFYRIRTÆKJA

Febrúar 2012



Tafla 1: Yfirlit yfir virkjanir Orkuveitunnar

Virkjanir	Uppsett afl	
	Raforka	Varmaorka
Jarðvarmavirkjanir		
Nesjavallavirkjun	120 MW	300 MW
Hellisheiðavirkjun	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
Samtals	434,4 MW	1.033 MW

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 og ráðist í nýjar fjárfestingar þegar þess er þörf.

Stærð og samkeppni

Orkuveitan er mikilvægt þjónustufyrirtæki fyrir meirihluta landsmanna og er eitt af eignamestu fyrirtækjum landsins. Bókfærðar eignir námu 279,7 ma.kr. í lok júní.

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.

Umfverfi

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 um 80% af heildarskuldum 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.

Við mat á lánshæfi félagsins er þessi þáttur metinn sem veikleiki þar sem félagið er viðkvæmt fyrir ytri breytingum, til dæmis sveiflum í gengi og álverði auk þess sem félagið er

afar skuldsett og með laka lausafjárstöðu og hefur þar með minni getu til að mæta stórum ytri áföllum.

II. Viðskiptalíkan og sjóðstreymi

Tekjudreifing Orkuveitunnar er góð vegna fjölbreyttrar þjónustu til almennra notenda ásamt langtíma orkusölusamningum til stóriðju. Góð dreifing tekjustofna dregur úr sveiflum í sjóðstreymi og eykur 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 nýfjárfestingum og gert er ráð fyrir lífilli viðhaldsfjárfestingu á næstu árum.

Vöruframboð og viðskiptavinir

Starfþættir 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 Orkuveitunnar 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 6,9 ma.kr. á ári eða um 18,3% af heildartekjum félagsins. Viðskiptavinahópur félagsins er stór en yfir 70% þjóðarinnar er í viðskiptum við Orkuveituna. Starfsemi fyrirtækisins nær eingöngu til Íslands en sala til erlendra aðila, þ.e. álfyrirtækja, sem greiða fyrir orkuna í erlendri mynt jafnast að einhverju leyti á við útflutning á raforku.

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 gengur eftir að mestu

Frá upphafi hafa áætlanir félagsins gengið eftir eða gengið betur en gert var ráð fyrir, að frátalinni sölu eigna. Um mitt ár var uppsafnaður heildarárangur Plansins 32,7 ma.kr. sem er 1,7 ma.kr. umfram sett markmið. Þar af nema breytingar á gengi, vísitölu neysluverðs, vísitölu byggingakostnaðar, álverði og vöxtum 0,3 mö.kr. Ytri breyturnar höfðu allar jákvæð áhrif að undanskildu álverði. Árangur fyrri hluta ársins er 105 m.kr. lakari en gert var ráð fyrir. Lakari árangur má rekja til þess að sala eigna hefur ekki gengið eftir. Aðrir þættir skiluðu tilætluðum eða betri árangri en gert var ráð fyrir. Tafla 2 sýnir stöðu Plansins eins og hún var í lok júní.

Tafla 2: Staða Plansins, m.kr.

Planið	Planið 2013 H1	Raun 2013 H1	Planið 2011-2013 H1	Raun 2011-2013 H1
Lækkun fjárfestinga í veitukerfum	1.063	1.672	5.786	8.305
Eignasala	2.550	979	5.550	2.306
Lækkun rekstrarkostnaðar	406	774	1.606	2.408
Lækkun annarra fjárfestinga	79	129	529	922
Frestun fjárfestinga vegna fráveitu	356	424	2.356	2.574
Samtals	4.454	3.979	15.827	16.515
Víkjandi lán frá eigendum	4.000	4.000	12.000	12.000
Auknar tekjur v/ hækkunar gjaldskrár	524	895	3.198	4.223
Samtals	4.524	4.895	15.198	16.223
Samtals aðgerðaráætlun	8.978	8.873	31.025	32.738

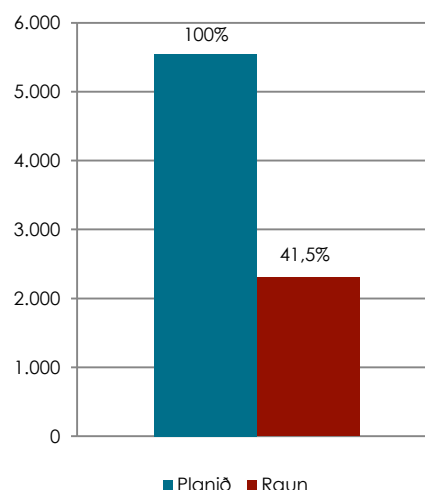
Orkuveitan hefur sýnt á trúverðugan hátt að félagið hefur getu og vilja til að fylgja eftir þeim áætlunum sem gerðar voru árið 2011. Þessi þróun hefur jákvæð áhrif á lánshæfismat félagsins. Mikilvægt er þó að gæta áframhaldandi aðhalds og framfylgja áætlunum félagsins um sölu eigna.

Sala eigna samkvæmt Planinu

Planið gerir ráð fyrir eignasölu sem nemur 10 mö.kr. á árunum 2011 til 2016. Þar af átti að vera búið að selja eignir að fjárhæð 5,5 ma.kr. í lok júní en gengið hafði verið frá sölu eigna að fjárhæð 2,3 ma.kr. Mynd 2 sýnir samanburð á áætlaðri sölu eigna og seldum eignum. Mikilvægt er fyrir Orkuveituna að sala eigna gangi eftir til þess að styrkja lausafjárstöðu félagsins.

