

Markaðspunktur í dag:

- Álverð og Landsvirkjun

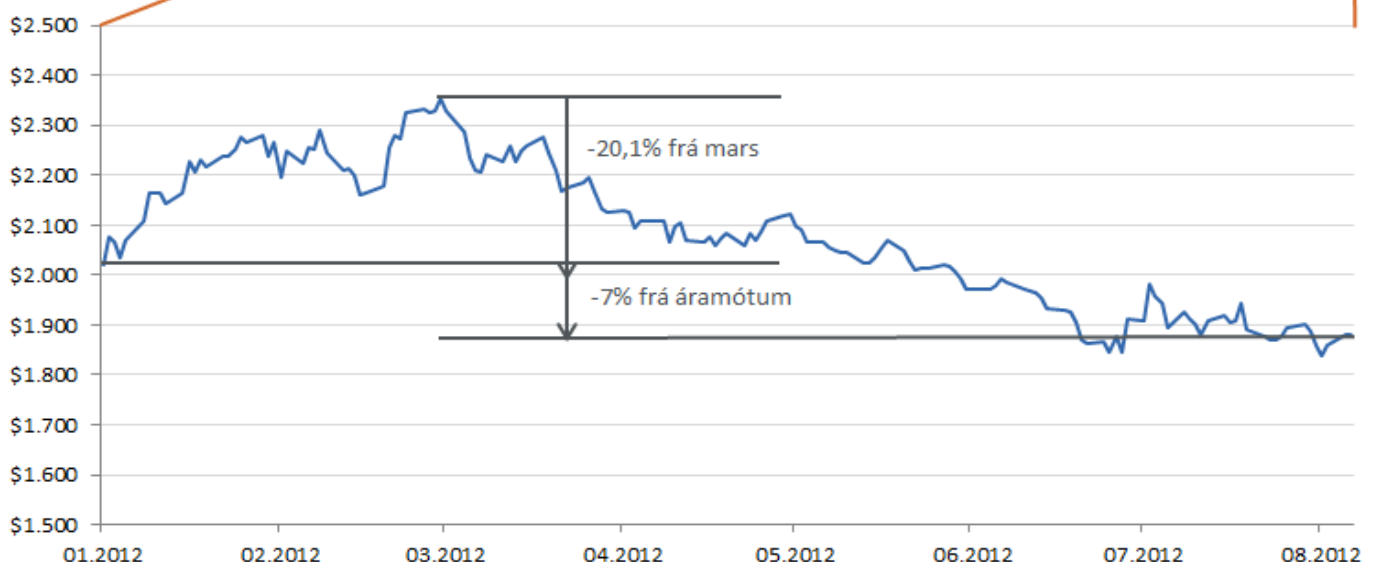
Álverð og Landsvirkjun

Álverð hefur farið nokkuð hratt lækkandi undanfarna mánuði og stendur nú í innan við \$1900/tonn. Það er um 20% lægra en það var þegar ál var hvað dýrast í byrjun mars (\$2353/tonn) og hefur lækkað um 7% frá áramótum (úr \$2020/tonn).

Verð á 3 mánaða samningum á London Metal Exchange frá 2002
-verð í dollurum pr. tonn af áli



Verð á 3 mánaða samningum á London Metal Exchange frá ársbyrjun
- verð í dollurum pr. tonn af áli



Þetta skýrist einkum af bakslagi í efnahagsbata Vesturlanda og veikari eftirspurn í Asíu en fyrirséð var, en álverð er tiltölulega næmt fyrir hagsveiflunni eins og sést á miklum verðhækkunum á þensluárunum og samsvarandi verðfalli á árinu 2008.

Verðfallið nú er ekki sérstaklega mikið í sögulegu samhengi, né heldur er álverð sérstaklega lágt, þótt það sé lítið eitt undir meðalverði síðustu tíu ára. Það er engu að síður fróðlegt að beina sjónum að því hvaða áhrif hreyfingar á álmarkaði gætu haft á afkomu stærsta orkufyrirtækis landsins, Landsvirkjunar.

Markaðsáhætta orkufyrirtækja

Landsvirkjun tiltekur þrenns konar markaðsáhattu sem steðjar að félaginu; álverðsáhattu, sem fólgin er í raforkusamningum sem tengdir eru við álverð; vaxtaáhattu vegna lána fyrirtækisins og gjaldmiðlaáhattu vegna hvort tveggja skulda félagsins í erlendri mynt og sjóðstreymi þess (orkusamningar gerðir upp í dollurum).

