

Orkuveita Reykjavíkur

Greining og uppfært mat á lánshæfi

Lánshæfiseinkunn	B+
Horfur	Stöðugar

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

Viðmið einkunnar: Ríki, flokkur A

Tekið á endurfjármögnunarfanda

Stjórnendur OR hafa þurft að grípa til enn frekari aðgerða vegna fjármögnunarfanda fyrirtækisins. Í byrjun árs var orðið ljóst að lánsfjármögnun erlendis var ekki í boði og reyndi því á eigendur að styðja við félagið. Nú hafa verið settar fram nýjar áætlanir til ársins 2016 sem ekki gera ráð fyrir erlendri fjármögnun. OR fær 12 ma. kr. eigendalán, hagrætt verður enn frekar í rekstri, gjaldskrár hækkaðar, auk þess sem eignir verða seldar til að mæta afborgunum lána næstu sex árin. Gert er ráð fyrir að skuldir greiðist niður um 87,2 ma. kr. á tímabilinu, eða sem svarar 39% vaxtaberandi skulda OR í lok árs 2010. Verulega hefur því verið dregið úr endurfjármögnunaráhættu, en eftir stendur að áætluð eignasala er ekki í hendi. Gengislækkun krónunnar næstu misserin getur einnig sett strík í reikninginn og kallað á frekari hagræðingu, gjaldskrárhækkanir og frestun framkvæmda. Að teknu tilliti til bakábyrgðar Reykjavíkurborgar leiddi uppfært mat okkar til óbreytts lánshæfis OR í flokki B+ með stöðugum horfum.

Fjárhagur (ma. ISK)	2009	2010
Tekjur	26,0	27,9
EBITDA	13,0	14,0
EBIT	5,2	6,0
Hreinn hagnaður	(2,5)	13,7
Eignir samtals	281,5	286,5
Eigið fé samtals	40,7	52,8
Skuldir samtals	240,9	233,7
Eiginfjárhluftall	14%	18%
Vxt. br. sk.	236,6	225,2
Vxt. br. sk. / EBITDA	18,2	16,1
Vxt. br. sk. / Tekjur	9,1	8,1
Vxt. br. sk. / Hb. fé frá rekstri	28,1	19,4
Lausafjárhluftall	0,4	0,4
EBITDA / Vaxtagjöld	2,3	3,5
EBIT / Vaxtagjöld	0,9	1,5
(Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) / gr. vextir	2,7	4,6

Þung skuldabyrði

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. Fyrirtækið hefur átt erfitt með að endurfjármagna skuldir og sjóðstreymi stendur ekki undir afborgunum lána. Hins vegar hefur verðmætasköpun rekstrar haldist óbreytt, sjóðstreymi er stöðugt og fer vaxandi, gangi áætlanir stjórnenda eftir.

Ný viðbragðsáætlun gerir ekki ráð fyrir erlendri fjármögnun

Þann 29. mars 2011 kynnti nýráðinn forstjóri, Bjarni Bjarnason, nýja viðbragðsáætlun við erfiðri stöðu Orkuveitunnar um leið og uppgjör ársins 2010. Fyrirtækið hefur ekki getað endurfjármagnað sig á erlendum mörkuðum og varð það endanlega ljóst fyrri hluta marsmánaðar. Frá ársbyrjun hafa stjórnendur starfað náið með eigendum við gerð viðbragðsáætlunar vegna yfirvofandi sjóðþurrðar fyrirtækisins. Endurskoðuð rekstraráætlun, samþykkt 23. mars s.l., gerir ráð fyrir mun meira aðhaldi í rekstri en áður hafði verið boðað auk þess sem allar erlendar lántökur hafa verið slegnar út af borðinu næstu sex árin. Afborganir lána á tímabilinu verða greiddar að miklu leyti með rekstrarframlagi auk eigendaláns sem veitt verður á þessu ári og árið 2013. Gert er ráð fyrir að sala eigna gefi af sér 10 ma. kr. á tímabilinu 2011 – 2014 sem nýta á til afborgana skulda.

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 rúma 87 ma. kr. á tímabilinu gangi áætlanir eftir. Ekki er gert ráð fyrir nýjum virkjanaf framkvæmdum og áður fyrirhuguðum veituf framkvæmdum hefur að hluta verið frestað.

Greinandi

Rebekka Valsdóttir
rebekka@reitun.is

Reykjavíkurborg öflugur bakhjarl

Eigendur OR eru í einfaldri hlutfallslegri ábyrgð fyrir öllum skuldbindingum fyrirtækisins. Nú hefur reynt á ábyrgðina og munu eigendur lána OR 12 ma. kr. næstu þrjú árin, þar af 8 ma. kr. á þessu ári. 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

Að teknu tilliti til ábyrgðar Reykjavíkurborgar leiddi uppfært mat okkar til lánshæfis Orkuveitu Reykjavíkur í flokki B+ með stöðugum horfum. Það er óbreytt einkunn frá fyrri útgáfu okkar.

