


# Orkuveita Reykjavíkur

Greining og mat á lánshæfi

<b>Lánshæfiseinkunn</b>	<b>B+</b>
Horfur	Stöðugar

A+	<b>B+</b>	C+	D+
A	B	C	D
A-	B-	C-	D-

Viðmið einkunnar: Ríki, flokkur A

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

## Tekið á endurfjármögnunarfanda

Orkuveitan vinnur markvisst að því að bæta fjárhagsstöðu sína. Áætlanir hafa gengið vel upp og með sama áframhaldi verður fyrirtækið orðið fjárhagslega sterkt innan nokkurra ára. Sjóðstreymi fyrirtækisins á að stærstu hluta að standa undir afborgunum og vöxtum af skuldbindingum á næstu árum. Óhagstæð skilyrði markaða og gengisþróunar krónunnar gætu þó sett strik í reikninginn. Vegna þess árangurs sem náðst hefur hækkar Reitun grunneinkunn félagsins í B- en heildareinkunn, með ábyrgð eiganda, verður óbreytt í B+.

## Á rétttri leið

Skuldsetning Orkuveitu Reykjavíkur er há og íþyngjandi en fer batnandi. Félagið greip til aðgerða í samræmi við áætlun og hafa þær gengið vel eftir hingað til. Aðgerðirnar fólust helst í gjaldskrárhækkunum, hagræðingu í rekstrinum, sölu órekstartengdra eigna og eigendafjármögnun. Margfeldi vaxtaberandi skulda af EBITDA hefur vegna þessa lækkað og allt útlit fyrir að hlutfallið verði komið niður fyrir 2007 gildið í lok árs 2012. Aðgerðirnar hafa einnig leitt til þess að handbært fé eftir fjárfestingar hefur aukist og mun það þekja afborganir hvers árs, að árinu 2013 meðtöldu eftir samkomulag náðist við Dexia og Depfa um endurröðun á gjalddögum.

## Vaxtaáhætta

Hækkun vaxta umfram fóligna framvirka vexti á skuldamyntir félagsins og hækkun á vaxtaálögum samhliða endurskoðun lánsamninga hefur bein áhrif á handbært fé. Þessi áhættuþáttur getur haft umtalsverð áhrif þar til tekist hefur að lækka skuldir.

## Gengisáhætta

Misvægi í myntsamsetningu skulda og tekna gerir það að verkum að gengisáhættan er mikil í rekstrinum. Á móti þeirri áhættu koma hagstæðari vaxtakjör á erlendar myntir en á krónunni en bætir vart upp þá miklu áhættu sem af ójafnvæginu hlýst. Stefna félagsins hefur verið að draga úr gengisáhættu með því að auka vægi fjármögnunar í krónum, sú breyting mun hafa þau áhrif að vaxtakostnaður eykst en það er eitthvað sem fyrirtækið verður að taka á sig þar sem stærsti hluti tekna er í krónum. Þetta misvægi veldur því jafnframt að tekjur í erlendum myntum ná ekki að standa aðeins undir hluta af þeim höfuðstólsafbörgunum sem eru framundan á næstu árum.

Fjárhagur (ma. ISK)	2011	2011 E
Tekjur	33,6	33,7
EBITDA	21,2	20,5
EBIT	12,4	12,4
Hreinn hagnaður	-0,6	(2,6)
Eignir samtals	296,4	289,3
Eigið fé samtals	61,6	50,3
Skuldir samtals	234,7	239,0
Eiginfjárlutfall	21%	17%
Vxt. br. sk.	230,2	231,1
Vxt. br. sk. / EBITDA	10,8	11,3
Vxt. br. sk. / Tekjur	6,8	6,9
Vxt. br. sk. / Hb. fé frá rekstri	13,6	13,7
Lausafjárlutfall	0,3	0,3
EBITDA / Vaxtagjöld	3,7	3,6
EBIT / Vaxtagjöld	2,2	2,2
(Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) / gr. vextir	5,5	5,6

Félagið þarf því að treysta á að geta endurfjármagnað sig í erlendum myntum eða greitt þann hluta afborgana sem erlent sjóðstreymi stendur ekki undir á gjaldeyrismarkaði. Félagið er því næmt fyrir því að endurfjármögnun takist og/eða að gjaldeyriskaup verði möguleg sem að mestar líkur eru á. Til að draga úr þessari áhættu stefnir félagið á að gera skiptasamning sem breytir áhættu og greiðslustreymi úr erlendri mynt yfir í krónur. Ef það tækist hefði það jákvæð áhrif á lánshæfismatið.

**Styrkleikar**

Stöðugt og sterkt sjóðstreymi

Sterk markaðsstaða

Langur líffími eigna

**Veikleikar**

Há skuldastaða

Gjaldeyrisójfnuður

Lausafjárstaða þröng

**Ógnanir**

Frekara gengisfall ISK

Almenn vaxtahækkun

**Tækifæri**

Eftirspurn eftir vistvænni orku

**Eigendur öflugir bakhjarl**

Eigendur Orkuveitu Reykjavíkur sýndu á síðasta ári að þeir eru öflugir bakhjarlar sem standa á bak við félagið. Það hefur því sannast að einföld ábyrgð þeirra á skuldbindingum félagsins er mikils virði fyrir lánadrottna. Reitun hefur ekki gert ítarlega greiningu á fjárhagsstöðu Reykjavíkurborgar en hafa verður í huga að sem höfuðborg Íslands er hún með sérstöðu sem lántakandi. Mikilvægi OR í þjóðhagslegu samhengi vegur þungt og væri Reykjavíkurborg ekki þess megnug að standa undir skuldbindingum sínum er líklegt að ríkið myndi koma til aðstoðar.

**Niðurstaða lánshæfis**

Reitun gerir ekki breytingu á lánshæfismati Orkuveitu Reykjavíkur að sinni og er það því óbreytt, eða B+ með stöðugum horfum. Þrátt fyrir það hefur orðið mikil jákvæð breyting á skuldakennitölum og sjóðstreymi, ásamt góðri eftirfylgni áætlana og batnandi fjármögnunargetu. Grunneinkunn OR hækkar því um eitt þrep og er nú B- en það er nýbreytni að gefa út grunneinkunn Orkuveitunnar.

Forsendur til lækkunar einkunnar munu myndast ef OR nær ekki að fylgja eftir áætlunum sínu og ef verulega neikvæðar breytingar verða á markaðsaðstæðum s.s. miklar vaxtahækkunir eða mikil veiking krónunnar. Einnig verður fylgst með hvort fyrirtækið hafi ekki alla burði til að standa við afborgun lána sinna.

Forsendur til hækkunar einkunnar myndast þegar fjárhagsstaða fyrirtækisins batnar enn frekar, markaðsáhætta minnkar og eigendur sýni enn betur með fjárhagslegum styrk að þeir geti stutt við bakið á félaginu ef þess gerist þörf aftur.

