

# Orkuveita Reykjavíkur

Greining og mat á lánshæfi

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

Heildareinkunn: i.A3  
Grunneinkunn: i.BBB2  
Horfur: Stöðugar  
Breyting: Hækkun heildareinkunnar úr i.BBB1

Fjárhagur (ma. ISK)	2013	2013E
Tekjur	39,2	38,8
EBITDA	26,1	25,4
EBIT	17,2	16,2
Hreinn hagnaður	3,3	6,3
Eignir samtals	283,1	276,2
Eigið fé samtals	81,0	65,7
Skuldir samtals	202,1	210,6
Eiginfjárlutfall	28,6%	23,8%
Vxt. br. sk.	194,9	206,6
Lausafjárlutfall	0,6	0,5

	2013	2013E
Vxt. br. sk. / EBITDA	7,1	8,1
Vxt. br. sk. / Tekjur	5,0	5,3
Vxt. br. sk. / Hb. fé frá rekstri	9,7	10,1
EBITDA / Vaxtagjöld	4,1	3,7
EBIT / Vaxtagjöld	2,7	2,4
(Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) / gr. vextir	5,0	4,5

Samanburður við áætlun  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

## Greinendur og matsnefnd

Oddgeir Ottesen  
Ólafur Ásgeirsson

## Niðurstaða

Mat Reitunar á lánshæfi Orkuveitunnar er **i.A3 með stöðugum horfum. Lánshæfismatið hefur því hækkað um einn flokk, úr i.BBB1 í i.A3. Vel hefur gengið að ná markmiðum Plansins og er staða þess nú umfram áætlun. Þrátt fyrir batnandi fjárhagsstöðu og minni áhættu vinnur félagið að áframhaldandi aðgerðum til aukins fjárhagslegs svigrúms. Lánshæfi Orkuveitunnar ætti að styrkjast samhliða.**

Lánshæfismat Reitunar byggir á innlendu mati en ekki alþjóðlegu mati og því er i. fyrir framan einkunnarbókstafina. Alþjóðlegt mat miðar einkunn út frá besta alþjóðlega lántakandanum og áhættu eins og hún horfir við alþjóðalegum fjárfestum, en innlent mat miðar við besta innlenda lántakann, þ.e. ríkissjóð og áhættu eins og hún horfir við innlendum fjárfestum. Viðmiðunareinkunn besta innlenda lántakans, ríkissjóðs, er i.AAA.

## Aukið fjárhagslegt svigrúm

Áætlanir Orkuveitunnar sem og þau markmið sem sett voru með Planinu hafa gengið eftir og gott betur. Samhliða hefur félagið unnið í að bæta aðgengi að lausafé. Sjóðstreymi félagsins ásamt handbæru fé mun að öðru óbreyttu duga fyrir skuldbindingum á næstu árum. Orkuveitan er til viðbótar með lánalínur sem hún getur gripið til ef á þarf að halda og er því mikilvægt öryggisnet fyrir félagið. Markaðsáhætta félagsins hefur minnkað með kaupum á áhættuvörnum. Uppgjörsmýnt Orku náttúrunnar, dótturfélag Orkuveitu Reykjavíkur, sem stofnað var um áramótin verður bandarískir dalir. Breyting á uppgjörsmýnt mun draga úr sveiflum í bókhaldlegum hagnaði og eigin fé. Breyting á uppgjörsmýnt hefur hins vegar ekki áhrif á sjóðstreymi og líkur á greiðslufalli. Skuldastaða er enn of há og markaðsáhætta félagsins er enn of mikil. Slæm sviðsmynd sem fælist í veikingu krónu og lækkanði álverði gæti komið þungt niður á bæði sjóðstreymi og eigin fé félagsins.

Áhrifin hafa hinsvegar farið minnkandi á hverju misseri og unnið er að áframhaldandi lækkun áhættu. Mikilvægt er því að Orkuveitan haldi áfram á þeirri braut sem hún vinnur effir til að draga úr markaðsáhættu.

Rekstraráhætta virkjana er einnig 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 gæti minnkað.

Orkufyrirtækjum líkt og Orkuveitunni er því mikilvægt að hafa sterka fjárhagsstöðu sem gefur nauðsynlegt svigrúm til að mæta óvæntum aðstæðum og nýfjárfestingum. Orkuveitan hefur náð góðum árangri í þá átt á undanförunum árum. Svigrúmið er þó enn of lítið að mati Reitunar en áætlanir benda til þess að félagið nálgist þá stöðu með hverju árinu sem líður og að innan 3-5 ára ætti þeim áfanga að vera náð.

### Sterkur rekstur

Með hækkun gjaldskrár og minni rekstrarkostnaði hefur orðið viðsnúningur í rekstri Orkuveitunnar undanfarin ár og er grunnrekstur félagsins sterkur. Gjaldskrá félagsins hefur verið hækkuð og er nú vísitölutengd og er ákvæði þess efnis að finna í lánasamningum félagsins. Auk gjaldskrárhækkunar hefur markvist verið dregið úr rekstrarkostnaði en lækkun hans nemur 3,3 mö.kr. frá 2011-2014H1. EBITDA framlegð félagsins 2013 var góð og nam 66,5%.

### Planið umfram áætlun

Vel hefur gengið að fylgja effir aðgerðaráætlun Orkuveitunnar, Planið, sem lagt var af stað með effir aðkomu eigenda félagsins að fjárhagsskipan þess á árinu 2011. Áætlanir hafa gengið effir og gott betur, að meðtalinni sölu eigna. Í lok mars 2014 var uppsafnaður heildarárangur Plansins 46,2 ma.kr. sem er 6,4 ma.kr. umfram sett markmið.

### Viðhaldsfjárfestingar

Áætlanir félagsins gera ráð fyrir litlum viðhaldsfjárfestingum og að eingöngu verði ráðist í nauðsynlegt viðhald. Tækjakostur Orkuveitunnar er að miklu leyti nýlegur og ætti því að þola tímabundinn samdrátt viðhaldskostnaðar. Samdráttur í viðhaldi getur þó ekki varað til lengri tíma. Áætlun Plansins gerir ráð fyrir lækkun um 15 ma.kr. frá 2011-2016. Mögulega mun þessi lækkun ganga til baka að einhverju leyti effir þann tíma en hvort sem það gerist eða ekki að þá mun félagið vera vel í stakk búið til að mæta því gangi áætlanir effir.

Orkuveitan hefur sýnt á trúverðugan hátt að félagið hefur getu og vilja til að fylgja effir þeim áætlunum sem gerðar voru árið 2011.

### Lausafjárstaða

Veltufjárlutfall félagsins í árslok 2013 var 0,59 og hefur því batnað frá síðustu áramótum þegar það var 0,53. Að teknu tilliti til ónýttra lánalína og sölu á HS Veitum, sem gengið var frá fyrr á árinu, væri hlutfallið 1,0. Bætt hlutfall má að

#### Styrkleikar

Stöðugt og sterkt sjóðstreymi  
Sterk markaðsstaða  
Meirihluti tekna vegna sérleyfisrekstrar  
Langur líffimi eigna  
Lítil vaxtaáhætta

#### Veikleikar

Mikil skuldsetning  
Mikil gengisáhætta  
Nokkuð þröng lausafjárstaða

miklu leyti rekja til eignasölu og lægri skammtímaskulda vegna lægri næsta árs afborgana vaxtaberandi skulda.

### Skuldir minnka

Eiginfjárlutfall Orkuveitunnar var 28% í árslok og vaxtaberandi skuldir námu 194,9 mö.kr. Rúmlega 80% af tekjum félagsins eru í íslenskum krónum en tæplega 80% skulda félagsins eru í erlendum myntum og því er gengisáhætta veruleg. Félagið hefur gert varnarsamninga til að draga úr áhættu og vinnur áfram að því markmiði.

Samkvæmt Planinu mun félagið skila jákvæðu handbæru fé eftir fjárfestingar næstu árin og verður það nýtt til niðurgreiðslu skulda. Gangi áætlanir Orkuveitunnar eftir mun félagið ekki þurfa að endurfjármagna lán sín nema að litlu leyti. Sem hlutfall af rekstrarhagnaði fyrir afskriftir (e. EBITDA) fara skuldirnar lækkandi, m.a. vegna aukinnar hagræðingar í rekstri félagsins og frestun fjárfestinga. Ef áætlun félagsins gengur eftir mun Orkuveitan greiða niður 38,3% af skuldum sínum á tímabilinu 2014 til 2019 og munu skuldir félagsins þá nema 117,2 mö.kr.

### Markaðsáhætta

Þrátt fyrir sterkan grunnrekstur Orkuveitunnar er félagið enn viðkvæmt fyrir atburðum í ytra umhverfi sínu þar sem opin markaðsáhætta er töluverð í reikningum þess þrátt fyrir að dregið hafi úr henni.

