

Orkuveita Reykjavíkur

Greining og mat á lánshæfi

Lánshæfiseinkunn	B+
Horfur	Stöðugar

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

Viðmið einkunnar: Ríki, flokkur A

Brugðist við erfiðu árferði

Efnahagur OR stendur veikt í dag. Ójafnvægi í myntsamsetningu tekna og skulda hefur komið sér illa fyrir fyrirtækið vegna gengisfalls íslensku krónunnar. Hins vegar hefur verðmætasköpun rekstrar haldist óbreytt, sjóðsstreymi er stöðugt og fer vaxandi. Þegar hefur verið gripið til aðgerða til að styrkja fjárhagsstöðu OR. Dregið hefur úr pólitískri áhættu með tengingu gjaldskrár smásölu við verðlagsþróun auk þess sem sett verður arðgreiðslustefna til framtíðar sem endurspeglar afkomu OR. Gert er ráð fyrir að skuldir greiðist niður um 25% næstu sex árin. Mikilvægt er að OR nýti allt laust fé sem reksturinn skapar til niðurgreiðslu lána þar sem líklegt er að lánsfjármögnun verði dýrari næstu árin. Fyrirtækið ræður þó vel við hækkun vaxtakostnaðar tímabundið. Að teknu tilliti til bakabyrgðar Reykjavíkurborgar, leiddi mat okkar til lánshæfis OR í flokki B+ með stöðugum horfum.

Fjárhagur (ma. kr.)	2010 H1	2010 E
Tekjur	13,6	28,2
EBITDA	7,1	14,6
EBIT	3,2	6,8
Hreinn hagnaður	5,1	21,5
Eignir samtals	277,7	293,4
Eigið fé	44,9	65,4
Skuldir samtals	232,8	227,9
Eiginfjárlutfall	16%	22%
Vaxtab. skuldir	227,5	222,7
Vaxtab.sk. / EBITDA	15,9*	15,3
Vaxtab.sk. / Tekjur	8,2*	7,9
Vaxtab. skuldir / hb. fé frá rekstri	18,3*	20,3
Lausafjárlutfall	0,2	0,2
EBITDA/Vaxtagjöld	4,3	3,8
EBIT/Vaxtagjöld	1,9	1,7
(Hb. fé f. rekstri + gr. vextir)/gr. vextir	4,4	4,1
*Kennitölur miðast við 12M rekstur		

Greinendur

Rebekka Valsdóttir
rebekka@ifs.is

Þróstur Helgason
throstur@ifs.is

Þung skuldabyrði

Efnahagssamdráttur erlendis og gengisfall íslensku krónunnar fyrir tveimur árum höfðu veruleg áhrif til lækkunar eiginfjárstöðu OR. Eiginfjárlutfall er aðeins 16% og skuldakennitölur langt yfir öllum hefðbundnum viðmiðum. Framkvæmdir undanfarinna ára hafa að mestu verið fjármagnaðar með lántökum í erlendum myntum og hefur ójafnvægi í myntsamsetningu tekna og skulda komið sér illa fyrir OR. Hins vegar hefur verðmætasköpun rekstrar haldist óbreytt, sjóðsstreymi er stöðugt og fer vaxandi, gangi áætlanir stjórnenda eftir.

Fjárhagsstaða styrkt

Þegar hefur verið gripið til aðgerða til að styrkja fjárhagsstöðu OR. Stjórnendur áætla að samanlagt skili gjaldskrárhækkanir og hagræðingaraðgerðir um 6 mö. kr. á ári. Eigendur hafa samþykkt að falla frá arðgreiðslum tímabundið og sett verður arðgreiðslustefna til framtíðar sem endurspeglar afkomu fyrirtækisins.

Áhersla á niðurgreiðslu skulda

Fjárhagsáætlun stjórnenda til næstu sex ára er metnaðarfull. Allt laust fé eftir fjárfestingar verður nýtt til afborgana lána. Samanlagt verða skuldir greiddar niður um 56 ma. kr. á tímabilinu gangi áætlanir eftir. Ekki er gert ráð fyrir nýjum virkjanaframkvæmdum auk þess sem draga má úr fyrirhuguðum fjárfestingum með skömmum fyrirvara verði aðgengi að fjármagni takmarkað.

Styrkleikar

Stöðugt og sterkt sjóðsstreymi
Sterk markaðsstaða
Langur líftími eigna

Veikleikar

Há skuldastaða
Gjaldeyrisóðfnuður
Lausafjárstaða þröng

Ógnanir

Frekara gengisfall ISK
Almenn vaxtahækkun

Tækifæri

Eftirspurn eftir vistvænni orku
Mikil þekking innan OR sem hægt væri að selja

Vaxtaferlar upphækkandi

Allt bendir til þess að lánsfjármögnun verði dýrari næstu árin á meðan heimshagkerfið er að vinna sig út úr yfirstandandi kreppu. Því er sérstaklega mikilvægt að OR nýti allt laust fé sem reksturinn skapar til niðurgreiðslu lána. OR gerir ráð fyrir vaxtahækkunum í áætlunum sínum og samkvæmt greiningu okkar ræður fyrirtækið vel við hækkun vaxtakostnaðar tímabundið umfram áætlun.

Reykjavíkurborg öflugur bakhjarl

Eigendur OR eru í einfaldri hlutfallslegri ábyrgð fyrir öllum skuldbindingum fyrirtækisins. Reykjavíkurborg, sem á um 93,5% hlut, hefur þegar sett til hliðar sjóð að upphæð 10 – 12 ma. kr. til þess að sinna bakábyrgðarhlutverki sínu, gerist þess þörf. Það er mat okkar að staða Reykjavíkurborgar sé sterk og að hún sé öflugur bakhjarl OR. Við höfum 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

Eftir ítarlega greiningu á fjárhagsstöðu OR höfum við metið lánshæfi fyrirtækisins. Að teknu tilliti til ábyrgðar Reykjavíkurborgar leiddi mat okkar til lánshæfis Orkuveitu Reykjavíkur í flokki B+ með stöðugum horfum.

Standist fyrirliggjandi fjárhagsáætlun til 2016 og gangi lækkun skulda eftir mun það leiða til hækkunar lánshæfis. Ytri þættir, s.s. styrking krónunnar, lægri vextir, og batnandi fjárhagsstaða Reykjavíkurborgar myndu að öllum líkindum einnig hafa áhrif til hækkunar. Verulegar vaxtahækkningar á lánasafnið, fjárfestingarþörf umfram áætlun án nýrra verkefna, og frekari gengislækkun íslensku krónunnar hefðu að öllum líkindum áhrif til lækkunar lánshæfismats að öðru óbreyttu.

Efnisyfirlit

UPPBYGGING OG STARFSEMI ORKUVEITU REYKJAVÍKUR.....	5
Eignarhald og skipurit	5
Stjórn	5
Stjórnendur	6
Starfsemi	6
Rekstrarstjórnunarkerfi og vottanir	8
FJÁRMÁL ORKUVEITU REYKJAVÍKUR.....	10
Efnahagur	10
Miklar fjárfestingar undanfarin fjögur ár.....	10
Endurmat eigna 2006 - 2008	11
Innbyggðar afleiður í raforkusölusamningum	11
Skuldabréf vegna sölu eignarhlutar í HS Orku hf.	11
Tryggingar OR	11
Hrun íslensku krónunnar 2008 hafði mikil áhrif á skuldir og eigið fé	12
Samsetning lána	13
Ábyrgðir eigenda	13
Lánaskilmálar	14
Rekstur og framtíðarhorfur	14
Rekstarafkoma stöðug	14
Flókt í gengi gjaldmiðla veikir stöðugleika rekstrar.....	15
Gengisbreytingar hafa fyrst og fremst áhrif á skuldir og eigið fé	15
Gripð til aðgerða	15
Stöðugar tekjur af smásölu	16
Tenging verðskrár við neysluverðsvísitölu dregur úr áhættu	17
Samdráttur í orkunotkun gæti hægt á tekjuaukningu	17
Hluti tekna tengdur álverði	17
Neikvætt samband milli álverðs og gengi Bandaríkjadollars.....	17
Áhrif breytinga álverðs á tekjuflæði OR lítill	18
Eftirspurn mikil eftir hreinni orku	18
Sjóðstreymi.....	19
Handbært fé frá rekstri vex jafnt og þétt	19

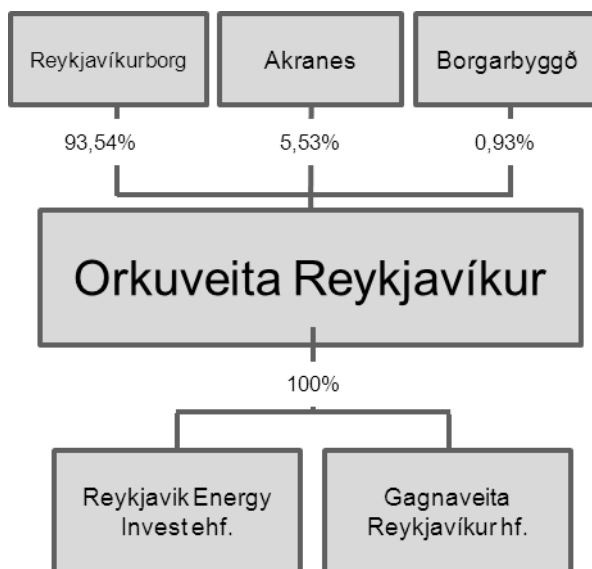
Lækkun fjárfestinga eykur svigrúm til niðurgreiðslu lána	19
Afborganir lána verða sérstaklega þungar 2013	20
Niðurgreiðsla lána kemur niður á lausafjárstöðu	21
Framvirkir ferlar á vöxtum og álverði fara hækkandi	22
Reksturinn þolir aukinn vaxtakostnað	22
STAÐA REYKJAVÍKURBORGAR	23
Reykjavík öflugur bakhjarl	23
Rými til að auka skuldsetningu og lækka lausafjárlutfall	24
Efnahagur Reykjavíkurborgar þolir ábyrgð	24
Sveitarfélög hafa sérstöðu meðal lántakenda	24
KENNITÖLUSAMANBURÐUR VIÐ ÖNNUR FYRIRTÆKI Í ORKUGEIRANUM	25
SAMANTEKT OG NIÐURSTAÐA MATS	26
Þung skuldabyrði	26
Gengisfall íslensku krónunnar þyngdi róðurinn	26
Fjárhagsstaða styrkt	26
Áhersla á niðurgreiðslu skulda	26
Vaxtaferlar upphækkandi	27
Reykjavíkurborg öflugur bakhjarl	27
Niðurstaða lánshæfis	27
VIÐAUKAR	28
Lykiltölur úr rekstri	28
Efnahagslegt umhverfi	29
Hagvöxtur	29
Fjárfesting	29
Gengi ISK	29
Verðbólga	30
Stýrivextir	30
Fasteignamarkaður	30
Álverð	30
FYRIRVARAR	31

Uppbygging og starfsemi Orkuveitu Reykjavíkur

Eignarhald og skipurit

Orkuveita Reykjavíkur (OR) er í meirihlutaeigu Reykjavíkurborgar, en auk þess eru

Mynd 1: Eignarhald Orkuveitu Reykjavíkur



Akranesbær og Borgarbyggð eigendur (Mynd 1). Fyrirtækið á tvö dótturfélög; Gagnaveitu Reykjavíkur og Reykjavík Energy Invest (REI). Gagnaveita Reykjavíkur á og rekur ljósleiðarakerfið í Reykjavík og nágrenni, og er starfsemi þess hluti af kjarnastarfsemi OR. REI var stofnað 2007 og heldur það utan um erlend verkefni OR. Helsta verkefni REI í dag tengist jarðvarmaorkuvinnslu í Djibouti í Afríku. Í ljósi breytinga á efnahagsumhverfi og breyttri stefnu stjórnar er óvíst um framhald verkefna REI.