Á fyrri hluta ársins voru seldar eignir að fjárhæð 980 m.kr. Þar af nam sölufjárhæð Perlunnar 950 m.kr. og hefur kaupverðið verið greitt að fullu. Fyrir liggur samþykkt tilboð í höfuðstöðvar Orkuveitunnar.

Mynd 2: Staða eignasölu 2011-2013 H1



Straumur fjárfestingabanki lagði fram tilboðið fyrir hönd óstofnaðs félags með fyrirvörum um áreiðanleikakönnun og fjármögnun. Straumur hefur nýlega lokið fjármögnuninni en ekki hefur verið gengið formlega frá sölnni. Söluferli á hlut Orkuveitunnar í HS Veitum hófst á öðrum ársfjórðungi 2012 og er enn í gangi. Hlutur Orkuveitunnar í Landneti hefur verið verðmetinn og verið er að kanna möguleika á sölu hans.

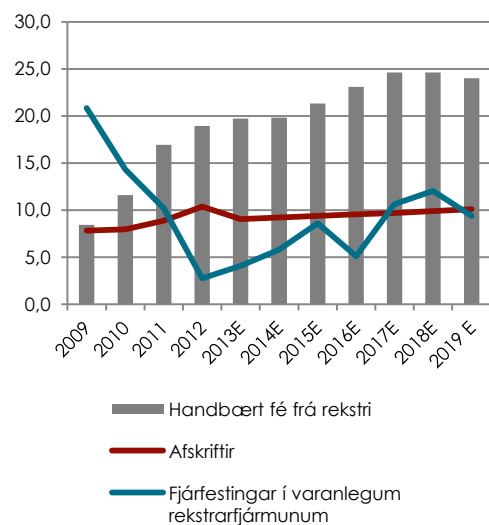
Viðhaldspörf

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 jarðhitanýtingar 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.

Samdráttur í viðhaldsfjárfestingum

Áætlanir félagsins gera enn ráð fyrir litlum viðhaldsfjárfestingum og að eingöngu verði ráðist í nauðsynlegt viðhald. Upphaflegu orðalagi í Planinu hefur verið breytt og er nú talað um varanlega lækkun fjárfestinga í veitukerfum en ekki frestun líkt og sjá má í töflu 2. 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. Því má gera ráð fyrir að a.m.k. hluti lækkunar viðhaldskostnaðar safnist upp og raungerist síðar. Heildarlækkun nemur 15 mö.kr. til ársins 2019. Að því gefnu að áætlanir félagsins gangi eftir ætti fjárhagsleg staða þess að þeim tíma loknum að vera nægjanlega sterk til að mæta auknum viðhaldskostnaði. 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.

Mynd 3: Þróun á handbæru fé frá rekstri



Það eru einkum viðhaldsfjárfestingar vegna dreifikerfa sem Reitun telur mögulega vera of litlar til lengri tíma lítið. Mynd 3 sýnir þróun á handbæru fé frá rekstri, fjárfestingar og afskriftir á árunum 2009-2019. Á myndinni má sjá að fjárfestingar í varanlegum rekstrarfjármunum voru miklar á árunum 2009 til 2011 þar sem mikið var fjárfest í virkjunum á árunum 2006-2011.

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

Fjárfestingarþörf og áætlanir

Óvissa ríkir enn um framhald framkvæmda við bygginu Hverahlíðarvirkjunar. Áætlað var að orka frá virkjuninni myndi fara til álvers í Helguvík 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 Helguvíkur um að aðlaga raforkusölusamninginn á milli félaganna þannig að hægt verði að falla frá fyrirvörum sem í samningnum eru. Vegna þessa eru samningar að fjárhæð 11 ma.kr. sem Orkuveitan gerði um kaup á búnaði til virkjanaframkvæmda í uppnámi. Samið hefur verið um frestun á afhendingu þessa búnaðar en verði samningum ríft myndast bótaskylda gagnvart seljanda hans. Upphæð bótanna yrði þá veruleg en stjórnendur Orkuveitunnar vinna nú að lausn mála. Þessi óvissa hefur neikvæð áhrif á lánshæfi félagsins.

Afkastageta Hellisheiðarvirkjunar hefur um tíma verið skert vegna ónægrrar 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 gufuþörf virkjunarinnar. Fjárfesting í gufuöflun er áætluð 2,3 ma.kr. til ársins 2019 og er að mestu vegna tengingar Hverahlíðar við Hellisheiðarvirkjun.

III. Áhættu- og fjármálastefna

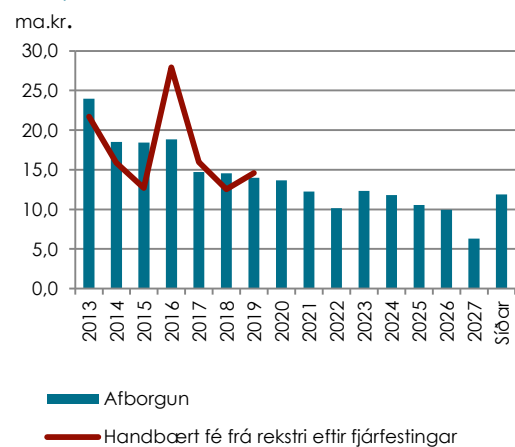
Fjármálastefna félags ásamt getu þess til að viðhalda æskilegri lausafjárstöðu, með reiðufé og opnum lánalínum, eru mikilvægir þættir við mat á lánshæfi orkufyrirtækja. Fjármálastefna gefur vísbendingu um áhættuvilja stjórnenda og mögulega framtíðar fjárhagsskipan.