Gjaldeyrisjöfnuður samstæðu Orkuveitunnar, að teknu tilliti til varna, hefur tekið miklum breytingum undanfarið og þá sérstaklega vegna uppskiptingarinnar. Um áramótin var hann neikvæður um 121 ma.kr. í árslok sem er um 23 ma.kr. lækkun frá áramótum 2012. Við uppskiptinguna kemur inn sem eignarliður í USD 107 ma.kr., sem áður var í krónum, sem lækkar neikvæðan gjaldeyrisjöfnuð samstæðunnar niður í um 14 ma.kr.

Varin gjaldeyrisstaða sjóðstreymis nemur 71% fyrir árið 2014 en nam 21% á árinu 2009. Mikið ójafnvægi í tekjum og gjöldum (ásamt afborgunum) eftir myntum hefur almennt neikvæð áhrif á lánshæfismat. Félagið þarf því áfram að kaupa gjaldeyri til að standa við afborganir lán þar sem erlendar tekjur duga ekki. Það er því ekki sjálfbært um útvegum gjaldeyris fyrir afborgunum. Þrátt fyrir að hafa aukið varnir sínar gegn gengisbreytingum er það því mat Reitunar að félagið sé enn viðkvæmt fyrir veikingu í gengi krónunnar.

### Dregið hefur úr vaxtaáhættu

Orkuveitan hefur dregið úr vaxtaáhættu 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. Yfir 90% af skuldum með breytilega vexti hafa verið festir með skiptasamningum til eins árs og um 70% til nokkurra ára. Vaxtaáhætta til næstu ára er því takmörkuð. Þessi breyting hefur jákvæð áhrif á lánshæfismat félagsins.

### Dregið hefur úr álverðsáhættu

Félagið hefur aukið varnir sínar gegn álverðsbreytingum á síðastliðnum árum. Félagið var algjörlega óvarið gegn breytingum á álverði árið 2009 en er nú tæplega 70% varið fyrir flökti í álverði á árinu 2014 og tæplega 40% 2015.

### Uppskipting Orkuveitunnar

Reitun hefur skoðað og metið áhrif uppskiptingar á Orkuveituna. Aðskilnaður starfseminnar í samkeppnisrekstur og sérleyfisrekstur hefur ekki bein áhrif á lánshæfismat að svo stöddu þrátt fyrir nýja uppgjörsmýnt Orku náttúrunnar og þeim jákvæðu áhrifum sem það hefur á stöðuleika í afkomu, þar sem uppskiptingin hefur ekki áhrif á sjóðstreymi Orkuveitunnar.

### Öflugir bakhjarlar

Eigendur Orkuveitunnar 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 lánardrottna. 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 Orkuveitunnar 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.

### Forsendur til hækkunar og lækkunar

Forsendur til **hækkunar** einkunnar myndast ef fjárhagsstaða félagsins batnar enn frekar, skuldir lækka og áhætta minnkar. Jafnframt myndi hækkun á lánshæfismati Reykjavíkurborgar hækka heildareinkunn Orkuveitunnar.

Forsendur til **lækkunar** einkunnar myndast ef Planið gengi ekki eftir, félagið missti þær lánalínur sem það er með nú eða óvæntir atburðir gerðust varðandi almennan rekstur félagsins. Verulega neikvæðar breytingar á í efnahagsmálum eða á markaði s.s. umtalsverð veiking krónunnar myndu einnig vera neikvæðar fyrir lánshæfi Orkuveitunnar.

## Efnisyfirlit

<b>Niðurstaða</b> .....	<b>1</b>
Aukið fjárhagslegt svigrúm.....	1
Sterkur rekstur .....	2
Planið umfram áætlun .....	2
Lausafjárstaða.....	2
Skuldir minnka.....	3
Markaðsáhætta .....	3
Uppskipting Orkuveitunnar .....	4
Öflugir bakhjarlar .....	4
Forsendur til hækkunar og lækkunar .....	4
<b>Inngangur</b> .....	<b>6</b>
<b>Starfsemi Orkuveitunnar</b> .....	<b>7</b>
Vöxtur.....	7
Virkjanir .....	7
<b>GREINING Á LÁNSHÆFI ORKUVEITU REYKJAVÍKUR</b> .....	<b>9</b>
<b>I. Umhverfi og samkeppni</b> .....	<b>9</b>
Stærð og samkeppni .....	9
Umhverfi .....	9
<b>II. Viðskiptalíkan og sjóðstreymi</b> .....	<b>10</b>
Vöruframboð og viðskiptavinir .....	10
Planið .....	10
Viðhaldspörf .....	11
Fjárfestingarpörf og áætlanir .....	12
<b>III. Áhættu- og fjármálastefna</b> .....	<b>13</b>
Rekstraráhætta.....	13
Lausafjárstaða.....	13
Skuldastaða .....	14
Áætlun við lánsfjárpörf og niðurgreiðsla skulda.....	15
Ábyrgðir eigenda .....	16
Lánaskilmálar.....	16
Gengisáhætta .....	16
Vaxtaáhætta .....	18
Álverðisáhætta .....	19
<b>IV. Fjármál og kennitölur</b> .....	<b>20</b>
.....	20
Uppgjör í takt við áætlanir .....	20
Virðisrýrnunarpróf .....	21
Kennitölur .....	21
<b>Viðauki I</b> .....	<b>22</b>
Lykiltölur úr rekstri.....	22
<b>FYRIRVARAR</b> .....	<b>23</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.

Á árinu 2011 var lagt af stað með aðgerðaráætlunina Planið eftir aðkomu eigenda félagsins að fjárhagsskipan þess. Planið gerir ráð fyrir ýmsum hagræðingaraðgerðum, gjaldskrárhækkunum, lækkun og frestun fjárfestinga ásamt eignasölu. Í ljósi aðstæðna telur Reitun framgang Plansins mikilvægan þátt við mat á lánshæfi félagsins. Þar af leiðandi vegur umfjöllun um það töluvert í skýrslunni en uppbygging hennar er að öðru leyti í samræmi við þætti matsgrindar orkufyrirtækja.

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 hærrí en grunneinkunn.

## Starfsemi Orkuveitunnar

Orkuveita Reykjavíkur er í eigu Reykjavíkurborgar (93,539%), Akraneskaupstaðar (5,528%) og Borgarbyggðar (0,933%). Forstjóri Orkuveitunnar er Bjarni Bjarnason og framkvæmdastjórar móðurfélagsins eru þrír; Hildigunnur H. Thorsteinsson, Ingvar Stefánsson og Skúli Skúlason. Auk þess eru framkvæmdastjórar dótturfélaga þrír; Birgir Rafn Bráinsson, Inga Dóra Hrólfsdóttir og Páll Erlend.

## Vöxtur

Orkuveita Reykjavíkur er orkuframleiðslu- og veitufyrirtæki. Félagið rekur stærstu dreifiveitu á Íslandi og yfir 70% 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 Orkuveitunni 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 sameignarfyrirtækis um Orkuveitu Reykjavíkur. Árið 2006 tók Orkuveitan yfir fráveitukerfi eigenda sinna. Á tímabilinu 2000-2007 keypti Orkuveitan smærri veitur á starfssvæði sínu.