Standist fyrirleggjandi fjárhagsáætlun, og þá sérstaklega m.t.t. áætlaðs sjóðstreymis af eignasölu, 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 vaxtahækkunir á lánasafnið, fjárfestingarþörf umfram áætlun án nýrra verkefna, og frekari gengislækkun íslensku krónunnar hefðu að öllum líkindum áhrif til lækkunar lánshæfismats að öðru óbreyttu.

Styrkleikar

Stöðugt og sterkt sjóðstreymi
Sterk markaðsstaða
Langur líffími eigna

Veikleikar

Há skuldastaða
Gjaldeyrissjófnuður
Lausafjárstaða þröng

Ógnanir

Frekara gengisfall ISK
Almenn vaxtahækkun

Tækifæri

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

Efnisyfirlit

FJÁRHAGSSTAÐA OR	4
Uppgjör ársins 2010 í samræmi við áætlun	4
Dregið úr fjárfestingum	4
Vaxtaberandi skuldir greiddar niður um 39% næstu sex árin	4
Dregið úr lánsfjármögnun	5
Sala eigna utan kjarnastarfsemi	5
Eigendur veita lán	6
Endurnýjuð rekstraráætlun gerir ráð fyrir tekjuaukningu og frekari sparnaði	6
Samdráttur í orkunotkun gæti hægt á tekjuaukningu	7
Samsetning lána	7
Ábyrgðir eigenda og breytingar á lögum um OR	8
Framvirkir vaxtaferlar og álverð á uppleið	8
Aukinn vaxtakostnaður viðráðanlegur	8
Áhrif gengislækkunar krónunnar	8
Sveiflur á álverði hafa lítil áhrif á tekjuflæði OR	9
Samantekt og niðurstaða	9
Ný viðbragðsáætlun gerir ekki ráð fyrir erlendra fjármögnun	9
Frestun fjárfestinga og eignasala auka handbært fé til	
afborgana skulda	9
Fyrirtækið hefur ónýtt lánalínu upp á að hlaupa	9
Reykjavíkurborg öflugur bakhjarl	10
Niðurstaða lánshæfis	10
VIÐAUKI I	11
Breytingar á stjórnendateymi	11
VIÐAUKI II	12
Lyktilölur úr rekstri	12
FYRIRVARAR	13

Fjárhagsstaða OR

Tafla 1: Samanburður áætlunar 25. okt. 2010 við uppgjörsniðurstöðu.

Fjárhagur (ma. ISK)	2010	2010E
Tekjur	27,9	28,2
EBITDA	14,0	14,6
EBIT	6,0	6,8
Hreinn hagnaður	13,7	21,5
Eignir samtals	286,5	293,3
Eigið fé samtals	52,8	65,4
Skuldir samtals	233,7	227,9
Veltufé frá rekstri	10,6	11,2
Handbært fé frá rekstri	11,6	11,0
Fjárfestingahreyfingar samtals	(14,5)	(17,2)
Handbært fé effir fjárfestingar	(3,0)	(6,2)
Greiddur arður	(0,8)	(0,8)
Afborganir langtímaskulda	(10,1)	(10,8)
Tekin ný langtímalán	18,3	14,6
Hækkun (lækkun) skammtímaskulda	(5,2)	0,5
Nettó fjármögnun	2,2	3,5
Hækkun (lækkun) á handbæru fé	(0,7)	(2,7)

Uppgjör ársins 2010 í samræmi við áætlun

Áætlun OR, sem samþykkt var þann 25. október 2010, stóðst að mestu leyti. Þó var verulega dregið úr fjárfestingum á fjórða fjórðungi enda líklegt að stjórnendur hafi þá þegar brugðist við, þar sem allt stefndi í að endurfjármögnun og fjármögnun fyrirhugaðra nýrra verkefna yrði erfið. Tafla 1 sýnir samanburð áætlunar við raunverulega rekstrarniðurstöðu og sjóðstreymi ársins.

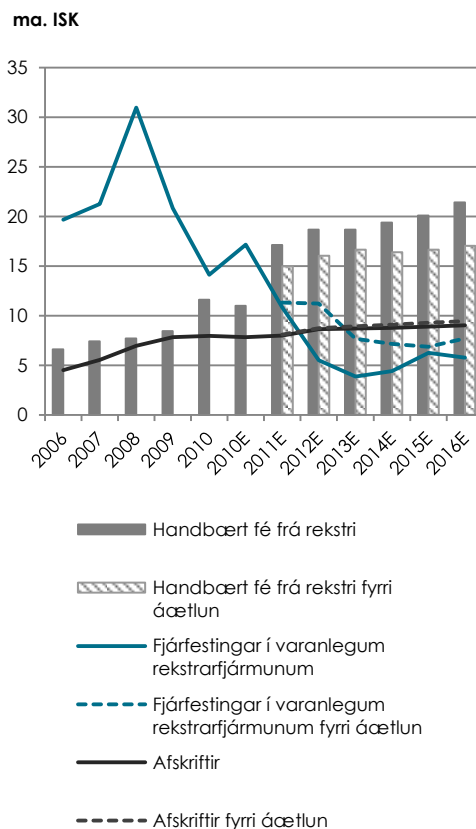
Dregið úr fjárfestingum

Endurskoðuð áætlun stjórnenda gerir ráð fyrir að verulega verði dregið úr fjárfestingum. Fyrirhugað var að endurnýja veitukerfi en þeim framkvæmdum hefur nú að hluta verið frestað. Eingöngu verður ráðist í nauðsynlegt viðhald. Mynd 1 sýnir hvernig áætlað er að handbært fé frá rekstri aukist samhliða minni fjárfestingum næstu fimm árin. Áætlun frá 25. okt. 2010 er sýnd til samanburðar. Tafla 2 sýnir áætlað sjóðstreymi næstu sex árin m.v. endurskoðaða áætlun samþykktá 23. mars 2011.