Lausafjárstaða

Veltufjármunir voru 18,2 ma.kr. í júní og hafa lítið breyst frá áramótum. Höfuðstöðvar Orkuveitunnar flokkast til veltufjármuna þar sem gert er ráð fyrir að sala þeirra gangi í gegn á næstu vikum. Eignin er bókfærð á 4,4 ma.kr. en samþykkt tilboð í eignina er að fjárhæð 5,1 ma.kr. Orkuveitan hefur aðgang að lánalínum að fjárhæð 8,4 ma.kr. sem eru ónýttar.

Skammtímaskuldir drógust saman um 7,5 ma.kr. á fyrri hluta ársins sem má rekja til mun lægri næsta árs afborgana vaxtaberandi skulda. Næsta árs afborganir vaxtaberandi skulda vega þungt í veltufjár- og lausafjárhlutfalli. Á mynd 4 má sjá áætlaðan endurgreiðsluferil lána til ársins 2027. Í apríl greiddi Orkuveitan 10 ma.kr. til Dexia Credit Local. Samtals voru 15 ma.kr. á gjalddaga en 5 ma.kr. effirstöðvar lánsins voru framlengdar.

Mynd 4: Áætlaður endurgreiðsluferill lána m.v. september 2013



Lausafjárlútfall

Veltufjárlútfall í lok júní 2013 var 0,67 og hefur því batnað frá síðustu áramótum þegar það var 0,53. Að teknu tilliti til ónýttra lánalína væri hlutfallið 0,98. Um er að ræða skuldbindandi lánalínur og tekur Reitun tillit til þess. Lausafjárlútfall batnaði einnig og var 0,66 í lok júní en var 0,52 um áramótin.

Á mynd 5 má sjá samanburð á veltufjár- og lausafjárlútföllum 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.

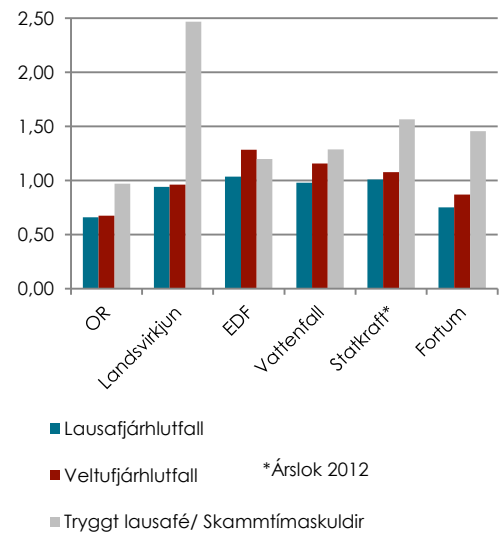
Mikilvægt er að eignasala gangi eftir samkvæmt áætlunum til að styrkja lausafjárstöðu félagsins. Einnig mun sala á skuldabréfi í eigu Orkuveitunnar, gefnu út af Magma Energy Sweden, styrkja lausafjárstöðu félagsins verulega. Bókfært virði bréfsins í lok júní 2013 var 7,9 ma.kr.

Þröng lausafjárstaða Orkuveitunnar dregur úr sveifjanleika félagsins til að mæta ytri áföllum og hefur því 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 viðunandi markmiðum er náð.

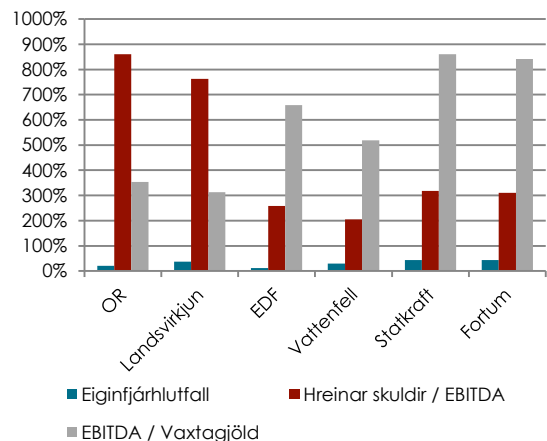
Skuldastaða

Vaxtaberandi skuldir félagsins námu 210,2 mö.kr. í júní en það er 21,3 ma.kr. lækkun frá árslokum 2012 þegar þær námu 231,5 ma.kr. Á fyrri helmingi ársins námu afborganir félagsins 15 mö.kr. en skuldir lækkuðu um 12 ma.kr. vegna styrkingar krónunnar. Félagið tók ný lán á tímabilinu að fjárhæð 7 ma.kr. Samkvæmt Planinu mun félagið skila jákvæðu handbæru fé eftir fjárfestingar næstu árin og verður það nýtt til niðurgreiðslu skulda sbr. mynd 4. Sem hlutfall af rekstrarhagnaði fyrir afskriftir (EBITDA) fara skuldarnar lækkandi, m.a. vegna aukinnar hagræðingar í rekstri félagsins

Mynd 5: Samanburður lausafjárstöðu við önnur orkufyrirtæki 2013 H1



Mynd 6: Samanburður skuldakennitalna við önnur orkufyrirtæki 2012



og frestun fjárfestinga. Hreinar skuldir Orkuveitunnar á móti EBITDA voru 8,6 í lok árs 2012 og var hlutfallið komið niður í 7,6 í júní 2013. Ef áætlun félagsins gengur effir mun Orkuveitan greiða niður 38,3% af skuldum sínum á tímabilinu 2014 til 2019 og verða hreinar skuldir á móti EBITDA þá 3,7. 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.