## Virkjanir

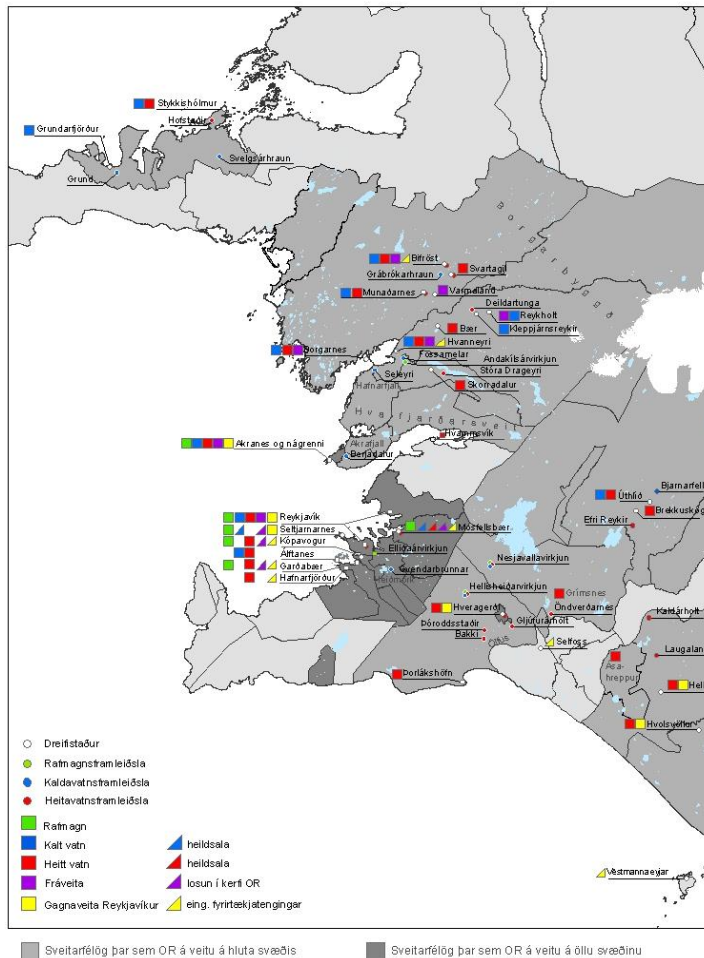
Orkuveitan rekur stærstu jarðhitaveitu í heimi (Nesjavallavirkjun) og 16 smærri veitur, frá Hvolsvelli í austri til Grundarfjarðar í vestri. Nesjavallavirkjun hóf framleiðslu varmaorku árið 1990 og er í dag með uppsett 300 MW afl fyrir varmaorku. Frá árinu 1996 hefur Nesjavallavirkjun verið nýtt til rafmagnsframleiðslu samhliða heitavatnsframleiðslunni og er uppsett afl virkjunarinnar 120 MW. Auk þess rekur Orkuveitan tvær vatnsaflsvirkjanir með uppsett afl 11,4 MW. Hellisheiðarvirkjun hóf raforkuframleiðslu árið 2006.

Orkuveita Reykjavíkur framleiðir og selur rafmagn til heimila og fyrirtækja. Auk þess kaupir félagið raforku í heildsölu af Landsvirkjun á samkeppnismarkaði og selur í smásölu. Orkuveitan 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. Orkuveitan á fráveitur í sjö misstórum byggðarlögum og rekur dælustöðvar fyrir tvö sveitarfélög til viðbótar. Alls þjónar Orkuveitan liðlega helmingi þjóðarinnar í fráveitumálum. Tafla 1 sýnir yfirlit virkjana Orkuveitu Reykjavíkur.

Mynd 1: Starfssvæði Orkuveitur Reykjavíkur

VEITUSVÆÐI ORKUVEITUNNAR OG DÓTTURFYRIRTÆKJA

Febrúar 2012



Tafla 1: Yfirlit yfir virkjanir Orkuveitunnar

Virkjanir	Uppsett afl	
	Raforka	Varmaorka
Jarðvarmavirkjanir		
Nesjavallavirkjun	120 MW	300 MW
Hellisheiðarvirkjun	303 MW	133 MW
Samtals jarðvarmavirkjanir	423 MW	433 MW
Vatnsaflsvirkjanir		
Elliðaárvirkjun	3,2 MW	-
Andakílsárvirkjun	8,2 MW	-
Samtals vatnsaflsvirkjanir	11,4 MW	-
Lághitasvæði	-	600 MW
<b>Samtals</b>	<b>434,4 MW</b>	<b>1.033 MW</b>



## Greining á lánshæfi Orkuveitu Reykjavíkur

### I. Umhverfi og samkeppni

Við mat á lánshæfi eru stærð og fjárhagslegur styrkleiki mikilvægir þættir hjá orkufyrirtækjum á samkeppnismarkaði. Það er Orkuveitunni 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

Orkuveitan er mikilvægt þjónustufyrirtæki fyrir meirihluta landsmanna og er eitt af eignamestu fyrirtækjum landsins. Bókfærðar eignir námu 283,1 ma.kr. í árslok 2013.

Þriðjungur starfsemi Orkuveitunnar 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 Orkuveitunnar 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

Orkuveitan 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 Orkuveitunnar í erlendum myntum nema 78% af heildarskuldum en mikill meirihluti tekna er í íslenskum krónum og er félagið þar af leiðandi viðkvæmt fyrir sveiflum í gengi krónunnar. Rekstur Orkuveitunnar er að hluta háður sveiflum í álverði í tengslum við langtímasamninga við álfyrirtæki þar sem verð á raforku er tengt heimsmarkaðsverði á áli. Félagið notar afleiðusamninga til að verja afkomusveifur vegna breytinga á álverði og vöxtum. Nánar er fjallað um áhættuþætti í þriðja hluta skýrslunnar.

Traustur og vel dreifður viðskiptavinahópur Orkuveitunnar tryggir stöðugleika í effirspurn og sjóðstreymi. Þrátt fyrir að þjónusta um 70% 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 Norðurlánda á Grundartanga (16,8% af heildartekjum) dregur að vissu marki úr þeirri áhættu þar sem hann á margan hátt jafngildir erlendri starfsemi. Fleiri sambærilegir samningar drægju 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.

## II. Viðskiptalíkan og sjóðstreymi

Tekjudreifing Orkuveitunnar er góð vegna fjölbreyttrar þjónustu til almennra notenda ásamt langfíma orkusölusamningum til stóriðju. Góð dreifing tekjustofna dregur úr sveiflum í sjóðstreymi og eykur fyrirsjáanleika. Nýfjárfestingar- og viðhaldsþörf orkufyrirtækja getur verið töluverð. Auk öflugs sjóðstreymis krefst mikil nýfjárfestingarþörf eða viðhaldsþörf þess að efnahagsreikningur félagsins sé sterkur. Áætlanir Orkuveitunnar gera hins vegar ekki ráð fyrir nýfjárfestingum og gert er ráð fyrir lítilli viðhaldsþjárfestingu á næstu árum.

### Vöruframboð og viðskiptavinir

Starfsþættir Orkuveitunnar 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.

Veitubátturinn 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. Orkuveitan 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 Orku-veitunnar 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 Orkuveitunnar er Norðurál Grundartangi ehf. Tekjur Orkuveitunnar vegna Norðuráls eru um 6,6 ma.kr. á ári eða um 16,8% af heildartekjum félagsins. Viðskiptavinahópur félagsins er stór en yfir 70% þjóðarinnar er í viðskiptum við Orkuveituna.

Aðeins lítil hluti samninga félagsins er tengdur álverði (16,8%). 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

Vel hefur gengið að fylgja eftir aðgerðaráætlun Orkuveitunnar sem lagt var af stað með eftir aðkomu eigenda félagsins að fjárhagsskipan þess á árinu 2011. Planið gerir ráð fyrir ýmsum hagræðingaraðgerðum, gjaldskrárhækkunum, lækkun og frestun fjárfestinga ásamt eignasölu.

#### Planið umfram áætlun

Frá upphafi hafa áætlanir félagsins gengið eftir eða gengið betur en gert var ráð fyrir. Eftir fyrsta ársfjórðung 2014 var heildarárangur Plansins (2011-2014H1) 45,2 ma.kr. sem er 6,4 ma.kr. umfram sett markmið. Tafla 2 sýnir stöðu Plansins eins og hún var í árslok.

Tafla 2: Staða Plansins 31.03.204, m.kr.

Planið	Planið 2013 - 2014H1	Raun 2013 - 2014H1	Planið 2011-2014H1	Raun 2011-2014H1
Lækkun fjárfestinga í veitukerfum	3.124	3.741	7.847	10.373
Eignasala	5.850	7.609	8.850	8.936
Lækkun rekstrarkostnaðar	1.097	1.691	2.297	3.326
Lækkun annarra fjárfestinga	234	358	684	1.152
Frestun fjárfestinga vegna fráveitu	900	1.184	2.900	3.333
<b>Samtals</b>	11.205	14.583	22.578	27.120
Víkjandi lán frá eigendum	4.000	4.000	12.000	12.000
Auknar tekjur vegna hækkun gjaldskrár	1.480	2.704	4.154	6.032
<b>Samtals</b>	5.480	6.704	16.154	18.032
<b>Samtals aðgerðaráætlun</b>	16.685	21.287	38.732	45.152

Tafla 2: Staða plansins, m.kr.  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

Orkuveitan hefur sýnt á trúverðugan hátt að félagið hefur getu og vilja til að fylgja eftir þeim áætlunum sem gerðar voru árið 2011. Þessi þróun hefur jákvæð áhrif á lánshæfismat félagsins. Mikilvægt er þó að gæta áframhaldandi aðhalds og eftirfylgni áætlana. Stærstu áskorunum Plansins hefur verið hrint úr vegi á árangursríkan hátt og fátt bendir til annars en að Orkuveitan klári það sem útaf stendur á næstu þremur árum.

#### **Sala eigna samkvæmt Planinu**

Planið gerir ráð fyrir eignasölu sem nemur 10 mö.kr. á árunum 2011 til 2016. Nú er því að mestu lokið þar sem vel gekk að selja eignir á síðasta ári og gengið var frá sölu á HS Veitum á þessu ári. Nú er unnið að sölu á 49% hlut Orkuveitunnar í Gagnaveitum Reykjavíkur.