Vaxtaberandi skuldir greiddar niður um 39% næstu sex árin

Sem fyrr er ráðgert að allt handbært fé sem myndast frá rekstri effir fjárfestingar verði nýtt til niðurgreiðslu skulda. Nú er áætlað að greiða niður skuldir mun hraðar en áður. Gert er ráð fyrir að vaxtaberandi skuldir verði greiddar niður um 87,2

Mynd 1: Endurskoðuð áætlun gerir ráð fyrir mun minni fjárfestingum og lækkun rekstrarkostnaðar.



ma. króna næstu sex árin eða sem svarar 39% vaxtaberandi skulda OR í lok árs 2010 (Mynd 2). Á tímabilinu mun því hlutfall vaxtaberandi skulda á móti handbæru fé frá rekstri lækka hratt gangi áætlunin eftir, en það var 19,4 í árslok 2010 (Tafla 2 og forsiðutafla).

Tafla 2: Áætlað sjóðstreymi 2011 – 2016.

Sjóðstreymi (ma. ISK)	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Hagnaður (tap) ársins	6,1	6,8	6,6	7,0	7,5	11,0
Veltufé frá rekstri	17,3	18,7	18,8	19,4	20,2	21,5
Handbært fé frá rekstri	17,1	18,7	18,7	19,4	20,1	21,4
Seldar eignir	1,0	2,0	5,1	1,9	0,0	0,0
Fjárfestingahreyfingar samtals	(10,1)	(3,7)	1,2	(2,5)	(6,3)	4,9
Handbært fé eftir fjárfestingar	7,0	15,0	19,9	16,8	13,8	26,4
Greiddur arður	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Afborganir langtímaskulda	(17,1)	(13,0)	(29,0)	(15,3)	(13,3)	(19,6)
Tekin ný langtímalán	9,2	1,1	4,8	0,7	0,0	0,0
Hækkun (lækkun) skammtímaskulda	0,01	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00
Nettó fjármögnun	(7,9)	(12,0)	(24,2)	(14,6)	(13,3)	(19,6)
Hækkun (lækkun) á handbæru fé	(0,8)	3,0	(4,3)	2,2	0,6	6,8
Veltufé frá rekstri / Heildareignir	6,0%	6,5%	6,9%	7,3%	7,6%	8,2%
Veltufé frá rekstri / tekjur	50,6%	49,3%	48,2%	48,1%	48,5%	49,8%
Vxt. br. sk. / Hb. fé frá rekstri	12,7	11,1	9,8	8,7	7,8	6,4
Hb. fé frá rekstri / tekjur (Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) / gr. vextir	50,1%	49,3%	47,9%	47,9%	48,3%	49,6%

Dregið úr lánsfjármögnun

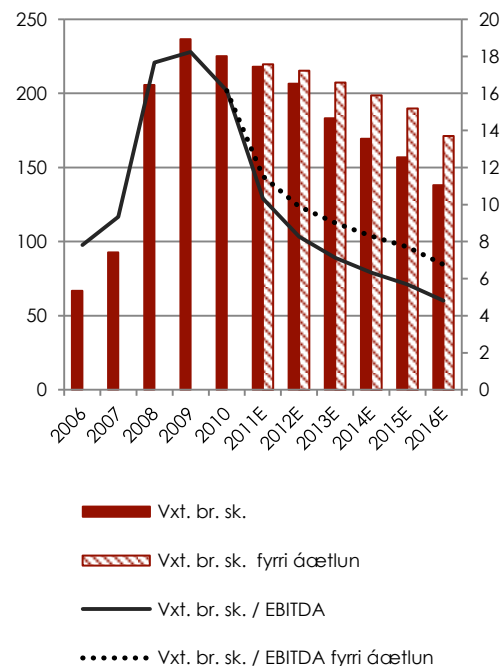
Á næstu sex árum þarf að greiða um 44% af lánasafni m.v. áramótastöðu 2010 að viðbættu eigendaláni sem veitt verður á þessu ári. Samtals verða greiddir um 107,2 ma. kr. m.v. markaðsforsendur 28. feb 2011 (sjá Mynd 3 og Mynd 4). Þyngst vegur árið 2013, þá er heildargreiðsla um 29 ma. kr. Þar af er rúml. 16 ma. kr. eingreiðslulán á gjalddaga frá Dexia banka. Viðræður um endurfjármögnun þess láns höfðu staðið yfir en nú er gert ráð fyrir að lánið verði gert upp. Nýta á 14,8 ma. kr. handbært fé eftir fjárfestingar í varanlegum rekstrarfjármunum, 5,1 ma. kr. vegna sölu eigna og 4 ma. kr. lán frá eigendum til að standa skil á afborgunum ársins 2013 (Mynd 4). Fyrri áætlun gerði ráð fyrir 18,7 ma. kr. lánsfjármögnun á því ári (Mynd 5).