Stjórn

Stjórn OR mótar stefnu og áætlun fyrirtækisins, fylgist með rekstri, samþykkir ársreikninga og fjárhagsáætlanir og ákveður verðbreytingar í samræmi við lög og reglur. Stjórnin er pólitískt skipuð sex einstaklingum: fimm fulltrúar eru skipaðir af borgarstjórn Reykjavíkur og einn af bæjarstjórn Akranesbæjar. Auk stjórnarmanna sitja forstjóri OR og áheyrnarfulltrúi Borgarbyggðar stjórnarfundum. Borgarstjórn Reykjavíkur kýs formann og varaformann stjórnar úr hópi fulltrúa Reykjavíkurborgar. Á stjórnarfundum vegur atkvæði formanns tvöfalt. Jafnmargir varamenn eru kjörnir, á sama hátt og aðalmenn. Kjörtímabil stjórnar er eitt ár í senn, frá aðalfundi OR á viðkomandi ári til aðalfundar á næsta ári. Aðalfundir eru haldnir í júnímánuði ár hvert.

Eftirfarandi einstaklingar skipa núverandi stjórn OR: Haraldur Flosi Tryggvason (stjórnarformaður), Helga Jónsdóttir, Aðalsteinn Leifsson, Kjartan Magnússon, Sóley Tómasdóttir og Hrönn Ríkhardsdóttir. Áheyrnarfulltrúi Borgarbyggðar er Björn Bjarki Þorsteinsson.

Stjórnendur

Forstjóri OR er Helgi Þór Ingason, en auk hans eru þrír framkvæmdastjórar; Jakob S. Friðriksson, Páll Erland og Anna Skúladóttir (sjá Mynd 2). Stjórn OR gaf út í ágúst 2010 að auglýsa skyldi eftir nýjum forstjóra í opnu umsóknarferli. Var Helgi Þór Ingason skipaður forstjóri tímabundið þar til gengið hefur verið frá ráðningu nýs forstjóra.

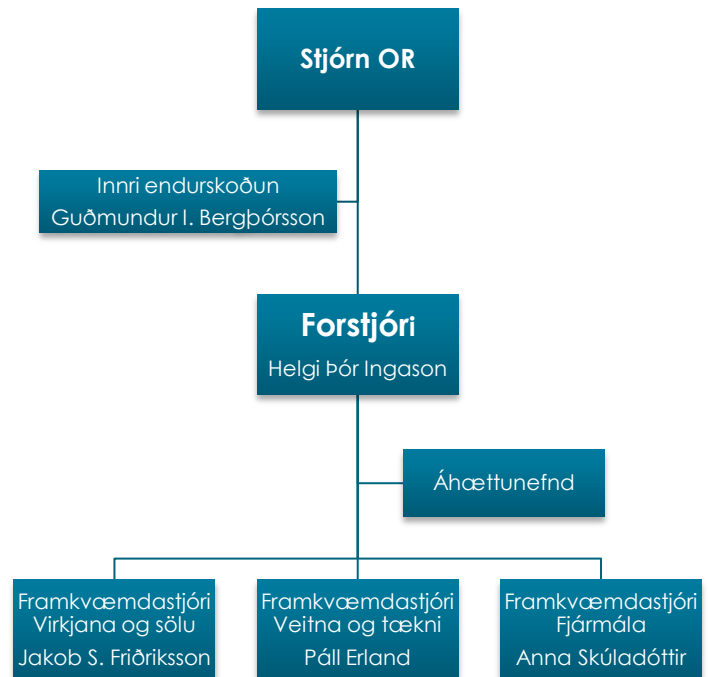
Mynd 2: Skipurit Orkuveitu Reykjavíkur

Starfsemi

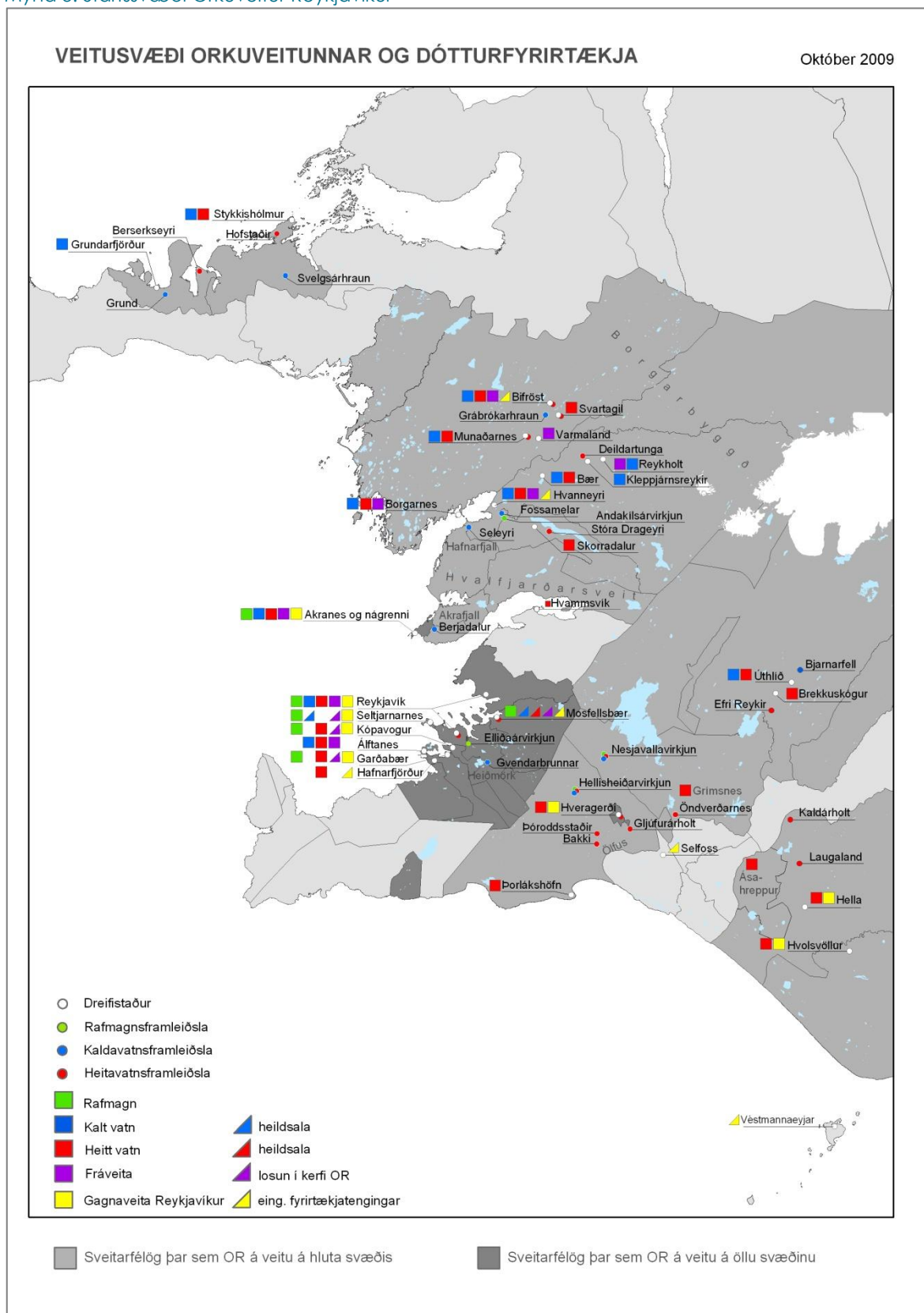
Orkuveita Reykjavíkur er orkuframleiðslu- og veitufyrirtæki og rekur stærstu dreifiveitu á Íslandi og eru yfir 70% landsmanna í viðskiptum við fyrirtækið. Starfssvæði þess nær til höfuðborgarsvæðisins auk Suður- og Vesturlands (sjá yfirlit á Mynd 3). Árið 1999 sameinuðust Hitaveita Reykjavíkur og Rafmagnsveita 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.

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 og er nú með 213 MW uppsett afl í raforkuframleiðslu og verður fullbyggð með 303 MW árið 2011. Í árslok 2010 verður þar tekin í notkun 1. áfangi varmastöðvar með 133 MW í varmaorku

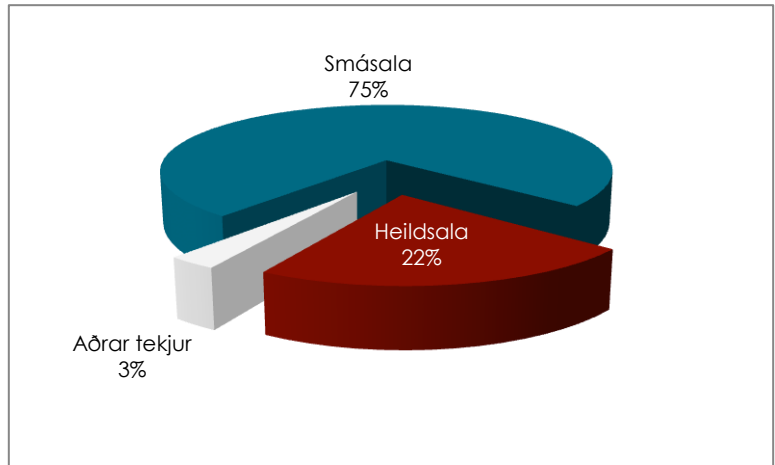


Mynd 3: Starfssvæði Orkuveitur Reykjavíkur



Orkuveita Reykjavíkur framleiðir og selur rafmagn til heimilisnota og fyrir atvinnulífið (sjá tekjuskiptingu í Mynd 4). 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 þjóðarinnar. Meginatriði í þátttöku OR í umsjón innviða sjálfbærra samfélaga er rekstur umhverfisvænna fráveitna. OR 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 OR.

Mynd 4: Tekjuskipting OR. Meirihluti tekna kemur frá smásölu.



Tafla 1: Yfirlit yfir virkjanir OR.

Virkjanir	Uppsett afl	
	Raforka	Varmaorka
Jarðvarmavirkjanir		
Nesjavallavirkjun	120 MW	300 MW
Hellisheiðarvirkjun	213 MW	133 MW
Samtals jarðvarmavirkjanir	333 MW	433 MW
Vatnsaflsvirkjanir		
Elliðaárvirkjun	3,2 MW	-
Andakílsárvirkjun	8,2 MW	-
Samtals vatnsaflsvirkjanir	11,4 MW	-
Lághitasvæði	-	600 MW
Samtals	344,4 MW	1.033 MW

Rekstrarstjórnunarkerfi og vottanir

OR starfar samkvæmt einu stjórnunarkerfi, rekstrarkerfi, sem samanstendur af nokkrum stöðluðum fagstjórnunarkerfum, og nær það til alls fyrirtækisins, allra mannvirkja, virkjana og útibúa.

Rekstrarstjórnunarkerfi OR lýsir þeim faglegu vinnubrögðum sem innleidd hafa verið og byggja á aðferðum sem gefið hafa góðan árangur víða um heim og eru skilgreind m.a. í ISO stöðlum. Með skilvirku stjórnunarkerfi má takmarka eftir fremsta megni áhættu fyrirtækisins. Leitað er leiða til að uppfylla kröfur sem gerðar eru til fyrirtækisins og að bæta

stöðugt gæði þeirrar vöru og þjónustu sem Orkuveitan veitir. Einnig er markvisst verið að forðast mistök og óhöpp sem snerta umhverfi, starfsmenn og upplýsingar.

Skipulag rekstrarkerfa Orkuveitunnar miðar að því að tryggja fagleg vinnubrögð og byggir á gæðastöðlum ISO 9001, umhverfisstjórnunarstaðli ISO 14001 og öryggisstjórnunarstaðli OHSAS 18001. Þessi kerfi eru vottuð af Vottun hf. Orkuveitan hefur innleitt Upplýsingaöryggisstjórnunarkerfi skv. ISO 27001 staðli og er það vottað af BSI. OR hefur einnig innleitt matvælaöryggisstjórnkerfi skv. ISO 22000 staðli fyrir neysluvatnsframleiðslu og mótuneyti, en innan þess stjórnkerfis er HACCP kerfi sem heilbrigðisfyrirvöld í hverju sveitarfélagi gera kröfu um og viðurkenna. Að lokum má geta að skv. reglugerð verður hver rafveita að koma sér upp rafmagnsöryggisstjórnkerfi sem tryggir áreiðanleika og öryggi framleiðslu og dreifikerfa og er þetta kerfi vottað af rafmagnsöryggissviði Brunamálastofnunar.