#### **Viðhaldspörf**

Stærstu eignir Orkuveitunnar eru orkuver og veitukerfi. Á fyrsta áratug aldarinnar stóð fyrirtækið í miklum framkvæmdum. Má þar nefna byggingu og síðar stækkun Hellisheiðarvirkjunar, áframhaldandi uppbyggingu jarðhitanýtingar á Hengilssvæðinu og fjárfestingar í undirbúningi Hverahlíðarvirkjunar. Auk þess tók Orkuveitan 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. Ljóst er að sem stendur er veitukerfið vannýtt að hluta þar sem áætlanir um nýbyggingar íbúðahverfa hafa ekki gengið eftir.

### Samdráttur í viðhaldsfjárfestingum

Áætlanir félagsins gera ráð fyrir frestun viðhaldsfjárfestinga til ársins 2015 en þangað til verði eingöngu ráðist í nauðsynlegt viðhald. Tækjakostur Orkuveitunnar er að miklu leyti nýlegur og ætti því að þola tímabundinn samdrátt viðhaldskostnaðar. Samdráttur í viðhaldi getur þó ekki varað til lengri tíma. Heildarlækkun viðhaldsfjárfestinga nemur 15 mö.kr. til ársins 2019. Mögulega mun þessi lækkun ganga til baka að einhverju leyti eftir þann tíma en hvort sem það gerist eða ekki að þá mun félagið vera vel í stakk búið til að mæta því, gangi áætlanir eftir. Afskriftir hafa lítið breyst en fjárfestingar hafa dregist verulega saman. Mikill munur er því á afskriftum og fjárfestingum félagsins árið 2012 og á komandi árum samkvæmt fjárhagsáætlun félagsins líkt og sjá má að mynd 3.

Það eru einkum viðhaldsfjárfestingar vegna dreifikerfa sem Reitun telur mögulega vera of litlar til lengri tíma lítið. Mynd 3 sýnir þróun á handbæru fé frá rekstri, fjárfestingar og afskriftir á árunum 2009-2019. Á myndinni má sjá að fjárfestingar í varanlegum rekstrarfjármunum voru miklar á árunum 2009 til 2011 þar sem mikið var fjárfest í virkjunum á árunum 2006-2011.

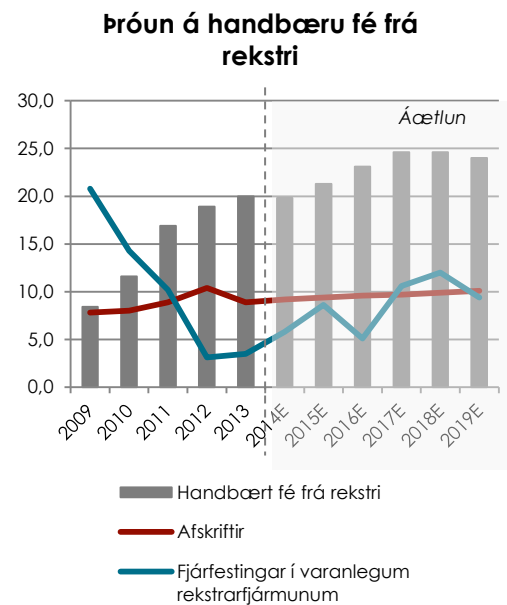
Það er styrkleiki fyrir félagið að það geti dregið tímabundið úr viðhaldsfjárfestingum en engu að síður telur Reitun að um sé að ræða frestun, amk. að hluta, en ekki varanlega lækkun.

### Fjárfestingarpörf 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 Orkuveitunnar að forsendur hluta samninganna við Norðurál séu brostnar, en um þetta er ágreiningur á milli félaganna. Það er þó mat stjórnenda Orkuveitunnar að engar skuldbindingar af þeirra hálfu séu úppfylltar vegna þessa. Viðræður eru nú í gangi á milli Orkuveitunnar 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 Orkuveitan gerði um kaup á búnaði til virkjanafarmkvæmda í uppnámi. Verði samningum rift er nú ljóst að það muni ekki leiða til aukinna fjárútláta umfram þær innágreiðslur sem greiddar hafa verið inna á búnaðinn. 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 Orkuveitan hefur þurft að auka orkukaup sín. Tekin hefur verið ákvörðun um að leggja leiðslur frá borholum í Hverahlíð að Hellisheiðarvirkjun til að mæta gufubörf virkjunarinnar. Fjárfesting í gufuöflun er áætluð 2,3 ma.kr. til ársins 2019 og er að mestu vegna tengingar Hverahlíðar við Hellisheiðarvirkjun.

Mynd 3: Þróun á handbæru fé frá rekstri



Mynd 3: Handbært fé  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

### III. Áhættu- og fjármálastefna

Þrátt fyrir markvissar og vel skipulagðar aðgerðir til að draga úr markaðsáhættu og auka stöðugleika er fjármálaástand félagsins enn veikburða og næm gagnvart neikvæðri þróun á mörkuðum og þá sérstaklega veikingu gengis krónunnar og lækkandi álverði. Gangi þær áætlanir sem felast í Planinu eftir minnkar þessi áhætta hinsvegar jafnt og þétt með hverju árinu sem líður.

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

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

#### Rekstraráhætta

Bæði raforku- og varmaorkuframleiðsla félagsins byggir

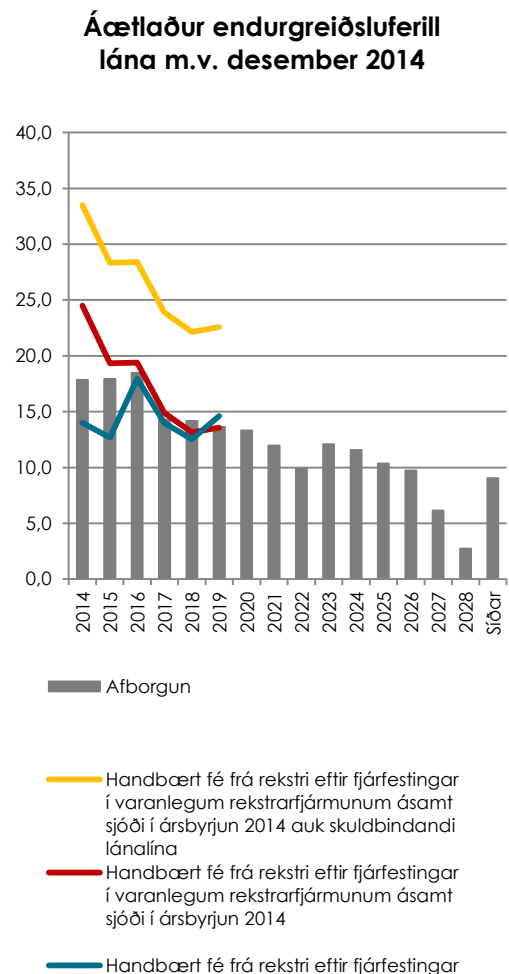
að mestu á virkjun jarðvarma á Nesjavalla- og Hellisheiðasvæðinu, auk þess sem varmaorka er unnin á lághitasvæðum. Stærsti hluti framleiðslu félagsins er á þessum tveimur mikilvægu stöðum. Þrátt fyrir að almennt ætti framleiðslan að geta gengið vel og örugglega fyrir sig að þá er náttúran alltaf óútreiknanleg. 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.

#### Lausafjárstaða

Lausafjárstaða félagsins hefur styrkst umtalsvert með þeirri eignasölu sem nú er verið að ljúka og þeim auknu skuldbindandi lánalínum sem félagi hefur samið um. Frá áramótum hefur lausafjárstaða styrkst um andvirðu söluverðs eignarhluta í HS Veitum, 1,5 ma.kr. Ákveði Orkuveitan að selja Magma skuldabréfið þá mun það styrkja lausafjárstöðuna umtalsvert. Félagið hefur verið að ávinna sér traust erlendra banka á ný sem leitt hefur til bættis aðgengis að lánalínum. Samningsbundnar og ónýttar lánalínur eru nú um 9,4 ma.kr. Handbært fé í árslok var 9,0 ma.kr. og var því tryggt lausafé í árslok 18,4 ma.kr. og hafði hækkað um tæpa 5 ma.kr. á árinu.

Bætt lausafjárstaða er þýðingamikil fyrir Orkuveituna þar sem hún veitir aukið fjárhagslegt svigrúm til félagsins og eykur þol hennar gagnvart neikvæðum breytingum í ytra umhverfi og á mörkuðum.

