

Markaðspunktur í dag:

- Fjárhagsstaða Orkuveitu Reykjavíkur

Fjárhagsstaða Orkuveitu Reykjavíkur

Orkuveita Reykjavíkur (OR) birti 9 mánaða uppgjör sitt þann 27. nóvember síðastliðinn sem varpar ljósi á þrönga fjárhagsstöðu fyrirtækisins eftir að kreppan skall á. Skuldir OR hafa tvöfaldast við gengishrun krónunnar. Um 90% af vaxtaberandi skuldum OR eru í erlendri mynt á sama tíma og um 19% tekna fyrirtækisins eru í erlendum gjaldmiðli. Gengisfall krónunnar hefur bæði rýrt eiginfjárstöðu og skert sjóðstreymi fyrirtækisins. Á móti kemur að vaxtalækkunir ytra vegna fjármálakrísunnar hafa minnkað vaxtakostnað OR í erlendri mynt og það hefur komið til góða. Hins vegar er lánshæfi OR nú í ruslflokki sem mun gera endurfjármögnun lána og töku nýrra bæði dýrari og erfiðari.

Óraunhæfar væntingar?

Þessi staða hlýtur að sníða OR mjög þröngan stakk á næstu misserum nema nýtt eigið fé verði sett inn í fyrirtækið eða krónan styrkist verulega. Hvorugt virðist mjög líklegt til skamms og meðallangs tíma. Að því gefnu þarfnast það skýringa við hvernig félagið geti eitt og óstutt komið metnaðarfullum áætlunum um nýfjárfestingar og áframhaldandi vöxt í framkvæmd með aukinni skuldsetningu. Aukinheldur er ómögulegt að skilja hugmyndir um arðgreiðslu frá fyrirtækinu til eigenda í ljósi stöðu þess. Ekki verður annað séð en að OR muni eiga fullt í fangi við endurfjármögnun útistandandi lána, hvað þá ef kemur til aukinnar lántöku. Hærra álverð mun fyrirsjáanlega auka tekjur OR að einhverju marki en þegar litið er aðeins fram í tímann hlýtur slæm fjárhagsstaða fyrirtækisins að varpast yfir í orkuverð til almennra notenda (einstaklinga, fyrirtækja o.s.frv.) á höfuðborgarsvæðinu – þar sem helsti orkumarkaður fyrirtækisins er. Staðan er einfaldlega sú að fyrirtækið þarf aukna framlegð til þess að geta staðið straum af hærri fjármagnskostnaði og hárri skuldsetningu.

Skuldastaða OR - Kennitölur				
	30.09.2009	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006
Eiginfjárlutfall	13,6%	18,6%	46,5%	48,5%
Vaxtab. skuldir/Bókf. eignir	84,6%	79,3%	48,4%	48,8%
Vaxtab. skuldir/Eigið fé	6,2	4,3	1,0	1,0

Eins og taflan hér að ofan sýnir lítur skuldastaða OR vægast sagt illa út. Fyrirtækið hefur tekið mjög stóra stöðu með krónunni gegnum erlendar lántökur og hefur goldið þess. OR mun vitaskuld hagnast ef krónan styrkist á nýjan leik en að sama skapi myndi u.þ.b. 20% gengisveiking fara langt með að þurrka út eigið fé Orkuveitunnar ef gengisvarnir eru engar.

Hér að neðan má sjá samanburð á skuldastöðu Landsvirkjunar og OR en þar kemur glöggft fram að staða þess síðarnefnda er öllu verri.

Skuldastaða - Samanburður (30.06.2009)		
	Landsvirkjun	OR
Eiginfjárlutfall	31,2%	14,1%
Vaxtab.skuldir/Bókf.eignir	64,2%	84,3%
Vaxtab. skuldir/Eigið fé	2,1	6,0

Frekari skoðun

Þótt kennitölurnar hér að ofan gefi greinargóða mynd af skuldastöðunni segja þær ekki alla söguna. Í þessu samhengi verður einnig að taka tillit til hæfi fyrirtækis til að standa straum af skuldbindingum sínum, þannig getur fyrirtæki verið mjög skuldsett en með nægt sjóðstreymi frá rekstri til að mæta vaxtagreiðslum og afborgunum lána.