Innra eftirlitskerfi OR í fjármálum hefur verið innleitt undanfarin ár samkvæmt aðferðafræði COSO. Í því felst að fjármálaferlar eiga að vera skilvirkir, veita áreiðanlegar upplýsingar og tryggja að unnið sé í samræmi við lög og reglur er varða starfsemi Orkuveitu Reykjavíkur. Fagleg vinnubrögð skv. COSO eru metin af innra eftirliti, og innri og ytri endurskoðendum.

Með vottunum og mati á stjórnunarkerfum fæst staðfesting hlutlausra ytri aðila á hlífingu krafna, veitir fyrirtækinu aðhald og sýnir skuldbindingu stjórnenda fyrirtækisins við rekstrarkerfið.

Fjármál Orkuveitu Reykjavíkur

Efnahagur

Miklar fjárfestingar undanfarin fjögur ár

Stærstu eignir OR eru orkuver og veitukerfi (Tafla 2 og Mynd 5). Frá árinu 2006 hefur bókfært virði þessara eigna aukist um 116,2 ma. kr., þar af hefur endurmat eigna leitt til 69,3 ma. kr. virðishækkunar. Á tímabilinu hefur fyrirtækið staðið í miklum framkvæmdum. Má þar nefna stækkun Hellisheiðarvirkjunar, áframhaldandi uppbyggingu jarðhitanýtingar á Hengilssvæðinu og fjárfestingar í undirbúning Hverahlíðarvirkjunar. Auk þess tók OR við fráveitukerfum Reykjavíkurborgar, Akraness og Borgarbyggðar árið 2006 og hefur m.a. verið fjárfest í umbótum fráveitumála á Vesturlandi síðan þá. Mikil uppbygging á höfuðborgarsvæðinu 2006 – 2008 kallaði auk þess á umtalsverðar framkvæmdir í veitulögnum til nýrra hverfa. Ljóst er að veitukerfið er vannýtt þar sem áætlanir um nýbyggingar íbúahverfa hafa ekki ræst og erfitt er að spá fyrir um hvenær húsnæðismarkaðurinn tekur aftur við sér að fullu.

Tafla 2: Eignastaða 2006 – 2010.

Eignir (ma. ISK)	2006	2007	2008	2009	2010 H1
Fastafjármunir					
Varanlegir rekstrarfjármunir	130,0	163,5	227,0	240,7	246,2
Innbyggðar afleiður í raforkusölusamningum	3,7	8,2	9,1	19,0	13,3
Aðrar fjáreignir	0,1	0,1	0,1	7,7	8,0
Aðrar eignir	2,0	11,3	16,5	5,5	4,6
<i>Fastafjármunir samtals</i>	<i>135,8</i>	<i>183,1</i>	<i>252,6</i>	<i>272,9</i>	<i>272,1</i>
Veltufjármunir					
Birgðir	0,7	1,0	1,5	0,8	0,6
Viðskiptakröfur	2,8	2,8	3,3	3,3	3,0
Innbyggðar afleiður í raforkusölusamningum	0,0	0,0	0,0	1,1	0,4
Aðrar skammtímaeignir	0,5	0,9	0,7	0,4	0,5
Handbært fé	0,3	3,8	1,2	2,9	1,1
<i>Veltufjármunir samtals</i>	<i>4,2</i>	<i>8,4</i>	<i>6,8</i>	<i>8,6</i>	<i>5,6</i>
Eignir samtals	140,0	191,5	259,4	281,5	277,7
Veltufjárhlutfall	0,5	0,9	0,5	0,5	0,3
Lausafjárhlutfall	0,4	0,8	0,4	0,4	0,2

Endurmat eigna 2006 - 2008

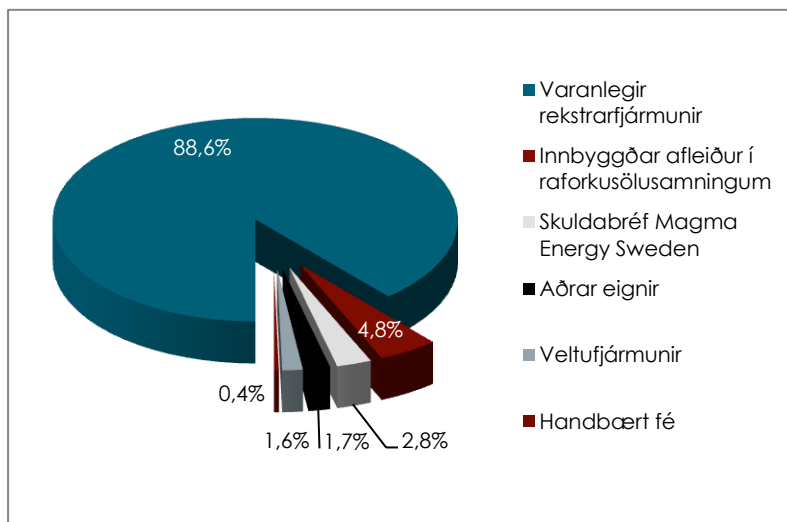
OR hefur nýtt heimildir skv. Alþjóðareikningsskilastöðlum IFRS til að framkvæma sérstakt endurmat eigna. Í árslok 2008 var framkvæmt endurmat á dreifikerfum hitaveitu, rafveitu, vatnsveitu og fráveitu. Það endurmat leiddi til um 19,2 ma. kr. hækkunar á bókfærðu virði þessara eigna. Þetta

endurmat var einnig framkvæmt í árslok 2006 og 2007 og nam breytingin þá samtals um 14,1 ma. kr. Í árslok 2007 var framkvæmt sérstakt endurmat á framleiðslukerfum

samstæðunnar og náði til eigna sem nýttar eru til framleiðslu á rafmagni, heitu vatni og köldu vatni. Það endurmat leiddi til 14,9 ma. kr. hækkunar á bókfærðu virði þessara eigna. Þetta endurmat var framkvæmt

að nýju 1. okt. 2008 og leiddi það til hækkunar á bókfærðu virði að fjárhæð 21,1 ma. kr. Samtals hafa eignir því verið metnar upp um rúma 69 ma. kr. frá 2006.

Mynd 5: Skipting eigna 30. júní 2010.



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.

Skuldabréf vegna sölu eignarhlutar í HS Orku hf.

Á árinu 2007 keypti OR 16,6% hlut í Hitaveitu Suðurnesja hf. og nam kaupverðið um 8,7 ma. kr. Þann 1. júlí 2008 var Hitaveitu Suðurnesja skipt upp í HS Orku hf. og HS Veitur hf. Eignarhlutar OR í hvoru félagi voru færðir í samræmi við skiptingu stofnefnahags félagsins og samtals á verði sem svarar til upphaflegs kaupverðs eignarhlutarins í Hitaveitu Suðurnesja. Auk þess hafði OR skuldbundið sig árið 2007 til að kaupa hlut Hafnarfjarðarbæjar í HS Orku. Í desember 2009 var heildareignarhlutur OR í HS Orku svo seldur Magma Energy Sweden. Heildarsöluverð á eignarhlutum var metið í ársreikningi 2009 á um 11,1 ma. kr. að teknu tilliti til sölukostnaðar. Söluverðið var greitt annars vegar með handbæru fé að fjárhæð 3,5 ma. kr. og hins vegar með skuldabréfi. Skuldabréfið er metið á um 7,7 ma. kr. í efnahag OR í lok júní 2010.

Tryggingar OR

OR er með allar lögboðnar tryggingar á fasteignum, bifreiðum og viðlagatryggingu á dreifikerfum auk trygginga á lausfjármunum í aðveitustöðvum og Bæjarhálsi 1. OR er með

viðtæka (all risk) tryggingu á Hellsheiðarvirkjun og Nesjavallavirkjun. Til viðbótar er OR síðan með frjálsa ábyrgðartryggingu gagnvart þriðja aðila.

Hrun íslensku krónunnar 2008 hafði mikil áhrif á skuldir og eigið fé

Tafla 3 sýnir eigið fé og skuldir OR síðustu fjögur árin. Ljóst er að skuldabyrði fyrirtækisins er erfið, vaxtaberandi skuldir voru í lok júní tæplega 16 föld EBITDA s.l. 12 mánaða. Eiginfjárhlutfall fyrirtækisins féll verulega á árinu 2008 og skýra efnahagssamdráttur erlendis og gengisfall íslensku krónunnar að mestu þessa breytingu. Fall heimsmarkaðsverðs á áli seinni hluta árs 2008 (sjá Mynd 12) minnkaði auk þess áhrif styrkingar Bandaríkjadollars gagnvart krónunni á eigið fé OR. Þ.a.l. lækkaði eigið fé mun meira en raunin hefði orðið ef álverð hefði ekki fallið á sama tíma.

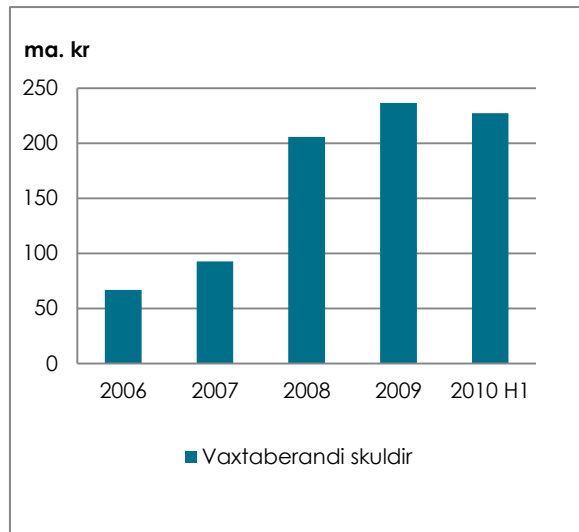
Tafla 3: Eigið fé og skuldir 2006 - 2010.

Eigið fé og skuldir (ma. kr.)	2006	2007	2008	2009	2010 H1
Eigið fé	69,4	89,0	48,4	40,7	44,9
Langtímaskuldir					
Skuldbindingar og aðrar fjárskuldir	0,5	5,2	0,5	0,5	0,6
Vaxtaberandi skuldir	61,1	88,0	196,1	221,3	210,8
Langtímaskuldir samtals	61,6	93,2	196,6	221,8	211,4
Skammtímaskuldir					
Skuldir við lánastofnanir	0,7	2,2	4,2	5,2	1,8
Viðskiptaskuldir	2,3	2,7	2,4	2,4	2,4
Aðrar skammtímaskuldir	1,0	2,0	2,3	1,4	2,3
Næsta árs afb l.t.sk.	5,1	2,4	5,4	10,1	14,9
Skammtímaskuldir samtals	9,1	9,3	14,4	19,1	21,3
Skuldir samtals	70,7	102,5	211,0	240,8	232,8
Eigið fé og skuldir	140,0	191,5	259,4	281,5	277,7
Eiginfjárhlutfall	50%	46%	19%	14%	16%
Vaxtaberandi skuldir/EBITDA	7,8	9,3	17,7	18,2	15,9*
Vaxtaberandi skuldir/Tekjur	3,7	4,3	8,5	9,1	8,2*

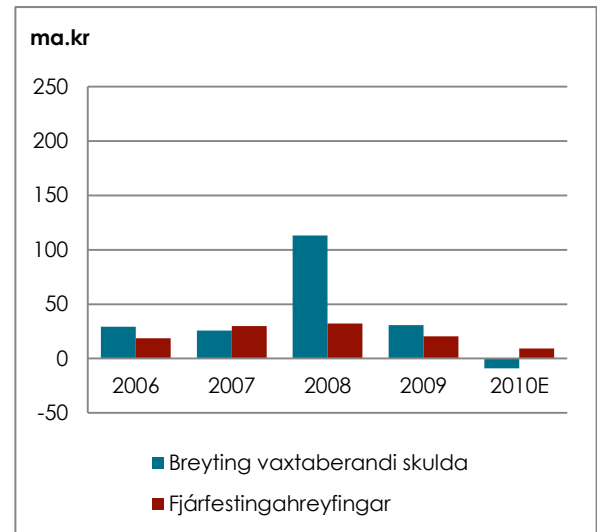
*Kennitölur miðast við 12 mánaða rekstur

Sem fyrr segir hefur Orkuveitan staðið í umtalsverðum framkvæmdum undanfarin 4 ár og hafa þær að mestu verið fjármagnaðar með erlendum lántökum. Vaxtaberandi skuldir hafa því aukist mikið samhliða fjárfestingum (sjá Mynd 6 og Mynd 7). Mynd 7 sýnir þó glögg að árið 2008 jukust vaxtaberandi skuldir, í íslenskum krónum talið, langt umfram fjárfestingar og sem fyrr skýrist sú breyting að mestu af gengisfalli krónunnar.

