

# Orkuveita Reykjavíkur

Greining og mat á lánshæfi

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

Heildareinkunn: i.AA3  
 Horfur: Stöðugar  
 Breyting: **Hækkun** einkunnar úr i.A1 í i.AA3

| Fjárhagur (ma. ISK) | 2015    | 2014    |
|---------------------|---------|---------|
| Tekjur              | 40.312  | 38.448  |
| EBITDA              | 25.174  | 24.845  |
| EBIT                | 14.428  | 15.693  |
| Hreinn hagnaður     | 4.176   | 8.871   |
| Eignir samtals      | 310.990 | 299.330 |
| Eigið fé samtals    | 114.771 | 99.410  |
| Skuldir samtals     | 196.218 | 199.914 |
| Eiginfjárhlutfall   | 36,9%   | 33,2%   |
| Vxt. br. sk.        | 165.635 | 183.923 |
| Lausafjárhlutfall   | 0,77    | 0,66    |

|                                   | 2015 | 2014 |
|-----------------------------------|------|------|
| Vxt. br. sk. / EBITDA             | 6,6  | 7,4  |
| Vxt. br. sk. / Tekjur             | 4,1  | 4,8  |
| Vxt. br. sk. / Hb. fé frá rekstri | 7,6  | 8,3  |
| EBITDA / Vaxtagjöld               | 5,5  | 5,4  |
| EBIT / Vaxtagjöld                 | 3,4  | 3,4  |
| (Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) | 6,5  | 5,5  |

Heimild: OR

Greinandi:  
Hreiðar Már Hermannsson

Matsnefnd:  
Ari Freyr Hermannsson  
Ólafur Ásgeirsson  
Þórður Jónsson

## Niðurstaða

**Mat Reitunar á lánshæfi Orkuveitu Reykjavíkur er i.AA3 með stöðugum horfum. Lánshæfismatið hefur því hækkað um einn flokk, úr i.A1 í i.AA3.**

OR er aftur að verða eitt stærsta og traustasta fyrirtæki landsins. Aðgerðir stjórnar og stjórnenda í að ná fyrri styrk hefur gengið samkvæmt áætlun og gott betur. Nú þegar hafa stórir áfangar náðst og allar forsendur eru að óbreyttu til staðar í að ná þeim markmiðum sem félagið stefnir að á næstu árum um lága skuldsetningu, sterkara lausafárhlutfall, minni markaðsáhættu og trausta rekstrarframlegð. Ytri umhverfisþættir hafa að mestu spilað með félaginu þar sem aukin ásókn er í endurnýjanlega orku og aukin eftirspurn er eftir heitu og köldu vatni. Margvísleg ný tækifæri til vaxtar eru því væntanleg á komandi misserum.

Einn mikilvægur áfangi náðist á síðasta ári þegar markmið Plansins voru uppfyllt ári áður en til stóð. Endurspeglar það vel þann góða og samstillta árangur sem náðst hefur hjá félaginu á undanförunum árum. OR uppfærði í október 2015 rekstraráætlun sína til ársins 2021. Áframhaldandi aðhald í rekstri einkennir áfram uppfærða áætlun auk þess sem nýjar áskoranir felast í henni um hraðari og meiri styrkingu en áður. Reitun telur í ljósi þess árangurs sem náðst hefur og þeirri styrku og góðu samvinnu sem virðist vera milli stjórnar og stjórnenda að þessi nýuppfærða áætlun sé raunhæf og gott skref framávið.

Þrátt fyrir góðan árangur er OR ekki enn búin að ná þeim styrk sem stefnt er að. Félagið er enn nokkuð skuldsett, bókfært lausafjárhlutfallið er enn undir einum og áfram býr félagið við allnokkra markaðsáhættu auk þeirrar rekstraráhættu sem einkennir félög í þeirri starfsgrein sem OR er í. Mikilvægt er því fyrir félagið að halda áfram að vinna eftir sínum áætlunum, beita kostnaðaraðhaldi og að stjórnendur njóti áframhaldandi trausts og svigrúms stjórnar.

Reykjavíkurborg er yfirburðar eigandi félagsins og ber ásamt öðrum eigendum ábyrgð á skuldbindingum félagsins. Telja verður afar líklegt að ef til greiðslufalls kæmi að þá geti eigendur stutt við félagið og að ríkissjóður gripi inn í ef á þyrfti að halda.

### Sterkur rekstur

OR er mikilvægt þjónustufyrirtæki fyrir meirihluta landsmanna og er eitt af eignamestu fyrirtækjum landsins. Starfsþættir OR eru veitur, Orka Náttúrunnar og önnur starfsemi. Fyrirtækinu er jafnframt skipt upp eftir miðlum sem eru: rafmagn, heitt vatn, kalt vatn, fráveita og gagnaveita. Veitupátturinn stendur undir u.þ.b. 2/3 hluta tekna og virkjanir um 1/3 hluta tekna. Þriðjungur starfsemi OR er samkeppnisrekstur og nemur sérleyfisrekstur því um 2/3 af starfsemi félagsins. Hátt hlutfall sérleyfisrekstrar styrkir lánshæfi félagsins. Heildarframleiðsla OR á rafmagni er nú um 2,6 TWh. Framleiðslugetan hefur aukist mikið frá aldamótum en þá var hún um 0,5 TWh. Heildarframleiðsla á raforku á landinu er nú um 17 TWh og er Landsvirkjun með um 75% hlutdeild.

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

Þrátt fyrir að þjónusta um 75% af þjóðinni að þá fylgir áhætta því að starfa einungis í einu hagkerfi þar sem erfiðara er að verjast neikvæðum breytingum í ytra umhverfinu en ef starfsemin nærði til fleiri landa. Raforkusamningar til erlendra fyrirtækja eins og Norðuráls (15,8%) o.fl. draga að hluta úr þeirri áhættu. Enn sem komið er hefur því lítið markaðssvæði neikvæð áhrif á lánshæfismat félagsins. Góð og mikil eftirspurn er eftir hreinni orku í heiminum um þessar mundir. Í því felast margvísleg tækifæri fyrir félagið. Mat á vöruframboði og viðskiptavinum félagsins hefur jákvæð áhrif á lánshæfismat þess.

### Markmið Plansins uppfyllt

Áætlanir OR sem og þau markmið sem sett voru með Planinu hafa gengið eftir og þau uppfyllt og gott betur. Í árslok 2015 var uppsafnaður árangur Plansins orðinn 54,9 ma.kr. eða 3,7 ma.kr umfram markmið plansins. Planið er enn í gildi og verður það út árið 2016. Árangur félagsins í að ná markmiðum Plansins hefur jákvæð áhrif á lánshæfismatið.

### Fjárfestingar að aukast

Áætlanir félagsins gera ráð fyrir auknum fjárfestingum á komandi árum. Fyrri áætlun gerði ráð fyrir fjárfestingu á árunum 2016 til 2020 fyrir um 46,6 ma.kr. Núverandi áætlun, sem nær til 2021 áætlar fjárfestingar í varanlegum rekstrarfjármunum fyrir 65,6 ma.kr. (3,3%-4,85%). Þar sem tækjakostur OR er að miklu leyti nýlegur gat hann þolað tímabundinn samdrátt viðhaldskostnaðar. Afkastageta Hellsisheiðarvirkjunar hefur um tíma verið skert vegna ónægðar gufu frá borholum virkjunarinnar. Þetta hefur leitt til þess að OR hefur þurft að auka orkukaup sín. Tengingu á borholum í Hverahlíð við Hellsisheiðarvirkjun var lokið í janúar 2016.

### Rekstraráhætta

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

### Markaðsáhætta

Góður árangur hefur náðst í að draga úr markaðsáhættu og auka stöðugleika með innri aðgerðum og samningum um áhættuvarnir. Félagið er því nú nokkuð vel varið gagnvart eðlilegum verðsveiflum á markaði þó svo það sé enn næmt gagnvart mjög stórrí og neikvæðri verðþróun á markaði. Sú mikla lækkun álverðs hefur haft áhrif á afkomu félagsins og mun hafa það enn frekar haldið það þetta lágt til lengri tíma eða lækkaði enn frekar. Eins kæmi mikil vaxtahækkun sér illa fyrir fyrirtækið, til lengri tíma lítið, en vaxtaáhætta hefur verið að mestu leiti fest til skemmi tíma lítið. Gengisþróun skiptir minna máli en áður og stæðist félagið alveg ágætlega umtalsverðar sveiflur í gengi gjaldmiðla að öðru óbreyttu.