## Efnisyfirlit

<b>EFNISYFIRLIT</b> .....	<b>3</b>
<b>GREINING Á LÁNSHÆFI ORKUVEITU REYKJAVÍKUR</b> .....	<b>4</b>
<b>Starfsemi</b> .....	<b>4</b>
<b>I. Umhverfi og samkeppni</b> .....	<b>6</b>
Stærð og samkeppni.....	6
Umfverfi .....	6
<b>II. Viðskiptalíkan og sjóðstreymi</b> .....	<b>7</b>
Vöruframboð og viðskiptavinir .....	7
Viðhaldspörf .....	8
Fjárfestingarpörf og áætlanir.....	8
<b>III. Áhættu- og fjármálastefna</b> .....	<b>10</b>
Lausafjárstaða OR.....	10
Þróun á skuldastöðu OR.....	10
Áætluð lánsfjárpörf og niðurgreiðsla skulda OR .....	10
Ábyrgðir eigenda .....	11
Lánaskilmálar .....	11
Gengisáhætta OR .....	11
Framvirkir vaxtaferlar stærstu skuldamynta.....	13
Álverðsáhætta.....	13
<b>IV. Fjármál og kennitölur</b> .....	<b>15</b>
Ásuppgjör í takt við áætlanir .....	15
Kennitölur .....	16
<b>Samantekt og niðurstaða</b> .....	<b>17</b>
<b>Viðauki I</b> .....	<b>18</b>
Lykiltölur úr rekstri .....	18
<b>FYRIRVARAR</b> .....	<b>19</b>

## Greining á lánshæfi Orkuveitu Reykjavíkur

### Starfsemi

Orkuveita Reykjavíkur (OR) er í meirihlutaeigu Reykjavíkurborgar, en auk þess eru Akranesbær og Borgarbyggð eigendur. Forstjóri OR er Bjarni Bjarnason, en auk hans eru fjórir framkvæmdastjórar; Inga Dóra Hrólfsdóttir, Páll Erland, Skúli Skúlason, Ingvar Stefánsson og Þorvaldur E. Sigurðsson.

### Vöxtur

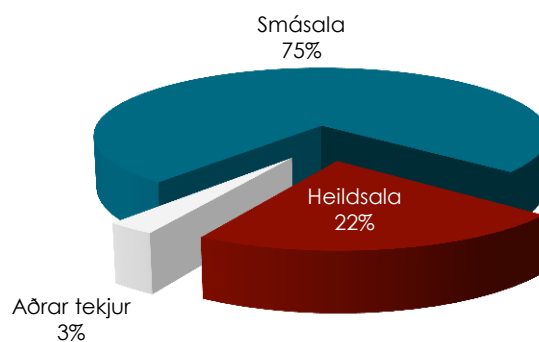
Orkuveita Reykjavíkur er orkuframleiðslu- og veitufyrirtæki og rekur stærstu dreifiveitu á Íslandi og eru yfir 70% landsmanna í viðskiptum við fyrirtækið. Starfssvæði þess nær til höfuðborgarsvæðisins auk Suður- og Vesturlands (sjá yfirlit á Mynd 2). Árið 1999 sameinuðust Hitaveita Reykjavíkur og Rafmagnsveita 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 númer 139/2001. Árið 2006 tók OR yfir fráveitukerfi eigenda sinna. Á tímabilinu 2000 – 2007 hefur OR keypt smærri veitur á starfssvæði sínu.

### Virkanir

OR rekur stærstu jarðhitaveitu í heimi (Nesjavallavirkjun) en 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 OR tvær vatnsaflsvirkjanir með uppsett afl 11,4 MW. Hellsheiðarvirkjun hóf raforkuframleiðslu árið 2006.

Orkuveita Reykjavíkur framleiðir og selur rafmagn til heimilisnota og fyrir atvinnulífið (sjá tekjuskiptingu á mynd hér til hliðar). Auk þess kaupir hún raforku í heildsölu af Landsvirkjun á samkeppnismarkaði sem síðan er seld áfram. OR rekur raforkudreifikerfi í sex sveitarfélögum við Faxaflóa. Fyrirtækið rekur 13 vatnsveitur á starfssvæði sínu auk þess að selja neysluvatn í heildsölu til tveggja sveitarfélaga, samtals til meira en helmingis

Mynd 1: Tekjuskipting OR. Meirihluti tekna kemur frá smásölu.



Þjóðarinnar. Meginatriði í þátttöku OR í umsjón innviða sjálfbærra samfélaga er rekstur umhverfissvænna fráveitna. OR á fráveitur í sjö misstórum byggðarlögum og rekur dælustöðvar fyrir tvö sveitarfélög til viðbótar. Alls þjónar Orkuveitan liðlega helmingi þjóðarinnar í fráveitumálum. Eftirfarandi tafla sýnir yfirlit virkjana OR.

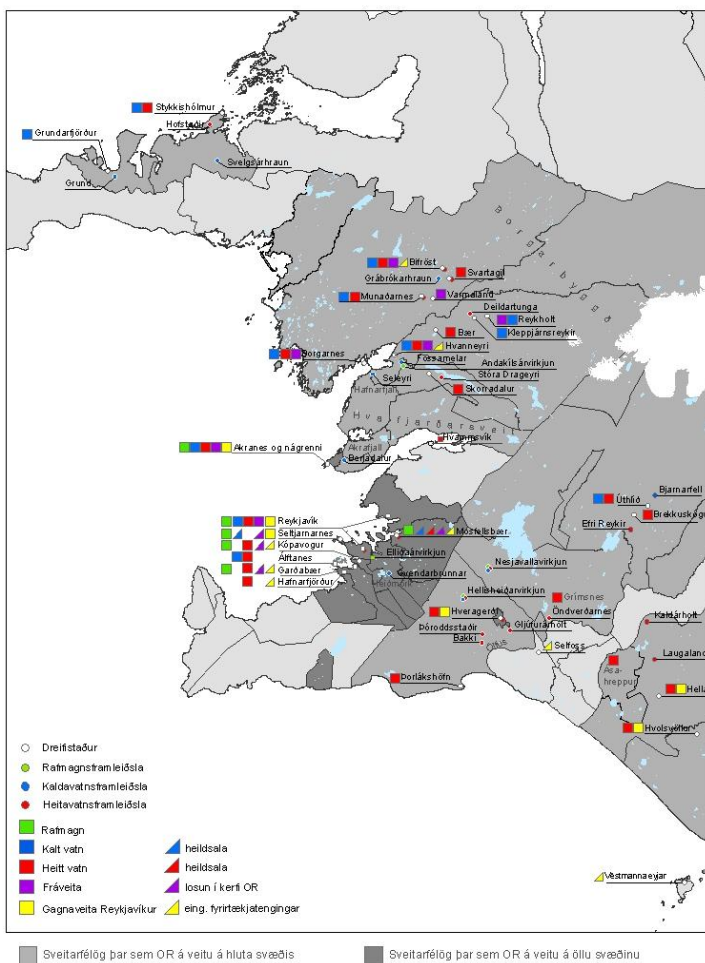
Tafla 1: Yfirlit yfir virkjanir OR.

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

Mynd 2: Starfssvæði Orkuveitur Reykjavíkur

VEITUSVÆÐI ORKUVEITUNNAR OG DÓTTURFYRIRTÆKJA

Febrúar 2012



## I. Umhverfi og samkeppni

Stærð og fjárhagslegur styrkleiki er mikilvægir þættir hjá orkufyrirtækjum á samkeppnismarkaði. Vegna eðli starfsemi þeirra þá er þeim mikilvægt að vera í stakk búin að geta nýtt markaðsstöðu og tekjudreifingu til að ná fram sterku og stöðugu sjóðstreymi. Sterk fjárhagsstaða er mikilvæg orkufyrirtækjum til að geta viðhaldið framleiðslutækjum sínum og ráðist í nýjar fjárfestingar þegar þess er þörf.

### Stærð og samkeppni

Orkuveitan er eitt af eignamestu fyrirtækjum landsins með tæpa 300 ma.kr. eignir í árslok 2011. Fjárhagsstaðan þarf hinsvegar að batna og unnið er markvisst að því. Flest bendir til að það náist ef ytri aðstæður verða félaginu sæmilega hagstæðar. Fyrirtækið er afar mikilvægt þjónustufyrirtæki fyrir meirihluta landsmanna.