Mynd 6: Þróun vaxtaberandi skulda 2006 – 2010.



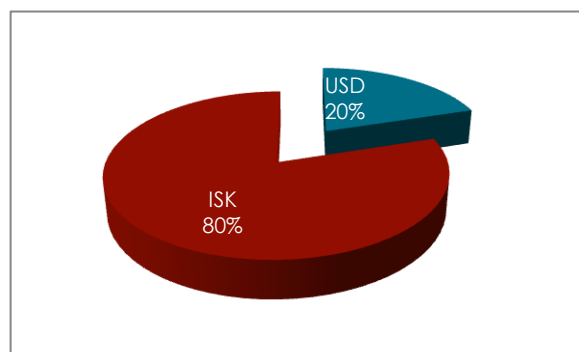
Mynd 7: Breyting vaxtaberandi skulda samanborið við fjárfestingar 2006 – 2010.



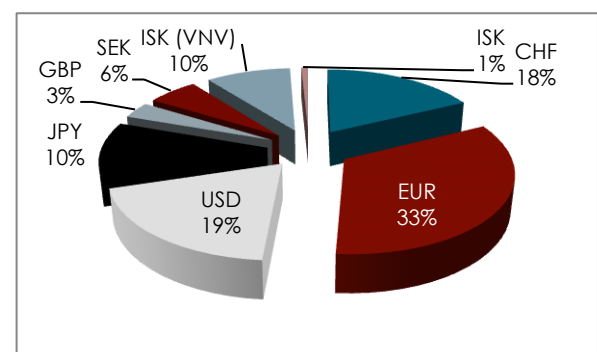
Samsetning lána

Mynd 9 sýnir skiptingu langtímalána milli mynta í lok júní 2010. Um 90% lána er í erlendum myntum, þar af um 33% í evrum og 19% í dollar. Tekjur eru hins vegar að mestu í íslenskum krónum (Mynd 8). Öll fjárfesting í virkjunum hefur verið fjármögnuð með erlendum lánum. OR hefur tekið erlend lán til að nýta vaxtahagræðið vegna vaxtamunar 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.

Mynd 8: Áætluð tekjuskipting ársins 2010.



Mynd 9: Myntsamsetning vaxtaberandi skulda 30. júní 2010.



Ábyrgðir eigenda

OR er sameignarfyrtæki 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. Reykjavíkurborg, sem á um 93,5% hlut í OR, hefur þegar sett til hliðar sjóð að upphæð 10 - 12 ma. kr. til þess að sinna bakábyrgðarhlutverki sínu, gerist þess þörf. Nánar er fjallað um stöðu Reykjavíkurborgar á bls. 23.

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 rétt lánveitenda ("pari-passu" ákvæði). Lánveitendur hafa auk þess almenn gjaldfellingarákvæði komi upp aðstæður sem til dæmis rýra greiðslugetu lántaka eða ef upplýsingagjöf er röng. Eitt lán OR, sem er óverulegur hluti lánasafnsins (um 5%), er síðan með sérstaka skilmála til viðbótar þeim almennu. Þessir skilmálar standast allir og ekki fyrir séð að þeir brotni.

Rekstur og framtíðarhorfur

Rekstrarafkoma stöðug

Rekstur OR hefur verið nokkuð stöðugur undanfarin ár en sem fyrr segir hefur fyrirtækið staðið í verulegum framkvæmdum bæði í tengslum við orkuver sem og veituframkvæmdir. Þessar fjárfestingar hafa skilað auknum tekjum s.l. 4 ár og munu skila frekari tekjuaukningu á næstu árum þegar nýir áfangar í samningi við Norðurál taka gildi. Hagnaður af rekstri fyrir fjármagnsliði (EBIT) hefur haldist í kringum 20% tekna. Tafla 4 sýnir rekstrarreikning OR frá 2006 og áætlun 2010 – 2016. Forsendur fjárhagsáætlunarinnar byggja á Peningamálum 2010 – 2013 um verðlagsþróun og framvirkt verð á áli á London Metal Exchange (LME) þann 30. september 2010. Gengi erlendra gjaldmiðla er fast og miðast við stöðu gjaldmiðla 30. september 2010. Við ákvörðun vaxta var miðað við fölgna framvirka vexti eftir myntum og vaxtakjörum einstakra samninga.

Tafla 4: Rekstrarreikningur 2006 – 2009 og áætlun 2010 - 2016.

Rekstrarreikningur (ma. kr.)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Rekstrartekjur	18,1	21,4	24,2	26,0	28,2	32,4	35,9	37,5	38,9	40,1	41,1
Rekstrarkostnaður	-9,6	-11,4	-12,5	-13,0	-13,6	-13,4	-14,1	-14,5	-15,0	-15,4	-15,8
EBITDA	8,5	9,9	11,7	13,0	14,6	19,1	21,8	23,0	23,9	24,6	25,3
Afskriftir	-4,5	-5,5	-7,0	-7,8	-7,8	-8,1	-8,7	-8,9	-9,1	-9,3	-9,4
EBIT	4,0	4,4	4,7	5,2	6,8	11,0	13,1	14,1	14,9	15,4	15,9
Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld samtals	-7,4	4,1	-92,5	-8,8	16,4	-4,7	-6,2	-7,4	-8,4	-8,9	-6,8
Áhrif hlutdeildarfélaganna	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2							
Hagnaður fyrir skatta	-3,4	8,3	-88,1	-3,9	23,2	6,2	6,8	6,7	6,5	6,5	9,1
Tekjuskattur	2,8	-1,8	15,1	1,4	-1,6	-1,6	-1,8	-1,7	-1,7	-1,7	-2,3
Hagnaður / - Tap ársins	-0,6	6,5	-73,0	-2,5	21,5	4,6	5,1	4,9	4,8	4,8	6,7
EBITDA %	47%	46%	48%	50%	52%	59%	61%	61%	62%	61%	62%
EBIT%	22%	20%	19%	20%	24%	34%	36%	38%	38%	38%	39%
Vaxtaþekja (EBIT/Vaxtagjöld)	1,7	1,3	0,9	0,9	1,7	2,3	2,1	1,9	1,8	1,7	1,8
Vaxtaberandi skuldir/EBITDA	7,8	9,3	17,7	18,2	15,3	11,5	9,9	9,0	8,3	7,7	6,8
Vaxtaberandi skuldir/Tekjur	3,7	4,3	8,5	9,1	7,9	6,8	6,0	5,5	5,1	4,7	4,2
Tekjur/heildareignir	13%	11%	9%	9%	10%	11%	12%	13%	13%	14%	15%

Flökt í gengi gjaldmiðla veikir stöðugleika rekstrar

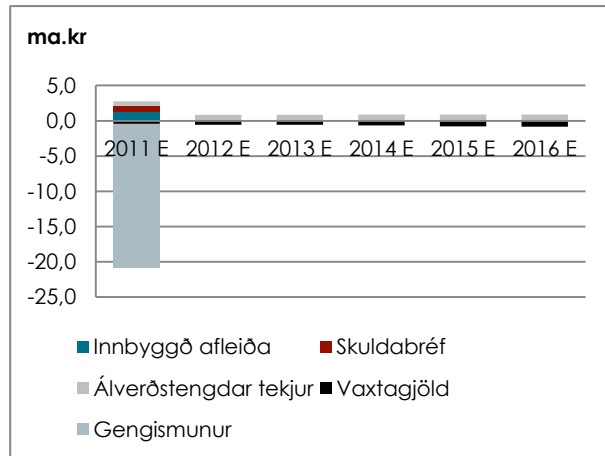
Sveiflur í afkomu undanfarinna ára skýrast fyrst og fremst af gengismun vegna erlendra lána sem og breytingum á gangvirði innbyggðra álafleiða í raforkusölusamningum. Tafla 5 sýnir yfirlit fjármagnsliða árána 2006 – 2009. Ljóst er að gengisfall íslensku krónunnar árið 2008 hafði mikil áhrif á afkomu 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 (sjá umfjöllun um sjóðstreymi bls. 19). Lánstími vegna fjárfestinga í virkjanaframkvæmdum er allajafna lengri en gengur og gerist með aðrar lánveitingar til fyrirtækja, þar sem líftími virkjana er mjög langur. Því hefur OR tíma til að bregðast við gengisfallinu og gera þær breytingar á rekstri sem duga til að þjónusta langtímalán.

Tafla 5: Fjármagnsliðir 2006 – 2009.

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

Gengisbreytingar hafa fyrst og fremst áhrif á skuldir og eigið fé

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



Við höfum skoðað hvaða áhrif frekari 10% veiking íslensku krónunnar hefði á rekstur OR (Mynd 10). 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.

Gripið til aðgerða

Til að styrkja fjárhagsstöðu fyrirtækisins hefur stjórn OR samþykkt fjölpættar ráðstafanir. Fjárhagsáætlun fyrir árið 2010 og næstu sex ár endurspeglar þessar aðgerðir. Þegar hefur verið gripið til aðgerða í formi gjaldskrárhækkana og hagræðingar í rekstri. Eignir sem ekki tengjast kjarnastarfsemi verða seldar ef ásættanlegt verð fæst. Stjórnendur áætla að gjaldskrárhækkunin og hagræðingaraðgerðir skili fyrirtækinu samanlagt um sex m. kr. á ári. Auk þess hafa eigendur samþykkt að falla tímabundið frá arðgreiðslum að svo stöddu.

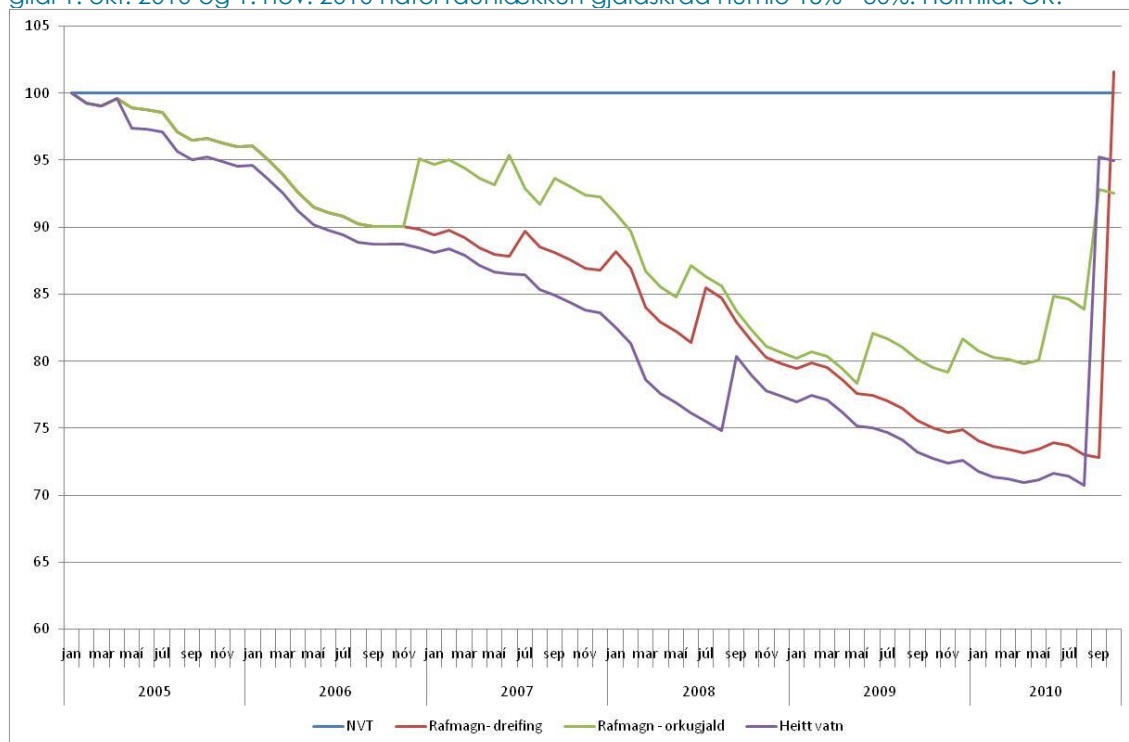
Eigendur hafa jafnframt ákveðið að setja fram arðgreiðslustefnu til framtíðar sem endurspeglast af afkomu fyrirtækisins.