Sala eigna utan kjarnastarfsemi

Ráðgert er að ná inn samtals 10 mö. kr. með sölu eigna á næstu fjórum árum. Þar af er áætlað að 5,1 ma. kr. nýtist til afborgana lána árið 2013. Stærsta eignin sem rætt er um að

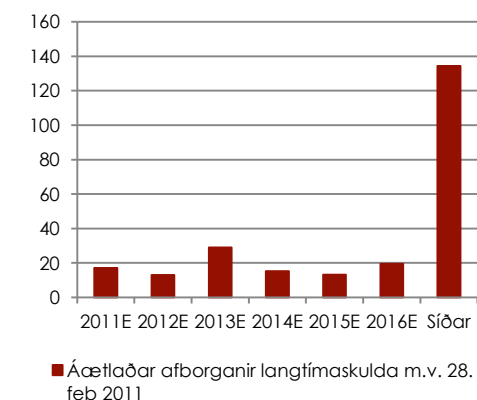
Mynd 2: Áætlaðar niðurgreiðslur skulda næstu sex árin. Endurskoðuð áætlun vs. áætlun frá 25. okt 2010.

ma. ISK



Mynd 3: Áætlaðar afborganir langtímalána m.v. 28. feb. 2011.

ma. ISK



verði seld er Gagnaveita Reykjavíkur (Tafla 3) en auk þess verða smærri eignir seldar fáist ásættanlegt verð. Á Mynd 4 sést hversu stór hluti afborgana verður greiddur með rekstrarframlagi og andvirði af sölu eigna á tímabilinu 2011 - 2016. Til samanburðar sýnir Mynd 5 hvernig fjármögnunaráætlunin sem samþykkt var 25. okt. 2010 leit út. Gangi sala eigna hægar en fyrirætlað er, mun OR að öðru óbreyttu þurfa að draga á 8 ma. kr. lánalínu sem nú er ónýtt.

Tafla 3: Eignir sem til skoðunar er að selja á næstu fjórum árum.

Eignir
Fasteignir að Bæjarhálsi 1
Gagnaveita Reykjavíkur
Perlan
Hótel Hengill á Nesjavöllum
Hvammur og Hvammsvík í Hvalfirði
Hlutur OR í Landsneti
Húsnæði minjasafns OR í Elliðaárdal
Hlutur OR í HS Veitum
Aðrar smærri eignir

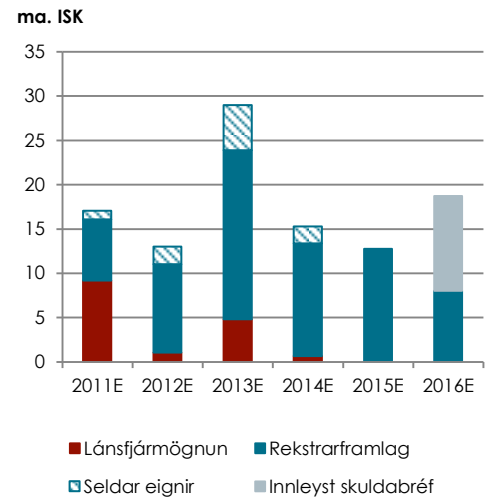
Eigendur veita lán

Eigendur munu lána fyrirtækinu samtals 12 ma. króna. Félagið fær 8 ma. króna á þessu ári og 4 ma. króna árið 2013. Vaxtakjör eigendalána verða hagstæðustu vextir Lánasjóðs sveitarfélaga, nú 4,25%. Lánin eru víkjandi, veitt til 15 ára með uppgreiðslurétti og verða afborganalaus fyrstu 5 árin. Ekki er gert ráð fyrir erlendra fjármögnun á tímabilinu 2011 – 2016.

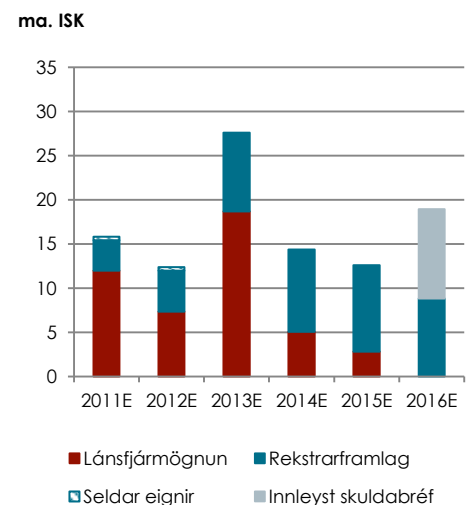
Endurnýjuð rekstraráætlun gerir ráð fyrir tekjuaukningu og frekari sparnaði