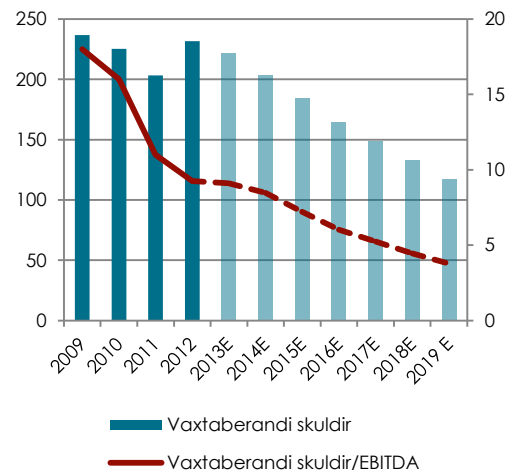
Reitun telur að endurfjármögnun skulda myndi ganga vel ef á myndi reyna. Áhugi banka á lánveitingum til Orkuveitunnar fer vaxandi og er það styrkur fyrir félagið. Þar sem stefnt er að áframhaldandi niðurgreiðslu skulda mun þó væntanlega lítið reyna á endurfjármögnun nema þá fyrst og fremst til áhættustýringar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

Mynd 6 sýnir samanburð á skuldakennitölum Orkuveitunnar og nokkrum orkufyrirtækjum. 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 effir. 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 lánshæfingar og niðurgreiðsla skulda

Áætlun gerir ráð fyrir að vaxtaberandi skuldir lækki í 117,2 ma.kr. í lok árs 2019. Gert er ráð fyrir að handbært fé effir fjárfestingar standi að mestu undir endurgreiðslu lána á tímabilinu eins og mynd 4 sýnir. Gangi áætlanir Orkuveitunnar effir mun félagið ekki þurfa að endurfjármagna lán sín nema að litlu leyti. Afborganir lána á þessu ári hafa gengið vel en á árinu var samið við Goldman Sachs um lánveitingu án ábyrgðar eigenda Orkuveitunnar. Samið hefur verið við erlendan lánveitanda um frestun gjalddaga og standa viðræður yfir við aðra banka um mögulega lánasamninga. Mynd 7 sýnir þróun vaxtaberandi skulda skv. fjárhagsáætlun.

Mynd 7: Þróun vaxtaberandi skulda skv. fjárhagsáætlun



Samkvæmt stjórnendum Orkuveitunnar er tilgangur lánsins frá Goldman Sachs þriðþættur. Í fyrsta lagi vildu stjórnendur sýna fram á getu til að fjármagna fyrirtækið erlendis. Í öðru lagi tryggir lánið sjóðstöðu félagsins og í þriðja lagi gefur lánið Orkuveitunni rými til að kaupa minna af gjaldeyri á markaði en fyrirtækið er stór kaupandi á gjaldeyrismarkaði.

Á fyrri helmingi ársins fékk Orkuveitan 4 ma.kr. sem var síðasti hlutinn af 12 ma.kr. láni frá eigendum Orkuveitunnar sem samið var um árið 2011. Lánið er víkjandi lán til 15 ára með uppgreiðsluákvæði og ekki er greitt af höfuðstól fyrstu 5 árin. Lánveitingin tryggir enn frekar handbært fé til greiðslu langfímalána.

Ábyrgðir eigenda

Eigendur Orkuveitunnar eru í einfaldri hlutfallslegri ábyrgð fyrir meirihluta skuldbindinga félagsins. Lánasamningar þess við Goldman Sachs eru þó án ábyrgðar eigenda sem er styrkleikamerki. 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.

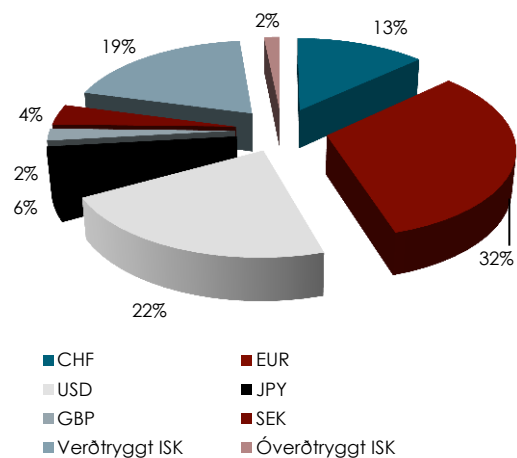
Lánaskilmálar

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.

Gengisáhætta

Gengisáhætta er tilkomin vegna misvægis í eignum og skuldum í erlendum myntum. Þegar slíkt misvægi er til staðar geta sveiflur í gengi haft neikvæð áhrif á afkomu félags. U.þ.b. 80% af langtímaskuldum Orkuveitunnar eru í erlendum myntum, nánari skiptingu má sjá á mynd 8. Orkuveitan er með langtíma sölusamninga á raforku í Bandaríkjadollurum og eru áætlaðar tekjur í dollurum um 17% 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.

Mynd 8: Myntsamsetning skulda 30. júní 2013.



Stærsti hluti skulda félagsins eru í erlendum myntum en stærsti hluti tekna er aftur á móti í íslenskum krónum. Orkuveitan hefur í gegnum tíðina haft neikvæðan gjaldeyrisjöfnuð þar sem tekin voru erlend lán vegna lægri vaxta í erlendum myntum. Erlend lán hafa þannig að hluta til verið tekin til að fjármagna fjárfestingar sem eru með tekjur í íslenskum krónum. Öll fjárfesting í virkjunum hefur í gegnum tíðina verið fjármögguð með erlendum lánum.

Flökt í gengi gjaldmiðla dregur úr stöðugleika rekstrar

Sveiflur í afkomu undanfarinna ára skýrast að miklu leyti af gengismun vegna erlendra lána sem og breytingum á gangvirði innbyggðra álafleiða í raforkusölusamningum. Tafla 3 sýnir yfirlit fjármagnsliða árána 2007–2013 H1. Sveiflur í gengi hafa mikil áhrif á niðurstöðu rekstrarreiknings þar sem gengishagnaður eða –tap er fært til tekna eða gjalda. Á fyrri helmingi ársins var gengi krónunnar hagstætt en álverð lágt. Þessir tveir þættir skýra að miklu leyti muninn á afkomu á fyrri hluta árána 2013 og 2012.