Áætlun stjórnenda er metnaðarfull og gerir ráð fyrir því að hlutfall vaxtaberandi skulda á móti EBITDA fari úr 15,3 niður í 6,8 á næstu sex árum. Áætlað er að nota allt laust fé sem reksturinn skapar til niðurgreiðslu lána og fjárfestingar verða takmarkaðar við fjárfestingar vegna viðhalds eftir 2011. Nánar er fjallað um sjóðstreymi og endurfjármögnunarpörf lána á bls. 19.

Stöðugar tekjur af smásölu

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 án mikillar skekkju næstu mánuði og ár. Verðskrá OR í smásölu hefur hins vegar ekki fylgt verðlagsbreytingum á Íslandi undanfarin 5 ár og hefur fyrirtækið því ekki náð arðsemismarkmiðum sínum þar (sjá Mynd 11 og Tafla 6). Í ágúst 2010 samþykkti stjórn OR breytingar á verðskrá þar sem gert er ráð fyrir 40% verðhækkun á dreifingu rafmagns, 11% hækkun verðs á raforku, og 35% verðhækkun á heitu vatni. Auk þess verður verðskrá hér eftir endurskoðuð á sex mánaða fresti m.t.t. verðlagsbreytinga.

Mynd 11: Myndin sýnir þróun gjaldskrár OR fyrir heitt vatn, dreifingu rafmagns og orkugjald rafmagns í samanburði við þróun vísitölu neysluverðs frá 1. feb. 2005. Fram að gjaldskrárbreytingum sem tóku gildi 1. okt. 2010 og 1. nóv. 2010 hafði raunlækkun gjaldskrára numið 15% - 30%. Heimild: OR.



Tafla 6: Yfirlit yfir arðsemi miðla, markmið og áætlun.

Miðill	Arðsemis- markmið	Raun 2008	Raun 2009	Áætlað 2011
Smásala rafmagns	7.0%	2.3%	1.7%	4,30%
Raforkudreifing	5.0%	2.0%	1.5%	5,20%
Heitt vatn	7.0%	3.9%	2.3%	4,10%
Kalt vatn	5.0%	4.2%	7.6%	5,50%
Fráveita	5.0%	2.7%	1.6%	1,60%

Tenging verðskrár við neysluverðsvísitölu dregur úr áhættu

Sú ákvörðun að tengja verðskrá verðlagsþróun á Íslandi hefur í för með sér aukinn stöðugleika framlegðar, þar sem hægt verður að mæta kostnaðarhækkunum með hækkun verðskrár til viðskiptavina OR. Auk þess mun breytingin draga úr pólitískri áhættu, en hingað til hefur þurft að bera allar verðskrárbreytingar undir stjórn OR til samþykkis.

Samdráttur í orkunotkun gæti hægt á tekjuaukningu

Hækkun gjaldskrár til samræmis við verðlagsbreytingar er vissulega jákvæð aðgerð fyrir áframhaldandi rekstur OR. Á móti kemur þó sú áhætta að draga muni úr rafmagns- og hitanotkun heimila og fyrirtækja, og að til lengri tíma hægi jafnvel á tekjuaukningu í smásölu. Hækkun rafmagns og hita myndi í eðlilegu árferði líklega ekki hafa mikil áhrif á orkunotkun. Hins vegar eru aðstæður í dag sérstakar, fjölmargir glíma við að láta enda ná saman og víða er leitað allra leiða til að lækka útgjöld heimila og fyrirtækja. Þó þyrfti að verða veruleg breyting á hegðunarmynstri í orkunotkun til þess að samdráttur yrði að veruleika. Verð á rafmagni, hita og vatni á Íslandi er enn mjög lágt samanborið við önnur lönd (Heimild: OR) og því ólíklegt að hækkunin nú hafi mikil áhrif á notkun.

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. Stefnt er að afhendingu orku fyrir fyrsta áfanga árið 2011, 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.

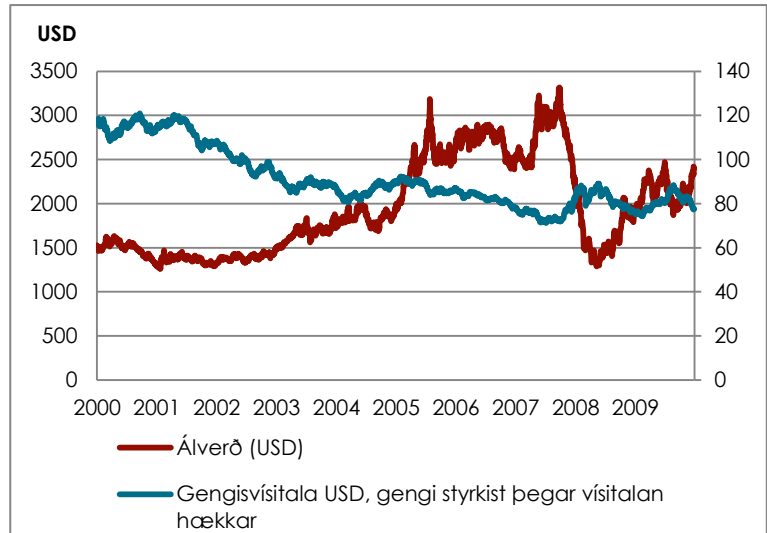
Neikvætt samband milli álverðs og gengi Bandaríkjadollars

Heimseftirspurn á áli ræður verði áls en kaup og sala fer fram í Bandaríkjadollurum. Styrking dollars ætti því að lækka álverð mælt í dollar. Áhrif styrkingar dollars á álverð fer auk þess eftir því hve mikil áhrif styrkingin hefur á heimseftirspurn á áli. Mynd 12 sýnir þróun álverðs og gengisvísitölu dollars undanfarin 10 ár. Á myndinni sést hvernig álverð hefur tilhneigingu til að hækka þegar dollarinn veikist og öfugt. Þó hafa verið mun meiri sveiflur á álverði heldur en gengi dollars undanfarin fimm ár.

Áhrif breytinga álverðs á tekjuflæði OR lítill

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 árið 2011 er áætlað EBIT hlutfall 33% 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.

Mynd 12: Þróun álverðs og gengisvísitölu Bandaríkjadollars. Heimild: Bloomberg.



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 eftirspurn eftir hreinni orku í heiminum mikil og því yrði líklega auðvelt að semja um orkusölu við aðra stórnotendur ef svo bæri undir að núverandi samningar yrðu ekki endurnýjaðir.

Sjóðstreymi

Handbært fé frá rekstri vex jafnt og þétt

Þrátt fyrir mikið flókt í afkomu frá árinu 2006 hefur sjóðstreymi OR verið stöðugt (Tafla 7) og veltufé frá rekstri hefur aukist jafnt og þétt. Breytingar á reikningsskilareglum og -stöðlum hafa gert það að verkum að meta þarf árangur rekstrar út frá fleiri þáttum en aðeins hagnaði ársins. Við mat á lánshæfi og verðmæti rekstrareininga skiptir greiðsluflæði meira máli en bókhaldslegar stærðir. Gert ráð fyrir að verulega dragi úr fjárfestingum næstu sex árin. Þróun handbærs fjár frá rekstri sýnir hversu mikið af verðmætasköpuninni skilar sér beint í sjóði félagsins. Þá sjóði getur félagið nýtt til fjárfestinga, afborgana lána, eða arðgreiðslna. Áætlun stjórnenda gera ráð fyrir því að allt laust fé verði nýtt til afborgana lána næstu sex árin.

Tafla 7: Sjóðstreymi 2006 – 2009 og áætlun 2010 – 2016.

ma. kr.	2006	2007	2008	2009	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E
Hagnaður/ -Tap	-0,6	6,5	-73,0	-2,5	21,5	4,6	5,1	4,9	4,8	4,8	6,7
Veltufé frá rekstri	6,6	7,4	8,0	9,0	11,2	15,1	16,0	16,8	16,5	16,9	17,3
Handbært fé frá rekstri	6,6	7,4	7,7	8,4	11,0	14,9	16,0	16,6	16,4	16,6	17,0
Fjárfestingar	-18,7	-29,9	-32,4	-20,5	-17,2	-11,2	-11,0	-7,7	-7,1	-6,9	2,4
Handbært fé eftir fjárfestingar	-12,0	-22,6	-24,7	-12,0	-6,2	3,8	5,0	8,9	9,2	9,8	19,4
Arðgreiðslur	-1,5	-1,5	-1,6	-0,8	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Afborganir lána	-3,0	-4,3	-3,6	-5,7	-10,8	-15,8	-12,4	-27,6	-14,4	-12,1	-12,4
Ný lán tekin	15,4	31,2	15,3	20,0	14,6	12,0	7,4	18,7	5,1	2,8	0,0
Innborgun lána										-0,5	-6,6
Hækkun / lækkun skammtímask.	0,7	0,7	11,4	-0,4	0,5	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,5
Nettó fjármögnun	11,6	26,1	21,5	13,1	3,5	-3,8	-4,9	-8,9	-9,2	-9,7	-19,4
Breytingar á sjóði	-0,4	3,5	-3,2	1,1	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veltufé frá rekstri / Heildareignir	4,7%	4,5%	3,5%	3,3%	3,9%	5,1%	5,4%	5,7%	5,6%	5,7%	6,0%
Veltufé fé frá rekstri / tekjur Vaxtaberandi skuldir /	36,7%	34,6%	33,0%	34,7%	39,6%	46,7%	44,5%	44,8%	42,5%	42,1%	42,0%
handbært fé frá rekstri	10,1	12,5	26,7	28,1	20,3	14,7	13,5	12,5	12,1	11,4	10,1
Handbært fé frá rekstri / tekjur	36,6%	34,6%	31,9%	32,4%	38,9%	46,1%	44,5%	44,3%	42,1%	41,5%	41,4%
(Hb.fé frá rekstri + gr.vextir) / gr.vextir	4,3	3,5	2,3	2,3	4,1	4,7	3,7	3,6	3,1	3,1	3,0

Lækkun fjárfestinga eykur svigrúm til niðurgreiðslu lána

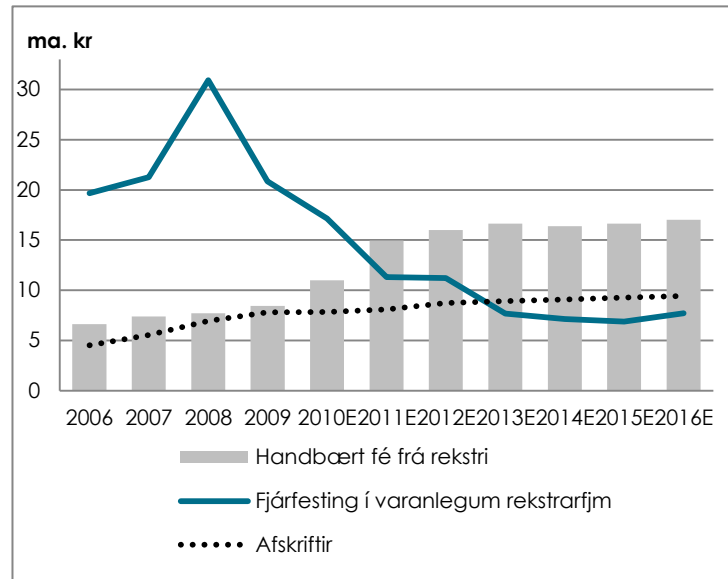
Þegar fjárfest er í verkefnum sem skila munu tekjum langt fram í tímann er eðlilegt að reksturinn einn og sér geti ekki fjármagnað þau. Til að fjármagna verkefni OR hafa verið tekin ný lán umfram afborganir lána (nettó fjármögnun). Mynd 13 sýnir hvernig gert er ráð fyrir að fjárfestingar OR lækki næstu sex árin. Á sama tíma munu tekjur vegna fyrri fjárfestinga og gjaldskrárhækkana fara að skila sér og handbært fé frá rekstri aukast. Áætlað er að ljúka byggingu Hellisheiðarvirkjunar árið 2011 og að síðasti áfangi hennar verði gangsettur undir lok sama árs. Áætlanir gera ekki ráð fyrir frekari virkjanaframkvæmdum en til stendur að endurnýja veitukerfi og framleiðslueignir. Skv.

stjórnendum má þó auðveldlega draga úr áætluðum framkvæmdum með stuttum fyrirvara verði aðgengi að fjármagni takmarkað.