Sérleyfishluti starfsemi OR er um 2/3 hlutar og 1/3 í samkeppnisrekstri. Að hafa þetta stóran hluta tengt sérleyfisrekstri er styrkur fyrir fyrirtækið m.t.t. lánshæfis. Heildarframleiðsla OR á rafmagni er nú um 2,6 TWh. Framleiðslugetan hefur aukist hratt 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 samanburða framleiðir EDF í Frakklandi, sem er stærsta raforkufyrirtæki í Evrópu, um 600 TWh á ári. Á norðurlöndum er Vattenfall í Svíþjóð stærst með um 150 TWh á ári en Statkraft í Noregi er með um 50 TWh á ári og alfaríð endurnýjanlega orku.

Fyrirtækið hefur sýnt að það hefur samkeppnisstöðu til að breyta gjaldskrá ef þörf krefur án þess að missa mikið af viðskiptavinum. Við mat á lánshæfi fyrirtækisins er þessi þáttur metinn sem einn af styrkleikum félagsins.

### Umfhverfi

Orkuveitan er háð ytra umhverfi sínu á margan hátt. Sá hluti sem snýr að þróun efnahagsmála og markaða skiptir fyrirtækið ekki minna máli m.t.t. lánshæfi en aðrir umhverfisþættir. Vilji erlendra aðila til að fjárfesta á landinu og geta fyrirtækisins til að fjármagna sinn hluta fjárfestinganna veltur að stórum hluta á þessari þróun. Auk þess er OR háð sveiflum í álverði í tengslum við langtíma „take-or-pay“ samninga við álfyrirtæki. OR notar afleiðusamninga til að verja afkomusveiflur vegna breytinga álverðs og vaxta. Nýlega lokaði félagið álverðsáhættu fyrir árið. Slæm fjárhagsstaða OR gerir fyrirtækið viðkvæmara fyrir miklum neikvæðum breytingum á mörkuðum hvort það sé almenn þróun efnahagsmál, gjaldeyrismarkaða, vaxtamarkaða, hrávörumarkaða eða lánamarkaða. Þrátt fyrir að fyrirtækið hafi komist í skjól í framhaldi af fjárhagsstuðningi eigenda og öðrum aðgerðum sem gripið hefur verið til þá gæti neikvæð þróun á þessum mörkuðum valdið því að fyrirtækið gæti lent í fjárhagserfiðleikum á ný.

Við mat á lánshæfi fyrirtækisins er þessi þáttur sem metinn er sem einn af veikleikum félagsins og fær frekar slæma einkunn vegna veikrar fjárhagsstöðu til að mæta stórum skellum.

## II. Viðskiptalíkan og sjóðstreymi

Góð tekjudreifing mismunandi vöruflokka til almennra notanda og langtímasamningar treysta og jafna sjóðstreymi félagsins. Mikil nýfjárfestingarþörf eða viðhaldsfjárfestingarþörf krefst sterks sjóðstreymis og efnahagsreiknings.

### Vöruframboð og viðskiptavinir

Fyrirtækið skiptist í þrjá starfspætti, veitur, virkjanir og sala, og aðra starfsemi. Fyrirtækinu er jafnframt skipt upp eftir miðlum sem eru: Rafmagn, Heitt vatn, Kalt vatn, Fráveita og Gagnaveita. Veitubátturinn stóð undir hátt í 2/3 hluta tekna og Virkjanir um 1/3 tekna.

Af einstökum miðlum komu rúmlega helmingur tekna af raforkusölu og um fjórðungur tekna af sölu á heitu vatni. Aðrir miðlar vógu minna.

Nokkuð góð dreifing er í tekjum milli viðskiptavina. Almennir notendur eru í heild stærstu viðskiptavinirnir og mynda stærstan hluta heildartekna fyrirtækisins. Tekjuflæði OR er mjög stöðugt og þá sérstaklega smásöluhlutinn sem allur er í íslenskum krónum. Um 59% tekna koma frá sérleyfisstarfsemi í smásölu, þ.e. heitu vatni, köldu vatni, fráveitu og dreifingu rafmagns. Þar af leiðandi má áætla þær með nokkurri nákvæmni fyrir næstu mánuði og ár. Það er jákvætt út frá lánshæfismati.

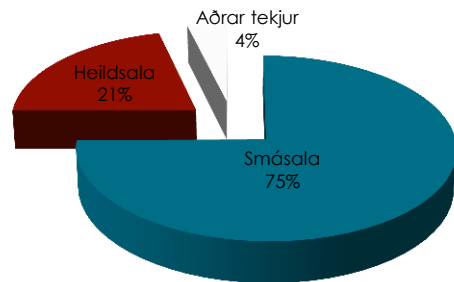
Einn viðskiptavinur, Norðurál Grundartangi ehf, stendur nokkuð uppúr með 16,8% af heildartekjum. Reykjavíkurborg hefur jafnframt verið með yfir 10% af heildartekjum en var komin undir það viðmið árið 2011. Viðskiptavinir OR í heild eru yfir 70% af þjóðinni.

OR er stærsta veitufyrirtæki landsins og næst stærsti raforkuframleiðandinn á eftir Landsvirkjun. Mikilvægi fyrirtækisins fyrir íslenskt samfélag er því mikið.

Starfsemi fyrirtækisins nær eingöngu til Íslands en að hluta má telja að sala til erlendra aðila eins og álfyrirtækja jafnist að einhverju leyti á við útflutning á raforku. Tekjur eru í erlendri mynt og verð fer m.a. eftir markaðsaðstæðum á alþjóðlegum mörkuðum þegar samningar eru gerðir. Væntanlega fengist betri nýting á raforkuna ef félagið væri tengt stærra raforkuneti en það er a.m.k. ekki í boði sem stendur. Ísland er lítið samfélag og því mikilvægt fyrir fyrirtækið að ná fram auknu og jafnara sjóðstreymi með því að selja til traustra erlendra aðila t.d álfyrirtækja.

Við mat á lánshæfi fyrirtækisins er þessi þáttur metinn sem einn af styrkleikum félagsins og fær góða einkunn miðað við íslenskar aðstæður.

Mynd 3: Skipting tekna 31. des 2011



### Viðhaldspörf

Stærstu eignir OR eru orkuver og veitukerfi. Á fyrsta áratug aldarinnar stóð fyrirtækið í miklum framkvæmdum. Má þar nefna stækkun Hellisheiðarvirkjunar, áframhaldandi uppbyggingu jarðhitánýtingar á Hengilssvæðinu og fjárfestingar í undirbúning Hverahlíðarvirkjunar. Auk þess tók OR við fráveitukerfum Reykjavíkurborgar, Akraness og Borgarbyggðar árið 2006 og hefur verið fjárfest í umbótum fráveitumála síðan þá. Mikil uppbygging á höfuðborgarsvæðinu 2006 – 2008 kallaði á umtalsverðar framkvæmdir í veitulögnum til nýrra hverfa. Ljóst er að veitukerfið er vannýtt þar sem áætlanir um nýbyggingar íbúðahverfa hafa ekki ræst og erfið er að spá fyrir um hvenær húsnæðismarkaðurinn tekur aftur við sér að fullu.

Endurskoðuð áætlun stjórnenda gerir ráð fyrir að áfram verði staðið á bremsum varðandi viðhaldsfjárfestingar og eingöngu verði ráðist í nauðsynlegt viðhald. Tækjakostur OR er að mestu nokkuð nýlegur og ætti því að þola tímabundinn samdrátt í viðhaldskostnaði en slíkt getur að sjálfsögðu ekki varað lengi.