Mynd 4: Áætlaður endurgreiðsluferill lána m.v. árslok 2013



Mynd 4: Áætlaður endurgreiðsluferill  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

Veltufjármunir voru 15,4 ma.kr. í árslok og hafa því lækkað frá árinu vegna sölu á höfuðstöðvum Orkuveitunnar sem voru flokkaðir meðal veltufjármuna. Jafnframt jókst handbært fé um 2 ma.kr.

Skammtímaskuldir drógust saman um 8,2 ma.kr. á árinu, einkum fyrri hluta ársins, sem má rekja til mun lægri næsta árs afborgana vaxtaberandi skulda. Næsta árs afborganir vaxtaberandi skulda veða þungt í veltufjár- og lausafjárhlutfalli. Á mynd 4 má sjá áætlaðan endurgreiðsluferil lána til ársins 2027. Í apríl 2013 greiddi Orkuveitan 10 ma.kr. til Dexia Credit Local. Samtals voru 15 ma.kr. á gjalddaga en 5 ma.kr. eftirstöðvar lánsins voru framlengdar.

#### Lausafjarkennitölur lakar

Veltufjárhlutfall í árslok var 0,59 og hefur því batnað lítillega frá síðustu áramótum þegar það var 0,53. Að teknu tilliti til ónýtttra lánalína og sölu á HS Veitum væri hlutfallið 1,0. Um er að ræða skuldbindandi lánalínur og tekur Reitun tillit til þess. Lausafjárhlutfall batnaði einnig og var 0,57 í árslok 2013 en hafði verið 0,52 um áramótin 2012.

Á mynd 5 má sjá samanburð á veltufjár- og lausafjárhlutföllum og tryggðu lausafé á móti skammtímaskuldum hjá Orkuveitunni, Landsvirkjun og fjórum erlendum orkufyrirtækjum. Að mati Reitunar þarf lausafjárstaða Orkuveitunnar að verða umtalsvert betri þrátt fyrir að hafa bakábyrgð Reykjavíkurborgar og annarra eiganda, til að mæta mögulegum ytri áföllum.

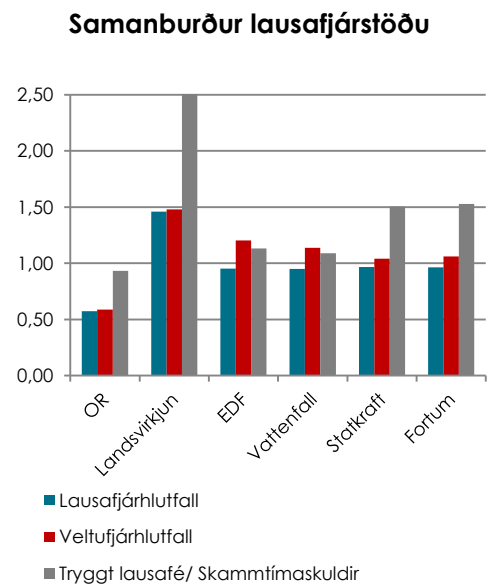
Ákveði stjórnendur Orkuveitunnar að selja skuldabréfi í eigu Orkuveitunnar, gefnu út af Magma Energy Sweden, þá styrkti það lausafjárstöðu félagsins verulega. Bókfært virði bréfsins í árslok 2013 var 7,5 ma.kr. Veltufjárhlutfallið hækkaði við það úr 0,59 í 0,89 og úr 1,0 í 1,31 að teknu tilliti til sölu á eignarhluta í HS Veitum og ónýttum lánalínum. Sala á þessu skuldabréfi létti því vel á nokkuð þröngri lausafjárstöðu félagsins. Það væri styrkur fyrir Orkuveituna að vera með veltufjárhlutfallið um 1,0 líkt og samanburðarfélögin í mynd 5 eru með.

Nokkuð þröng lausafjárstaða Orkuveitunnar dregur úr sveigjanleika félagsins til að mæta ytri áföllum og hefur því áfram neikvæð áhrif á lánshæfi þess. Það er hins vegar mat Reitunar að ef félagið lenti í lausafjárerfiðleikum þá gæti það hækkað 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 jafnt og þétt að því að bæta lausafjárstöðu sína uns markmiðum félagsins er náð.

#### Skuldastaða

Vaxtaberandi skuldir félagsins námu 194,9 mö.kr. í árslok 2013 en það er 36,6 ma.kr. lækkun frá árslokum 2012 þegar þær námu 231,5 ma.kr. Lækkun skulda vegna afborgana nam nettó 23,1 mö.kr. og lækkun vegna styrkingar krónunnar um 13,5 ma.kr. Samkvæmt Planinu mun félagið skila jákvæðu handbæru fé eftir fjárfestingar næstu árin og verður það nýtt til niðurgreiðslu skulda sbr. mynd 4. Sem hlutfall af rekstrarhagnaði fyrir afskriftri (e. EBITDA) fara skuldarnar lækkandi, m.a. vegna aukinnar hagræðingar í rekstri félagsins og frestun fjárfestinga. Hreinar skuldir Orkuveitunnar námu

Mynd 5: Samanburður lausafjárstöðu við önnur orkufyrirtæki 2013 H1



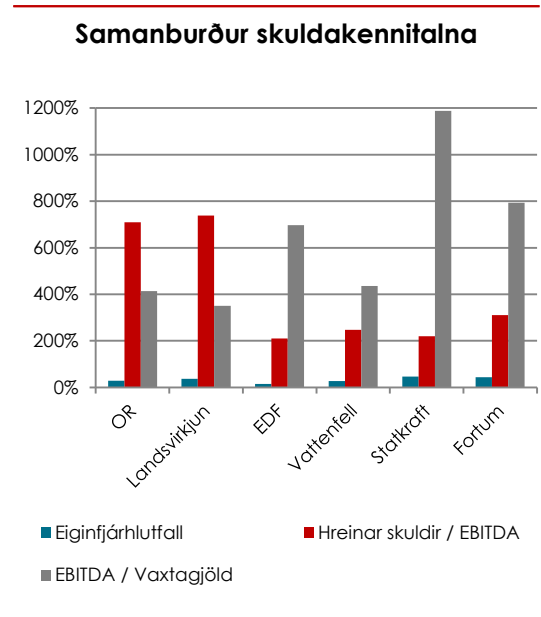
Mynd 5: Samanburður lausafjárstöðu  
Heimild: Ársreikningar viðkomandi félaga

nífaldrí EBITDU í lok árs 2012 og var hlutfallið komið niður í 7,1 í árslok 2013. Í áætlun fyrir árslok 2013 hafði hinsvegar verið gert ráð fyrir að hlutfallið yrði 8,5. Hlutfallið er því orðið mun lægra en áætlun gerði ráð fyrir. Ef áætlun félagsins gengur eftir mun Orkuveitan greiða niður tæp 40% af skuldum sínum á tímabilinu 2014 til 2019 og verða hreinar skuldir á móti EBITDA þá 3,8. 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 gengisáættu.

Reitun telur að endurfjármögnun skulda gengi vel ef á það reyndi. Áhugi banka á lánveitingum til Orkuveitunnar fer vaxandi sem er styrkur fyrir félagið. Þar sem stefnt er að áframhaldandi niðurgreiðslu skulda mun þó væntanlega lítið reyna á endurfjármögnun nema fyrst og fremst til áhættustýringar eða mögulega til endurfjármögnunar erlendra skulda með krónulánunum.

Mynd 6 sýnir samanburð á skuldakennitölum Orkuveitunnar og nokkurra orkufyrirtækja. Eins og sjá má á myndinni eru hreinar skuldir Orkuveitunnar á móti EBITDA háar. Áætlanir Orkuveitunnar 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 að skuldahlutföll Orkuveitunnar verði orðin svipuð og hjá samanburðarfélögum innan fárra ára. Sú þróun hefði jákvæð áhrif á lánshæfi félagsins.