Vaxtaþekjan. Ágætis mælikvarði á hæfi fyrirtækis til greiðslu vaxta er svokölluð vaxtaþekja, þ.e. hlutfall rekstrarhagnaðar af vaxtagreiðslum. Sé hlutfallið undir einum er rekstur fyrirtækisins ekki að afla nægilega til að mæta greiðslu vaxta.

Vaxtaþekja OR						
	9M 2009	9M 2008	9M 2007	2008	2007	2006
Vaxtaþekja (EBIT)	0,4	0,9	1,6	1,4	1,6	2,1
Vaxtaþekja (EBITDA)	2,1	2,3	3,7	3,4	3,0	4,6
Vaxtaþekja (Handb.fé)*	2,3	1,9	3,6	2,9	3,5	5,2

*Handb. fé f. rekstri án vaxta og skatta

Eins og sjá má á töflunni hér að ofan þá gefa mismunandi mælikvarðar ólíka niðurstöðu:

- **Vaxtaþekja m.v. EBIT.** Sé einungis horft á vaxtaþekju út frá **EBIT** (rekstarhagnaður fyrir fjármagnsliði), eins og vaninn er, þá dugði rekstrarhagnaðurinn ekki til greiðslu vaxta fyrstu 9 mánuði þessa árs, hlutfallið var þá **0,4**. Það er hins vegar líklegt að vaxtaþekjan verði betri fyrir árið í heild þar sem vaxtagreiðslur dreifast mismunandi á hvern ársfjórðung og því kannski ekki heppilegt að einblína um of á þennan árshluta. Þessi mælikvarði tekur þó tillit til afskrifta og er því að einhverju leyti leiðrétt fyrir fjárfestingarþörf fyrirtækisins (að því gefnu að afskriftir endurspegli fjárfestingaþörfina). Alla jafna telst vaxtaþekja (m.v. EBIT) um **2,0** vera viðmiðið þegar um orkufyrirtæki er að ræða.
- **Vaxtaþekja m.v. EBITDA.** Hlutfallið m.v. þennan mælikvarða hefur verið í kringum **3,0** frá árinu 2007 og verður það að teljast of lágt en sá útreikningur gefur kannski fremur einfaldaða mynd. Þannig er ekki hægt að segja að rekstrarhagnaður dugi fyrir þreföldum vaxtagjöldum (sé hlutfallið 3,0) þar sem aðeins er búið að taka tillit til minniháttar kostnaðar vegna viðhalds varanlegra rekstrarfjármuna (gjaldfærður kostnaður). Að sama skapi er ekki tekið almennt tillit til fjárfestingaþarfar fyrirtækis þar sem EBITDA er rekstrarhagnaður fyrir afskriftir (og fjármagnsliði). Því má segja að þessi mælikvarði geri ráð fyrir algjöru fjárfestingasveldi og á því frekar við sé horft til skemmri tíma.
- **Vaxtaþekja m.v. handbært fé.** Vaxtaþekja út frá handbæru fé segir okkur hversu mikið raunverulegt sjóðstreymi nær að dekkja vaxtagreiðslurnar. Eins og sjá má á þessum mælikvarða og hinum tveimur, þarf ekki að fara í grafgötur með að leitnin er í neikvæða átt og að ekki má mikið útaf bregða í rekstri fyrirtækisins.

Aukin vaxtabyrði. Það er áhugavert að á sama tíma og vextir út í heimi eru í sögulegu lágmarki er vaxtaþekja OR eins lág og raun ber vitni. Hér skal haft í huga að meðalvextir erlendra lána OR eru nú um 1,15%. Vextir af lánum OR eru að langmestu leyti breytilegir og þessi góðu kjör endurspeгла fyrst og fremst gríðarlegar vaxtalækkanir ytra vegna fjármálakrísunnar og þau góðu lánskjör sem Orkuveitan naut áður en fjármálakrísan hófst. Þessi kjör verða ekki kyrr. Almenn reikna erlendir greiningaraðilar með því að vextir fari hækkandi erlendis upp úr miðju næsta ári og jafnframt er ljóst að endurfjármögnun útistandandi lána verður á mun óhagstæðari kjörum vegna lægra lánshæfis landsins. Næmi OR fyrir verri vaxtakjörum sést af því að