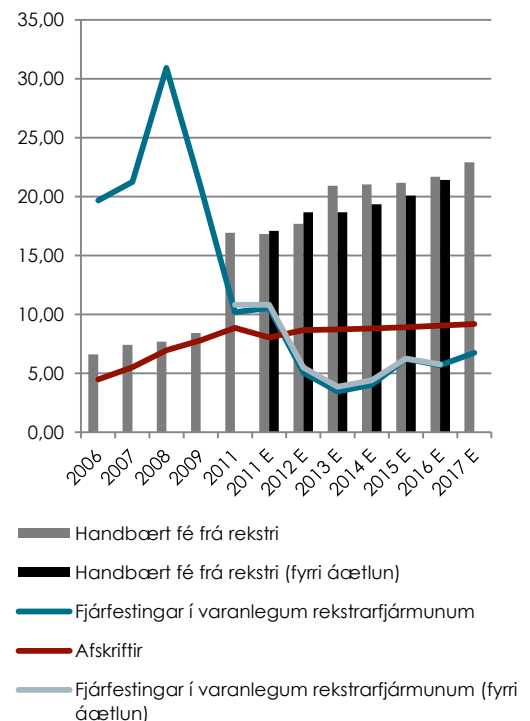
Við mat á lánshæfi fyrirtækisins er þessi þáttur metinn einn af styrkleikum félagsins og fær góða einkunn. Afar mikilvægt er félaginu að geta dregið tímabundið úr viðhaldsfjárfestingum og má þar þakka nýlegum tækjabúnaði sem ætti að þola slíkan niðurskurð tímabundið.

### Fjárfestingarpörf og áætlanir

Félagið hefur gefið það út að það muni ekki fara í frekari fjárfestingar í virkjunum á næstu árum. Búið var að leggja í fjárfestingu vegna undirbúnings við Hverahlíðarvirkjun en þær framkvæmdir hafa verið stoppaðar. Lífeyrissjóðirnir hafa lýst því yfir að þeir séu tilbúnir til þess að skoða það að koma að fjármögnun þeirrar virkjunar sérstaklega og þá í sérstöku félagi sem yrði stofnað um hana. Stjórn OR hefur samþykkt að hefja slíkar samningsviðræður. Félagið telur sig geta afhent í dag alla þá orku sem það er skuldbundið til þess að afhenda. Mögulega gæti orðið ágreiningur um þessa túlkun komi til þess að álver verði byggt í Helguvík því til þess að uppfylla þörfina fyrir það álver þarf orku frá Hverahlíðarvirkjun.

Reitun telur það jákvætt skref að fara í viðræður við lífeyrissjóðina um samstarf í virkjunarframkvæmdum á meðan OR er að vinna sig út úr fjárhagserfiðleikunum. Ólíklegt er að félagið hefði burði til að fjármagna Hverahlíðarvirkjun upp á einsdæmi nema gegn því að eigendur settu fram verulegt eiginfjárframlag á móti lánsfé. Út frá lánshæfi þykir það jákvætt ef hluti af stórum fjárfestingum er fjármagnaður með nýju eigin fé.

Mynd 4: Þróun á handbæru fé frá rekstri





**Endurskoðuð áætlun**

Vel hefur gengið að fylgja þeirri áætlun eftir sem lagt var af stað með eftir aðkomu eiganda félagsins að fjárhagsskipan þess. Samkvæmt endurskoðaðri áætlun verður handbært fé frá rekstri lítillega lægra en eldri áætlun gerði ráð fyrir á árinu 2012. Áætlanir um fjárfestingar félagsins eru sambærilegar í endurskoðaðri áætlun og fyrri áætlun frá því í vetur. Félagið heldur því óbreyttri stefnu um fjárfestingar og hefur því handbært fé til ráðstöfunar til þess að greiða niður skuldir gangi áætlanirnar eftir. Sú breyting varð að fjárfestingum í fráveitu var frestað um tvö ár sem leiðir til þess að 2,9 ma.kr. flytjast frá árunum 2012 og 2013 til 2015 og 2016. Heildarfjárfesting á spátímabilinu er hinsvegar óbreytt en þessi tilflutningur á fjárfestingu mun leiða til minni fjármagnskostnaðar á fyrri hluta tímabilsins og auka þar með handbært fé.

**Sala eigna**

OR gerir ráð fyrir áframhaldandi sölu eigna sem ekki falla undir kjarnastarfsemi. Áætlað er að selja eignir að virði 10 milljarðar króna á árunum 2011 til 2016. Á árinu 2011 voru seldar eignir fyrir 1.115 milljónir króna sem er lítillega umfram áætlun sem var uppá 1.000 milljónir króna. Áætlað er að selja eignir fyrir um 2.000 m.kr. á árinu 2012. Eignasala getur tafist eða breyst af ýmsum ástæðum s.s. vegna markaðsaðstæðna nema samningar um sölu á eign liggja fyrir. Einnig gæti versnandi efnahagsástand skaðað áætlanir um sölu eigna og/eða valdið verðyrnun umfram áætlanir

Afar mikilvægt er fyrir OR að fylgja vel eftir þeim áætlunum sem gerðar hafa verið og traust byggt á. Hingað til hefur það gengið vel en alltaf er sú hættu til staðar að forsendur um þróun ytri hagstærða geti orðið verri en áætlað hafði verið sem getur haft neikvæð áhrif á framgang áætlunarinnar og fjárhagsstöðu félagsins. Taka skal þó sérstaklega fram að Reitun sér ekkert athugasvert við þær forsendur sem OR styðst við í áætlanagerði sinni.

### III. Áhættu- og fjármálastefna

Fjármálastefna tekur m.a. á vilja stjórnenda varðandi stýringu fjármálaáhættu og líklegri fjármagnsskipan fyrirtækisins til framtíðar. Lausafjárstaða félagsins og geta þess til að sækja sér fjármagn er mikilvægur þáttur við mat á lánshæfi orkufyrirtækja vegna eðli og umfangs þeirra.

OR er með sérstaka deild innan Fjármálasviðsins sem sér um áhættu- og fjárstýringarmál. Þar er unnið eftir áhættu- og fjárstýringarstefnu félagsins. Jafnframt er unnið að frekari styrkingu á starfsemi deildarinnar sem að mati Reitunar mun treysta starfsemi hennar enn frekar.

#### Lausafjárstaða OR

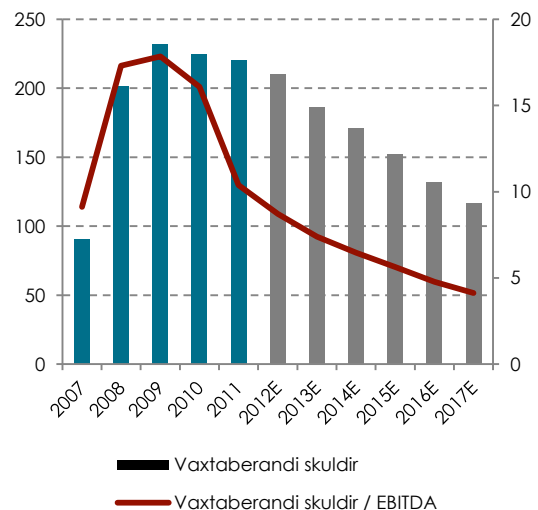
Samkvæmt áætlun er gert ráð fyrir að bæði lausafjárhlutfall og veltufjárhlutfall botni á þessu ári í kringum 0,3x hvort tveggja en byrji síðan að rísa á ný eftir það og verði komið í um 1x árið 2017. Þessi hlutföll eru afar lág nú og mikilvægt fyrir OR að styrkja þessi hlutföll sem fyrst þrátt fyrir að hafa bakábyrgð Reykjavíkurborgar og annarra eiganda. Að mati Reitunar ættu bæði þessi hlutföll, þegar allt er talið þ.á.m. skuldbindandi og óádreagnar lánalínur, að vera vel ríflega 1x, mögulega nálægt 1,2x.