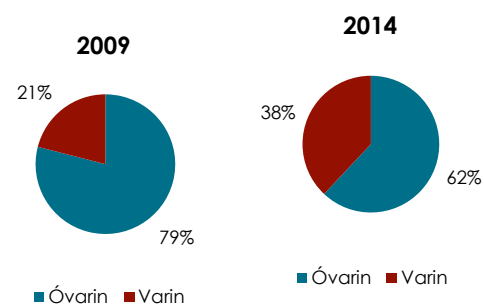
Tafla 3: Fjármagnsliðir 2007–2013 H1

Fjármagnsliðir (ma. kr.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012 H1	2013 H1
Vaxtatekjur	0,3	0,8	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaxtagjöld	-3,3	-5,3	-5,7	-4	-5,7	-7,1	-4,0	-3,3
Gangvirðisbreytingar innbyggðra afleiða í raforkusölusamningum	4,5	0,9	11,1	0,2	-2,7	-2,9	-5,6	-12,5
Gengismunur og framvirkir gjaldmiðlasamningar	2,6	-88,8	-12	15,1	-11,5	-10,4	-1,4	11,9
Aðrir fjármagnsliðir	0,1	-0,1	-2,5	0,6	0,1	1,8	0,9	-1,8
Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld samtals	4,2	-92,5	-8,8	12	-19,7	-18,5	-10,1	-5,5

Auknar varnir gegn gengisáhættu

Til að verja sig fyrir gengisáhættu hefur Orkuveitan frá því í júní 2012 gert reglulega skiptasamninga. Á síðastliðnum árum hefur verið dregið úr óvarinni gengisáhættu félagsins líkt og mynd 9 sýnir. Það er stefna félagsins að draga enn frekar úr gjaldmiðlamisræmi. Gjalddeyrisjöfnuður að teknu tilliti til varna var neikvæður um 127 ma.kr. í lok júní sem er 10 ma.kr. lækkun frá áramótum. Mikil veiking krónunnar hefði umtalsverð áhrif á eigið fé Orkuveitunnar. Ef krónan hefði verið 10% veikari við lok uppgjörstímabils hefði eigið fé verið um 8,5 mö.kr. lægra. Þetta samsvarar um 13,7% lækkun eigin fjár. Að öðru óbreyttu hefði eiginfjárlutfall Orkuveitunnar þá verið 19,2% í stað 22,2%.

Mynd 9: Gengisáhætta



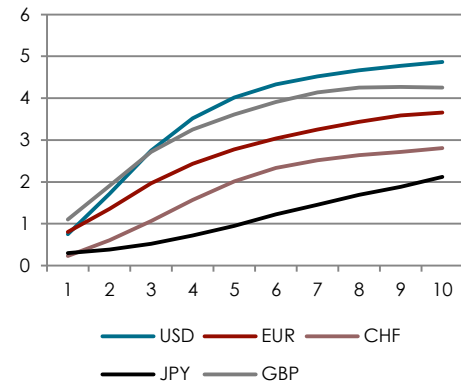
Þrátt fyrir að hafa aukið varnir sínar gegn gengisbreytingum er það mat Reitunar að sveiflur í gengi gjaldmiðla sé enn stór áhættuþáttur hjá félaginu. Þess má þó geta að náttúruleg vörn felst að hluta til í gengi krónunnar þar sem veiking hennar hækkar að öllu jafna innlent verðlag.¹ Verðtryggð gjaldskrá félagsins hækkar þar af leiðandi þegar krónan veikist. Ef dregið yrði enn frekar úr gengisáhættu hefði það jákvæð áhrif á lánshæfi félagsins. Óvissa í efnahagsumhverfinu er mikil og gæti losun gjalddeyrishafta mögulega leitt til lækkunar á gengi krónunnar. Því er mikilvægt fyrir félagið að vinna áfram að því að draga úr gengisáhættu.

¹ Rannsóknir hafa sýnt að gengisleki liggja á bilinu 30-40% á innan við 12 mánuðum.

Vaxtaáhcætta

Orkuveitan hefur dregið úr vaxtaáhcættu 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. Vaxtakostnaður í áætlunum Orkuveitunnar er reiknaður út frá framvirkum vaxtaferlum sem sjá má á mynd 10. Erlendir millibankavextir hafa verið lágir um allnökkurt skeið en Reitun telur líklegt að þeir fari hækkandi á næstu árum. Vegna mikillar skuldsetningar í erlendum myntum á fljótandi vöxtum má gera ráð fyrir að hærri vextir í skuldamyntum félagsins gætu valdið auknum fjármagnskostnaði með samsvarandi neikvæðum áhrifum á handbært fé. Orkuveitan hefur þó eins og áður segir dregið verulega úr vaxtaáhcættu sinni á síðustu árum eins og mynd 11 sýnir en félagið hefur m.a. gert vaxtaskiptasamning við erlendan banka til 5 ára.