Mynd 6: Samanburður skuldakenni-talna við önnur orkufyrirtæki 2012



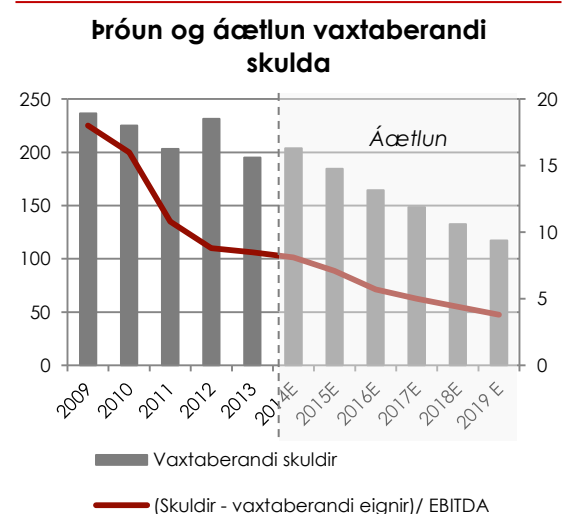
Mynd 6: Samanburður skuldakennitalna  
Heimild: Ársreikningar viðkomandi félaga

### Áætlun lánshæfismat og niðurgreiðsla skulda

Áætlun gerir ráð fyrir að vaxtaberandi skuldir lækki í 117,2 ma.kr. í lok árs 2019. Gert er ráð fyrir að

Mynd 7: Þróun vaxtaberandi skulda skv. fjárhagsáætlun

handbært fé frá rekstri eftir fjárfestingar standi að mestu undir endurgreiðslu lána á tímabilinu ásamt núverandi handbæru fé í sjóði eins og mynd 4 sýnir. Gangi áætlanir Orkuveitunnar eftir mun félagið ekki þurfa að endurfjármagna lán sín nema að litlu leyti. Afborganir lána á þessu ári hafa gengið vel en á árinu var samið við Goldman Sachs um lánveitingu án ábyrgðar eigenda Orkuveitunnar. Samið hefur verið við erlendan lánveitanda um frestun gjalddaga og standa viðræður yfir við aðra banka um mögulega lánasamninga. Mynd 7 sýnir þróun vaxtaberandi skulda skv. fjárhagsáætlun.



Mynd 7: Þróun og áætlun skulda  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

Samkvæmt stjórnendum Orkuveitunnar er tilgangur lánsins frá Goldman Sachs þrjúþættur. Í fyrsta lagi vildu stjórnendur sýna fram á getu til að fjármagna fyrirtækið erlendis. Í öðru lagi tryggir lánið sjóðstöðu félagsins og í þriðja lagi gefur lánið Orkuveitunni rými

til að kaupa minna af gjaldeyri á markaði en fyrirtækið er stór kaupandi á gjaldeyrismarkaði.

Á fyrri helmingi ársins fékk Orkuveitan 4 ma.kr. sem var síðasti hlutinn af 12 ma.kr. láni frá eigendum Orkuveitunnar sem samið var um árið 2011. Lánið er víkjandi lán til 15 ára með uppgreiðsluákvæði og ekki er greitt af höfuðstól fyrstu 5 árin. Lánveitingin tryggir enn frekar handbært fé til greiðslu langtímalána.

### Ábyrgðir eigenda

Eigendur Orkuveitunnar eru í einfaldri hlutfallslegri ábyrgð fyrir meirihluta skuldbindinga félagsins. Lánasamningar þess við Goldman Sachs eru þó án ábyrgðar eigenda sem er styrkleikamerki. Nýjar ábyrgðir og skuldbindingar Orkuveitunnar umfram 5% af höfuðstól á ári hverju skulu lagðar fyrir eigendur fyrirfram til samþykktar samkvæmt reglugerð nr. 297/2006 um Orkuveitu Reykjavíkur.

Lánshæfi félagsins nýtur góðs af 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

Orkuveitan hefur ekki veðsett eignir sínar til tryggingar á skuldum og er í gildi veðsetningarbann (e. negative pledge) gagnvart lánveitendum auk skilmála sem snúa að samhliða 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 og hefur það ákvæði verið sett í lánasamninga félagsins.

### Gengisáhætta

Mikil breyting varð á ójafnvæði í gjaldeyrisjöfnuði félagsins við uppskiptinguna eins og áður hefur komið fram. Mikið misræmi er þó enn í tekjum og gjöldum samstæðunnar eftir gjaldmiðlum. Tæplega 80% af langtímaskuldum Orkuveitunnar eru í erlendum myntum. Orkuveitan er með langfima sölusamning á raforku í Bandaríkjadollurum og eru áætlaðar tekjur í dollurum um 16,8% af heildartekjum en aðrar tekjur eru í 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 álverðsáhættu.

### Flökt í gengi gjaldmiðla dregur úr stöðugleika rekstrar

Sveiflur í afkomu undanfarinna ára skýrast að miklu leyti af gengismun vegna erlendra lána sem og breytingum á gangvirði innbyggðra álafleiða í raforkusölusamningum. Tafla 3 sýnir yfirlit fjármagnsliða árána 2007–2013. Sveiflur í gengi hafa mikil áhrif á niðurstöðu rekstrarreiknings þar sem gengishagnaður eða –táp er fært til tekna eða gjalda. Vegna uppstokkunar fyrirtækisins og áhrifa Orku náttúrunnar mun liðurinn „Gengismunur“ meðal fjármagnsliða nánast hverfa á samstæðugrunni. Á fyrri helmingi ársins var gengi krónunnar hagstætt en álverð lágt. Þessir tveir þættir skýra að miklu leyti muninn á afkomu á fyrri hluta árána 2013 og 2012.



Tafla 3: Fjármagnsliðir 2007–2013

Fjármagnsliðir (ma. kr.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vaxtatekjur	0,3	0,8	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
Vaxtagjöld	-3,3	-5,3	-5,7	-4,0	-5,7	-7,1	-6,3
Gangvirðisbreytingar innbyggðra afleiða í raforkusölusamningum	4,5	0,9	11,1	0,2	-2,7	-2,9	-14,3
Gengismunur og framvirkir gjaldmiðlasamningar	2,6	-88,8	-12,0	15,1	-11,5	-10,4	17,7
Aðrir fjármagnsliðir	0,1	-0,1	-2,5	0,6	0,1	1,8	-3,5
<b>Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld samtals</b>	<b>4,2</b>	<b>-92,5</b>	<b>-8,8</b>	<b>12,0</b>	<b>-19,7</b>	<b>-18,5</b>	<b>-6,2</b>

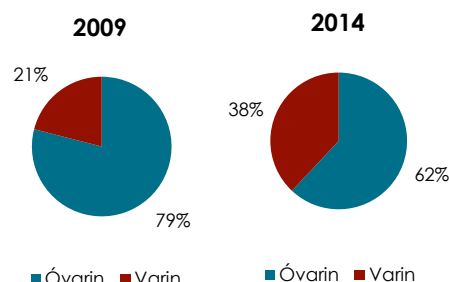
Tafla 3: Þróun fjármagnsliða  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

#### Auknar varnir gegn gengisáhættu

Frá því í júní 2012 hefur Orkuveitan reglulega gert skiptasamninga til að verja sig gegn gengisáhættu. Á síðastliðnum árum hefur verið dregið úr óvarinni gengisáhættu félagsins líkt og mynd 9 sýnir. Það er stefna félagsins að draga enn frekar úr gjaldmiðlamisræmi. Bókhaldsleg áhrif gengisbreytinga er nú eftir uppstokkun mjög takmörkuð eins og fram hefur komið. Sjóðstreymisáhrifin breytast hinsvegar ekkert vegna hennar þar sem tekjuflæðið breytist ekki. Orkuveitan þarf því áfram að kaupa gjaldeyri fyrir

afborgunum skulda þar sem áfram vantar tekjur í erlendum myntum til að standa undir þeim. 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. Gengisáhætta félagsins gæti því raungerst með tilheyrandi neikvæðum áhrifum á sjóðstreymi og eigið fé. Þrátt fyrir að hafa aukið varnir sínar gegn gengisbreytingum er það mat Reitunar að sveiflur í gengi gjaldmiðla sé enn stór áhættuþáttur hjá félaginu. Þess má þó geta að hluta til felst náttúruleg vörn í gengi krónunnar þar sem veiking hennar hækkar að öllu jafna innlent verðlag.<sup>1</sup> Verðtryggt gjaldskrá félagsins hækkar þar af leiðandi þegar krónan veikist. Ef dregið yrði enn frekar úr gengisáhættu hefði það jákvæð áhrif á lánshæfi félagsins.

Mynd 9: Gengisáhætta



Mynd 9: Gengisáhætta  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

<sup>1</sup> Rannsóknir, m.a. Seðlabankans, hafa sýnt að gengisleki liggja á bilinu 30-40% á innan við 12 mánuðum.