OR hefur þegar fjárfest fyrir um 6,5 ma. kr. í undirbúningi virkjana við Hverahlíð, Gráuhnúka og Bitru. Forsendur þess að haldið verði áfram með uppbyggingu þessara virkjanakosta er að gengið verði frá langtíma orkusölusamningum og fjármögnun fjárfestinga á ásættanlegum kjörum. Hverahlíðarvirkjun er sá

virkjanakostur sem næstur er á dagskrá og á OR í viðræðum við tvo aðila um orkusölu. Sem fyrr segir eru þessar virkjanafarmkvæmdir ekki inni í fyrirbyggjandi áætlunum OR.

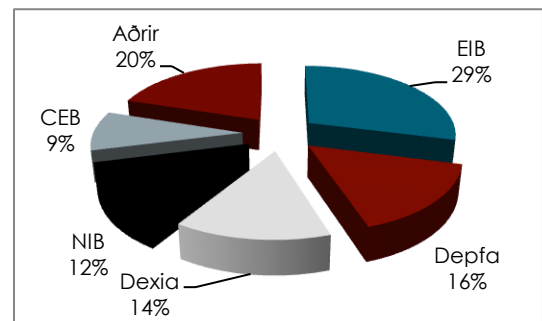
Mynd 13: Fjárfestingar fyrir ára munu skila auknum tekjum inn í framtíðina.



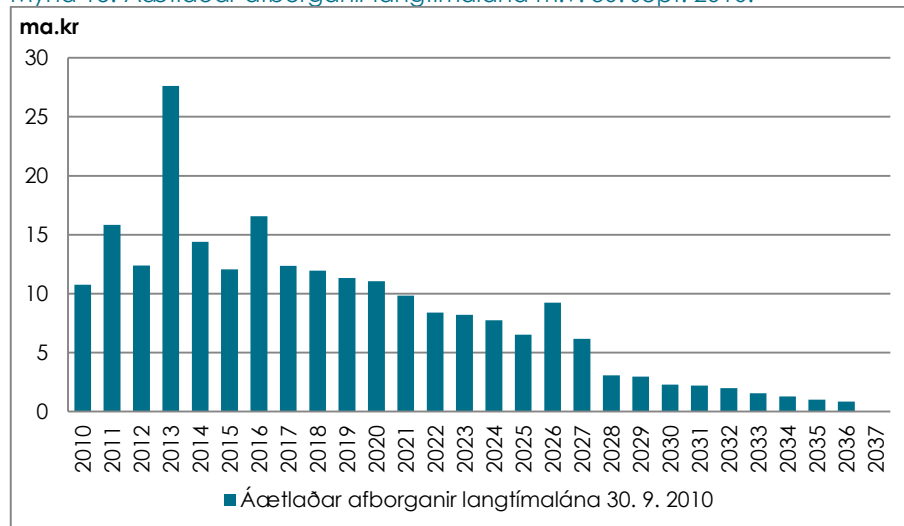
Afborganir lána verða sérstaklega þungar 2013

Á næstu sex árum þarf að greiða um 43% af lánasafni eða tæpa 98 ma.kr. Þýngst vegur árið 2013, þá er heildargreiðslan rúmir 27 ma.kr. (sjá Mynd 15). Þar af er um 15 ma. kr. eingreiðslulán á gjalddaga frá Dexia banka, en viðræður um endurfjármögnun þess láns eru þegar hafnar. Um helmingur útistandandi lána er við Evrópska fjárfestingabankann (EIB), Norræna fjárfestingabankann (NIB) og Þróunarbanka Evrópu (CEB) (Mynd 14).

Mynd 14: Skipting lána milli lánastofnana. Um 80% lána OR eru við fimm lánastofnanir.



Mynd 15: Áætlaðar afborganir langtímalána m.v. 30. sept. 2010.



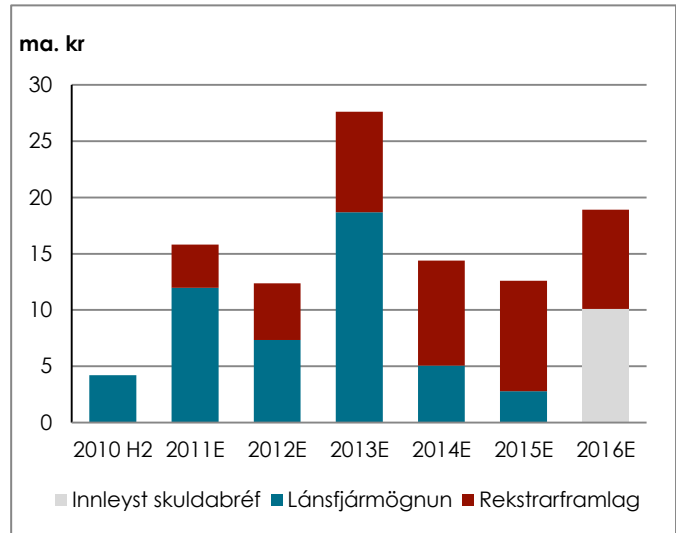
Niðurgreiðsla lána kemur niður á lausafjárstöðu

Með því að draga verulega úr framkvæmdum samhliða áætlaðri tekjuaukningu fram til 2016 myndast meira svigrúm til að takast á við skuldastöðu OR og greiða niður lán. Á næstu sex árum er áætlað að allt handbært fé sem myndast frá rekstri

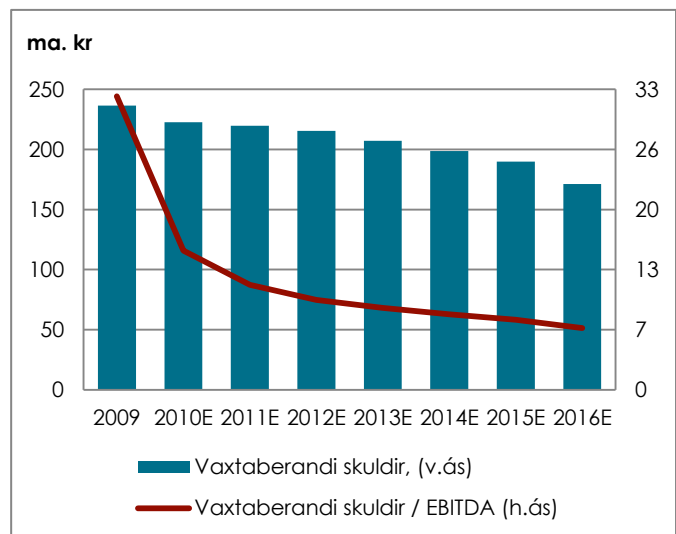
Mynd 16: Fjármögnun lána næstu ára m.v. áætlun.. Rauði hluti súlunnar sýnir lágmarksrekstrarframlag sem nýtast mun til afborgana lána.

eftir fjárfestingar nýtist til niðurgreiðslu skulda og því mun vægi nýrra lána í endurfjármögnun minnka talsvert þegar sækir fram í tímann (Mynd 16). Gert er ráð fyrir að greiða niður skuldir um 56 ma. kr. á tímabilinu 2011 – 2016 eða sem svarar um 25% af vaxtaberandi skuldum fyrirtækisins (Mynd 17).

Það er sérstaklega mikilvægt að hægt verði að nýta laust fé sem reksturinn skapar til niðurgreiðslu lána í ljósi þess að allt bendir til að næstu árin verði fjármögnun dýrari en hún hefur verið hingað til. Til loka ársins 2013 þarf OR að standa skil á um 60 m. kr. í afborgunum lána. Þar af þarf að fjármagna 42,3 ma. kr. með nýjum lánum þegar áætlað framlag rekstrar hefur verið dregið frá heildarfjármögnunarpörf. Hins vegar mun það koma niður á lausafjárstöðunni og verður hún afar veik að öðru óbreyttu. Í lok júní þessa árs voru 1,1 ma. kr. í sjóði sem áætlað er að nýta til fjármögnunar fjárfestinga á þessu ári ásamt rekstrarframlagi ársins. Því munu óverulegar fjárhæðir sitja eftir í sjóði í lok árs 2010 og verður reyndar raunin næstu ár gangi áætlun eftir. Því verður lítil sveigjanleiki til að takast á við aukaútgjöld nema dregið sé á lánalínur eða framkvæmdum frestað. Sem fyrr segir geta stjórnendur brugðist hratt við verði aðgengi að fjármagni takmarkað og endurskoðað fjárfestingar til lækkunar. Unnið er að langfima fjármögnun fyrir helming fjárfestingar í fimmta áfanga Hellsheiðarvirkjunar og uppbyggingarverkefna í fráveitu. Viðræður eru í gangi við erlendar fjármálastofnanir og viðskiptabanki OR hefur verið tryggur bakhjarl fyrirtækisins og lýst því yfir að svo verði áfram.



Mynd 17: Áætlaðar niðurgreiðslur skulda til 2016. Skuldir munu lækka um 25% gangi áætlun eftir.



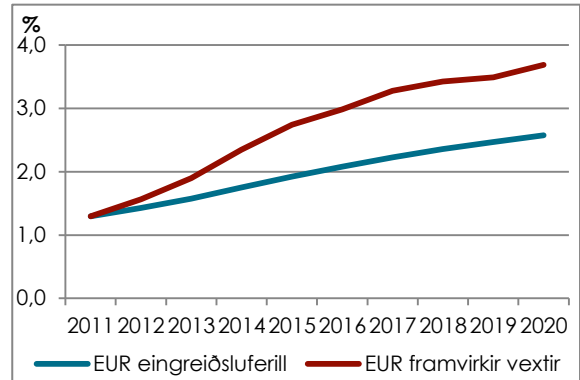
Framvirkir ferlar á vöxtum og álverði fara hækkandi

Erlendir millibankavextir hafa verið lágir undanfarið og líklegt að þeir fari hækkandi á næstu árum. Þróun millibankavaxta í framtíðinni mun að hluta fara eftir verðbólguvæntingum á hverjum tíma. Aukin verðbólga erlendis myndi að einhverju leyti ýta undir verðbólgu á Íslandi, sem aftur hefði í för með sér breytingu til hækkunar á verðskrá OR. Samhliða hækkun á framvirkum vaxtaferlum er framvirkur ferill álverðs einnig upphallandi. Þannig verða áhrif vegna hækkunar millibankavaxta að hluta til milduð hjá OR.

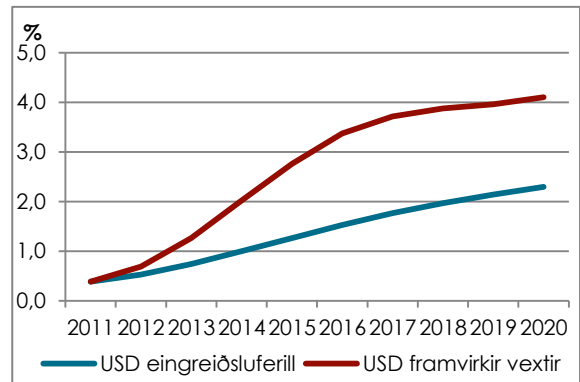
Reksturinn þolir aukinn vaxtakostnað

Samkvæmt árshlutauppgjöri fyrir hluta árs 2010 voru 90% lánasafns í erlendum myntum og voru vegnir meðalvextir 0,98%. OR hefur notið mjög góðra vaxtakjara undanfarin ár en m.t.t. ytri aðstæðna í dag er ólíklegt að félaginu bjóðist slík kjör næstu árin. Handbært fé frá rekstri að viðbættum vaxtakostnaði er áætlað fjórfaldir greiddir vextir ársins. Á næsta ári er gert ráð fyrir að þetta hlutfall verði 4,7 (Tafla 7). Því ætti reksturinn að þola aukinn vaxtakostnað sem nemur þrisvar til fjórum sinnum áætluðum vaxtakostnaði hvers árs næstu sex árin.