Hækkun gjaldskrár 1. maí og frekari hagræðingaraðgerðir munu skila sér í 8 ma. kr. tekjuaukningu og 5 ma. kr. lækkunar rekstrarkostnaðar næstu sex árin samanborið við fyrri áætlun. Fráveitugjald verður hækkað um 45% og hitaveita hækkar um 8% 1. maí 2011. Gert er ráð fyrir að starfsmönnum fækki um 90 til ársloka 2016 og eingöngu verður ráðist í nauðsynlegustu fjárfestingar á tímabilinu. Frestun fjárfestinga í veitukerfum mun spara útgjöld um 15 ma. kr. frá því sem ráðgert hafði verið. EBITDA framlegð mun aukast og er stefnt að því að hún nái 66% af rekstrartekjum árið 2012. Gangi endurskoðuð áætlun eftir mun hlutfall vaxtaberandi skulda á móti EBITDA verða komið niður í 4,8 í árslok 2016 í stað 6,8 m.v. fyrri áætlun (sjá Mynd 2). Uppfærða rekstraráætlun til ársins 2016 má sjá í töflunni hér að neðan (Tafla 4).

Mynd 4: Fjármögnun lána næstu sex ára m.v. endurskoðaða áætlun. Blái hluti súlunnar sýnir rekstrarframlag sem nýtast mun til afborgana lána.



Mynd 5: Fjármögnunaráætlun sem sett var fram 25. október 2010. Áætlunin gerði ráð fyrir mun meiri lánshæfismat heldur en endurskoðuð áætlun.



Tafla 4: Rekstrarreikningur 2010 og endurskoðuð áætlun 2011 – 2016.

Rekstrarreikningur (ma. ISK)	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Rekstrartekjur	27,9	34,2	37,9	39,0	40,4	41,6	43,2
Rekstrarkostnaður	(14,0)	(13,4)	(13,8)	(14,2)	(14,6)	(15,1)	(15,5)
Aukin hagræðingarkrafa		0,3	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
EBITDA	14,0	21,1	25,0	25,7	26,7	27,5	28,7
Afskriftir	(8,0)	(8,0)	(8,6)	(8,7)	(8,8)	(8,9)	(9,0)
EBIT	6,0	13,1	16,4	17,0	18,0	18,6	19,6
Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld samtals	10,8	(4,6)	(6,8)	(7,8)	(8,1)	(8,2)	(4,3)
Hagnaður fyrir skatta	16,8	8,5	9,5	9,3	9,8	10,5	15,3
Tekjuskattur	(3,0)	(2,5)	(2,7)	(2,7)	(2,8)	(3,0)	(4,3)
Hagnaður (tap) ársins	13,7	6,1	6,8	6,6	7,0	7,5	11,0
EBITDA%	50%	62%	66%	66%	66%	66%	66%
EBIT%	21%	38%	43%	44%	44%	45%	45%
EBIT / Vaxtagjöld	1,5	2,8	2,4	2,2	2,2	2,3	2,5
Vxt. br. sk. / EBITDA	16,1	10,3	8,3	7,1	6,3	5,7	4,8
Vxt. br. sk. / Tekjur	8,1	6,4	5,5	4,7	4,2	3,8	3,2
Tekjur / Heildareignir	10%	12%	13%	14%	15%	16%	17%

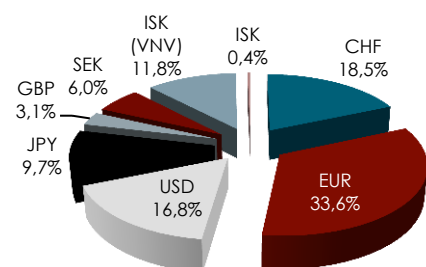
Samdráttur í orkunotkun gæti hægt á tekjuaukningu

Um 59% tekna koma frá sérleyfisstarfsemi í smásölu, þ.e. heitu vatni, köldu vatni, fráveitu og dreifingu rafmagns. Í ágúst 2010 samþykkti stjórn OR breytingar á verðskrá og í framhaldinu hækkaði dreifing rafmagns um 40%, verð á raforku um 11% og heitt vatn um 35%. Auk þess var samþykkt að verðskrá yrði í framhaldinu endurskoðuð á sex mánaða fresti m.t.t. verðlagsbreytinga. Í skýrslu okkar frá nóvember 2010 töldum við ekki líklegt að hækkanimar þá hefðu áhrif á notkun rafmagns, hita og vatns. Þær hækkanir sem nú bætast við, þ.e. hækking fráveitu um 45% og hitaveitu um 8% eru hins vegar mun meiri en sem nemur verðlagsbreytingum. Efnahagsaðstæður almennings hafa lítið sem ekkert breyst til batnaðar frá fyrra ári. Því hljóta líkurnar nú að aukast á því að hegðunarmynstur breytist og að fólk verði meðvitaðra um mánaðarleg útgjöld vegna orkunotkunar.

Samsetning lána

Mynd 6 sýnir skiptingu langtímalána milli mynta í lok desember 2010. Um 88% lána er í erlendum myntum. Hins vegar eru aðeins rúmlega 20% tekna í erlendum myntum. Á áætlunarímanum kemur þetta hlutfall þó til með að breytast. Gert er ráð fyrir að skuldir lækki um 7,2 ma. kr. á þessu ári og sem fyrr segir er áætlað að öll lánsfjármögnun næstu sex árin verði í íslenskum krónum frá eigendum. Gera má ráð fyrir að hlutfall erlendra mynta í lánasafni OR verði komið niður í 83% í lok þessa árs miðað við núverandi gengi.