Veltufjármunir námu ríflega 7 ma.kr. í árslok og var veltufjárhlutfallið um 0,35x í árslok 2011. Háar afborganir næstu ára vege mjög þungt í veltufjárhlutfallinu.

#### Þróun á skuldastöðu OR

Vaxtaberandi skuldir félagsins eru háar en sem margfeldi af „EBITDA“ eru þær farnar að lækka m.a. vegna bætts rekstrar félagsins og frestun fjárfestinga. Samkvæmt áætlun mun félagið skila verulegu jákvæðu handbæru fé eftir fjárfestingar næstu árin og verður það fé nýtt til niðurgreiðslu skulda. Skuldir félagsins ættu því að fara hratt lækkandi á næstu árum og sem margfeldi af EBITDA ættu þær að vera komnar niður í 9,2x í lok árs 2012. Það er mikil breyting frá því sem áður var og hefur jákvæð áhrif á lánshæfismatið. Samkvæmt áætlun mun skuldahlutfallið halda áfram að lækka og verða komið niður í 5,3x á árinu 2016. Þróun gengis krónunnar getur haft veruleg áhrif á þróun þessa hlutfalls en forsendur áætlunar félagsins er sú að það verði stöðugt á spátímabilinu.

Mynd 5: Þróun vaxtaberandi skulda



#### Áætlun lánshæfipörf og niðurgreiðsla skulda OR

Áætlun gerir ráð fyrir að vaxtaberandi skuldir lækki á næstu 6 árum úr 230,2 ma.kr. í 131,1 ma.kr. eða um 43,1% og að handbært fé eftir fjárfestingar standi undir endurgreiðslu lána öll árin. Nýverið var endursamið við Dexia og Depfa bankanna og þungum gjalddögum árið 2013 og 2016 endurraðað og framlengdum. Árið 2013 mun OR fá 4 ma.kr. sem er restin af 12 ma.kr. eigenda láninu sem samið var um. Lánið frá eigendum var víkjandi lán, veitt til

15 ára með uppgreiðslurétti og afborgunarlaus fyrstu 5 árin. Þessi víkjandi lánveiting ætti að tryggja handbært fé til greiðslu langfimalána. Hinsvegar er gengisáhætta tengt Dexia láninu og öðrum erlendum lánum félagsins og ef veruleg veiking mun eiga sér stað á gengi krónunnar gæti það haft áhrif á getu félagsins til endurgreiðslu lánanna.

### Ábyrgðir eigenda

OR er sameignarfyrirtæki og gilda um það lög nr. 139 frá 2001. Eigendur OR eru í einfaldri hlutfallslegri ábyrgð fyrir öllum skuldbindingum fyrirtækisins sbr. lög og reglugerð nr. 297 frá 30. mars 2006. Nýjar ábyrgðir og skuldbindingar OR umfram 5% af höfuðstól á ári hverju skulu lagðar fyrir eigendur fyrirfram til samþykktar.

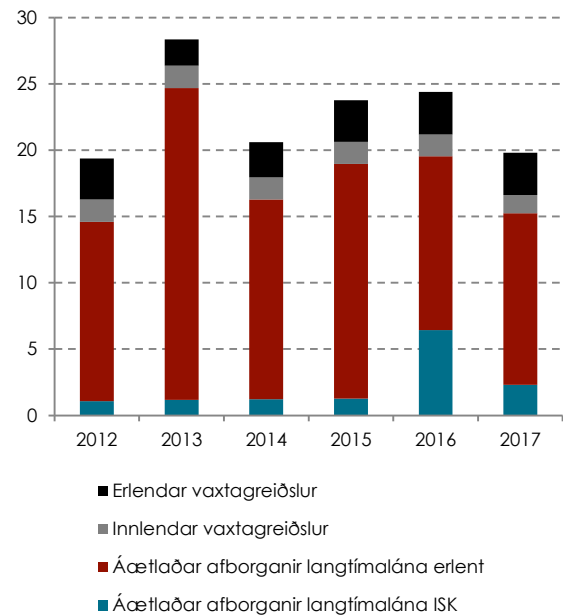
### Lánaskilmálar

OR hefur ekki veðsett eignir sínar til tryggingar á skuldum og er í gildi veðsetningarbann ("negative pledge" ákvæði) gagnvart lánveitendum auk skilmála sem snúa að samhliða rétti lánveitenda ("pari-passu" ákvæði). Lánveitendur hafa auk þess almenn gjaldfellingarákvæði komi upp aðstæður sem til dæmis rýra greiðslugetu lántaka eða ef upplýsingagjöf er röng.

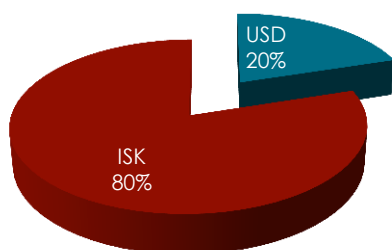
### Gengisáhætta OR

Félagið er með gengisáhættu af skuldum og tekjum í erlendum myntum. Að hluta til mynda skuldir fræðilega vörn gagnvart gengisbreytingum á tekjur í erlendum myntum. Mynd hér á eftir sýnir skiptingu langfimalána milli mynta í árslok 2011. Um 84% lána er í erlendum myntum, þar af um 33% í evrum og 20% í dollar. Tekjur eru hins vegar að mestu í íslenskum krónum (sjá mynd). Öll fjárfesting í virkjunum hefur verið fjármögguð með erlendum lánum. OR hefur tekið erlend lán til að nýta vaxtahagræðið vegna vaxtamunar

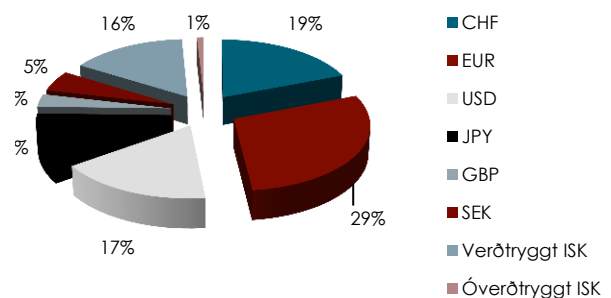
Mynd 6: Áætlaðar afborganir langfimalána



Mynd 7: Áætluð tekjuskipting ársins 2011.



Mynd 8: Myntsamsetning skulda 31. des 2011.



sem verið hefur á milli íslensku krónunnar og erlendra mynta. Erlend lán hafa þannig að hluta til verið tekin til að fjármagna fjárfestingar sem eru með tekjustrauma í íslenskum krónum. Þessi mikla gengisáhætta er áhyggjuefni og sérstaklega vegna þeirrar óvissu sem er um gengisþróun krónunnar næstu misserin og hefur neikvæð áhrif á lánshæfismat. Til að draga úr þessari áhættu stefnir félagið á að gera skiptasamning sem breytir áhættu og greiðslustreymi úr erlendri mynt yfir í krónur.