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

### Styrkleikar

Meirihluti tekna vegna sérleyfisrekstrar

Sterk markaðsstaða

Stöðugt og sterkt sjóðstreymi

Langur líftími eigna

Áætlanir ganga eftir

Traustor bakhjarlar

### Veikleikar

Enn nokkuð mikil skuldbinding

Bókfaert veltufjárlutfall undir einum

Markaðsáhætta enn allnokkur

### Skuldir minnka

Eiginfjárlutfall OR var 36,9% í árslok 2015. Vaxtaberandi skuldir félagsins námu 165,6 ma.kr. í árslok 2015 en það er 18,3 ma.kr. lækkun milli ára. Nettó skuldir yfir EBITDA nema í lok árs 2015 6,3. Þetta skuldahlutfall mun vera komið undir 4,5 árið 2018 og undir 2,4 árið 2021 ef áætlanir ganga eftir, jafnvel þó að OR áætli að fjárfesta yfir tímabilið. Sjóðstreymi OR er sterkt og er vaxtaþekja OR um 5,5x, auk þess sem félagið hefur aðgang að umtalsverðum skuldbundnum lánaálinum. Samkvæmt áætlunum mun félagið skila jákvæðu handbæru fé eftir fjárfestingar næstu árin og verður það nýtt til niðurgreiðslu skulda. Gangi áætlanir OR eftir mun félagið ekki þurfa að endurfjármagna lán sín nema að litlu leyti.

### Góð tök á gengisáhættu

Gengisáhætta félagsins hefur minnkað mikið undanfarið og styttest í að gott jafnvægi náist vegna innri aðgerða og aðkeyptra varnarsamninga. Rúmlega 85% af tekjum félagsins eru í íslenskum krónum en um 75% skulda félagsins eru í erlendum myntum. Umtalsverðar eignir eru hinsvegar í erlendum myntum sem jafna að mestu út efnahagsáhættu félagsins eftir að uppgjörsmýnt Orku náttúrunnar, dótturfélags OR, varð bandarískir dalir. Áætlað er að eftir 2025 muni tekjur í erlendri mynt standa undir afborgunum í erlendri mynt vegna lækkandi skulda. Reitun telur að þrátt fyrir að eitthvert ójafnvægi sé í sjóðstreymi félagsins yfir nokkurra ára tímabil séu afar litlar líkur á að það valdi félaginu erfiðleikum við að standa undir sínum skuldbindingum að öðru óbreyttu. Þessi áhætta er jafnframt kerfisleg og gildir jafnt gagnvart öllum sem ekki eru með sjálfbært erlent greiðslufæði.

### ... dregið hefur úr vaxtaáhættu

OR hefur dregið úr vaxtaáhættu sinni á síðustu árum með því að festa meirihluta vaxta til næstu ára. Um 75% af skuldum með breytilega vexti hafa verið fest með skiptasamningum 2016 til 2018 og um 40% til 2019. Þessi breyting hefur jákvæð áhrif á lánshæfismat félagsins.

### ... og minni álverðsáhætta

Félagið hefur aukið varnir sínar gegn álverðsbreytingum á síðastliðnum árum. Varnir fyrir verðflökti í álverði er um 46% varið næstu 12 mánuði frá og með mars 2016. Yfir 50% er varið á árinu 2016. Um 15% af heildartekjum samstæðurnar eru tengd álverði og ver félagið sig allt að 5 ár fram í tímann.

### Veltufjárlutfall batnar

Veltufjárlutfall félagsins að teknu tilliti til skuldbundinna lánaálinna er yfir 1.0 í lok árs 2015 og eiginfjárlutfall þess er komið í 36,9%. Vaxtaþekja hefur aukist og gjaldmiðlaáhætta hefur dregist mikið saman á undanförunum árum, auk þess hefur aðgangur félagsins að lánaálinum aukist og samið hefur verið um framlengingu skuldbundinna lánaálinna.

### Öflugir bakhjarlar

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

Stjórn OR samþykkti í lok desember 2015 fjárhagsleg skilyrði fyrir arðgreiðslum. Áætlanir gera ekki ráð fyrir arðgreiðslum og styrkir það sjóðstreymi OR. Reitun metur arðgreiðsluskilyrði stjórnar OR sem jákvæð fyrir lánshæfismatið.

### Aðferðafræði

Lánshæfismat Reitunar byggir á innlendu mati (e. national) en ekki alþjóðlegu og því er i. fyrir framan einkunnarþótfafina. Innlent mat metur lánshæfi út frá besta innlenda lántakandanum, þ.e. ríkissjóði, sem fær viðmiðunareinkunnina i.AAA. Alþjóðlegt mat hinsvegar miðar einkunn út frá besta alþjóðlega lántakandanum og áhættu eins og hún horfir við alþjóðlegum fjárfestum.

**Forsendur til hækkunar og lækkunar**

Forsendur til **hækkunar** einkunnar myndast ef fjárhagsstaða félagsins heldur áfram að styrkjast enn frekar, skuldir lækka og áhætta minnkar. Jafnframt myndi hækkun á lánshæfismati Reykjavíkurborgar hækka heildareinkunn OR. Ef OR sýnir fram á varanlegt veltufjárhlutfall yfir 1,0 án lánalína og nettó skuldir / EBITDA undir 4 samhlíða traustum rekstri, minnkandi markaðsáhættu og efnahagsstöðugleika er líklegt að lánshæfiseinkunn félagsins geti hækkað enn frekar.

Forsendur til **lækkunar** einkunnar myndast ef stjórn OR breytir af þeirri braut sem félagið hefur verið að stefna að. Ef félagið sýnir ekki fram á framgang í þeirri stefnu að draga úr skuldsetningu félagsins, myndast forsenda til lækkandi einkunnar. Markverð breyting á gjaldeyrisáhættu gæti einnig myndað forsendu til lækkunar. Verulega neikvæðar breytingar í efnahagsmálum eða á markaði gætu einnig virkað neikvæðar fyrir lánshæfi OR.

## Efnisyfirlit

|                                               |           |
|-----------------------------------------------|-----------|
| Niðurstaða.....                               | 1         |
| Forsendur til hækkunar og lækkunar .....      | 4         |
| Inngangur .....                               | 6         |
| Starfsemi OR.....                             | 7         |
| Vöxtur.....                                   | 7         |
| Virkjanir .....                               | 7         |
| <b>GREINING Á LÁNSHÆFI OR.....</b>            | <b>9</b>  |
| <b>I. Umhverfi og samkeppni .....</b>         | <b>9</b>  |
| Stærð og samkeppni .....                      | 9         |
| Umfærni.....                                  | 9         |
| <b>II. Viðskiptalíkan og sjóðstreymi.....</b> | <b>11</b> |
| Vöruframboð og viðskiptavinir .....           | 11        |
| Planið .....                                  | 12        |
| Viðhaldspörf .....                            | 12        |
| Fjárfestingarþörf og áætlanir.....            | 13        |
| <b>III. Áhættu- og fjármálastefna.....</b>    | <b>14</b> |
| Rekstraráhætta.....                           | 14        |
| Fjármálaáhætta .....                          | 14        |
| <b>IV. Fjármál og kennitölur .....</b>        | <b>19</b> |
| Uppgjör í takt við áætlanir.....              | 19        |
| Virðisrýmnunarpróf.....                       | 19        |
| Kennitölur.....                               | 19        |
| <b>Viðauki I.....</b>                         | <b>21</b> |
| Lykiltölur úr rekstri .....                   | 21        |
| <b>FYRIRVARAR .....</b>                       | <b>22</b> |

## Inngangur

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

Miklar og jákvæðar breytingar hafa orðið í rekstri og fjárhagsstöðu OR á liðnum misserum. Reitun hefur talið framgang Plansins mikilvægan þátt við mat á lánshæfi félagsins. Öll markmið Plansins náðust á síðasta ári þó svo aðgerðaáætlun þess sé í gildi út þetta ár (2016). Er það sterk vísbending um gott gengi og góða stöðu. Nánari útlistun er að finna í þessari skýrslu sem byggð er upp í samræmi við matsgrind Reitunar á félaginu.