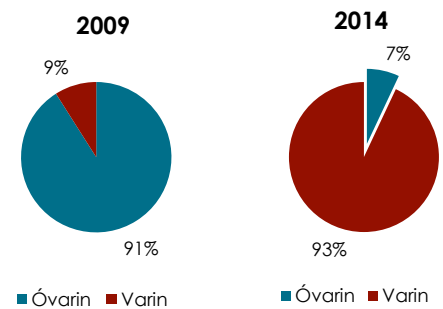
Mynd 10: Framvirkir vaxtaferlar



Mynd 11: Vaxtaáhcætta

Dregið hefur úr vaxtaáhcættu

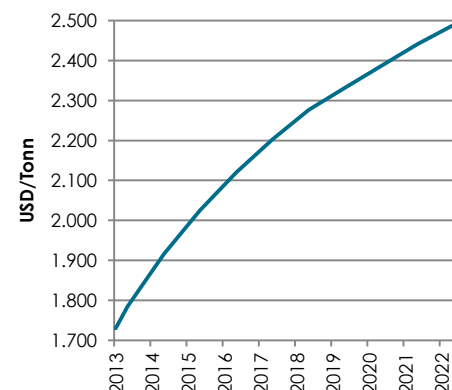
Árið 2009 var Orkuveitan 9% varin gagnvart fljótandi vöxtum en á næsta ári nema varin félagsins 93% og tæplega 70% út árið 2018. Þrátt fyrir að búið sé að festa stóran hluta vaxta félagsins með vaxtaskiptasamningum eru vaxtakjör þess hagstæð. Félagið getur þar með viðhaldið hagstæðum vaxtakjörum næstu 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.



Álverðisáhcætta

Gerðir hafa verið fjórir raforkusölusamningar til stóriðju, 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 Helguvík og hefur afhending samkvæmt þeim samningi hafist. Stjórnendur meta mótaðilaáhcættu töluverða í samningnum og endurspeglast það í virði hans en bókfært virði samningsins var 0,1 ma.kr. í lok júní 2013 en var 1,9 ma.kr. í árslok 2012.

Mynd 12: Framvirkt verð á áli



Innbyggðar álafleiður

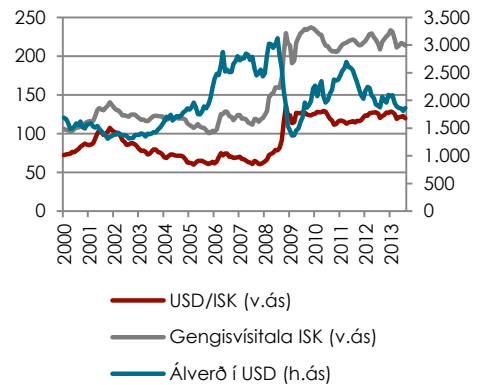
Tekjur af samningunum námu um 17% af heildartekjum félagsins á fyrri hluta ársins 2013. Þeir eru í Bandaríkjadollurum og tengdir heimsmarkaðsverði á áli á hverjum tíma og fela þar af leiðandi í sér innbyggðar álafleiður.

Í samræmi við alþjóðlega reikningsskilastaðla um fjármálagerninga hefur gangvirði innbyggðu afleiðanna verið metið m.v. framvirkt verð á áli (mynd 12) og fært í efnahagsreikning félagsins. M.v. árshlutareikning Orkuveitunnar myndi 10% hækkun álverðs að öðru óbreyttu leiða til þess að eigið fé félagsins myndi hækka um rúma 5,3 ma.kr. en samsvarandi lækkun álverðs myndi lækka eigið fé um tæpa 5,3 ma.kr.

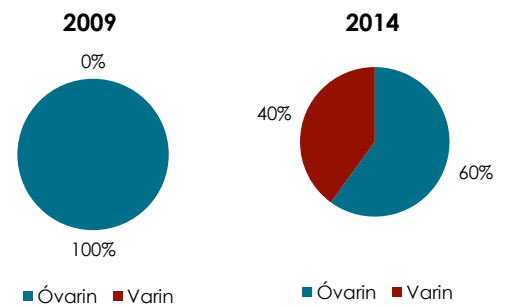
Varnir gegn sveiflum í álverði

Sögulega hefur verð 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 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 álverðsáhhættu. Varnir félagsins nema 40% af áætlaðri álverðstengdri sölu árið 2014. Félagið hefur aukið varnir sínar gegn álverðsbreytingum á síðastliðnum árum líkt og mynd 14 sýnir. Þessi þróun hefur jákvæð áhrif á lánshæfi Orkuveitu Reykjavíkur.

Mynd 13: Þróun álverðs, dollars og krónu



Mynd 14: Álverðsáhhætta



IV. Fjármál og kennitölur

Tafla 4 sýnir samantekt á fjárhagsupplýsingum Orkuveitu Reykjavíkur á fyrri hluta árána 2013 og 2012. Auk þess er sýndur samanburður á raunstærðum ársins 2012 við fjárhagsáætlun þess árs.

Tafla 4: Fjárhagsstaða

Fjárhagur (ma.kr.)	2013 H1	2012 H1	2012	2012 E
Tekjur	20,1	19,3	37,9	37,3
EBITDA	13,4	12,7	25,0	24,3
EBIT	8,9	8,1	14,7	15,1
Hreinn hagnaður	3,7	-0,9	-2,3	-2,2
Eignir samtals	279,7	290,6	297,2	288,3
Eigið fé samtals	62,2	60,7	60,6	59,4
Skuldir samtals	217,5	229,9	236,6	228,9
Veltufé frá rekstri	11,2	10,1	19,9	24,3
Handbært fé frá rekstri	10,1	10,0	18,9	18,5
Fjárfestingarhreyfingar samtals	(0,3)	(1,2)	(2,7)	(2,2)
Handbært fé effir fjárfestingar	9,7	8,8	16,2	16,3
Greiddur arður	0	0	0,0	0,0
Afborganir langtímaskulda	(15,2)	(7,5)	(12,3)	(14,6)
Tekin ný langtímalán	3,1	1,0	1,0	1,5
Hækkun (lækkun) skammtímaskulda	2,9	(2,4)	(0,1)	0,1
Nettó fjármögnun	(9,2)	(8,9)	(11,4)	(13,0)
Hækkun (lækkun) á handbæru fé	0,5	(0,1)	4,8	3,3

Uppgjör í takt við áætlanir

Rekstrarhagnaður fyrir afskriftir á fyrri hluta ársins nam 13,4 ma.kr. samanborið við 12,7 ma.kr. á sama tímabili árið 2012. Samkvæmt áætlun á EBITDA ársins 2013 að nema 25,4 ma.kr. EBITDA félagsins á árinu 2012 var 25 ma.kr. sem var í samræmi við áætlun en hún hljóðaði upp á 24,3 ma.kr.