Mynd 6: Myntsamsetning vaxtaberandi skulda 31. des. 2010.



Ábyrgðir eigenda og breytingar á lögum um OR

OR er sameignarfyrtæki og gilda um það lög nr. 139 frá 2001. Við viljum vekja athygli á breytingum þessara laga (lög nr. 144 22. des. 2010) sem tóku gildi 1. jan. 2011. Í lögnum effir breytingar segir: 1. gr., 2. mgr.: „Hver eigandi um sig ber einfalda hlutfallslega fjárhagsábyrgð á lánaskuldbindingum Orkuveitu Reykjavíkur í réttu hlutfalli við eignarhluta hans í fyrirtækinu. Ábyrgð eigenda nær ekki til annarra skuldbindinga fyrirtækisins. Ábyrgð eigenda skal ekki nema hærra hlutfalli en 80% af lánsfjárbörf verkefnis sem veitt er eigendaábyrgð. Orkuveitu Reykjavíkur er heimilt, án samþykkis eigenda hverju sinni, að taka lán til rekstrarþarfa fyrirtækisins og taka ábyrgð á greiðslum í sama skyni. Aðrar nýjar lántökur, sem njóta skulu ábyrgðar eigenda, eru háðar samþykki þeirra.“

Ennfremur segir nú í 1. gr., 4. mgr.: „Ákvæði laga um gjaldprotaskipti, greiðslustöðvun og nauðasamninga, eins og þau eru á hverjum tíma, gilda um Orkuveitu Reykjavíkur. Ábyrgð eigenda Orkuveitu Reykjavíkur verður ekki virk fyrr en að loknum gjaldprotaskiptum fyrirtækisins.“ Þetta ákvæði er nú til endurskoðunar skv. máli nr 624/þingskjal 1099, þar sem gert er ráð fyrir breyttu orðalagi og á að orðast svona: „Komi fram beiðni um greiðslustöðvun, nauðasamninga eða gjaldprotaskipti skulu ákvæði laga um gjaldprotaskipti, eins og þau eru á hverjum tíma, eiga við um Orkuveitu Reykjavíkur með sama hætti og um félag með takmarkaða ábyrgð.“

Framvirkir vaxtaferlar og álverð á uppleið

Líklegt er að erlendir millibankavextir fari hækkandi á næstu árum, en þeir hafa verið lágir undanfarið. Þróun millibankavaxta fer að hluta effir verðbólguvæntingum á hverjum tíma. Aukin verðbólga erlendis ýtir að einhverju leyti undir verðbólgu á Íslandi, sem leiðir þá til frekari verðhækkana hjá OR. Samhliða hækkun millibankavaxta er framvirkur ferill álverðs einnig upphallandi. Áhrif vegna hækkunar millibankavaxta yrðu því að hluta til milduð hjá OR.

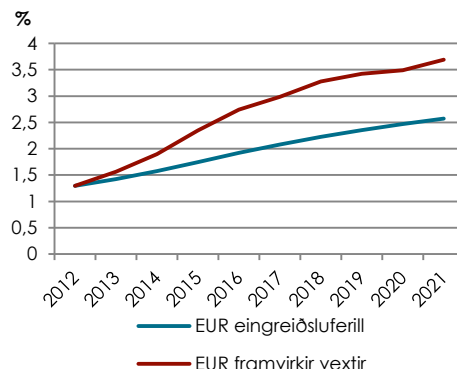
Aukinn vaxtakostnaður viðráðanlegur

Samkvæmt nýrri áætlun stjórnenda verður handbært fé frá rekstri að viðbættum vaxtakostnaði ársins 2011 a.m.k. fimm sinnum vaxtakostnaður ársins (Tafla 2). Á næsta ári er gert ráð fyrir að þetta hlutfall nemi 3,9 og 3,6 árið 2013. Áætlanir gera auk þess ráð fyrir hækkun millibankavaxta og auknu vaxtaálagi á lánasafn OR næstu sex árin.

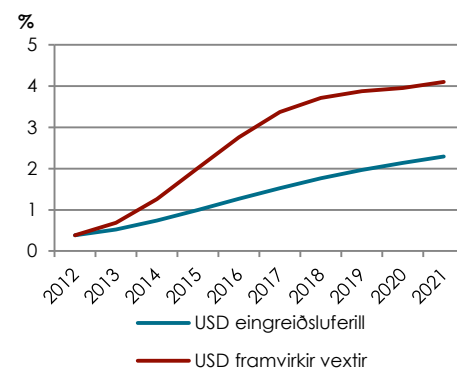
Áhrif gengislækkunar krónunnar

Frekari veiking íslensku krónunnar hefði takmörkuð áhrif á framlegð rekstrar OR til skamms tíma eins og fram kom í fyrri skýrslu okkar. Hins vegar myndi höfuðstóll erlendra lána hækka og afborganir lána ásamt vaxtakostnaði íþyngjast

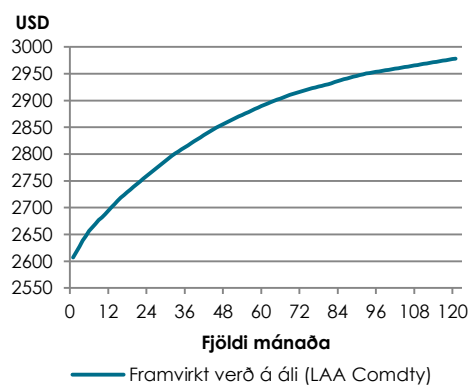
Mynd 7: Vaxtaferill millibankavaxta í EUR (Libor). Heimild: Bloomberg, IFS greining.