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

## Starfsemi OR

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

## Vöxtur

OR er orkuframleiðslu- og veitufyrirtæki. Félagið rekur stærstu dreifiveitu á Íslandi og yfir 75% landsmanna eru í viðskiptum við fyrirtækið. Starfssvæði þess nær til höfuðborgarsvæðisins auk Suður- og Vesturlands eins og sjá má á mynd 1. Árið 1999 sameinuðust Hitaveita Reykjavíkur og Rafmagnsveita Reykjavíkur í Orkuveitu Reykjavíkur (OR). Vatnsveita Reykjavíkur sameinaðist OR ári síðar. Árið 2002 var stofnað sameignarfyrirtækið Orkuveita Reykjavíkur með sameiningu borgarfyrirtækisins OR og veitufyrirtækjum Akraness, Borgarness og Borgarfjarðarsveitar samkvæmt lögum nr. 139/2001 um stofnun sameignafyrirtækis um Orkuveitu Reykjavíkur. Árið 2006 tók Orkuveitan yfir fráveitukerfi eigenda sinna. Á tímabilinu 2000-2007 keypti OR smærri veitur á starfssvæði sínu.

## Virkjanir

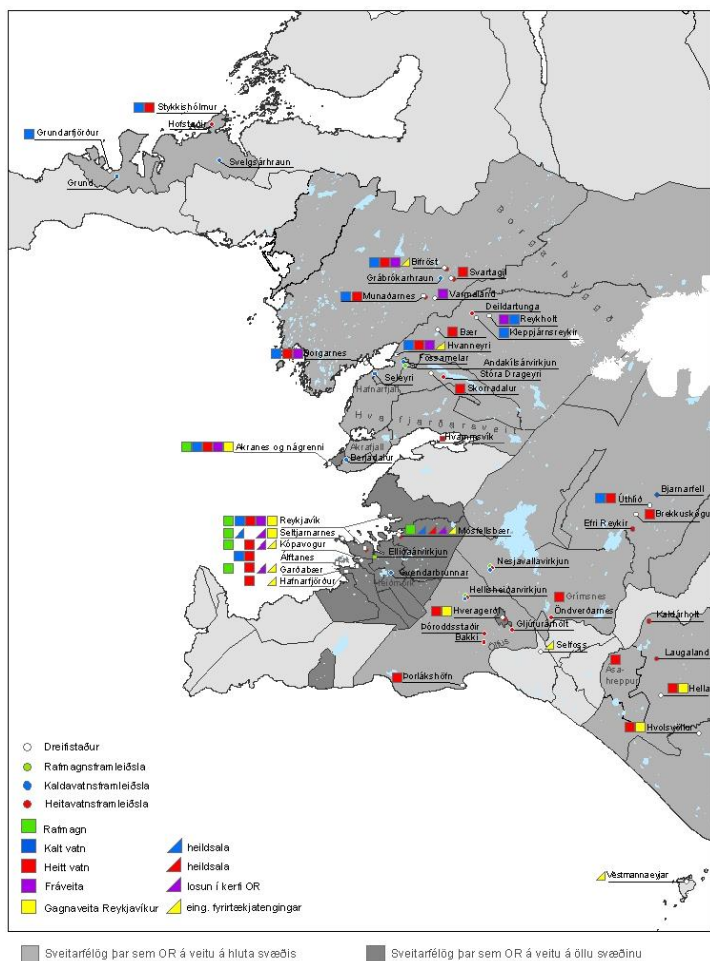
Orka Náttúrunar rekur eina stærstu jarðhitaveitu í heimi (Nesjavallavirkjun) og 16 smærri veitur, frá Hvolsvelli í austri til Stykkishólms í vestri. Nesjavallavirkjun hóf framleiðslu varmaorku árið 1990 og er í dag með uppsett 300 MW afl fyrir varmaorku. Frá árinu 1996 hefur Nesjavallavirkjun verið nýtt til rafmagnsframleiðslu samhliða heitavatnsframleiðslunni og er uppsett afl virkjunarinnar 120 MW. Auk þess rekur Orka náttúrunnar vatnsaflsvirkjun með uppsett afl 8,2 MW. Hellisheiðarvirkjun hóf raforkuframleiðslu árið 2006.

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

Mynd 1: Starfssvæði OR

Veitusvæði samstæðu OR

Febrúar 2012



Tafla 1: Yfirlit yfir virkjanir OR

|                            | Uppsett afi     |                 |
|----------------------------|-----------------|-----------------|
| Virkjanir                  | Raforka         | Varmaorka       |
| Jarðvarmavirkjanir         |                 |                 |
| Nesjavallavirkjun          | 120 MW          | 300 MW          |
| Hellisheiðarvirkjun        | 303 MW          | 133 MW          |
| Samtals jarðvarmavirkjanir | 423 MW          | 433 MW          |
| Vatnsaflsvirkjanir         |                 |                 |
| Andakílsárvirkjun          | 8,2 MW          | -               |
| Samtals vatnsaflsvirkjanir | 8,2 MW          | -               |
| Lágghitasvæði              | -               | 600 MW          |
| <b>Samtals</b>             | <b>431,2 MW</b> | <b>1.033 MW</b> |



## Greining á lánshæfi OR

### I. Umhverfi og samkeppni

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

### Stærð og samkeppni

OR er mikilvægt þjónustufyrirtæki fyrir meirihluta landsmanna og er eitt af eignamestu fyrirtækjum landsins. Bókfærðar eignir námu 310,9 ma.kr. í árslok 2015.

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

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

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

### Umhverfi

OR er að mörgu leyti háð atburðum í ytra umhverfi. Fjárhagsstaða félagsins er viðkvæm fyrir þróun efnahagsmála og markaða, t.d. þróun gengis, vaxta og álverðs. Skuldir OR í erlendum myntum nema 73% af vaxtaberandi skuldum en mikill meirihluti tekna er í íslenskum krónum og er félagið þar af leiðandi viðkvæmt fyrir sveiflum í gengi krónunnar. Rekstur OR er að hluta háður sveiflum í álverði í tengslum við langtímasamninga við álfyrirtæki þar sem verð á raforku er tengt heimsmarkaðsverði á áli. Dregið hefur úr vægi álverðstengingar en í nýjum raforkusölusamningum við Landsvirkjun og Silicor Materials er notast við neysluverðstengingu í stað við álverðstengingu. Félagið notar áhættuvarnarsamninga til að verja afkomusveiflur vegna breytinga á álverði og vöxtum. Nánar er fjallað um áhættuþætti í þriðja hluta skýrslunnar.

Traustur og vel dreifður viðskiptavinahópur OR tryggir stöðugleika í eftirspurn og sjóðstreymi. Þrátt fyrir að þjónusta um 75% af þjóðinni að þá fylgir áhætta því að starfa einungis í einu hagkerfi þar sem erfiðara er að verjast neikvæðum breytingum í ytra umhverfinu en ef starfsemin næði til fleiri landa. Raforkusamningurinn til Norðurláls á Grundartanga (15,8% af heildartekjum) dregur að vissu marki úr þeirri áhættu þar sem hann á margan hátt jafngildir erlendra starfsemi. Fleiri sambærilegir samningar drægu enn frekar úr þeirri áhættu sem og ef sæstrengur yrði að veruleika. Enn sem komið er hefur því lítið markaðssvæði neikvæð áhrif á lánshæfismat félagsins.

Góð og mikil eftirspurn er eftir hreinni orku í heiminum um þessar mundir. Það hefur skilað sér til Íslands og er umframeftirspurn eftir raforku sem stendur og hægt að selja alla umframorku félagsins. Ferðamannastraumur til landsins hefur einnig skilað sér í meiri eftirspurnar eftir heitu og köldu vatni.