Tekjur félagsins jukust um 895 m.kr. á fyrri hluta ársins 2013 m.v. sama tímabil í fyrra. Samkvæmt áætlun var gert ráð fyrir 524 m.kr. tekjuaukningu. Markmið félagsins var að lækka rekstrarkostnað um 406 m.kr. á fyrri hluta ársins 2013. Lækkunin varð töluvert meiri á tímabilinu eða 774 m.kr. Samkvæmt Planinu átti heildarárangur í lækkun rekstrarkostnaðar að nema um 1,6 ma.kr. í júní 2013 en mun betri árangur hefur náðst og nemur heildarárangur 2,4 mö.kr.

Hagnaður nam 3,7 mö.kr. á fyrri hluta ársins samanborið við 0,9 ma.kr. tap á sama tímabili í fyrra. Munar þar mestu um fjármagnsliði og styrkingu krónunnar á tímabilinu. Gangvirðisbreytingar innbyggðra afleiðna í raforkusölusamningum voru neikvæðar um 12,5 ma.kr. en á sama tímabili í fyrra voru þær neikvæðar um 5,6 ma.kr. Gengishagnaður nam 11,9 ma.kr. á tímabilinu en á fyrri hluta ársins 2012 nam gegnsitap 1,4 ma.kr.

Handbært fé frá rekstri nam 10 mö.kr. á fyrri hluta ársins sem er svipað og á sama tímabili árið 2012. Árið 2012 var handbært fé frá rekstri í takt við áætlanir og nam það um 18,9 mö.kr. en um 16,9 mö.kr. á árinu 2011 og 11,6 mö.kr. árið 2010. Handbært fé frá rekstri effir

fjárfestingar var 16,2 ma.kr. á árinu 2012 , 7,4 ma.kr. árið 2011 en neikvætt um 3 ma.kr. árið 2010.

Áætlanir gera ráð fyrir stöðugleika í rekstri ásamt hárrí EBITDA framlegð. Verði niðurstöður í samræmi við áætlanir mun það leiða til hratt batnandi skuldastöðu fyrirtækisins og hafa jákvæð áhrif á lánshæfi þess.

Virðisrýnnunarpróf

Til að ganga úr skugga um að bókfært verð eigna standi undir núvirtu framtíðarsjóðflæði eigna hefur Orkuveitan kannað hvort til staðar sé vísbending um virðisrýnnun líkt og alþjóða reikningsskilastaðlar kveða á um. Í lok fyrri hluta árs 2013 leiddi könnunin í ljós virðisrýnnun á bókfærðu virði eigna til rafmagnsframleiðslu um 4 ma.kr. Það voru ekki vísbendingar um virðisrýnnun í öðrum starfsháttum eða miðlum. Eignir í byggingu námu 8,8 ma.kr. um mitt ár 2013 sem er óbreytt frá árslokum 2012.

Kennitölur

Við mat á lánshæfi eru m.a. skoðaðar kennitölur, en einkum er horft til skulda á mótí EBITDA, skulda á mótí handbæru fé, vaxtaþekju, handbærs fjár á mótí tekjum, EBITDA framlegðar, veltufjárhlutfalls og arðsemi. Fleiri kennitölur eru skoðaðar eftir því sem við á. Tafla í viðauka I sýnir þróun kennitalna fyrir tímabilið 2009 til 2019E. Athygli skal vakin á því að kennitölur í umfjöllun hér á eftir taka að hluta til mið af stöðu Orkuveitunnar eins og hún var í lok árs 2012 nema annað sé tekið fram.

Fjárhagsstaða Orkuveitunnar er enn viðkvæm þrátt fyrir að hafa batnað svo um munar og reksturinn er að skila sterku sjóðsstreymi. EBITDA framlegð félagsins er góð en hún var 66,1% árið 2012 en 63,2% árið 2011. Skuldir eru miklar en vaxtaberandi skuldir á mótí EBITDA voru 10,8 í lok árs 2012 sem er mun lægra hlutfall en árið 2011. Hlutfall vaxtaberandi skulda á mótí handbæru fé frá rekstri var 12,2 í lok árs 2012 sem er einnig lægra en samsvarandi hlutfall var í lok árs 2011.

Vaxtaþekjan breyttist lítið á milli ára og var hún 3,7 árið 2012. Eins og fram hefur komið er veltufjárhlutfallið lágt, 0,67, í lok júní 2013. Hlutfallið hefur þó þokast upp en það var 0,53 í árslok 2012 og 0,35 í lok árs 2011.

Að undanskilinni sölu eigna hafa áætlanir Orkuveitunnar 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 staða þess enn viðkvæm og félagið er viðkvæmt fyrir tilteknum áhættum og ber þar helst að nefna gengisáhættu. Félagið er enn afar skuldsett og fjármagnsskipan þess eins og hún er í dag hefur neikvæð áhrif lánshæfismat félagsins.