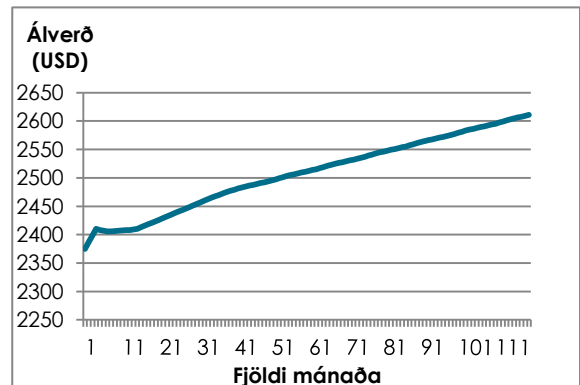
Mynd 18: Vaxtaferill millibankavaxta í EUR (Libor). Heimild: IFS greining, Bloomberg.



Mynd 19: Vaxtaferill millibankavaxta í USD (Libor). Heimild: IFS greining, Bloomberg.



Mynd 20: Framvirkt verð á áli. Heimild: IFS Greining, Bloomberg.



Staða Reykjavíkurborgar

Reykjavík öflugur bakhjarl

Reykjavíkurborg (Rvk) er ábyrgðaraðili OR og því er nauðsynlegt að skoða fjárhagsstöðu hennar samhliða mati á OR. Rétt er að skoða Rvk sem sjálfstæða rekstrareiningu. Leiðréttta þarf fyrir áhrifum OR á fjárhagsstöðu Rvk en OR er færð inn sem dótturfélag í reikningum borgarinnar. Engin sjóðstreymistengsl eru á milli Rvk og OR nema í gegnum arðgreiðslur.

Tafla 8 sýnir áhrifin á fjárhagsstöðu Rvk þegar búið er að leiðréttta fyrir eignum og skuldum OR og hrein staða eigna OR er færð inn á eigið fé Rvk í hlutfalli við eignarhluta.

Tafla 8: Samanburður á fjárhagsstöðu Rvk með og án OR.

12m rekstur 30.06.10 (ma. kr.)	Rvk	Rvk án OR
Tekjur	96,9	69,2
EBITDA	23,4	9,1
EBIT	12,2	4,9
EBITDA %	24,2%	13,2%
EBIT %	12,6%	7,0%
Handbært fé frá rekstri	19,9	7,5
Handbært fé frá rekstri % af tekjum	21%	11%
Vaxtaberandi sk. / Handb. fé frá rekstri	14,6	8,3
Efnahagur 30.06.10	Rvk	Rvk án OR
Fastafjármunir	408,9	179,0
Veltufjármunir	34,0	28,4
Eignir samtals	442,9	207,4
Eigið fé	126,9	124,2
Skuldbindingar	10,2	9,6
Langtíma vaxtaberandi lán	268,9	58,1
Skammtíma vaxtaberandi lán	20,5	3,8
Skammtímaskuldir	16,3	11,6
Helstu kennitölur		
Vaxtaberandi skuldir / Tekjur	3,0	0,9
Vaxtaberandi skuldir / EBITDA	12,3	6,8
Eiginfjárlutfall	29%	60%
Lausafjárlutfall	0,9	1,8

Þar sem OR vegur þungt í efnahag borgarinnar eru kennitölur samstæðu Rvk lítaðar af fjárhagsstöðu OR. Sé OR færð inn sem hlutdeildarfélag breytast kennitölur til hins betra. Þá eru vaxtaberandi skuldir sem hlutfall af tekjum 0,9 í stað 3,0. Lausafjárlutfall Rvk án OR er

1,8 en af 28,4 mö. kr. í veltufjármunum eru 19,1 ma. kr. handbært fé. Vaxtaberandi skuldir sem hlutfall af EBITDA lækkar úr 12,3 í 6,8.

Rými til að auka skuldsetningu og lækka lausafjórhlutfall

Greiði Rvk upp skammtímaskuldir sínar, samtals 15,4 ma. kr., standa eftir 12,6 ma.kr. af lausafé (veltufé án birgða). Rvk hefur þegar sett 10 – 12 ma. kr. sjóð til hliðar til þess að sinna bakábyrgðarhlutverki sínu gagnvart OR gerist þess þörf. Einnig gæti Rvk aukið skuldsetningu sína og tekið allt að 40 ma. kr. lán en þá væri hlutfall vaxtaberandi skulda á móti tekjum komið í 1,5. Þannig gæti Rvk verið aflögufær um a.m.k. 53 ma. kr. Tafla 9 sýnir hvaða áhrif umræddar breytingar hefðu á kennitölur Rvk án OR.

Tafla 9: Áhrif 53 ma. kr. greiðsla frá Rvk til OR á kennitölur Rvk.

	Staða 30.06.10	Staða effir breytingar
Aukin vaxtaberandi lán		40,0
Óbundið laust fé		12,6
Kennitölur		
Vaxtaberandi skuldir / Tekjur	0,9	1,5
Vaxtaberandi skuldir / EBITDA	6,8	11,2
Eiginfjórhlutfall	60%	50%
Lausafjórhlutfall	1,8	1,0

Efnahagur Reykjavíkurborgar þolir ábyrgð

Til að setja fjárhæðina 53 ma. kr. í samhengi við skuldastöðu OR þá er hún 23% af heildarskuldum og tryggir fjármögnunarpörf til og með árinu 2013 án tillits til rekstrarframlags OR. Þrátt fyrir að Rvk yrði skuldsettari og lausafjárstaða verri þá yrðu kennitölur Rvk án OR áfram stærkar samanborið við önnur sveitarfélög. Eiginfjórhlutfall færi í 50%, vaxtaberandi skuldir sem hlutfall af tekjum yrði 1,5 og lausafjórhlutfallið 1.

Sveitarfélög hafa sérstöðu meðal lántakenda

Þegar Reykjavík er skoðuð sem ábyrgðaraðili verður að hafa í huga að hún er höfuðborg Íslands og sem slík með sérstöðu sem lántakandi. Tekið er öðruvísi á málum sveitarfélaga sem lenda í greiðsluvanda heldur en fyrirtækja enda helsti tekjugrunnurinn skatttekjur. Mikilvægi OR í þjóðhagslegu samhengi vegur auk þess þungt og væri Reykjavíkurborg ekki þess megnuð að standa undir skuldbindingum sínum er líklegt að Ríkið myndi koma til aðstoðar.

Kennitölusamanburður við önnur fyrirtæki í orkugeiranum

Til að átta sig á stöðu OR samanborið við önnur fyrirtæki höfum við skoðað kennitölur annarra orkufyrirtækja á Íslandi. Tafla 10 listar helstu kennitölur orkufyrirtækjanna ásamt meðaltali á kennitölum samanburðarféлага. Samanburðurinn leiðir í ljós þá miklu skuldsetningu sem OR býr við miðað við fyrirtæki í svipuðum rekstri. Hins vegar eru rekstrar- og sjóðsstreymiskennitölur nálægt meðaltali. Standist áætlanir OR til næstu sex ára munu kennitölur sem snúa að efnahagi hennar verða nálægt meðaltali samanburðarféлага.

Tafla 10: Kennitölusamanburður við önnur íslensk orkufyrirtæki.

Kennitölur 30. júní 2010 (m.v. 12M rekstur)	Landsvirkjun	HS ORKA	RARIK	HS Veitur	Meðaltal án OR	OR
EBITDA %	78%	50%	33%	31%	48%	52%
EBIT %	47%	36%	20%	18%	30%	26%
Tekjur/ Heildareignir	7%	17%	26%	24%	19%	10%
Arðsemi eigin fjár	10%	30%	12%	-2%	12%	31%
Handbært fé frá rekstri % af tekjum	59%	41%	32%	42%	44%	45%
Eiginfjárlutfall	34%	34%	48%	51%	42%	16%
Veltufjárlutfall	0,7	1,2	0,7	2,2	1,2	0,3
Vxtb.sk. / Tekjur	7,9	3,2	1,7	1,5	3,6	8,2
Vxtb.sk. / EBITDA	10,2	6,3	5,2	5,0	6,7	15,8

Samantekt og niðurstaða mats

Þung skuldabyrði

Efnahagur OR stendur veikt í dag. Eiginfjárlutfall er aðeins 16% og skuldakennitölur langt yfir öllum hefðbundnum viðmiðum. Fyrirtækið hefur staðið í umtalsverðum framkvæmdum undanfarin fimm ár og hafa þær að mestu verið fjármagnaðar með lántökum í erlendum myntum. Auk þess hefur OR m.a. tekið yfir fráveitukerfi eigenda sinna og keypt eignarhluti í öðrum félögum. Um 80% tekna OR eru í íslenskum krónum en erlendar tekjur eru í Bandaríkjadollurum og tengjast auk þess álverði.

Gengisfall íslensku krónunnar þyngdi róðurinn

Efnahagssamdráttur erlendis og gengisfall íslensku krónunnar fyrir tveimur árum höfðu veruleg áhrif til lækkunar eiginfjárstöðu OR. Hafa skuldir í krónum talið aukist langt umfram fjárfestingar s.l. fimm ár. Ójafnvægi í myntsamsetningu tekna og skulda hefur komið sér illa fyrir OR vegna gengisfallsins. Fyrirtækið stendur nú frammi fyrir því að þurfa að nýta mun stærri skerf af framlegð rekstrar til afborgana lána næstu árin heldur en gert var ráð fyrir þegar lánin voru tekin. Hins vegar hefur verðmætasköpun rekstrar haldist óbreytt, sjóðsstreymi er stöðugt og kemur til með að vaxa næstu árin gangi áætlun stjórnenda eftir. Meðallánstími vegna virkjana- og veituframkvæmda er lengri en gengur og gerist hjá fyrirtækjum í ólíkum rekstri, þar sem nýtingartími eignanna er mjög langur. OR hefur því tækifæri til að bregðast við hækkun skulda með breyttum áherslum í rekstri þannig að þjónusta megi lán af meira öryggi.

Fjárhagsstaða styrkt

Þegar hefur verið gripið til aðgerða til að styrkja fjárhagsstöðu OR. Gjaldskrárhækkanir í smásölu hafa tekið gildi og munu verðskrár héðan í frá fylgja verðlagsþróun á Íslandi. Auk þess hefur verið hagrætt í rekstri, m.a. með fækkun starfsfólks. Stjórnendur OR áætla að samanlagt skili gjaldskrárhækkanir og hagræðingaraðgerðirnar fyrirtækinu um 6 mö. kr. á ári. Eigendur hafa samþykkt að falla frá arðgreiðslum tímabundið og sett verður arðgreiðslustefna til framtíðar sem endurspeglar afkomu fyrirtækisins.

Tekjur OR eru mjög stöðugar, um 59% tekna koma frá sérleyfisstarfsemi í smásölu og samningar vegna erlendra tekna eru til 20 – 25 ára. Með tengingu gjaldskrár smásölu við verðlagsþróun og mörkun arðgreiðslustefnu hefur verið dregið verulega úr pólitískri áhættu. Stjórn fyrirtækisins er pólitískt skipuð og hefur það oftast en ekki sett mark sitt á rekstur þess og stefnu.

Áhersla á niðurgreiðslu skulda

Fjárhagsáætlun stjórnenda til næstu sex ára er metnaðarfull. Allt laust fé eftir fjárfestingar verður nýtt til afborgana lána. Gert er ráð fyrir niðurgreiðslu skulda um 21% með framlagi rekstrar miðað við núverandi gengi, auk þess sem skuldabréf vegna sölnunnar á hlut í HS Orku 2009 kemur til greiðslu 2016. Samanlagt verða skuldir greiddar niður um 56 ma. kr. á tímabilinu gangi áætlunin eftir. Ekki er gert ráð fyrir nýjum virkjanaframkvæmdum auk þess

sem draga má úr fyrirhuguðum fjárfestingum með skömmum fyrirvara verði aðgengi að fjármagni takmarkað.

Vaxtaferlar upphækkandi

Allt bendir til þess að lánsfjármögnun verði dýrari næstu árin á meðan heimshagkerfið er að vinna sig út úr yfirstandandi kreppu. Því er sérstaklega mikilvægt að OR nýti allt laust fé sem reksturinn skapar til niðurgreiðslu lána. OR gerir ráð fyrir vaxtahækkunum í áætlunum sínum og samkvæmt greiningu okkar ræður fyrirtækið vel við hækkun vaxtakostnaðar tímabundið umfram áætlun.