## II. Viðskiptalíkan og sjóðstreymi

Tekjudreifing OR er góð vegna fjölbreyttrar þjónustu til almennra notenda ásamt langtíma orkusölusamningum til stóriðju. Góð dreifing tekjustofna dregur úr sveiflum í sjóðstreymi og eykur stöðugleika og fyrirsjáanleika. Nýfjárfestingar- og viðhaldspörf orkufyrirtækja getur verið töluverð. Auk öflugs sjóðstreymis krefst mikil nýfjárfestingarþörf eða viðhaldspörf þess að efnahagsreikningur félagsins sé sterkur. Áætlanir OR gera nú ráð fyrir fjárfestingu fyrir allt að 4,8% af fastafjármunum á næstu árum sem er töluverð hækkun frá fyrri árum.

### Vöruframboð og viðskiptavinir

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

Veitur ohf. rekur og sér um veitukerfi, dreifir rafmagn, heitu og köldu vatni auk þess að reka fráveitu. Veitur þjónusta höfuðborgarsvæðið, auk þéttbýlis og dreifbýlis á suður og vesturlandi. Á árinu 2015 var rekstur Veitna 67,2% af EBITDA OR. Orka náttúrunnar (ON) framleiðir og selur rafmagn inn á dreifikerfi Landsnets. Félagið rekur Hellisheiðarvirkjun, Nesjavallavirkjun og Andakílsárvirkjun. ON var um 30,3% af EBITDA OR árið 2015. ON framleiðir 19% af heildarframleiðslu á raforku á Íslandi. Gagnaveita Reykjavíkur selur aðgang að Ljósleiðaranum. Vægi tekna af gagnaveitu var 2,5% af EBITDA árinu 2015.

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

### Góð tekjudreifing

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

Stærsti einstaki viðskiptavinur OR er Norðurál Grundartangi ehf. Tekjur OR vegna Norðuráls eru um 6,5 ma.kr. á ári eða um 15,8% af heildartekjum félagsins. Viðskiptavinahópur félagsins er stór en yfir 75% þjóðarinnar er í viðskiptum við OR.

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

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

## Planið

Búið er að uppfylla öll markmið Plansins og náðist það á síðasta ári, vel rúmu ári á undan áætlun. Tafla 2 sýnir stöðu Plansins eins og hún var í árslok.

Tafla 2: Staða Plansins 31.12.2015

| Planið                                | Planið<br>2011 - 2016 | Planið<br>2011-2015 | Raun<br>2011-2015 |
|---------------------------------------|-----------------------|---------------------|-------------------|
| Lækkun fjárfestinga í veitukerfum     | 15,0                  | 12,3                | 15,1              |
| Eignasala                             | 10,0                  | 10,0                | 9,0               |
| Lækkun rekstrarkostnaðar              | 5,0                   | 4,0                 | 6,3               |
| Lækkun annarra fjárfestinga           | 1,3                   | 1,1                 | 1,4               |
| Frestun fjárfestinga vegna fráveitu   | 0,0                   | 0,9                 | 2,2               |
| <b>Samtals</b>                        | <b>31,3</b>           | <b>28,3</b>         | <b>34,0</b>       |
| Víkjandi lán frá eigendum             | 12,0                  | 12,0                | 12,0              |
| Auknar tekjur vegna hækkun gjaldskrár | 8,0                   | 6,5                 | 9,1               |
| <b>Samtals</b>                        | <b>20,0</b>           | <b>18,5</b>         | <b>21,1</b>       |
| <b>Samtals aðgerðaráætlun</b>         | <b>51,3</b>           | <b>46,8</b>         | <b>55,1</b>       |

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

OR hefur sýnt á trúverðugan hátt að félagið hefur getu og vilja til að fylgja eftir þeim áætlunum sem gerðar voru árið 2011. Eigendur félagsins hafa staðið þétt að baki félaginu og stjórn þess hefur gefið stjórnendum nægjanlegt svigrúm til að ná þeim markmiðum sem sett hafa verið. Þessi þróun hefur jákvæð áhrif á lánshæfismat félagsins. Mikilvægt er þó að gæta áframhaldandi aðhalds og eftirfylgni nýrra áætlana inn í framtíðina.

## Viðhaldspörf

Stærstu eignir OR eru orkuver og veitukerfi. Á fyrsta áratug aldarinnar stóð fyrirtækið í miklum framkvæmdum. Má þar nefna byggingu og síðar stækkun Hellisheiðarvirkjunar, áframhaldandi uppbyggingu jarðhitanytingar á Hengilssvæðinu og fjárfestingar í undirbúningi Hverahlíðarvirkjunar. Auk þess tók OR við fráveitukerfum Reykjavíkurborgar, Akraness og Borgarbyggðar árið 2006 og hefur fjárfest í umbótum fráveitumála síðan þá. Mikil uppbygging á höfuðborgarsvæðinu 2006–2008 kallaði á umtalsverðar framkvæmdir í veitulögnum til nýrra hverfa. Veitukerfið hefur verið vannýtt að hluta á árum áður en með jákvæðum horfum í nýbyggingu íbúðahverfa eru væntingar um aukna nýtingu samhliða auknu byggingarmagni á markaðssvæði OR.

### Viðsnúningur í viðhaldsfjárfestingum

Áætlanir félagsins gera ráð fyrir töluverðri aukningu í fjárfestingu í samanburði við fyrri ár, fram til ársins 2021. Frá 2011 var dregið mikið saman í viðhaldsfjárfestingu. Tækjakostur OR er að miklu leyti nýlegur og ætti því að þola tímabundinn samdrátt viðhaldskostnaðar. Fjárfestingar eru áætlaðar á bilinu 3,6% – 4,85% af varanlegum rekstrarfjármunum á ári fram til ársins 2021.

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

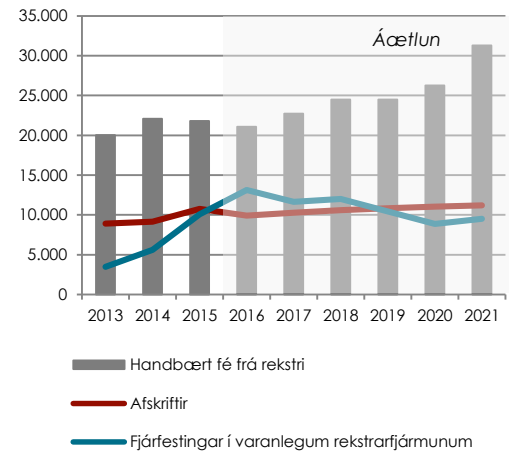
sýna. Fjárfestingar á komandi árum eru á pari við afskriftir komandi ára líkt og mynd hér til hliðar sýnir.

### Fjárfestingarþörf og áætlanir

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

Orkuframleiðsla félagsins hefur í gegnum tíðina verið stöðug og að mestu í samræmi við væntingar. Afkastageta Hellisheiðarvirkjunar hefur um tíma verið skert vegna ónægrar gufu frá borholum virkjunarinnar. Þetta hefur leitt til þess að OR hefur þurft að auka orkukaup sín. Tenging Hverahlíðar við Hellisheiðarvirkjun var lokið í janúar 2016.

Mynd 2: Þróun á handbæru fé frá rekstri, fjárfestinga og afskrifta



Mynd 2  
Heimild: OR

### III. Áhættu- og fjármálastefna

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

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

Góður árangur hefur náðst í að draga úr markaðsáhættu og auka stöðugleika. Félagið hefur jafnt og þétt dregið úr markaðsáhættu og er því nú nokkuð vel varið gagnvart eðlilegum verðsveiflum á markaði þó svo það sé enn næmt gagnvart mjög stórrí og neikvæðri verðþróun á markaði. Sú mikla lækkun álverðs hefur haft áhrif á afkomu félagsins og mun hafa það enn frekar haldið það þetta lágt til lengri tíma eða lækkaði enn frekar. Eins kæmi mikil vaxtahækkun sér illa fyrir fyrirtækið til lengri tíma lítið, þó svo að vextir hafi verið festir til skemmri tíma. Gengisþróun skiptir minna máli en áður og stæðist félagið alveg ágætlega umtalsverðar sveiflur í gengi gjaldmiðla að öðru óbreyttu. Farið verður betur í markaðsáhættu síðar í kaflanum.