Mynd 8: Vaxtaferill millibankavaxta í USD (Libor). Heimild: Bloomberg, IFS greining.



Mynd 9: Framvirkt verð á áli. Heimild: Bloomberg, IFS greining.



sem næmi gengislækkuninni. Fyrirtækið yrði því líklega að draga enn frekar úr fjárfestingum ef lækkunin yrði viðvarandi en til skemmri tíma mætti draga á 8 ma. kr. lánalínu sem nú er ónýtt. Áhrif 5% viðvarandi veikingar krónunnar myndi t.a.m. auka fjárþörf OR vegna afborgana lána um rúma 3 ma. kr. næstu sex árin.

Sveiflur á álverði hafa lítil áhrif á tekjuflæði OR

Verð á áli hefur verið sveiflukennt en þó farið hækkandi undanfarna mánuði sem leiða ætti til aukinna tekna til OR af raforkusölu til stóriðju (Mynd 10). Á sama tíma hefur gengi Bandaríkjadollars veikst, en ákveðin innbyggð vörn er þannig í erlendu tekjunum. Tæki álverð að lækka er líklegt að dollarinn myndi styrkjast á móti. Þessar tekjur nema þó aðeins um 20% heildartekna og því hafa sveiflur á álverði takmörkuð áhrif á rekstur og heildargreiðsluflæði OR.

Samantekt og niðurstaða

Ný viðbragðsáætlun gerir ekki ráð fyrir erlendri fjármögnun

Endurskoðuð rekstraráætlun gerir ráð fyrir mun meira aðhaldi í rekstri en áður hafði verið boðað auk þess sem allar erlendar lántökur hafa verið slegnar út af borðinu næstu sex árin. Fyrirtækið hefur ekki getað endurfjármagnað sig á erlendum mörkuðum og varð það endanlega ljóst fyrri hluta marsmánaðar. Frá ársbyrjun hafa stjórnendur starfað náið með eigendum við gerð viðbragðsáætlunar vegna yfirvofandi sjóðþurrðar fyrirtækisins. Afborganir lána á tímabilinu verða greiddar að miklu leyti með rekstrarframlagi auk eigendaláns sem veitt verður á þessu ári og árið 2013.

Frestun fjárfestinga og eignasala auka handbært fé til afborgana skulda

Líkt og fyrri áætlun stjórnenda boðaði verður allt laust fé eftir fjárfestingar nýtt til afborgana lána. Samanlagt verða skuldir greiddar niður um rúma 87 ma. kr. á tímabilinu gangi áætlanir eftir. Ekki er gert ráð fyrir nýjum virkjanaf framkvæmdum og áður fyrirhuguðum fjárfestingum hefur að hluta verið frestað. Stjórnendur ásamt eigendum hafa skipulagt áframhaldandi rekstur þannig að ekki verði þörf á að sækja erlent lánsfé til að standa undir greiðslubyrði lána til ársins 2016. Eftir stendur þó að sala eigna utan kjarnastarfsemi á að standa undir 10 ma. kr. hluta af því rekstrarframlagi sem ráðgert er að nýtt verði til afborgana lána til ársins 2014. Því er ljóst að þrátt fyrir að endurfjármögnunaráhætta hafi vissulega minnkað, þá er enn óvíst hversu hratt gengur að selja eignirnar.

Fyrirtækið hefur ónýtt lánalínu upp á að hlaupa

Ein helsta áhættan, utan þess að sala eigna gangi eftir, er gengisáhætta vegna mögulegrar veikingar íslensku

Mynd 10: Þróun álverðs og gengisvísitölu USD s.l. 12 mánuði.



krónunnar. Mest allar skuldir á gjalddaga næstu sex árin eru í erlendum myntum og ljóst að veiking krónunnar hefur áhrif á greiðslugetu OR. Til að mæta ófyrirséðum útgjöldum hefur fyrirtækið 8 ma. kr. lánalínu sem enn er ónýtt. Gangi eignasalan hægt samfara viðvarandi gengislækkun krónunnar er ljóst að OR þarf að hagræða og spara enn frekar í rekstri auk þess sem fyrirséð væri að hækka þyrfti gjaldskrá smásölu aftur, jafnvel umfram verðlagsbreytingar.

Reykjavíkurborg öflugur bakhjarl

Eigendur OR eru í einfaldri hlutfallslegri ábyrgð fyrir öllum skuldbindingum fyrirtækisins. Nú hefur reynt á ábyrgðina og munu eigendur lána OR 12 ma. kr. næstu þrjú árin, þar af 8 ma. kr. á þessu ári. 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

Að teknu tilliti til ábyrgðar Reykjavíkurborgar leiddi uppfært mat okkar til lánshæfis Orkuveitu Reykjavíkur í flokki B+ með stöðugum horfum. Það er óbreytt einkunn frá fyrri útgáfu okkar.