### Vaxtaáhcætta

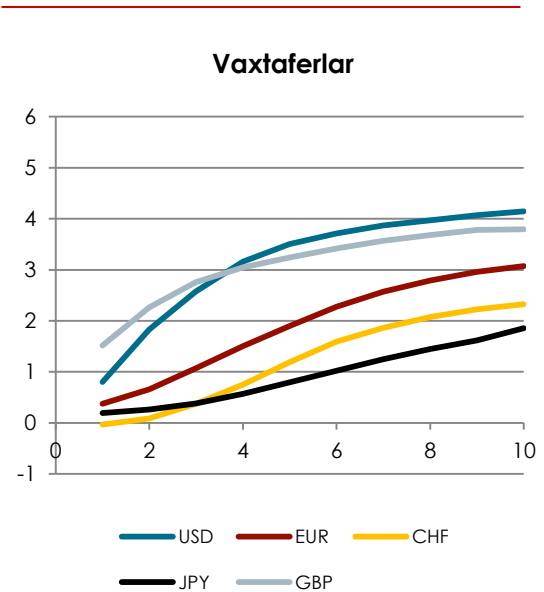
Orkuveitan hefur dregið úr vaxtaáhcættu sinni á síðustu árum með gerð vaxtaskiptasamninga og þannig fest meirihluta vaxta til næstu ára sem er jákvæð þróun þar sem meirihluti skulda félagsins bera fljótandi vexti. Um síðustu áramót námu slíkar varnir 93% af lánum með breytilega vexti og tæplega 70% næstu 4 ár þar á eftir (2015-2018). Orkuveitan er því búin að ná góðu samræmi í vaxtaáhcættu og er það jákvætt mtt. lánshæfismats. Áframhaldandi niðurgreiðslur skulda draga úr áhcættunni.

Orkuveitan hefur þó eins og áður segir dregið verulega úr vaxtaáhcættu sinni á síðustu árum eins og mynd 11 sýnir en félagið hefur m.a. gert vaxtaskiptasamning við erlendan banka til 5 ára.

#### Dregið hefur úr vaxtaáhcættu

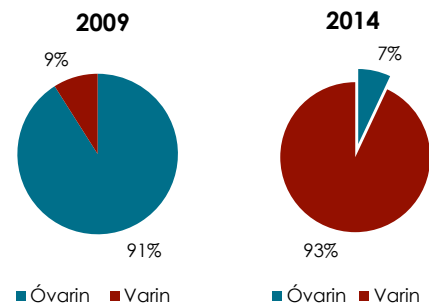
Árið 2009 var Orkuveitan 9% varin gagnvart fljótandi vöxtum en á næsta ári nema varin félagsins 94% og tæplega 70% út árið 2018. Þrátt fyrir að búið sé að festa stóran hluta vaxta félagsins með vaxtaskiptasamningum eru vaxtakjör þess hagstæð. Félagið getur þar með viðhaldið hagstæðum vaxtakjörum næstu 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 Orkuveitu Reykjavíkur.

Mynd 10: Framvirkir vaxtaferlar



Mynd 10: Framvirkir vaxtaferlar  
Heimild: Bloomberg

Mynd 11: Vaxtaáhcætta



Mynd 11: Vaxtaáhcætta  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

## Álverðsáhcætta

Gerðir hafa verið fjórir raforkusölusamningar til stóriðju, einn við Landsvirkjun vegna Norðuráls og þrír við Norðurál vegna álversins á Grundartanga. Orkuveitan og Norðurál hafa einnig gert með sér raforkusölusamning vegna fyrirhugaðs álvers í Helguvík og hefur afhending samkvæmt þeim samningi hafist. Stjórnendur meta mótaðilaáhcættu töluverða í samningnum og endurspeglast það í virði hans en bókfært virði samningsins var 0,1 ma.kr. í lok árslok 2013 en var 1,9 ma.kr. í árslok 2012.

### Innbyggðar álafleiður

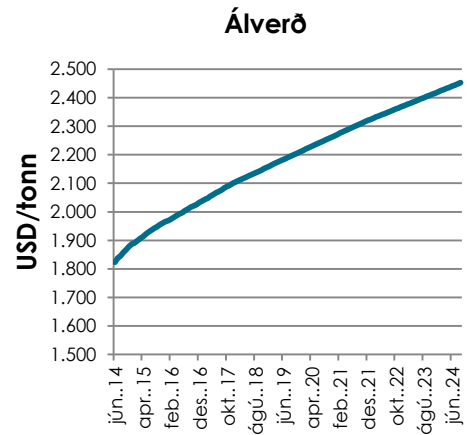
Tekjur af raforkusamningum til stóriðju námu 16,8% af heildartekjum félagsins á árinu 2013. Þeir eru í Bandaríkjadöllum og tengdir heimsmarkaðsverði á áli á hverjum tíma og fela þar af leiðandi í sér innbyggðar álafleiður.

Í samræmi við alþjóðlega reikningskilastaðla um fjármálagerninga hefur gangvirði innbyggðu afleiðanna verið metið m.v. framvirkt verð á áli (mynd 12) og fært í efnahagsreikning félagsins. M.v. árshlutareikning Orkuveitunnar myndi 10% hækkun álverðs að öðru óbreyttu leiða til þess að eigið fé félagsins hækkaði um 4,7 ma.kr. en samsvarandi lækkun álverðs lækkaði eigið fé um tæpa 4,7 ma.kr.

### Varnir gegn sveiflum í álverði

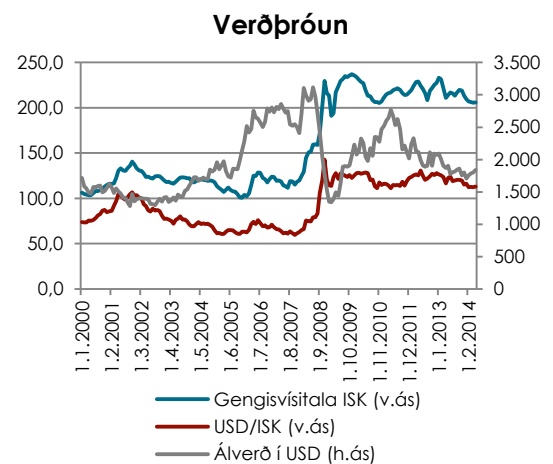
Sögulega hefur verð á áli verið sveiflukennt eins og mynd 13 sýnir. Álverð hefur lækkað umtalsvert frá áramótum en það ætti öllu jafna að draga úr tekjum Orkuveitunnar af raforkusölu til stóriðju. Á sama tíma hefur gengi krónunnar gagnvart dollar styrkst sem vegur upp á móti áhrifum af lækkuðu álverði. 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 Orkuveitunnar sem tengdar eru álverði, eru í Bandaríkjadöllum er að einhverju leyti um náttúrulega vörn að ræða. Auk þess hefur Orkuveitan gert afleiðusamninga til að draga úr álverðsáhcættu. Varnir félagsins nema 44% af áætlaðri álverðstengdri sölu árið 2014. Félagið hefur aukið varnir sínar gegn álverðsbreytingum á síðastliðnum árum líkt og mynd 14 sýnir. Þessi þróun hefur jákvæð áhrif á lánshæfi Orkuveitu Reykjavíkur.

Mynd 12: Framvirkt verð á áli



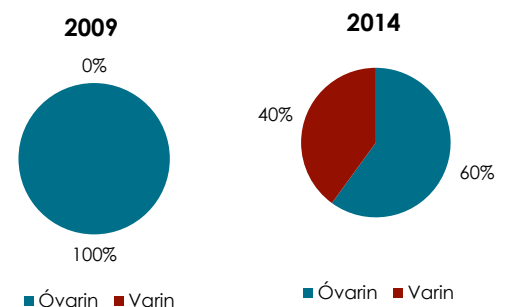
Mynd 12: Framvirkt verð á áli  
Heimild: Bloomberg

Mynd 13: Þróun álverðs, dollars og krónu



Mynd 13: Verðþróun  
Heimild: Bloomberg

Mynd 14: Álverðsáhcætta



Mynd 14: Álverðsáhcætta  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

## IV. Fjármál og kennitölur

Tafla 4 sýnir samantekt á fjárhagsupplýsingum Orkuveitu Reykjavíkur í árslok 2013 ásamt samanburði við áætlun 2013 og rauntölur 2012.

Tafla 4: Fjárhagsstaða

Fjárhagur (ma.kr.)	2013	2013E	2012
Tekjur	39,2	38,8	37,9
EBITDA	26,1	25,4	25,0
EBIT	17,2	16,2	14,7
Hreinn hagnaður	3,3	6,3	-2,3
Eignir samtals	283,1	276,2	297,2
Eigið fé samtals	81,0	65,7	60,6
Skuldir samtals	202,1	210,6	236,6
Veltufé frá rekstri	19,7	25,4	19,9
Handbært fé frá rekstri	20,0	20,5	18,9
Fjárfestingahreyfingar samtals	2,4	0,4	-2,7
Handbært fé eftir fjárfestingar	22,5	21,0	16,2
Greiddur arður	0,0	0,0	0,0
Afborganir langtímaskulda	-23,6	-24,7	-12,3
Tekin ný langtímalán	3,1	0,3	1,0
Hækkun (lækkun) skammtímaskulda	1,3	4,0	-0,1
Nettó fjármögnun	-19,1	-20,4	-11,4
Hækkun (lækkun) á handbæru fé	3,3	0,6	4,8

Tafla 4: Fjárhagsstaða  
Heimild: Orkuveita Reykjavíkur

### Uppgjör í takt við áætlanir

Rekstrarhagnaður fyrir afskriftir (EBITDA) á fyrri hluta ársins nam 26,1 ma.kr. samanborið við 25,0 ma.kr. í árslok 2012. Hagnaður eftir skatta var 3,3 m.kr. á árinu samanborið við 2,3 ma.kr. tap árið á undan. Munar þar mestu um fjármagnsliði og styrking krónunnar á tímabilinu. Gangvirðisbreytingar innbyggðra afleiðna í raforkusölusamningum voru neikvæðar um 14,3 ma.kr. í árslok 2013 en voru neikvæðar um 2,9 ma.kr. í árslok 2012. Gengishagnaður var einnig umtalsverður og nam 17,7 ma.kr. á síðasta ári en árið á undan var gengistap upp á 10,4 ma.kr. Orkuveitan á yfirfæranlegt skattalegt tap í árslok fyrir 50,8 ma.kr.