#### Rekstraráhætta

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

#### Fjármálaáhætta

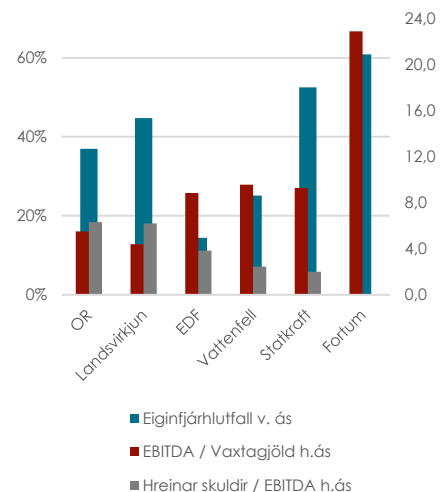
Í samræmi við áætlun eigenda og stjórnenda hafa skuldakennitölur félagsins batnað mikið á liðnum misserum og dregið hefur verulega úr markaðsáhættu félagsins og þá sérstaklega gengisáhættu. Lausafjárstaðan er jafnframt nokkuð traust að teknu tilliti til allra þátta þó svo veltufjárlutfallið sé undir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

#### Lausafjárstaða

Lausafjárstaða félagsins er viðunandi að svo stöddu þó svo að bókhaldslegt hlutfall sé fyrir neðan einn. Árangur seinustu ára hefur skilað sér í bættri lausafjárstöðu og telur Reitun að félagið hafi alla burði til að koma því yfir einn eins og stefnt er að. Á síðasta ári styrktist hrein lausafjárstaða um 2,7 ma. kr. Gjaldlagi Magma bréfsins er á árinu 2016, samtals um 9 ma.kr. og hefur það jákvæð áhrif á lausafjárlutfall. OR hefur aðgang að mjög rúmum skuldbindandi og óskuldbindandi lánalínum frá innlendum fjármálafyrirtækjum. Skuldbindandi lánalínur hafa hækkað á undanförmum mánuðum og munu væntanlega hækka enn frekar.

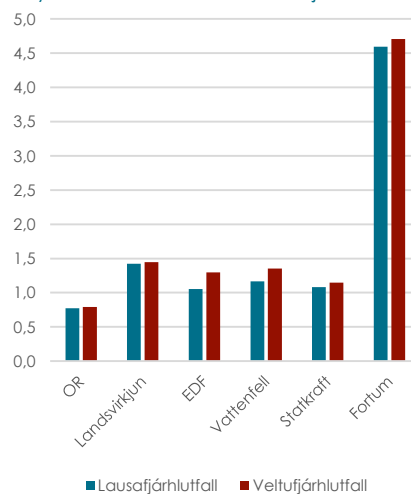
Handbært fé í árslok var 7,2 ma.kr. og var því tryggt lausafé í árslok 15,2 ma.kr. og hafði lækkað um 4 ma.kr. milli ára. Bætt lausafjárstaða er þýðingamikil fyrir OR þar sem hún veitir auknið fjárhagslegt svigrúm til félagsins og eykur þol hennar gagnvart neikvæðum breytingum í ytra umhverfi og á mörkuðum. Veltufjármunir voru 22,4 ma.kr. í árslok og hafa því hækkað milli ára um 4,5 ma.kr. Aðrar skammtímaeignir eru partur af lausafjárstyringu OR. Skammtímaskuldir og jukust um 6,8% milli ára vegna áhættuvarnasamninga og innbyggðra afleiða í raforkusölusamningum.

Mynd 3: Samanburður skuldastöðu



Mynd 3  
Heimild: Ársreikningar félaga

Mynd 4: Samanburður lausafjárstöðu



Mynd 4  
Heimild: Ársreikningar félaga

#### Veltufjárlutfall stefnir í um 1

Veltufjárlutfall í árslok var 0,8 og hefur því batnað frá síðustu áramótum þegar það var 0,69. Að teknu tilliti til ónýttar lánalína væri hlutfallið yfir 1,1. Um er að ræða skuldbindandi lánalínur og tekur Reitun tillit til þess. Lausafjárlutfall batnaði einnig og var 0,77 í árslok 2015 en hafði verið 0,66 um áramótin 2014. Mynd 4 sýnir samanburð á veltufjárlutfalli OR við önnur félög.

Á mynd 3 og 4 má sjá samanburð á skuldakennitölum og lausafjárstöðu OR og völdum samanburðarfélögum, Landsvirkjun og fjórum erlendum orkufyrirtækjum. Að mati Reitunar þyrfti lausafjárstaða OR að styrkjast þrátt fyrir bakábyrgð Reykjavíkurborgar og annarra eiganda, til að mæta mögulegum ytri áföllum.

Þrátt fyrir að skuldbindandi lánalínur eigi að vera ádráttarhæfar hvenær sem er á lánstímanum er alltaf sá möguleiki til staðar, við sérstakar aðstæður, að lánveitandi myndi hugsanlega neita OR um ádrátt. Það væri því styrkur fyrir félagið að ná bókhaldslegu hlutfalli yfir einn þar sem þrengri lausafjárstaða gæti dregið úr sveigjanleika félagsins til að mæta ytri áföllum. Það er hins vegar mat Reitunar að ef félagið lenti í lausafjárerfiðleikum þá hefði það ýmis úrræði til að bregðast við s.s. að hækka gjaldskrá auk þess sem líklegt verður að teljast að eigendur kæmu félaginu til aðstoðar ef þess þyrfti. Reynt hefur á hvort tveggja með tilætluðum árangri. Þrátt fyrir það er mikilvægt að félagið vinni áfram jafnt og þétt að því að bæta lausafjárstöðu sína, en lausafjárstöðu markmið félagsins ættu að nást á komandi misserum.

#### Skuldastaða

Vaxtaberandi skuldir félagsins námu 165,6 ma.kr. í árslok 2015 en það er 18,3 ma.kr. lækkun milli ára. Nettó skuldir í árslok 2015 eru 158,5 ma.kr. Stefna OR er áframhaldandi endurgreiðsla skulda, umfram nýjar lántökur. Fram til ársins 2021 verða skuldir endurgreiddar fyrir 70 ma.kr umfram nýja lántöku.

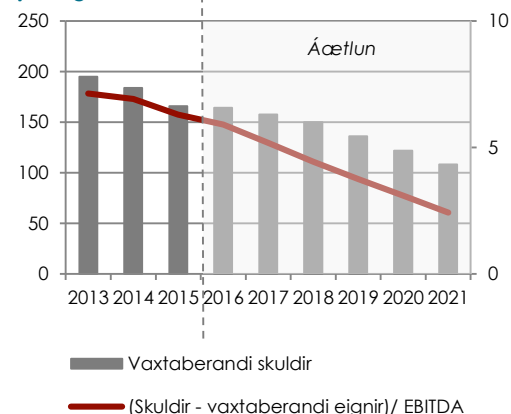
Nettó skuldir yfir EBITDA nema í lok árs 2015 6,3. Þetta skuldahlutfall mun vera komið undir 4,5 árið 2018 og undir 2,4 árið 2021, jafnvel þó OR áætli að fjárfesta yfir tímabilið.

Reitun telur að endurfjármögnun skulda gengi vel ef á reyndi. Áhugi banka á lánveitingum til OR fer vaxandi sem er styrkur fyrir félagið. OR mun greiða skuldir niður um 100 ma.kr fram til ársins 2021. Á næstu 4 árum er hrein fjármögnunarpörf OR um 14,5 ma.kr sbr. mynd hér til hliðar. Á árinu 2016 eru lántökur áætlaðar fyrir um 15,9 ma.kr. sem fullnægir fjármögnunarpörf OR yfir tímabilið. Öll frekari lántaka mun styrkja lausafjárstöðu félagsins að öðru óbreyttu.