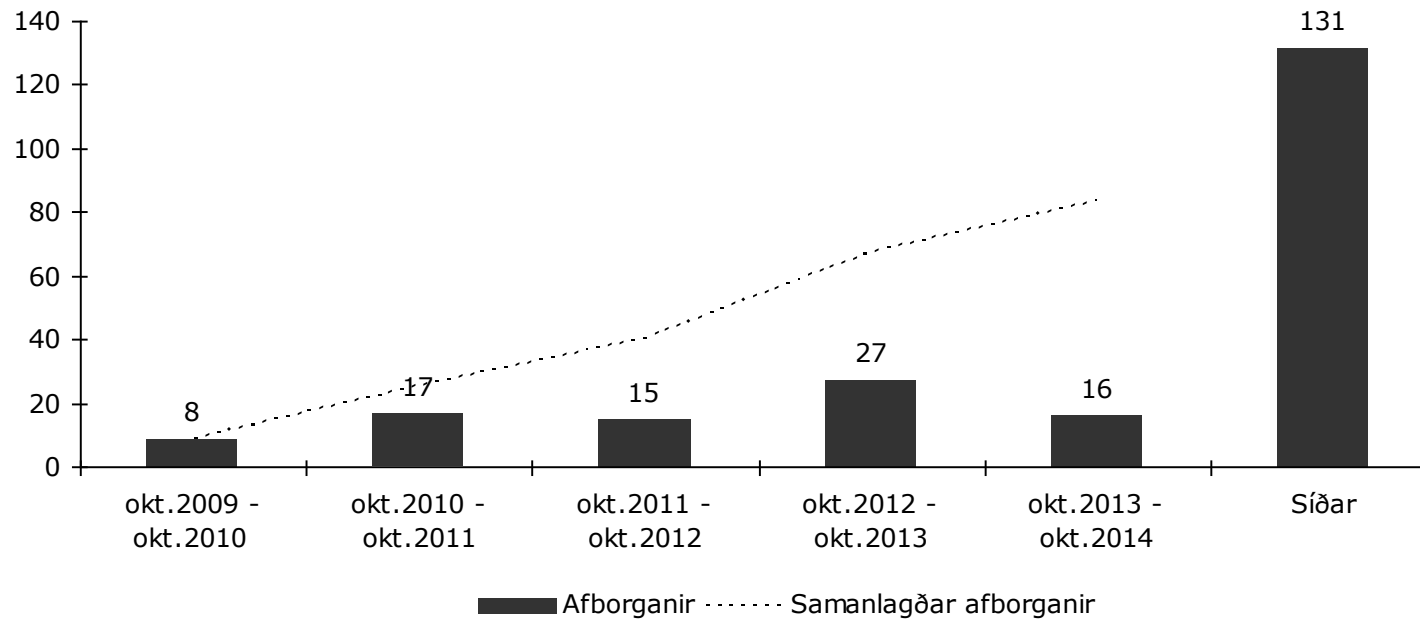
afkoman hefði verið um 3 mö.kr lakari fyrir fyrstu 9 mánuði þessa árs ef meðal vaxtakostnaður (breytilegra vaxta) fyrirtækisins hefði verið um 100 punktum hærri en þeir voru á tímabilinu.

Um 80 ma.kr. af skuldum OR á gjalddaga næstu fimm árin

Samkvæmt síðasta árshlutareikningi OR voru erlend lán fyrirtækisins um 206 ma.kr. og þar að auki voru vaxtaberandi skammtímalán um 19 ma.kr. (innlend lán í krónum). Þessi lán hafa hins vegar fremur langan endurgreiðsluferil. Það er vissulega jákvætt að stórt hlutfall skulda OR er á gjalddaga eftir árið 2014 sem gefur ákveðið svigrúm til að greiða úr stöðunni á þessum tíma. Samt sem áður verður ekki litið framhjá því að um þriðjungur skulda fyrirtækisins er á gjalddaga næstu fimm árin eða um 80 ma.kr. (m.v. óbreytt gengi krónunnar).

ma.kr

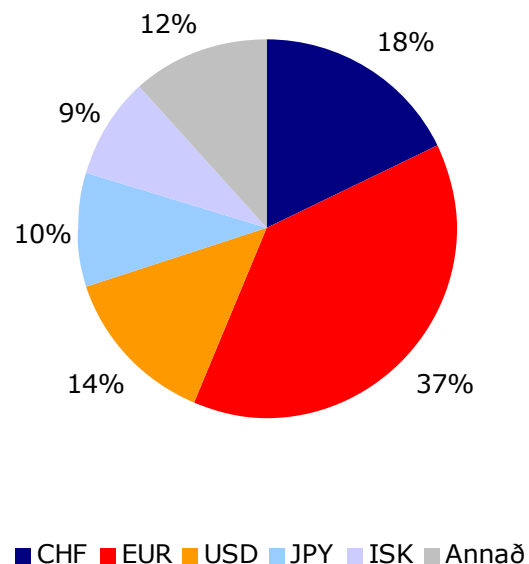
Endurgreiðsluferill erlendra langtímalána OR