Hér verður gerð tilraun til að lýsa helstu áhrifum breytinga á álverði, annarsvegar á sjóðstreymi vegna raforkusamninga við álframleiðendur og hinsvegar á virði álafleiða (bæði innbyggðra afleiða í raforkusamningum og áhættuvarna).

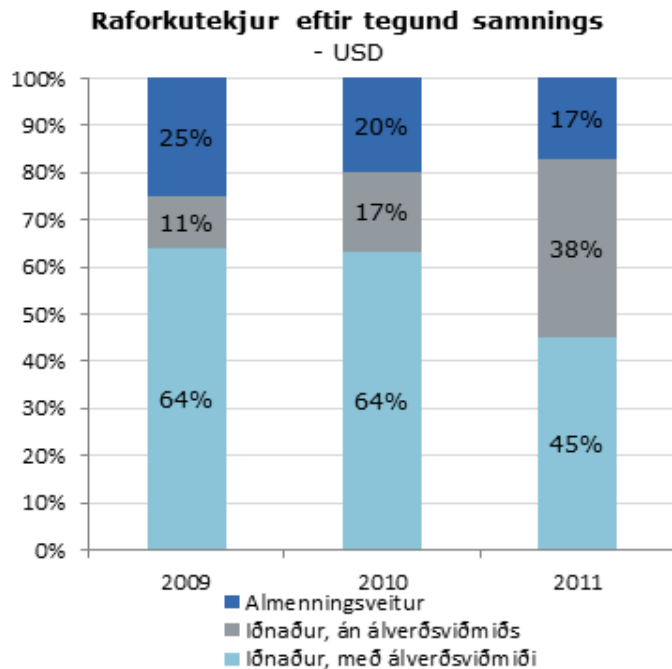
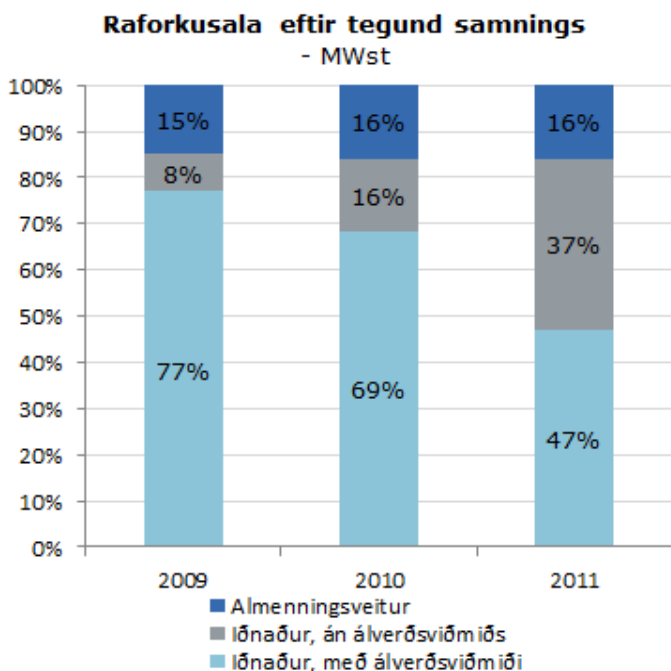
1. Áhrif á rekstrartekjur vegna raforkusölu

Eftir að leiðrétt hefur verið fyrir seldu magni, þá skýra breytingar í álverði um 97% allra frávika í tekjum Landsvirkjunar vegna raforkusölu síðustu tíu ár. Hækkun/lækkun meðalverðs áls um einn dollar yfir heilt ár jók/minnkaði tekjur Landsvirkjunar af raforkusölu um USD 86,1-110,8 þúsund árlega á tímabilinu. Sú upphæð hefur að öllum líkindum lækkað um allt að 30-40% frá árinu 2011, þar sem dregið hefur verið úr álverðstengingu stórra raforkusamninga (sjá næstu mynd fyrir neðan).

Þar er um bein áhrif á sjóðstreymi fyrirtækisins að ræða, ólíkt gangvirðisbreytingum á ákveðnum afleiðum eins og fjallað verður um hér að neðan. Áhættuvarnir dekkuðu um 60% breytinga á áætluðu sjóðstreymi vegna álverðs í upphafi árs.