Gengi krónunnar getur haft veruleg áhrif á þessa þróun en áætlun félagsins miðar við fast gengi gjaldmiðla. Nánar er fjallað um áhrif gengisbreytinga í kaflanum um gengisáhættu.

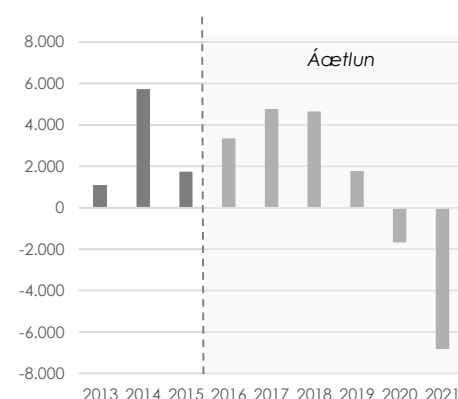
Mynd 4 sýnir samanburð á skuldakennitölum OR og nokkurra orkufyrirtækja. Eins og sjá má á myndinni eru hreinar skuldir OR á móti EBITDA háar. Áætlanir OR um aðhald í rekstri og niðurgreiðslu skulda hafa þó gengið eftir. Ef ekki verða stór ytri áföll er það mat Reitunar að sú þróun muni halda áfram og skuldahlutföll OR verði orðin svipuð og hjá samanburðarfélögum á næstu árum. Þróun skuldakennitalna, skuldastaða og þær áætlanir sem OR hefur um skuldastöðu sína hefur jákvæð áhrif á lánshæfi félagsins.

Mynd 5: Þróun vaxtaberandi skulda skv. fjárhagsáætlun



Mynd 5  
Heimild: OR

Mynd 6: Hrein fjármögnunarpörf eftir fjárfestingar & afborganir lána



Mynd 6  
Heimild: OR

### Ábyrgðir eigenda

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

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

### Lánaskilmálar

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

### Arðgreiðsluskilyrði

Stjórn hefur þegar samþykkt arðgreiðsluskilyrði auk þess sem áætlanir félagsins fram til 2021 einkennast af áframhaldandi aðhaldi í rekstri. Reitun metur nýlega samþykkt arðgreiðsluskilyrði og áætlun fram til 2016 jákvæð fyrir lánshæfismatið.

### Gengisáhætta

Gengisáhætta félagsins hefur minnkað mikið undanfarið eins og mynd 5 sýnir og styttest í að gott jafnvægi náist. Gengisáhætta á efnahagsreikningi er nú að mestu horfin eftir að uppgjörsmýnt Orku náttúrunnar, dótturfélags OR varð bandarískir dalir. Sjóðstreymisáhætta hefur jafnframt minnkað með varnarsamningum sem félagið hefur gert. Vegna þeirra er félagið orðið að mestu sjálfbært um öflun gjaldeyris næstu 3 ár. Áætlað er að eftir árið 2025 muni tekjur í erlendri mynt standa undir afborgunum í erlendri mynt. Reitun telur, þrátt fyrir eitthvert ójafnvægi í sjóðstreymi félagsins yfir nokkurra ára tímabil, það vera afar litlar líkur á að það valdi félaginu einhverjum erfiðleikum við að standa undir sínum skuldbindingum að öðru óbreyttu. Þessi áhætta er jafnframt kerfisleg og gildir jafnt gagnvart öllum sem ekki eru með sjálfbært erlent greiðsluflæði. Það er stefna félagsins að draga enn frekar úr gjaldmiðlamisræmi.

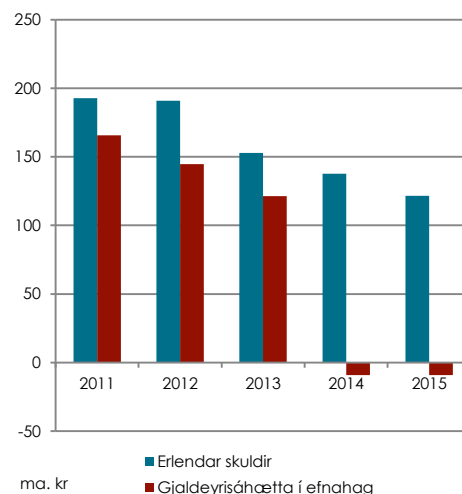
Mikil breyting varð á ójafnvægi í gjaldeyrisjöfnuði félagsins við uppskiptinguna eins og áður hefur komið fram. Tæplega 75% af langtímaskuldum OR eru í erlendum myntum. Gjalddeyrisjöfnuður samstæðunnar er hinsvegar jákvæður um nokkra milljarða í kjölfar uppskiptingar. Með þessu móti verða sveiflur í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

OR hefur dregið úr áhættu í sjóðstreymi með gerð gjaldmiðlaskiptasamninga við innlenda banka, þar sem erlendum lánum er breytt til allt að fimm ára yfir í íslenskar krónur. Nettó gjaldeyrisáhætta er innan þeirra marka sem sett hafa verið, og hefur félagið sett sér þá viðmiðunarreglu að gjaldeyrisjöfnuður skuli ekki vera meira en 20% af eigin fé.

Í árslok 2015 var sjóðsstaða og vænt nettó gjaldeyrisflæði jákvætt næstu þrjú árin að gefnu föstu álverði. Vænt innflæði er háð álverði og því líklegt að nettó jákvætt gjaldeyrisflæði verði yfir styttra tímabil ef álverð lækkar.

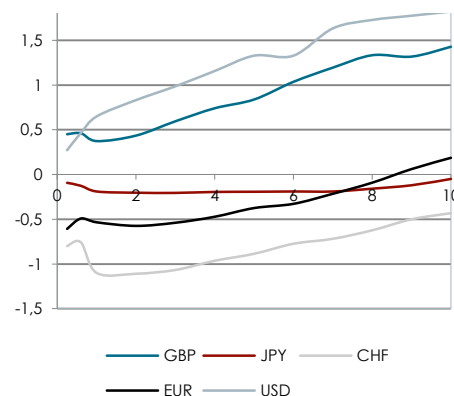
OR er með langtíma sölusamning á raforku í Bandaríkjadollurum og eru áætlaðar tekjur í dollurum um 16,9% af heildartekjum en aðrar tekjur eru í

Mynd 7: Gengisáhætta



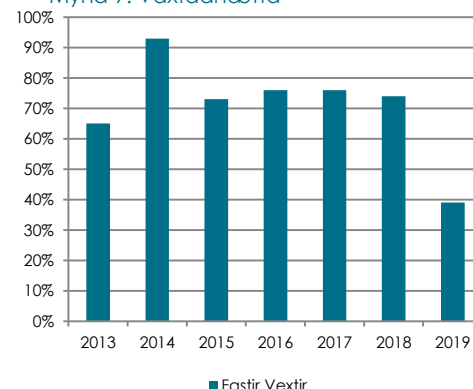
Mynd 7  
Heimild: OR

Mynd 8: Vaxtaferlar til 10 ára



Mynd 8  
Heimild: Bloomberg

Mynd 9: Vaxtaáhætta



Mynd 9  
Heimild: OR



íslenskum krónum. Að hluta til mynda erlendar tekjur náttúrulega vörn gegn áhrifum gengisbreytinga á erlend lán félagsins. Einnig myndar álverð að einhverju leyti náttúrulega vörn gegn sveiflum í gengi dollars líkt og nánar er fjallað um í kaflanum um álverðsáhhættu. OR þarf því áfram, þó í minni mæli sé, að kaupa gjaldeyri fyrir afborgunum skulda á næstu árum. Félagið getur því áfram lent í fjárhagserfiðleikum komi til þess að gengi krónu veikist mikið til lengri tíma. Sú mikla óvissa sem er í innlendum efnahagsmálum tengt uppgjöri við þrotabúin, afnámi gjaldeyrishafta, afgang af vöru- og þjónustujöfnuði og endurfjármögnunarmöguleikum íslenskra aðila á erlendum mörkuðum gæti leitt til veikingar krónunnar á næstu misserum. Þó staða í innlendum efnahagsmálum sé jákvæð til skemmri tíma litið geta áhættur raungerst. Gengisáhhætta félagsins gæti því raungerst með tilheyrandi neikvæðum áhrifum á sjóðstreymi og eigið fé.