### Flökt í gengi gjaldmiðla veikir stöðugleika rekstrar

Sveiflur í afkomu undanfarinna ára skýrast fyrst og fremst af gengismun vegna erlendra lána sem og breytingum á gangvirði innbyggðra álafleiða í raforkusölusamningum. Eftirfarandi tafla sýnir yfirlit fjármagnsliða árána 2006 – 2011. Ljóst er að gengisfall íslensku krónunnar árið 2008 hafði mikil áhrif á afkomu OR, þar sem gengismunur ársins vegna erlendra lána er gjaldfærður í rekstrarreikningi. Hins vegar urðu óverulegar breytingar á verðmætasköpun rekstrar á tímabilinu. Við mat á lánshæfi skiptir greiðsluflæði mun meira máli en sveiflur í bókhaldslegum stærðum. Lánstími vegna fjárfestinga í virkjanaf framkvæmdum er allajafna lengri en gengur og gerist með aðrar lánveitingar til fyrirtækja, þar sem líftími virkjana er mjög langur. Því hefur OR væntanlega tíma til að bregðast við gengisfallinu og gera þær breytingar árekstri sem duga til að þjónusta langtímalán.

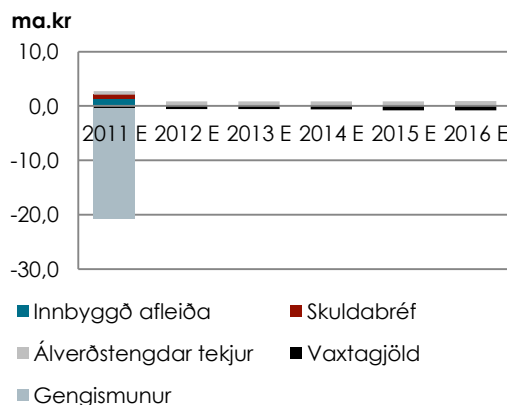
Tafla 2: Fjármagnsliðir 2006 – 2011.

Fjármagnsliðir (ma. kr.)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Vaxtatekjur	0,1	0,3	0,8	0,3	0,1	0,1
Vaxtagjöld	-2,3	-3,3	-5,3	-5,7	-4,0	-5,7
Gangvirðisbreytingar innbyggðra afleiða í raforkusölusamningum	2,0	4,5	0,9	11,1	0,2	-2,7
Gengismunur og framvirkir gjaldmiðlasamningar	-8,2	2,6	-88,8	-12,0	15,1	-11,5
Aðrir fjármagnsliðir	1,1	0,1	-0,1	-2,5	0,6	-0,1
<b>Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld samtals</b>	<b>-7,4</b>	<b>4,1</b>	<b>-92,5</b>	<b>-8,8</b>	<b>10,8</b>	<b>-19,7</b>

### Áhrif gengisbreytingar á skuldir og eigið fé

Við höfum skoðað hvaða áhrif frekari 10% veiking íslensku krónunnar hefði á rekstur OR. Litlar breytingar yrðu á EBIT til skemmri tíma. Aðaláhrifin yrðu á höfuðstól lána sem hækka myndi um rúma 20 ma.kr. og eigið fé sem lækka myndi um svipaða upphæð.

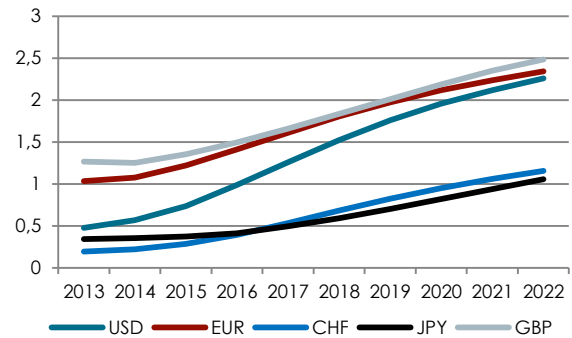
Mynd 9: Áhrif 10% gengislækkunar íslensku krónunnar á rekstrarreikning OR.



### Framvirkir vaxtaferlar stærstu skuldamynta

Erlendir millibankavextir hafa verið lágir um allnokkurt skeið. Líklegt má telja að þeir gætu farið hækkandi á næstu árum. Vegna þess hversu skuldsett félagið er í erlendum myntum þá má gera ráð fyrir að hærri vextir gætu valdið verulega hærri fjármagnskostnaði með neikvæðum áhrifum á handbært fé. OR hefur gert áhættuvarnasamning og fest vexti út árið 2012.

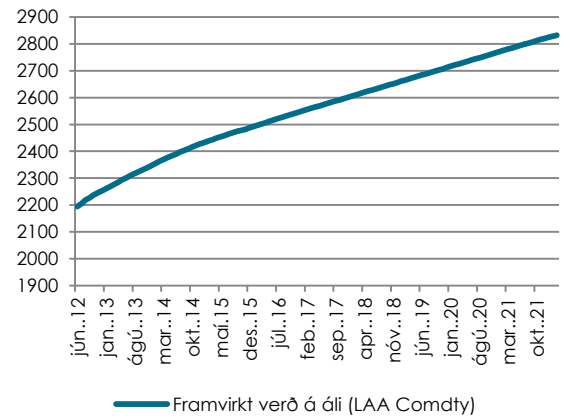
Mynd 10: Framvirkir vaxtaferlar



### Álverðisáætla

Verð á áli hefur verið sveiflukennt og farið lækkandi undanfarna mánuði sem leiða ætti til minni tekna til OR af raforkusölu til stóriðju. Á sama tíma hefur gengi Bandaríkjadollars haldist frekar stöðugt og styrkst aðeins. Ákveðin innbyggð vörn er í erlendu tekjunum vegna neikvæðrar fylgni milli gengi dollars og álverðs. Sá hluti tekna fyrirtækisins sem eru tengdar álverði nema um 21% heildartekna félagsins og því hafa sveiflur á álverði takmörkuð áhrif á sjóðstreymi félagsins til skamms tíma. OR hefur einnig gert áhættuvarnasamning fyrir árið 2012 og því fest álverð fyrir 2012.

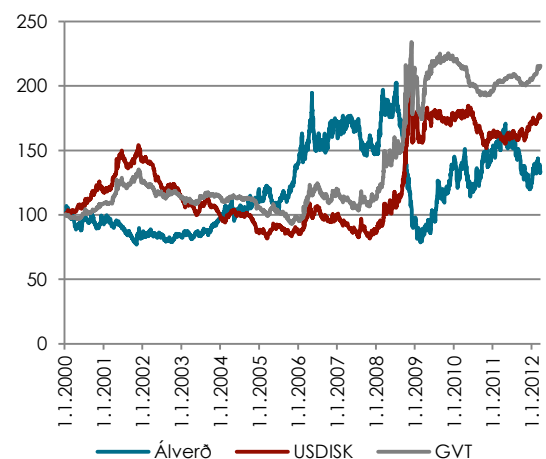
Mynd 11: Framvirktverð á áli



### Hluti tekna tengdur álverði

Heildsölusamningar Orkuveitunnar vegna raforku eru að mestu í bandarískum dollurum (USD) og telja erlendar tekjur um 20% af heildartekjum. 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, en fari Helguvíkurverkefnið ekki í gang verður orkan nýtt á Grundartanga. Samningarnir sem gerðir hafa verið vegna stóriðju eru til 20 – 25 ára og kemur fyrsti samningurinn til endurskoðunar árið 2018. Samningarnir eru bundnir við álverð og sveiflast tekjuflæðið því með sveiflum á álverði og gengi Bandaríkjadollars.