2. Áhrif á afleiður

Með nokkurri einföldun má segja að tvenns konar álverðsafleiður séu færðar í bækur Landsvirkjunar; annarsvegar innbyggðar afleiður vegna þess hluta raforkukaupa- og sölusamninga fyrirtækisins sem eru tengdir álverði, og hinsvegar áhættuvarnir sem fyrirtækið kaupir sérstaklega í þeim tilgangi að stuðla að stöðugleika í sjóðstreymi fyrirtækisins.



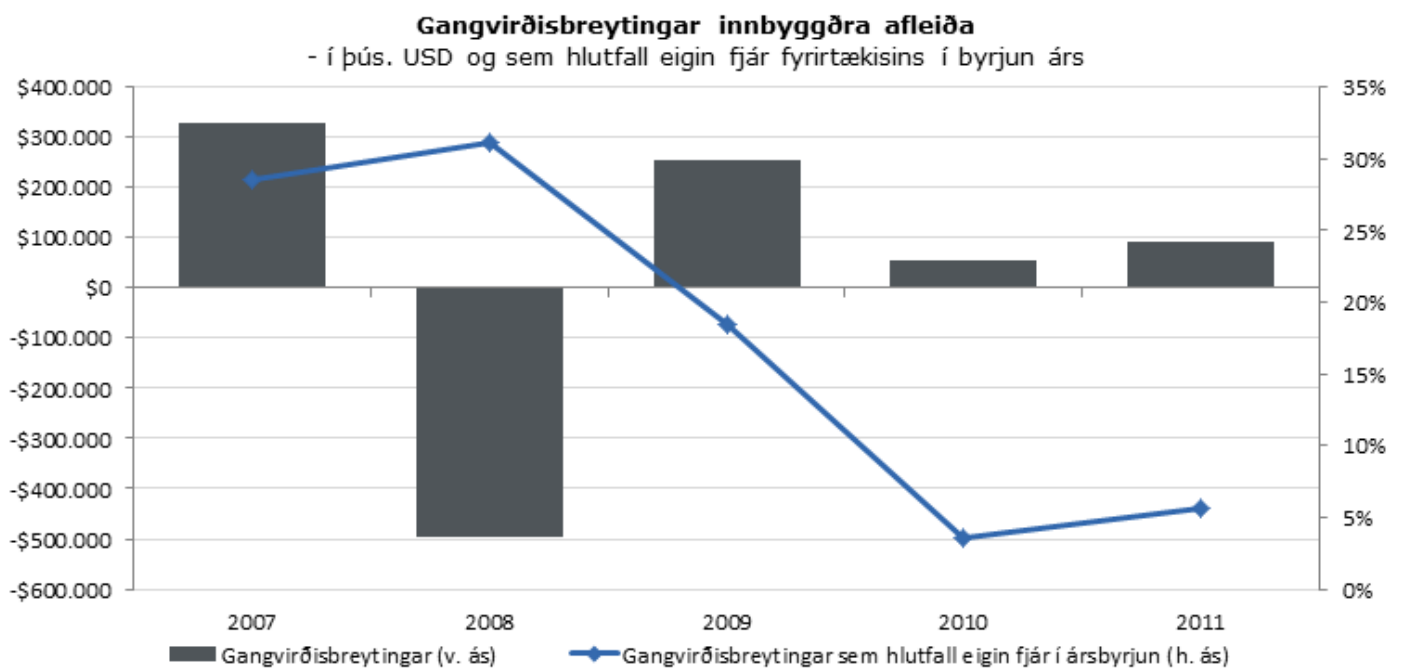
Eins og sjá má á myndinni hér að ofan hefur Landsvirkjun dregið markvisst úr álverðstengingu í samningum sínum og samið verðtryggt í dollurum í staðinn, en tæpur helmingur söluverðmætis orku Landsvirkjunar er nú tengdur álverði beint.