Endurfjármögnun. Eftir atburði síðustu missera er OR nú með lánshæfiseinkunn í ruslflokki sem vekur upp spurningar um hæfi fyrirtækisins til endurfjármögnunar eldri lána samhliða mjög lágri eiginfjárstöðu. Takist fyrirtækinu að endurfjármagna skuldbindingar næstu fimm ára blasa þó við umtalsvert lakari kjör á lánasamningum sem mun koma niður á fjárhagslegri heilsu fyrirtækisins.

Lausafjárstaða. Hér ber einnig að nefna lánsheimildir og opna lánalínu sem OR átti upp á samtals 3,8 ma.kr skv. síðasta árshlutareikning fyrirtækisins. Á sama tíma var handbært fé fyrirtækisins um 700 millj. kr. - komi til einhverja lausafjárvandræða ætti OR því að geta bjargað sér til skemmri tíma, að því gefnu að lánalínurnar haldist opnar. Að auki má ekki gleyma ábyrgð eigenda OR á lánum fyrirtækisins, en Reykjavíkurborg stendur þrátt fyrir allt fremur styrkum fótum með fremur litla skuldsetningu.

Skipting vaxtaberandi skulda OR eftir myntum



Um 30% af erlendum skuldum OR eru í svissneskum frönkum (CHF) og japönskum jenum (JPY) eða um 60 ma.kr. Svo miklar skuldir í þessum lágvaxtamýntum verður að lýsa ákveðinni áhættutöku hjá fyrirtækinu. Að sama skapi er um 40% af erlendum skuldum Orkuveitunnar í evrum (EUR) á meðan erlendar tekjur fyrirtækisins (raforkusölusamningar tengdir álverði) eru í dollurum (USD). En í því samhengi er rétt að benda á gengispróun EUR/USD hefur verið Orkuveitunni afar óhagstæð síðustu misseri.

Frekari fjárfestingar?

Áætlaður rekstrarhagnaður fyrir fjármagnsliði og afskriftir (EBITDA) er um 12 ma. kr. fyrir þetta ár, en afborganir langtíma lána um 7 ma. króna. Nú þegar hefur OR greitt um 4 ma.kr. í vaxtagjöld það sem af er ári og því ljóst að reksturinn skilur ekki mikið eftir þegar fjármagnskostnaði hefur verið mætt. Þegar komið er

fram á næsta ár (og í framhaldi) munu afborganir af lánum þyngjast ásamt því að vaxtagreiðslur af útistandandi lánum munu væntanlega aukast verulega.

Hvernig félagið hyggst klóra sig út úr þessari erfiðu stöðu hlýtur að stóru leyti að ráðast af því hversu hratt OR tekst að auka tekjur sínar, t.a.m. með hækkun gjaldskrár til smásölu eða með nýju eiginfjárframlagi frá eigendum þess (sem er kannski ólíklegt). Einnig mun hækkun álverðs hafa jákvæð áhrif á tekjustreymi félagsins. Að okkar mati er rúm OR til nýfjárfestinga afar þröngt, nema með aukinni lántöku sem er kannski ekki æskileg hjá svo skuldsettu fyrirtæki sem Orkuveitan nú þegar er. Þó gætu einstök verkefni verið fjármögnuð sérstaklega (verkefnafjármögnun) en ekki verður farið út í þá sálma hér. Einnig teljum við svigrúm OR til arðgreiðslna takmarkað m.v. núverandi stöðu og yrði það að teljast frekar óeðlilegt ef til þeirra kæmi á sama tíma og skuldsett einkafyrirtæki eru að auka hlutfé sitt og vinna að frekari endurskipulagningu.

Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6964
Þórhallur Ásbjörnsson	thorhallur.asbjornsson@arionbanki.is	444-6967

Ábyrgðarmaður: Ásgeir Jónsson

Fyrirvari

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar markaðspunktar eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankapjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is