#### Vaxtaáhhætta

OR hefur dregið úr vaxtaáhhættu sinni á síðustu árum með gerð vaxtaskiptasamninga og þannig fest meirihluta vaxta til næstu ára sem er jákvæð þróun þar sem meirihluti skulda félagsins bera fljótandi vexti. Um síðustu áramót námu slíkar varnir 73% af lánum með breytilega vexti og um 75% næstu 3 ár þar á eftir (2016-2018). OR er því búin að ná góðu samræmi í vaxtaáhhættu og er það jákvætt m.t.t. lánshæfismats. Áframhaldandi niðurgreiðslur skulda draga úr áhættu. Margir vaxtaskiptasamningarnir fela einnig í sér gjaldmiðlaskipti líkt og áður hefur verið komið inn á.

OR hefur þó eins og áður segir dregið verulega úr vaxtaáhhættu sinni á síðustu árum eins og mynd 9 sýnir en félagið hefur m.a. gert vaxtaskiptasamning við erlenda banka til 5 ára.

#### Dregið hefur úr vaxtaáhhættu

Árið 2009 var OR 9% varin gagnvart fljótandi vöxtum en árið 2015 námu varnir félagsins 87% og verða um 75% út árið 2018. Þrátt fyrir að búið sé að festa stóran hluta vaxta félagsins með vaxtaskiptasamningum eru vaxtakjör þess hagstæð. Félagið getur þar með viðhaldið hagstæðum vaxtakjörum næstu árin þar sem ekki þarf að endurfjármagna skuldir nema að litlu leyti eins og áður hefur komið fram. Þessi þróun hefur jákvæð áhrif á lánshæfismat OR.

#### Álverðsáhhætta

Gerðir hafa verið fjórir raforkusölusamningar til stóriðju, einn við Landsvirkjun vegna Norðuráls og þrír við Norðurál vegna álversins á Grundartanga. OR og Norðurál hafa einnig gert með sér raforkusölusamning vegna fyrirhugaðs álvers í Helgúvík og hefur afhending samkvæmt þeim samningi hafist.

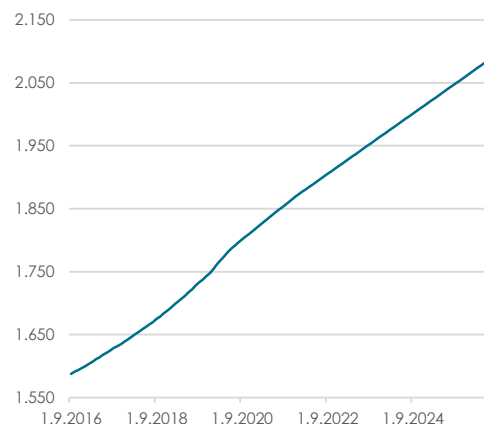
#### Innbyggðar álafleiður

Tekjur af raforkusamningum til stóriðju námu 15,8% af heildartekjum félagsins á árinu 2015. Þeir eru í Bandaríkjadollurum og tengdir heimsmarkaðsverði á áli á hverjum tíma og fela þar af leiðandi í sér innbyggðar álafleiður.

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

Sögulega hefur verð á áli verið sveiflukennt eins og mynd 11 sýnir. Álverð hefur lækkað umtalsvert frá seinustu misseri en það ætti öllu jafna að draga úr tekjum OR af raforkusölu til stóriðju. Á sama tíma hefur gengi krónunnar gagnvart dollar veikist sem vegur upp á móti áhrifum af lækkuðu álverði. Álverð myndar að einhverju leyti náttúrulega vörn gegn sveiflum í gengi dollars þar sem neikvæð fylgni er á milli gengi dals og álverðs. Þar sem tekjur OR sem tengdar eru álverði, eru í Bandaríkjadöllum er að einhverju leyti um

Mynd 10: Framvirkir verð á tonni á áli í USD



Mynd 10

Heimild: Bloomberg

Mynd 11: Þróun álverðs (h.ás), og krónu gagnvart EUR og USD (v.ás)



Mynd 11

Heimild: Bloomberg

náttúrulega vörn að ræða. Auk þess hefur OR gert afleiðusamninga til að draga úr álverðsáhættu. Varnir félagsins nema 43% af áætlaðri álverðstengdri sölu árið 2016. Félagið hefur aukið varnir sínar gegn álverðsbreytingum á síðastliðnum árum en stefna félagsins er að draga úr álverðstenginu í raforkusölu til stóriðu og nota frekar innlenda neysluverðs tengingu.

## IV. Fjármál og kennitölur

Tafla 4 sýnir samantekt á fjárhagsskýringum OR í árslok 2015 ásamt samanborði við áætlun 2015 og áætlun fram til ársins 2018.

Tafla 4: Fjárhagsstaða

| Fjárhagur (ma.kr.)              | 2015 E  | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Tekjur                          | 39.313  | 40.357  | 40.946  | 43.713  | 46.765  |
| EBITDA                          | 23.322  | 25.174  | 24.578  | 26.419  | 28.555  |
| EBIT                            | 13.534  | 14.428  | 14.647  | 16.125  | 17.974  |
| Hreinn hagnaður                 | 7.297   | 4.176   | 7.943   | 8.178   | 10.198  |
| Eignir samtals                  | 304.466 | 310.990 | 299.410 | 302.196 | 306.154 |
| Eigið fé samtals                | 108.449 | 114.771 | 114.674 | 122.852 | 133.050 |
| Skuldir samtals                 | 196.017 | 196.218 | 184.736 | 179.344 | 173.104 |
| Veltufé frá rekstri             | 23.384  | 25.152  | 24.645  | 26.491  | 28.631  |
| Handbært fé frá rekstri         | 20.837  | 21.815  | 21.086  | 22.714  | 24.479  |
| Fjárfestingahreyfingar samtals  | -9.868  | -8.660  | -4.127  | -11.634 | -11.991 |
| Handbært fé effir fjárfestingar | 10.969  | 13.155  | 16.959  | 11.079  | 12.488  |
| Greiddur arður                  | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Afborganir langtímaskulda       | -14.552 | -14.891 | -20.298 | -15.853 | -17.134 |
| Tekin ný langtímalán            | 6.000   | 0       | 15.650  | 6.500   | 7.029   |
| Hækkun (lækkun) skammtímaskulda | 0       | -1.693  | 0       | 0       | 0       |
| Nettó fjármögnun                | -8.552  | -16.584 | -4.648  | -9.353  | -10.105 |
| Hækkun (lækkun) á handbæru fé   | 2.417   | -3.429  | 6.311   | 1.726   | 2.383   |

Tafla 4: Fjárhagsstaða

Heimild: OR

### Uppgjör í takt við áætlanir

Rekstrarhagnaður fyrir afskriftir (EBITDA) árið 2015 nam 25,1 ma.kr. samanborðið við 23,3 ma.kr. skv. áætlun. Hagnaður eftir skatta var 4,2 ma.kr. á árinu samanborðið við 7,3 ma.kr. hagnað í áætlun. OR á yfirfæranlegt skattalegt tap í árslok fyrir 17,3 ma.kr.

Handbært fé frá rekstri nam 21,8 ma.kr. í árslok 2015 sem er heldur betra en áætlanir bentu til. Eigið fé OR er að styrkjast og nam tæpum 114 ma.kr í lok árs 2015 samanborðið við tæplega 110 ma.kr. í áætlun. Handbært fé frá rekstri eftir fjárfestingar var 13,2 ma.kr. á árinu 2015. OR greiddi niður tæpa 15 ma.kr af langtímaskuldum og um 1,7 ma.kr af skammtímaskuldum á árinu og voru endurgreiðslurnar fjármagnaðar með sjóði og sjóðstreymi. Áætlanir gera ráð fyrir stöðugleika í rekstri, auknum fjárfestingum og minnkandi skuldsetningu.