Innbyggðar afleiður

Gangvirði innbyggðu afleiðanna var nettó um síðustu áramót USD 274,2 m., sem er öllu minna en mest var árið 2007 þegar virði innbyggðu afleiðanna var metið á USD 665 milljónir. Í ársskýrslu Landsvirkjunar er ekki gefið upp í smáatriðum hvernig breytingar á gangvirði eru reiknaðar, en þar sem um alþjóðlega staðla er að ræða má búast við að útreikningarnir séu sambærilegir og hjá Orkuveitu Reykjavíkur. OR gengur út frá því að gangvirðið sé jafnt væntu núvirtu greiðsluflæði (álhluta) orkukaupasamninga á uppgjörssdegi. Landsvirkjun miðar þar við framvirkt verð á áli til næstu 123 mánaða í mesta lagi.

Frá núvirtu greiðsluflæði á uppgjörssdegi er dregið vænt núvirt greiðsluflæði samnings á uppgjörssdegi miðað við forsendur um álverð sem lágu til grundvallar á upphafsdegi samnings. Mismunurinn er gangvirðisbreyting afleiðunnar. Gengið er út frá því að afleiðan hafi ekkert virði á upphafsdegi samnings.

Upp- og niðurfærslur þessara innbyggðu álafleiða hafa numið verulegum fjárhæðum og jafnan verið hærri en hagnaður af hefðbundnum rekstri og jafnvel haft úrslitaáhrif um bókfærða afkomu fyrirtækisins undanfarinn hálfan áratug.



Heimild: Landsvirkjun og greiningardeild

Þótt augljóst sé af myndinni hér að ofan að álverð ræður miklu um bókfærðan hagnað/tap fyrirtækisins í gegnum breytingar á virðismati innbyggðu afleiðanna má staldra við og spyrja hvaða þýðingu þær hafa í raun fyrir rekstur og framtíðarhorfur fyrirtækisins.

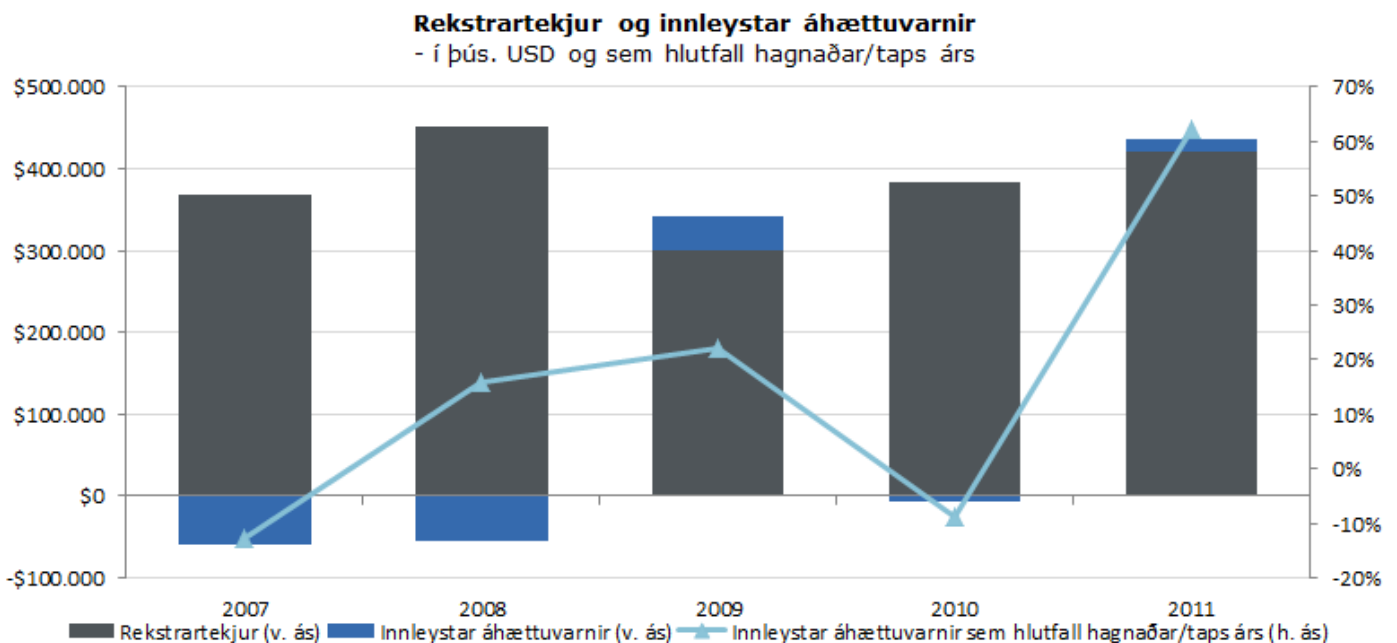
- Í fyrsta lagi er ljóst að virðismatið endurspeglar punktstöðu álverðs og framvirku álverðskúrvunnar eins og hún lítur út þegar útreikningar eru framkvæmdir, en álverð er sveiflukennt og því síst á vísan að róa að núvirt greiðsluflæði álverðshluta áltengdra samninga verði nærri gangvirði afleiðunnar þegar upp er staðið. Innbyggðu álafleiðurnar segja því ekki nema takmarkaða sögu um framtíðarhorfur.
- Í öðru lagi segja innbyggðu afleiðurnar ekkert um sjóðstreymi ársins og segja þ.a.l. lítið um rekstrarafkomuna.
- Í þriðja lagi eru samningarnir ekki markaðshæfar eignir eins og hefðbundnir afleiðusamningar, svo ekki er hægt að gera þá upp fyrir bókfært verð á hverjum tíma, og innleysa þannig af þeim