Mynd 12: Þróun álverðs, dollars og krónu



**Áhrif breytinga álverðs á tekjuflæði OR lítil**

Sem fyrr segir eru tekjur Orkuveitunnar vegna heildsölu rafmagns tengdar álverði aðeins um 20% af heildartekjum fyrirtækisins. Þar af leiðandi hafa sveiflur á álverði takmörkuð áhrif á rekstur og heildargreiðsluflæði. 10% hækkun eða lækkun heimsmarkaðsverðs á áli (að öllu öðru óbreyttu) hefði þau áhrif að greiðsluflæðið hjá OR myndi hækka/lækka um rúmar 600 m.kr. Sem dæmi má nefna að á árinu 2011 var EBIT hlutfall 36% og að öllu öðru óbreyttu þá hreyfa 10% verðbreytingar á áli framlegðarhlutfallinu um 1,3%. Styrking eða veiking dollars um 10% (öllu öðru haldið óbreyttu) hefði sömu áhrif. Í eðlilegu árferði má því gera ráð fyrir innbyggðri vörn í erlendum tekjum OR sem tengdar eru álverði. OR hefur tryggt sér áhættuvarnir gegn álverði út árið 2012.

**Innbyggðar afleiður í raforkusölusamningum**

Raforkusölusamningar við stóriðju eru í Bandaríkjadollurum (USD) og er verð rafmagnsins tengt heimsmarkaðsverði á áli. Samningarnir fela í sér innbyggðar afleiður, þar sem tekjur af þeim eru háðar breytingum á heimsmarkaðsverði á áli í framtíðinni. Í samræmi við ákvæði IAS 39 um fjármálagerninga hefur gangvirði þessara innbyggðu afleiða verið metið og fært í efnahag fyrirtækisins

**Effirspurn mikil eftir hreinni orku**

Samningar vegna stóriðju eru gerðir til 20 – 25 ára og líklegt er að samningar vegna starfsemi álvera verði endurnýjaðir jafnóðum og þeir renna út. Sú áhætta að starfsemi álvers verði hætt er þó vissulega fyrir hendi, og væri það ekki einsdæmi ef slíkt myndi gerast. Nýlegt dæmi er lokun álvers Rio Tinto Alcan í Quebec í Kanada 2009. Hins vegar er effirspurn eftir hreinni orku í heiminum sterk og því yrði líklega auðvelt að semja um orkusölu við aðra stórnotendur ef svo bæri undir að núverandi samningar yrðu ekki endurnýjaðir.

## IV. Fjármál og kennitölur

### Fjárhagsstaða

Fjárhagur (ma.kr.)	2010	2011	2011 E
Tekjur	27,9	33,6	33,7
EBITDA	14,0	21,2	20,5
EBIT	6,0	12,4	12,4
Hreinn hagnaður	13,7	-0,6	-2,6
Eignir samtals	286,5	296,4	289,3
Eigið fé samtals	52,8	61,6	50,3
Skuldir samtals	233,7	234,7	239,0
Veltufé frá rekstri	10,6	17,2	20,6
Handbært fé frá rekstri	11,6	16,9	16,8
Fjárfestingahreyfingar samtals	-14,5	-9,5	-9,8
Handbært fé eftir fjárfestingar	-3,0	7,4	7,0
Greiddur arður	-0,8	0,0	0,0
Afborganir langtímaskulda	-4,6	-10,4	-17,3
Tekin ný langtímalán	17,8	0,0	0,8
Hækkun (lækkun) skammtímaskulda	-10,2	2,4	8,0
Nettó fjármögnun	2,2	-8,1	-8,5
Hækkun (lækkun) á handbæru fé	-0,7	-0,7	-1,4

### Ársuppgjör í takt við áætlanir

EBITDA félagsins á árinu 2011 var í samræmi við áætlanir eða 21,2 milljarðar á móti áætlun uppá 20,2 milljarða og hækkaði EBITDA framlegð um 7,2 milljarða frá árinu 2010. Markmið félagsins var að lækka almennan rekstrarkostnað um 200 milljónir króna en raunin var 747 ma.kr. sem er um 547 m.kr. umfram áætlanir. Tekjur félagsins jukust um 20,5% á milli ára og skilar sú tekjuaukning sér öll í hækkun á EBITA félagsins. Tekjuaukning ársins skýrist af hækkun erlendra tekna vegna veikingar USD og af þeim gjaldskrábreytingum sem gripið var til í lok árs 2010 og maí 2011.

Þrátt fyrir þetta var tap á rekstri félagsins fyrir skatta að upphæð 7,3 ma.kr. á árinu sem skýrist af ytri þáttum og þá helst gengisveikingu krónunnar, lækkun álverðs og verðbólgu. Mest munaði um gjaldfærslu á gengistapi af lánum vegna veikingar krónunnar og lækkunar á gangvirði afleiðu í raforkusamningum samfara lækkandi álverði en einnig hafði verðbólga á árinu 2011 áhrif. Gjaldfærsla vegna þessara liða nam um 14,1 milljarði árinu 2011.

Óhagstæð þróun ytri liða að teknu tilliti til hagstæðari vaxtakjara en áætlað var hafði þau áhrif að handbært fé á árinu 2011 var um 750 milljónum króna lægra en það hefði verið ef forsendur áætlunar hefðu gengið eftir. Óhagstæð þróun þessara ytri liða hefur takmörkuð áhrif á handbært fé til skamms tíma en áhrif þeirra á eigið fé geta verið mikil. Þrátt fyrir þetta var handbært fé félagsins frá rekstri á áætlun og nam það um 16,9 milljörðum á móti

11,6 milljörðum á árinu 2010. Handbært fé frá rekstri eftir fjárfestingar var 7,4 milljarðar á árinu 2011 á móti -3 milljörðum króna árið 2010 og er þetta fyrsta árið í sögu Orkuveitunnar sem handbært fé eftir fjárfestingar er jákvætt.

Vaxtaberandi skuldir félagsins eru 84% í erlendum myntum og um 16% í krónum en um 20% af tekjum eru í erlendri mynt og eru þær tekjur auk þess að stórum hluta háðar þróun álverðs. Gengisáhætta félagsins er því veruleg þar sem breytingar á gengi krónunnar hafa veruleg áhrif á lánasafnið á meðan áhrif þess á tekjur eru litlar. Stöðugleiki í rekstri ásamt hárrí EBITDA framlegð vinnur hratt á skuldastöðu fyrirtækisins og hefur tvímælalaust jákvæð áhrif á lánshæfi þess.

### **Virðisrýrnunarpróf**

OR hefur nýtt heimildir skv. Alþjóðareikningsskilastöðlum IFRS til að framkvæma sérstakt endurmat eigna. Í árslok 2011 var framkvæmt endurmat á dreifikerfum hitaveitu, rafveitu, vatnsveitu og fráveitu. Niðurstaða matsins er að bókfært virði eigna eins og það er í ársreikningi 2011 stenst virðisrýrnunarprófið að teknu tilliti til bakfærslu á áður bókfærðu endurmati að upphæð 5 ma.kr. til lækkunar.

### **Kennitölur**

Við mat á einkunn fyrir þennan hluta greiningarinnar, um fjármál og kennitölur, sem reyndar viktur hátt í heildareinkunn þá er einkum horft til skuldamargfaldarans, s.s. skuldir á móti EBITDA og skuldir á móti handbæru fé, vaxtaþekju, handbært fé á móti tekjum, EBITDA framlegð, veltufjárhlutfall og arðsemi. Fleiri kennitölur eru skoðaðar ef ástæða þykir til.