Viðauki I

Lykiltölur úr rekstri

Lykiltölur úr rekstri	2009	2010	2011	2012	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Rekstur (ma. kr.)											
Rekstrartekjur	26,0	27,9	33,6	37,9	38,0	38,6	40,4	42,2	44,0	45,9	47,8
EBITDA	13,0	14,0	21,2	25,0	24,3	24,1	25,6	27,2	28,3	29,7	31,0
Rekstrarhagnaður (EBIT)	5,2	6,0	12,4	14,7	15,3	14,8	16,2	17,7	18,6	19,8	20,9
Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld samtals	-8,8	10,8	-19,7	-18,5	-21,6	-7,5	-2,4	-3,7	-3,6	-4,0	-5,2
Hagnaður (tap) fyrir tekjuskatt	-2,5	13,7	-0,6	-3,8	-6,3	7,4	13,8	14,0	15,0	15,8	15,7
Hagnaður (tap) ársins	-2,5	16,2	-0,6	-2,3	-4,6	6,3	11,5	11,9	12,9	13,8	14,0
Efnahagur (ma. kr.)											
Fastafjármunir samtals	272,9	278,3	289,1	278,9	254,0	249,2	251,1	238,1	237,9	240,5	239,5
Veltufjármunir samtals	8,6	8,3	7,2	18,3	19,7	14,2	6,7	13,5	13,0	9,0	7,6
Eignir samtals	281,5	286,5	295,4	297,2	273,7	263,4	257,8	251,7	250,9	249,4	247,1
Eigið fé	40,7	52,8	61,6	60,6	47,1	53,4	65,0	76,9	89,8	103,5	117,5
Langtímaskuldir samtals	221,8	212,2	214,3	202,1	198,2	181,4	164,0	150,6	135,9	120,4	104,5
Skammtímaskuldir samtals	19,1	21,5	19,4	34,4	28,4	28,5	28,9	24,1	25,2	25,5	25,1
Eigið fé og skuldir	281,5	286,5	295,4	297,2	273,7	263,4	257,8	251,7	250,9	249,4	247,1
Vaxtaberandi skuldir	236,6	225,2	230,2	231,5	221,7	203,8	184,5	164,3	148,4	132,6	117,2
Sjóðstreymi (ma. kr.)											
Veltufé frá rekstri	9,0	10,6	17,2	25,0	24,4	24,1	25,6	27,3	28,4	29,7	31,1
Handbært fé frá rekstri	8,4	11,6	16,9	18,9	19,7	19,8	21,3	23,1	24,6	24,6	24,0
Fjárfestingar í varanlegum rekstrarfjármunum	-20,8	-14,3	-10,2	-2,7	-4,1	-5,8	-8,6	-5,1	-10,6	-12,0	-9,4
Kennitölur											
EBITDA%	59%	58,7%	63,2%	66,1%	64,0%	62,4%	63,3%	64,5%	64,3%	64,8%	64,8%
EBIT%	30%	30,2%	36,7%	38,7%	40,2%	38,5%	40,1%	41,8%	42,3%	43,2%	43,7%
EBITDA / Vaxtagjöld	3,5	3,5	3,7	3,5	3,7	3,8	4,4	4,4	4,6	4,9	5,3
Vxt. br. sk. / EBITDA	16,1	16,1	10,8	9,2	9,1	8,5	7,2	6,0	5,2	4,5	3,8
Vxt. br. sk. / Tekjur	8,1	8,1	6,8	6,1	5,8	5,3	4,6	3,9	3,4	2,9	2,5
Tekjur / Heildareignir	10%	9,7%	11,3%	12,8%	13,9%	14,7%	15,7%	16,8%	17,5%	18,4%	19,4%
Eiginfjárlutfall	14,4%	18,4%	20,8%	20,4%	17,2%	20,3%	25,2%	30,6%	35,8%	41,5%	47,6%
Veltufjárlutfall	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,5	0,2	0,6	0,5	0,4	0,3
Lausafjárlutfall	0,4	0,3	0,5	0,5	0,7	0,5	0,2	0,5	0,5	0,3	0,3
Veltufé frá rekstri / Heildareignir	4,7%	5,2%	5,8%	8,2%	9,1%	9,5%	9,9%	10,9%	11,3%	11,9%	12,6%
Veltufé frá rekstri / tekjur	51,0%	53,4%	61,2%	64,2%	65,2%	64,7%	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	11,2	10,3	8,7	7,1	6,0	5,4	4,9
Hb. fé frá rekstri / tekjur (Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) / gr. vextir	32,4%	41,5%	50,3%	50,0%	51,8%	51,4%	52,7%	54,6%	55,9%	53,6%	50,2%
	4,6	5,5	4,5	4,5	5,1	5,0	5,6	6,0	6,2	6,2	6,4

Viðauki II

Samanburður við önnur orkufyrirtæki í lok árs 2012

	OR	Landsvirkjun	EDF	Vattenfall	Statkraft	Fortum
Eiginfjárlutfall	20,4%	37,6%	12,3%	29,4%	43,1%	43,9%
Lausafjárlutfall	0,5	1,0	0,9	1,1	1,0	0,9
Tryggt lausafé/Skt.skuldir	0,7	2,4	1,2	1,1	1,6	2,0
EBITDA framlegð	66,1%	78,4%	22,1%	32,6%	34,2%	41,0%
Hreinar skuldir/ EBITDA	8,6	7,6	2,6	2,1	3,2	3,1
EBITDA / Vaxtagjöld	3,5	3,1	6,6	5,2	8,6	8,4

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. Óheimilt er með öllu að dreifa þeim upplýsingum sem finna má í matinu eða nýta þær með öðrum hætti án heimildar Reitunar.