Handbært fé frá rekstri nam 20,0 mö.kr. á fyrri hluta ársins sem er svipað og árið áður en samt heldur betra. Handbært fé frá rekstri eftir fjárfestingar var 22,5 ma.kr. á árinu 2013 en var 16,2 ma.kr. árið á undan.

Áætlanir gera ráð fyrir stöðugleika í rekstri ásamt hárrí EBITDA framlegð.

### Virðisrýrnunarpróf

Til að ganga úr skugga um að bókfært verð eigna standi undir núvirtu framtíðarsjóðflæði eigna hefur Orkuveitan kannað hvort til staðar séu vísbendingar um virðisrýrnun líkt og alþjóða reikningsskilastaðlar kveða á um. Í árslok 2013 leiddi könnunin ekki í ljós frekari virðisrýrnun á bókfærðu virði eigna til rafmagnsframleiðslu en sem fékkst umfram 4 ma.kr endurmat sem bakvært var í lok júní 2013. Það voru ekki vísbendingar um virðisrýrnun í öðrum starfsháttum eða miðlum.

### 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, veltufjárhlutfalls og arðsemi. Fleiri kennitölur eru skoðaðar eftir því sem við á. Tafla í viðauka I sýnir þróun kennitalna fyrir tímabilið 2009 til 2019E.

Fjárhagsstaða Orkuveitunnar er enn viðkvæm þrátt fyrir að hafa batnað svo um munar og reksturinn skilar sterku sjóðstreymi. EBITDA framlegð félagsins er góð en hún var 66,5% árið 2013 en 66,1% árið 2012. Skuldir eru miklar en vaxtaberandi skuldir á móti EBITDA voru 7,1 í lok árs 2012 og höfðu lækkað úr margfaldaranum 9,0 frá árslokum 2012. Hlutfall vaxtaberandi skulda á móti handbæru fé frá rekstri var 9,7 í árslok 2013 en hafði verið 12,2 í lok árs 2012.

Vaxtaþekjan breyttist lítið á milli ára og var hún 2,7 í árslok en hafði verið 3,5 árið áður. Eins og fram hefur komið er veltufjárhlutfallið lágt, 0,59 í árslok en hafði hækkað úr 0,53 frá árinu áður og aðeins 0,35 í lok árs 2011.

Áætlanir Orkuveitunnar hafa gengið eftir og heildarárangur Plansins er betri en áætlanir gerðu ráð fyrir. Fyrir vikið hefur Orkuveitan öðlast meira traust og aukinn trúverðugleika. Orkuveitan 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 lánshæfismat félagsins þrátt fyrir að dregið hafi úr þeim.

**Viðauki I**
**Lykiltölur úr rekstri**

Lykiltölur úr rekstri	2009	2010	2011	2012	2013	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
<b>Rekstur (ma. kr.)</b>											
Rekstartekjur	26	27,9	33,6	37,9	39,2	38,6	40,4	42,2	44	45,9	47,8
EBITDA	13	14	21,2	25	26,1	24,1	25,6	27,2	28,3	29,7	31
Rekstrarhagnaður (EBIT)	5,2	6	12,4	14,7	17,2	14,8	16,2	17,7	18,6	19,8	20,9
Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld samtals	-8,8	10,8	-19,7	-18,5	-6,2	-7,5	-2,4	-3,7	-3,6	-4	-5,2
Hagnaður (tap) fyrir tekjuskatt	-2,5	13,7	-0,6	-3,8	10,9	7,4	13,8	14	15	15,8	15,7
Hagnaður (tap) ársins	-2,5	16,2	-0,6	-2,3	3,3	6,3	11,5	11,9	12,9	13,8	14
<b>Efnahagur (ma. kr.)</b>											
Fastafjármunir samtals	272,9	278,3	289,1	278,9	267,7	249,2	251,1	238,1	237,9	240,5	239,5
Veltufjármunir samtals	8,6	8,3	7,2	18,3	15,4	14,2	6,7	13,5	13,0	9,0	7,6
Eignir samtals	281,5	286,5	295,4	297,2	283,10	263,4	257,8	251,7	250,9	249,4	247,1
Eigið fé	40,7	52,8	61,6	60,6	81,0	53,4	65,0	76,9	89,8	103,5	117,5
Langtímaskuldir samtals	221,8	212,2	214,3	202,1	175,9	181,4	164,0	150,6	135,9	120,4	104,5
Skammttímaskuldir samtals	19,1	21,5	19,4	34,4	26,2	28,5	28,9	24,1	25,2	25,5	25,1
Eigið fé og skuldir	281,5	286,5	295,4	297,2	283,1	263,4	257,8	251,7	250,9	249,4	247,1
Vaxtaberandi skuldir	236,6	225,2	230,2	231,5	194,9	203,8	184,5	164,3	148,4	132,6	117,2
<b>Sjóðstreymi (ma. kr.)</b>											
Veltufé frá rekstri	9,0	10,6	17,2	19,9	19,7	24,1	25,6	27,3	28,4	29,7	31,1
Handbært fé frá rekstri	8,4	11,6	16,9	18,9	20,0	19,8	21,3	23,1	24,6	24,6	24,0
Fjárfestingar í varanlegum rekstrarfjármunum	-20,8	-14,3	-10,2	-3,1	-3,5	-5,8	-8,6	-5,1	-10,6	-12,0	-9,4
<b>Kennitölur</b>											
EBITDA%	59,0%	58,7%	63,2%	66,1%	66,5%	62,4%	63,3%	64,5%	64,3%	64,8%	64,8%
EBIT%	30,0%	30,2%	36,7%	38,7%	43,8%	38,5%	40,1%	41,8%	42,3%	43,2%	43,7%
EBITDA / Vaxtagjöld	3,5	3,5	3,7	3,5	2,7	3,8	4,4	4,4	4,6	4,9	5,3
Vxt. br. sk. / EBITDA	18,0	16,0	10,8	9,0	7,1	8,5	7,2	6,0	5,2	4,5	3,8
Vxt. br. sk. / Tekjur	8,1	8,1	6,8	6,1	5,0	5,3	4,6	3,9	3,4	2,9	2,5
Tekjur / Heildareignir	10,0%	9,7%	11,3%	12,8%	13,6%	14,7%	15,7%	16,8%	17,5%	18,4%	19,4%
Eiginfjárhluftfall	14,4%	18,4%	20,8%	20,4%	28,6%	20,3%	25,2%	30,6%	35,8%	41,5%	47,6%
Veltufjárhluftfall	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,2	0,6	0,5	0,4	0,3
Lausafjárhluftfall	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,2	0,5	0,5	0,3	0,3
Veltufé frá rekstri / Heildareignir	4,7%	5,2%	5,8%	8,2%	6,8%	9,5%	9,9%	10,9%	11,3%	11,9%	12,6%
Veltufé frá rekstri / tekjur	51,0%	53,4%	61,2%	64,2%	50,2%	64,7%	63,1%	64,8%	64,5%	64,8%	64,9%
Vxt. br. sk. / Hb. fé frá rekstri	28,1	19,4	13,6	12,2	9,7	10,3	8,7	7,1	6,0	5,4	4,9
Hb. fé frá rekstri / tekjur	32,4%	41,5%	50,3%	50,0%	51,1%	51,4%	52,7%	54,6%	55,9%	53,6%	50,2%
(Hb. fé frá rekstri + gr. vextir) / gr. vextir	4,6	5,5	4,5	4,5	5,0	5,0	5,6	6,0	6,2	6,2	6,4

## Fyrirvarar

Skýrslan er unnin samkvæmt samningi við Orkuveitu Reykjavíkur um greiningu og mat 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 annari 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. Óheimillt er með öllu að dreifa þeim upplýsingum sem finna má í matinu eða nýta þær með öðrum hætti án heimildar Reitunar.