Fjárhagsstaðan er ekki sterk sem stendur þó hún þróist í rétta átt. Reksturinn er hinsvegar að skila sterku sjóðsstreymi og sem dæmi er önnur hver króna í tekjum að skila sér beint inn í sjóðstreymið. Skuldamargfaldarar eru neikvæðir en vaxtaþekjan betri. Til viðbótar kemur lágt veltufjárhlutfall. Áhætta fylgir áfram þessari fjármagnsskipan og er því hér um veikleika að ræða sem hefur neikvæð áhrif á lánshæfismatið. Þrátt fyrir það hefur orðið það mikil breyting á þessum þáttum, ásamt einnig góðrar eftirfylgni áætlana og batnandi fjármögnunargetu, að grunneinkunn félagsins hækkar um eitt þrep og er nú B<sup>-</sup>.



## Samantekt og niðurstaða

Í öllum meginatriðum fylgir félagið áætlunum sínum, arðsemismarkmiðum rekstrar og uppbyggingu handbærs fjár þrátt fyrir rekstrartap sem myndast vegna neikvæðrar þróunar gengis og álverðs. Skuldahlutföll hafa lækkað og það stýttist í að þau verði viðunandi. Bókfært virði eigna í árslok 2011 stenst virðisrýmnunarpróf sem byggir á markmiðum fyrirtækisins um arðsemi og verðlagningu. Reykjavíkurborg hefur sýnt það og sannað að hún er öflugur bakhjarl fyrir félagið og getur stutt það fjárhagslega þegar þörf er á og vilji er til. Reitun hefur í kjölfarið ákveðið að hækka grunneinkunn um eitt þrep í B- en heildareinkunn helst þrátt fyrir það óbreytt í B+. Forsendur fara að myndast til að huga að endurmati til hækkunar á heildareinkunn ef þróun heldur áfram sem verið hefur og félagið dragi enn frekar úr markaðsáhættu sinni. Áður en það verður gert þarf að skoða betur fjárhagslega burði eigenda til að standa við ábyrgð sína ef þörf krefði.

Forsendur til lækkunar einkunnar munu væntanlega myndast ef OR nær ekki að fylgja eftir áætlunum sínu, ef verulega neikvæðar breytingar verða á markaðsaðstæðum s.s. miklar vaxtahækkunar eða mikil veiking krónunnar. Einnig verður fylgst með hvort fyrirtækið hafi burði til að standa við afborganir lána sinna.

Forsendur til hækkunar einkunnar myndast þegar fjárhagsstaða fyrirtækisins batnar enn frekar, markaðsáhætta minnkar og eigendur sýni enn betur að þeir geti stutt við bakið á félaginu ef þess gerist þörf aftur.

## Viðauki I

### Lykiltölur úr rekstri

Lykiltölur úr rekstri	2007	2008	2009	2010	2011	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
<b>Rekstur (ma. kr.)</b>											
Rekstrartekjur	21,4	24,2	26,0	27,9	33,6	37,1	38,6	39,3	40,9	42,1	43,2
EBITDA	9,9	11,7	13,0	14,0	21,2	24,1	25,2	25,5	27,0	27,7	28,3
Rekstrarhagnaður (EBIT)	4,4	4,7	5,2	6,0	12,4	15,4	16,5	16,6	18,1	18,6	19,1
Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld samtals	4,1	-92,5	-8,8	10,8	-19,7	-8,3	-5,7	-6,2	-6,6	-3,6	-6,0
Hagnaður (tap) fyrir tekjuskatt	6,5	-73,0	-2,5	13,7	-0,6	5,0	7,7	7,1	8,2	10,8	9,4
Hagnaður (tap) ársins	6,5	-73,0	-2,5	16,2	-0,6	7,8	10,5	10,0	11,1	13,8	12,5
<b>Efnahagur (ma. kr.)</b>											
Fastafjármunir samtals	182,3	252,6	272,9	278,3	289,1	276,8	266,4	259,7	257,0	246,4	243,8
Veltufjármunir samtals	9,2	6,8	8,6	8,3	7,2	10,8	7,2	10,3	11,3	13,0	13,7
Eignir samtals	191,5	259,4	281,5	286,5	295,4	287,6	273,6	270,0	268,3	259,3	257,5
Eigið fé	89,0	48,4	40,7	52,8	61,6	55,3	63,0	71,2	79,4	90,1	99,5
Langtímaskuldir samtals	93,2	196,6	221,8	212,2	214,3	197,4	189,6	180,6	169,4	149,7	144,5
Skammtímaskuldir samtals	9,3	14,4	19,1	21,5	19,4	34,8	21,0	18,2	19,5	19,5	13,5
Eigið fé og skuldir	191,5	259,4	281,5	286,5	295,4	287,6	273,6	270,0	268,3	259,3	257,5
Vaxtaberandi skuldir	92,6	205,8	236,6	225,2	230,2	222,7	197,9	182,9	169,9	145,9	131,1
<b>Sjóðstreymi (ma. kr.)</b>											
Veltufé frá rekstri	7,4	8,0	9,0	10,6	17,2	24,2	25,3	25,5	27,0	27,7	28,3
Handbært fé frá rekstri	7,4	7,7	8,4	11,6	16,9	17,7	20,9	21,0	21,2	21,7	22,9
Fjárfestingar í varanlegum rekstrarfjármunum	-21,3	-30,9	-20,8	-14,3	-10,2	-5,1	-3,5	-4,0	-6,2	-5,7	-6,7
<b>Kennitölur</b>											
EBITDA%	46,4%	48,2%	49,9%	50,0%	63,2%	65,0%	65,4%	64,8%	65,9%	65,7%	65,4%
EBIT%	20,5%	19,4%	19,8%	21,5%	36,7%	41,6%	42,7%	42,4%	44,1%	44,2%	44,1%
EBIT / Vaxtagjöld	1,3	0,9	0,9	1,5	2,2	2,3	2,9	2,6	2,7	2,8	3,1
Vxt. br. sk. / EBITDA	9,3	17,7	18,2	16,1	10,8	9,2	7,8	7,2	6,3	5,3	4,6
Vxt. br. sk. / Tekjur	4,3	8,5	9,1	8,1	6,8	6,0	5,1	4,7	4,1	3,5	3,0
Tekjur / Heildareignir	11,2%	9,3%	9,2%	9,7%	11,4%	12,9%	14,1%	14,6%	15,3%	16,2%	16,8%
Eiginfjárhluftfall	46,5%	18,6%	14,4%	18,4%	20,9%	19,2%	23,0%	26,4%	29,6%	34,8%	38,6%
Veltufjárhluftfall	99,0%	46,8%	45,0%	38,4%	35,4%	31,0%	34,3%	56,5%	58,2%	66,5%	101,5%
Lausafjárhluftfall	88,6%	36,1%	41,1%	35,8%	33,3%	29,7%	32,2%	54,1%	56,0%	64,3%	98,3%
Veltufé frá rekstri / Heildareignir	3,9%	3,1%	3,2%	3,7%	5,8%	8,4%	9,2%	9,4%	10,1%	10,7%	11,0%
Veltufé frá rekstri / tekjur	34,7%	33,0%	34,7%	38,0%	51,2%	65,0%	65,4%	64,9%	66,0%	65,8%	65,5%
Vxt. br. sk. / Hb. fé frá rekstri	12,5	26,7	28,1	19,4	13,6	12,6	9,5	8,7	8,0	6,7	5,7
Hb. fé frá rekstri / tekjur	35%	32%	32%	42%	50%	48%	54%	54%	52%	52%	53%
(Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) / gr. vextir	3,8	3,2	2,7	4,6	5,5	4,0	5,3	4,9	4,6	4,6	5,3

## 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 ljósrít af skjölum gengur Reitun út frá því að þau séu í samræmi við frumrít 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.