hagnað.

- Í fjórða lagi er engu að síður ljóst að vegna áhrifanna á bókfærða afkomu félagsins hafa gangvirðisbreytingar áhrif á eigið fé, arðsemi eigin fjár og aðrar bókhaldslegar stærðir.

Áhættuvarnir

Eins og áður sagði hefur Landsvirkjun jafnframt gert afleiðusamninga sem ætlað er að treysta tekjugrundvöll fyrirtækisins og draga úr sveiflum sem hljóttast af breytingum á álverði, en þeir fela yfirleitt í sér að álverð er fest á ákveðnu bili. Það merkir að félagið verður af tekjum ef álverð hækkar, en tryggir betra sjóðstreymi ef álverð lækkar. Undanfarin fimm ár hafa innleystar áhættuvarnir verið allt frá gjaldfærslu upp á tæplega USD 60 m. til tekjufærslu upp á rúmlega USD 42 m.



Heimild: Landsvirkjun og greiningardeild

Þessar afleiður eru í eðli sínu ólíkar hinum fyrri, þar sem hægt er að gera þær upp og innleysa af þeim hagnað/tap sem kemur fram í sjóðstreymi fyrirtækisins. Eins og sjá má á myndinni hér að ofan hafa þær að einhverju leyti jafnað út sveiflur í rekstrartekjum fyrirtækisins sem af álverðsveiflum hljóttast.

Álvarnir fyrirtækisins voru um 60% af áætluðu sjóðstreymi ársins 2012 í ársbyrjun, en minniháttar fyrir árin 2013 og 2014. Gangvirði þeirra var jákvætt um USD 23,9 m. í upphafi árs.

Í meðfylgjandi töflum má sjá hvaða áhrif breytingar á álverði frá síðustu áramótum hafa við mismunandi vöxtum á **gangvirði innbyggðra afleiða** annarsvegar og **gangvirði álvarna** hinsvegar. Þær gefa einhverja hugmynd um þær gjaldfærslur sem von er á miðað við óbreytt álverð, og þær tekjur sem hægt verður að innleysa á móti minnkandi tekjum af raforkusölu.

Breytingar á gangvirði innbyggðra afleiða

- m.v. breytingar á álverði og vöxtum

		Álverð		
		-10%	0%	10%
Vextir	-1%	\$ -119.403	\$ 15.770	\$ 151.001
	0%	\$ -128.037	-	\$ 128.515
	1%	\$ -136.522	\$ -14.868	\$ 107.325

Breytingar á gangvirði álvarna

- m.v. breytingar á álverði og vöxtum

		Álverð		
		-10%	0%	10%
Vextir	-1%	\$ 6.737	\$ 136	\$ -7.252
	0%	\$ 6.553	-	\$ -7.332
	1%	\$ 6.372	\$ -134	\$ -7.410

Heimild: Landsvirkjun, tölur í þús. USD

Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Davíð Stefánsson	david.stefansson@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hafsteinn Hauksson	hafsteinn.hauksson@arionbanki.is	444-6993
Stefán Broddi Guðjónsson	stefan.gudjonsson@arionbanki.is	444-6959
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973

Ábyrgðarmaður: Ásdís Kristjánsdóttir

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 fjárfestingabankaþjónustu.

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