Standist fyrirleggjandi fjárhagsáætlun, og þá sérstaklega m.t.t. áætlaðs sjóðstreymis af eignasölu, 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 vaxtahækkunarir á lánasafnið, fjárfestingarþörf umfram áætlun án nýrra verkefna, og frekari gengislækkun íslensku krónunnar hefðu að öllum líkindum áhrif til lækkunar lánshæfismats að öðru óbreyttu.

Viðauki I

Breytingar á stjórnendateymi

Nýráðinn forstjóri Orkuveitunnar, Bjarni Bjarnason, tók til starfa þann 1. mars. Bjarni er menntaður jarðfræðingur og verkfræðingur og hafði verið forstjóri Landsvirkjunar Power, dótturfélags Landsvirkjunar, frá 2008. Áður var hann framkvæmdastjóri orkusviðs Landsvirkjunar um sjö ára skeið. Á heimasíðu OR kemur fram að Bjarni hefur sinnt ýmsum stjórnunarstörfum á ferli sínum, m.a. sem tæknistjóri Jarðborana hf., framkvæmdastjóri Kísliðjunnar í Mývatnssveit og forstjóri Íslenska járnblendifélagsins á Grundartanga. Bjarni er varaforseti Alþjóða Vatnsorkusamtakanna, International Hydropower Association.

Þann 25. janúar 2011 tilkynnti OR að Ingi Jóhannes Erlingsson hefði tímabundið tekið við sem framkvæmdastjóri fjármála í stað Önnu Skúladóttur sem þá lét af störfum. Ingi Jóhannes var áður forstöðumaður fjár- og áhættustýringar hjá OR.

Viðauki II

Lykiltölur úr rekstri

Lykiltölur úr rekstri	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
Rekstur (ma. kr.)						
Rekstrartekjur	18,1	21,4	24,2	26,0	27,9	34,2
EBITDA	8,5	9,9	11,7	13,0	14,0	21,1
Rekstrarhagnaður (EBIT)	4,0	4,4	4,7	5,2	6,0	13,1
Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld samtals	(7,4)	4,1	(92,5)	(8,8)	10,8	(4,6)
Hagnaður (tap) fyrir tekjuskatt	(3,4)	8,3	(88,1)	(3,9)	16,8	8,5
Hagnaður (tap) ársins	(0,6)	6,5	(73,0)	(2,5)	13,7	6,1
Efnahagur (ma. kr.)						
Fastafjármunir samtals	135,8	182,3	252,6	272,9	278,3	280,1
Veltufjármunir samtals	4,2	9,2	6,8	8,6	8,3	7,5
Eignir samtals	140,0	191,5	259,4	281,5	286,5	287,6
Eigið fé	69,4	89,0	48,4	40,7	52,8	58,9
Langtímaskuldir samtals	61,6	93,2	196,6	221,8	212,2	210,9
Skammttímaskuldir samtals	9,1	9,3	14,4	19,1	21,5	17,9
Eigið fé og skuldir	140,0	191,5	259,4	281,5	286,5	287,6
Vaxtaberandi skuldir	66,8	92,6	205,8	236,6	225,2	218,0
Sjóðstreymi (ma. kr.)						
Veltufé frá rekstri	6,6	7,4	8,0	9,0	10,6	17,3
Handbært fé frá rekstri	6,6	7,4	7,7	8,4	11,6	17,1
Fjárfestingar í varanlegum rekstrarfjármunum	(19,7)	(21,3)	(30,9)	(20,8)	(14,1)	(10,8)
Kennitölur						
EBITDA%	47,2%	46,4%	48,2%	49,9%	50,0%	61,8%
EBIT%	22,4%	20,5%	19,4%	19,8%	21,5%	38,4%
EBIT / Vaxtagjöld	1,7	1,3	0,9	0,9	1,5	2,8
Vxt. br. sk. / EBITDA	7,8	9,3	17,7	18,2	16,1	10,3
Vxt. br. sk. / Tekjur	3,7	4,3	8,5	9,1	8,1	6,4
Tekjur / Heildareignir	12,9%	11,2%	9,3%	9,2%	9,7%	11,9%
Eiginfjárhlutfall	50%	46%	19%	14%	18%	20%
Veltufjárhlutfall	0,5	1,0	0,5	0,5	0,4	0,4
Lausafjárhlutfall	0,4	0,9	0,4	0,4	0,4	0,4
Veltufé frá rekstri / Heildareignir	4,7%	3,9%	3,1%	3,2%	3,7%	6,0%
Veltufé frá rekstri / tekjur	36,7%	34,7%	33,0%	34,7%	38,0%	50,6%
Vxt. br. sk. / Hb. fé frá rekstri	10,1	12,5	26,7	28,1	19,4	12,7
Hb. fé frá rekstri / tekjur	36,6%	34,8%	31,9%	32,4%	41,5%	50,1%
(Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) / gr. vextir	5,2	3,8	3,2	2,7	4,6	5,3

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. 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.