Reykjavíkurborg öflugur bakhjarl

Eigendur OR eru í einfaldri hlutfallslegri ábyrgð fyrir öllum skuldbindingum fyrirtækisins. Reykjavíkurborg, sem á um 93,5% hlut, hefur þegar sett til hliðar sjóð að upphæð 10 – 12 ma. kr. til þess að sinna bakábyrgðarlutverki sínu, gerist þess þörf. Það er mat okkar að staða Reykjavíkurborgar sé sterk og að hún sé öflugur bakhjarl OR. Við höfum 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

Eftir ítarlega greiningu á fjárhagsstöðu OR höfum við metið lánshæfi fyrirtækisins. Að teknu tilliti til ábyrgðar Reykjavíkurborgar leiddi mat okkar til lánshæfis Orkuveitu Reykjavíkur í flokki B+ með stöðugum horfum.

Standist fyrirbyggjandi fjárhagsáætlun til 2016 og gangi lækkun skulda eftir mun það leiða til hækkunar lánshæfis. Ytri þættir, s.s. styrking krónunnar, lægri vextir, og batnandi fjárhagsstaða Reykjavíkurborgar myndu að öllum líkindum einnig hafa áhrif til hækkunar. Verulegar vaxtahækkanir á lánasafnið, fjárfestingarþörf umfram áætlun án nýrra verkefna, og frekari gengislækkun íslensku krónunnar hefðu að öllum líkindum áhrif til lækkunar lánshæfismats að öðru óbreyttu.

Viðaukar

Lykiltölur úr rekstri

(ma. kr.)	2006	2007	2008	2009	2010E
Rekstur					
Rekstrartekjur	18,1	21,4	24,2	26,0	28,2
EBITDA	8,5	9,9	11,7	13,0	14,6
EBIT	4,0	4,4	4,7	5,2	6,8
Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld samtals	-7,4	4,1	-92,5	-8,8	16,4
Hagnaður fyrir skatta	-3,4	8,3	-88,1	-3,9	23,2
Hagnaður / - Tap ársins	-0,6	6,5	-73,0	-2,5	21,5
Efnahagur					
Fastafjármunir samtals	135,8	183,1	252,6	272,9	288,7
Veltufjármunir samtals	4,2	8,4	6,8	8,6	4,7
Eignir samtals	140,0	191,5	259,4	281,5	293,4
Eigið fé	69,4	89,0	48,4	40,7	65,4
Langtímaskuldir samtals	61,6	93,2	196,6	221,8	208,0
Skammtímaskuldir samtals	9,1	9,3	14,4	19,1	19,9
Eigið fé og skuldir samtals	140,0	191,5	259,4	281,5	293,3
Vaxtaberandi skuldir	66,8	92,6	205,8	236,6	222,7
Sjóðstreymi					
Veltufé frá rekstri	6,6	7,4	8,0	6,3	15,1
Handbært fé frá rekstri	6,6	7,4	7,7	8,4	11,0
Fjárfestingar í varanlegum rekstrarfjármunum	-19,7	-21,3	-30,9	-9,1	-17,2
Kennitölur					
EBITDA %	47%	46%	48%	50%	52%
EBIT%	22%	20%	19%	20%	24%
Vaxtaþekja (EBIT/vaxtagjöld)	1,7	1,3	0,9	0,9	1,7
Vaxtaberandi skuldir/EBITDA	7,8	9,3	17,7	18,2	15,3
Vaxtaberandi skuldir/Tekjur	3,7	4,3	8,5	9,1	7,9
Tekjur/ Heildareignir	13%	11%	9%	9%	10%
Eiginfjárhlutfall	50%	46%	19%	14%	22%
Arðsemi eiginfjár	-1,2%	9,4%	-82,1%	-5,2%	53,0%
Veltufjárhlutfall	0,5	0,9	0,5	0,5	0,2
Lausafjárhlutfall	0,4	0,8	0,4	0,4	0,2
Veltufé frá rekstri / Heildareignir	4,7%	4,5%	3,5%	3,9%	5,4%
Veltufé fé frá rekstri / tekjur	37%	35%	33%	35%	40%
Vaxtaberandi skuldir / handbært fé frá rekstri	10,1	12,5	26,7	28,1	20,3
Handbært fé frá rekstri / tekjur	37%	35%	32%	32%	39%
(Hb.fé frá rekstri + gr.vextir) / gr.vextir	4,3	3,5	2,3	2,3	4,1

Efnahagslegt umhverfi¹

Ýmislegt bendir til að botninum verði náð í vetur eða á næsta ári í efnahagsmálum hér á landi en mörg verk eru þó óunnin áður en efnahagslífið getur tekið við sér af fullum þunga. Staða Íslands er þó enn viðkvæm vegna mikilla skulda heimila, fyrirtækja og hins opinbera. Væntingar standa til að Íslendingar nái að grynka á skuldum á næstu árum m.a í gegnum áframhaldandi lága einkaneyslu og auknar fjárfestingar.

Hagvöxtur

Gögn Hagstofunnar um þróun hagvaxtar hafa verið misvísandi að undanfögnu, hagkerfið er að ganga í gegnum miklar breytingar og mælingavandi og töf á upplýsingum skýra það. Árstíðaleiðrétt dróst landsframleiðsla saman um 3,1% á öðrum ársfjórðungi ársins í ár eða sem nemur 8,6% samdrætti samanborið við árið á undan. Landsframleiðsla hefur dregist saman um 15% frá þriðja ársfjórðungi 2008. Veik króna hefur dregið úr neikvæðum áhrifum bankahrunsins. Veikt raungengi er líklegt til að styðja við hagvöxt. Frá 1990 hefur hagvöxtur verið 2,7% að meðaltali á ári en þegar raungengið hefur verið undir 100 stigum var hagvöxtur að meðaltali 3,4%. Niðurskurður hins opinbera ætti að hafa neikvæð áhrif á hagvöxt. Raungengið stendur nú í 77 stigum eða tæpum 17% hærra en þegar það fór lægst. IFS áætla að landsframleiðsla á þessu ári muni dragast saman eða um 3% og á árinu 2011 muni hagvöxtur vera um 0-1%. Gera má ráð fyrir að einkaneysla dragist saman samfara samdrætti landsframleiðslu.

Fjárfesting

Þegar horft er fram á við er líklegt að umfang nýrra fjárfestinga ráði miklu um hagvöxt næstu ára. Tafir hafa orðið á stórum fjárfestingum eins og Helguvík en það verkefni er afar mikilvægt fyrir þróun efnahagsmála. Fjárfestingar drógust mikið saman í kjölfar efnahagskreppu en væntingar eru um að þær fari vaxandi á ný á næsta ári. Þegar hefur orðið frestun á verkefnum eins og Helguvík og hætta er á að það verkefni teijist eitthvað áfram m.a. vegna óvissu um orkuverð, eignarhald og orkuöflun. Flest bendir til að lítið verði um framkvæmdir við íbúðarhúsnæði á næstunni. Fjárfestingar sem hlutfall af landsframleiðslu var fyrir byggingu Kárahnjúkavirkjunar að meðaltali um 20%. Það ber að hafa í huga að vegna smæðar hagkerfisins þá geta ein eða nokkrar stórfamkvæmdir auðveldlega hrundið af stað viðsnúningi. Fjárfestingar sem hlutfall af landsframleiðslu eru í dag um 10% og allar líkur eru á að það geti hækkað á næstu misserum vegna stækkunar á álverinu í Straumsvík og byggingu Búðarhálsvirkjunar.

Gengi ISK

Gengisvísitala krónunnar hefur styrkst það sem af er ári, rúm 13%. Áfram eru þó ýmsar hindranir fyrir mikilli styrkingu til viðbótar s.s. skuldir ríkissjóðs og krafa um afnám gjaldeyrishafta við fyrsta mögulega tækifæri. IFS greining gerir ráð fyrir að krónan haldist nálægt núverandi gildi (204 stig). Stefnt er að afnámi gjaldeyrishafta í litlum skrefum á næstu misserum. Ákvarðanir um stýrivexti þurfa að taka mið af afnámi hafta en ýmislegt þarf að klára áður en hægt er að byrja að afnema höftin: ná lánaþyrirgreiðslum í hús, draga úr fjárlagahalla, binda fjármagn til lengri tíma, áframhaldandi afgang vöruskipta, raungengið má ekki styrkjast of mikið (dregur úr líkum á að aðilar selji krónur) og innstreymi

¹ Viðaukinn er skrifaður af Gunnari Bjarna Viðarssyni, hagfræðingi hjá IFS greiningu.

erlends fjármagns í formi lána og beinna fjárfestinga (Landsvirkjun hefur sýnt að skuldbréfaútböð er mögulegt).

Verðbólga

Vísitala neysluverðs hefur hækkað um 3,3% undanfarna 12 mánuði. IFS metur að 12 mánaða verðbólga í lok árs 2010 verði rúm 3%. Verðmælingar Hagstofunnar undanfarna mánuði benda til þess að eftirspurnarhlíðin sé löskuð og að smásalar hafi mætt því með auknum tilboðum. IFS reiknar með rúmlega 3% verðbólgu á árinu 2011.

Stýrivextir

Verðbólga hefur myndað gólf við stýrivaxtaákvörðun og peningastefnunefndin hefur reynt að halda stýrivöxtum nokkrum prósentustigum fyrir ofan 12 mánaða verðbólgu frá því gjaldeyrishöft voru sett á. Tólf mánaða verðbólga er 3,3% en stýrivextir nema 5,5%. Verðbólga undanfarinna mánaða hefur verið lág og rými er til staðar fyrir stýrivaxtalækkunir en afnám hafta mun flækja peningastefnuna og draga úr lækkunum stýrivaxta.

Fasteignamarkaður

Það sem einkennir fasteignamarkaði er að framboð er tregbreytanlegt til styttri tíma lítið. Langar verðsveiflur eru algengar á þessum markaði. IFS gerir ráð fyrir að vegna mikils framboðs og samdráttar í kaupmætti muni fasteignaverð lækka um 5 - 10% að raunvirði til viðbótar sem gæti komið fram á nokkrum árum. Þróun kaupmáttar er mikilvæg fyrir raunverð fasteigna. Auknar fjárfestingar ásamt jákvæðri þróun kaupmáttar ættu að styðja við fasteignaverð og draga þannig úr miklum raunlækkunum.

Álverð

Eftirspurn Kínverja á áli og peningastefna í Bandaríkjunum hafa að undanförmu verið stærstu áhrifavaldar á verð á áli. Að undanförmu hafa auknar vísbendingar komið fram um að Seðlabanki Bandaríkjanna muni kaupa í auknum mæli bandarísk skuldabréf til að lækka vaxtastig í landinu. Framleiðslutölur og almennar hagtölur í Bandaríkjunum benda til þess að hagvöxtur sé minni nú en fyrir nokkrum ársfjórðungum og stýrivaxtanefnd Bandaríska Seðlabankans hefur hugleitt frekara skuldabréfakaup á stýrivaxtafundum bankans. Kaup á skuldabréfum auka peningaframboð og lækka vexti sem hefur neikvæð áhrif á þróun Bandaríkjadollars. Lækkun dollars lækkar verð á hrávörum mælt í öðrum myntum heimsins og því hefur hrávöruverð hækkað mælt í dollar. Lágir vextir og aukið peningamagn í Bandaríkjunum er líklegt til að styðja við hrávöruverð mælt í dollar. Hagvöxtur í Kína hefur á undanförmum árum stutt við verð á áli. Kínverjar eru stærsti neytandi á áli í dag og uppbygging þar í landi er líkleg til að styðja við álverð og hrávöruverð almennt á næstu árum. Samkvæmt upplýsingum sem Alcoa lét fylgja með vegna þriðja ársfjórðungsuppgjörs félagsins hefur eftirspurn eftir áli frá Kína aukist um 21% miðað við árið 2009. Eftirspurn vegna bílaframleiðslu hefur aukist um 15-20%, vegna umbúða um 7-10%, byggingarframkvæmda um 10-15% og vegna stórra flutningatækja um 35-40%.

Fyrirvarar

Skýrslan er unnin að beiðni Orkuveitu Reykjavíkur vegna greiningar og mats 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 neinir 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 annarri veittri þjónustu. Útgefandi verðbréfa sem metin eru greiðir Reitun fyrir þá þjónustu. Verðmót 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.