### Virðisrýrnunarpróf

Til að ganga úr skugga um að bókfært verð eigna standi undir núvirtu framtíðarsjóðflæði eigna hefur OR kannað hvort til staðar séu vísbendingar um virðisrýrnun líkt og alþjóða reikningsskilastaðlar kveða á um. Í árslok 2015 leiddi könnunin ekki í ljós frekari virðisrýrnun á bókfærðu virði eigna til rafmagnsframleiðslu. Það voru ekki vísbendingar um virðisrýrnun í öðrum starfsháttum eða miðlum. Rafmagnsframleiðsla er þó næm fyrir breytingum í lykilsendum.

### Kennitölur

Við mat á lánshæfi eru skoðaðar kennitölur, en einkum er horft til skulda á móti EBITDA, skulda á móti handbæru fé, vaxtaþekju, handbærs fjár á móti tekjum, EBITDA framlegðar, veltufjárlutfalls og arðsemi. Fleiri kennitölur eru skoðaðar eftir því sem við á. Tafla í viðauka I sýnir þróun kennitalna fyrir tímabilið 2013 til 2021.

Fjárhagsstaða OR er enn viðkvæm þrátt fyrir að hafa batnað svo um munar og reksturinn skilar sterku sjóðstreymi. EBITDA framlegð félagsins er góð en

hún var 62,4% árið 2015 en 64,5% árið 2014. Skuldir eru enn miklar en vaxtaberandi skuldir á móti EBITDA voru 6,6 í lok árs 2015 og höfðu lækkað úr margfaldaranum 7,4 frá árslokum 2014. Hlutfall vaxtaberandi skulda á móti handbæru fé frá rekstri var 7,6 í árslok 2015 en hafði verið 8,9 í lok árs 2014.

Vaxtaþekjan tekur jákvæðum breytingum og var hún 5,5 í árslok en hafði verið 5,4 árið áður. Eins og fram hefur komið er veltufjárlutfallið að styrkjast og er komið í 0,8 í árslok og hefur hækkað 0,66 frá árinu áður.

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

## Viðauki I

### Lykiltölur úr rekstri

|                                                | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    |
|------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Rekstur (ma. kr.)</b>                       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Rekstrartekjur                                 | 39.209  | 38.526  | 40.357  | 40.946  | 43.713  | 46.765  | 49.339  | 51.615  | 53.856  |
| EBITDA                                         | 26.084  | 24.845  | 25.174  | 24.578  | 26.419  | 28.555  | 30.538  | 31.881  | 33.150  |
| Rekstrarhagnaður (EBIT)                        | 17.156  | 15.693  | 14.428  | 14.647  | 16.125  | 17.974  | 19.696  | 20.847  | 21.942  |
| Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld samtals       | -6.232  | -4.819  | -10.843 | -4.550  | -6.027  | -5.704  | -5.106  | -4.331  | -3.719  |
| Hagnaður (tap) fyrir tekjuskatt                | 10.922  | 10.875  | 3.588   | 10.097  | 10.098  | 12.270  | 14.590  | 16.516  | 18.223  |
| Hagnaður (tap) ársins                          | 3.350   | 8.871   | 4.176   | 7.943   | 8.178   | 10.198  | 12.275  | 13.934  | 15.499  |
| <b>Efnahagur (ma. kr.)</b>                     |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Fastafjármunir samtals                         | 267.678 | 281.370 | 288.550 | 275.298 | 276.179 | 277.588 | 277.187 | 275.031 | 273.347 |
| Veltufjármunir samtals                         | 15.430  | 17.960  | 22.439  | 24.112  | 26.017  | 28.566  | 26.925  | 28.701  | 33.572  |
| Eignir samtals                                 | 283.107 | 299.330 | 310.990 | 299.410 | 302.196 | 306.154 | 304.112 | 303.732 | 306.919 |
| Eigið fé                                       | 80.972  | 99.410  | 114.771 | 114.674 | 122.852 | 133.050 | 145.326 | 159.259 | 176.841 |
| Langtímaskuldir samtals                        | 175.894 | 173.420 | 167.925 | 162.801 | 155.646 | 147.986 | 133.317 | 119.069 | 105.681 |
| Skammtímaskuldir samtals                       | 26.245  | 26.494  | 28.294  | 21.935  | 23.698  | 25.118  | 25.469  | 25.403  | 24.397  |
| Eigið fé og skuldir                            | 283.110 | 299.324 | 310.990 | 299.410 | 302.196 | 306.154 | 304.112 | 303.732 | 306.919 |
| Vaxtaberandi skuldir                           | 194.939 | 183.923 | 165.635 | 164.302 | 157.645 | 149.929 | 135.972 | 121.826 | 108.298 |
| <b>Sjóðstreymi (ma. kr.)</b>                   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Veltufé frá rekstri                            | 25.471  | 24.795  | 25.152  | 24.645  | 26.491  | 28.631  | 30.617  | 31.965  | 37.402  |
| Handbært fé frá rekstri                        | 20.033  | 22.084  | 21.815  | 21.086  | 22.714  | 24.479  | 24.490  | 26.247  | 31.300  |
| Fjárfestingar í varanlegum rekstrarfjármunum   | -3.459  | -5.594  | -10.057 | -13.119 | -11.634 | -11.991 | -10.440 | -8.878  | -9.524  |
| <b>Kennitölur</b>                              |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| EBITDA%                                        | 66,5%   | 64,5%   | 62,4%   | 60,0%   | 60,4%   | 61,1%   | 61,9%   | 61,8%   | 61,6%   |
| EBIT%                                          | 43,8%   | 40,7%   | 35,7%   | 35,8%   | 36,9%   | 38,4%   | 39,9%   | 40,4%   | 40,7%   |
| EBITDA / Vaxtagjöld                            | 4,1     | 5,4     | 5,5     | 4,2     | 4,4     | 4,8     | 5,2     | 5,8     | 6,6     |
| Vxt. br. sk. / EBITDA                          | 7,5     | 7,4     | 6,6     | 6,7     | 6,0     | 5,3     | 4,5     | 3,8     | 3,3     |
| Vxt. br. sk. / Tekjur                          | 5,0     | 4,8     | 4,1     | 4,0     | 3,6     | 3,2     | 2,8     | 2,4     | 2,0     |
| Tekjur / Heildareignir                         | 14,6%   | 13,7%   | 14,0%   | 14,9%   | 15,8%   | 16,8%   | 17,8%   | 18,8%   | 19,7%   |
| Eiginfjárhlutfall                              | 28,6%   | 33,2%   | 36,9%   | 38,3%   | 40,7%   | 43,5%   | 47,8%   | 52,4%   | 57,6%   |
| Veltufjárhlutfall                              | 0,6     | 0,7     | 0,8     | 1,1     | 1,1     | 1,1     | 1,1     | 1,1     | 1,4     |
| Lausafjárhlutfall                              | 0,6     | 0,7     | 0,8     | 1,1     | 1,1     | 1,1     | 1,0     | 1,1     | 1,4     |
| Veltufé frá rekstri / Heildareignir            | 9,0%    | 8,3%    | 8,1%    | 8,2%    | 8,8%    | 9,4%    | 10,1%   | 10,5%   | 12,2%   |
| Veltufé frá rekstri / tekjur                   | 65,0%   | 64,4%   | 62,3%   | 60,2%   | 60,6%   | 61,2%   | 62,1%   | 61,9%   | 69,4%   |
| Vxt. br. sk. / Hb. fé frá rekstri              | 9,7     | 8,3     | 7,6     | 7,8     | 6,9     | 6,1     | 5,6     | 4,6     | 3,5     |
| Hb. fé frá rekstri / tekjur                    | 51,1%   | 57,3%   | 54,1%   | 51,5%   | 52,0%   | 52,3%   | 49,6%   | 50,9%   | 58,1%   |
| (Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) / gr. vextir | 5,0     | 5,5     | 6,5     | 5,9     | 6,5     | 6,7     | 6,7     | 7,6     | 9,6     |
| EBIT / Vaxtagjöld                              | 2,7     | 3,4     | 3,1     | 2,5     | 2,7     | 3,0     | 3,4     | 3,8     | 4,4     |

## Fyrirvarar

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

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. 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.