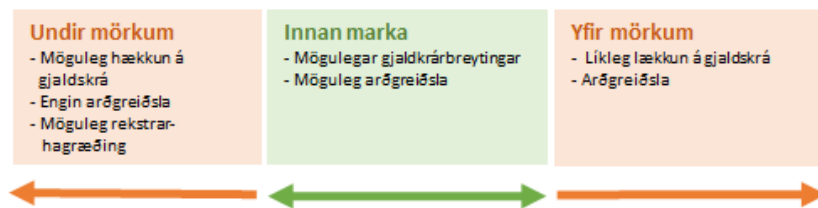


MINNISBLAÐ

Viðtakandi: Borgarráð
 Sendandi: Stjórn Orkuveitu Reykjavíkur
 Dagsetning: 21. maí 2018
 Efni: **Arðsemiskrafa starfspáttu - tillaga**

Lagt er til að arðsemiskrafa til einstakra starfspáttu og fyrirtækja í samstæðu Orkuveitu Reykjavíkur verði gerð út frá hefðbundnu CAPM líkani þar sem reiknaður er veginn fjármagnskostnaður sem afkoma hvers starfspáttar þarf að standa undir. Markmið um arðsemi skulu miðast við langtímameðaltal undirliggjandi þátta, þ.e. 10 ára hlaupandi meðaltal fyrir grunnvexti, skuldatryggingarálag og 5 ára vikuleg gildi fyrir beta.

Jafnframt verði sett vkmörk á arðsemiskröfuna sem fyrirtæki og starfspættir geti unnið innan. Bil vikmarka getur verið mismunandi og endurspeglar breytanleika í undirliggjandi áhættu hvers starfspáttar. Bil vikmarka verður að rúma þá ávöxtunarkröfu sem gerð er til starfspáttar við gerð virðisrýrnunarprófs en ávöxtunarkrafa í virðisrýrnunarprófi er reiknuð út miðað við stöðu gilda á reikningsskiladegi í stað langtímameðaltala.



Útreikningar á arðsemismarkmiðum og vkmörkum skulu uppfærðir árlega til samræmis við þróun undirliggjandi þátta og þarfnast ekki sérstaks samþykkis stjórnar nema breytingar séu gerðar á aðferðafræði.

Greinargerð

Í eigendastefnu OR kemur fram að „Orkuveita Reykjavíkur skuli innleiða mælikvarða sem sýna hvernig arðsemiskröfu eigenda er mætt að teknu tilliti til áhættu þeirra af ábyrgðum vegna fyrirtækisins. Skal arðsemiskrafan greind eftir starfspáttum, áhættu hvers starfspáttar og fjármögnun hans.“

Við ákvörðun arðsemiskröfu til einstakra fyrirtækja og starfspáttu í samstæðu OR verði stuðst við eftirfarandi aðferðafræði:

Notað verði hefðbundið CAPM líkan til meta arðsemiskröfu fyrir hvert fyrirtæki og starfspátt í samstæðu OR. Með þessu líkani fæst veginn fjármagnskostnaður sem afkoma hvers starfspáttar þarf að standa undir.

$$WACC_{eftir\ skatta} = w_e r_e + w_d r_d (1 - T_d)$$

$$w_d = (1 - w_e)$$

$$r_d = r_f + S_D$$

$$r_e = r_f + \beta_L M_{RP} + \alpha$$

$$\beta_L = \tilde{\beta}_u (1 + (1 - T_d)(w_d/w_e))$$

Þar sem WACC stendur fyrir veginn fjármagnskostnað sem árleg hlutfallstala eftir skatt, W_e stendur fyrir viðmið um eiginfjárlutfall, W_d stendur fyrir viðmið um skuldahlutfall, T_d stendur fyrir tekjuskattshlutfall viðkomandi félagaforms, r_e stendur fyrir ávöxtunarkröfu eigin fjár, r_d stendur fyrir raunvexti af lánum, r_f stendur fyrir grunnvexti (raungildi), β_L stendur fyrir vogað beta-gildi hlutfjár fyrirtækisins, M_{RP} stendur fyrir áhættuálag markaðar, α stendur fyrir sérstakt áhættuálag, S_D stendur fyrir vaxtaálag skulda fyrirtækisins.

Viðmið um eiginfjárlutfall (W_e) byggir á reglugerð um mat á vegnum fjármagnskostnaði sem viðmið um leyfða arðsemi við ákvörðun tekjumarkna sérleyfisfyrirtækja í flutningi og dreifingu á raforku, reglugerð 192/2016. Í reglugerðinni er viðmið um eiginfjárlutfall fastsett 45%. Til framtíðar skal ákvörðun um viðmið eiginfjárlutfalls miða við markmið stjórnar og eigenda um fjárhagsskipan OR til lengri tíma.

Tekjuskattshlutfall (T_S) félagaforma OR eru 0% hjá vatns- og fráveitu, 20% hjá hlutafélagunum og 37,6% hjá móðurfélaginu.

Grunnvextir (r_f) byggja ýmist á 10 ára hlaupandi meðaltali ávöxtunarkröfu 10 ára verðtryggðrar skuldabréfavísitölu Nasdaq Iceland fyrir starfspætti sem verðlagðir eru í íslenskum krónum. Fyrir starfspætti sem verðlagðir eru í dollar er ávöxtunarkrafan byggð á 10 ára ávöxtunarkröfu bandarískra ríkisskuldabréfa og skuldatryggingaálagi ríkissjóðs Íslands til 10 ára. Þessi langtímameðaltöl mynda grunn að arðsemismarkmiðum á hverjum tíma fyrir hvern starfspátt. Með notkun langtímameðaltala verða arðsemismarkmiðin tregbreytanleg til lengri tíma litið.

Vogað beta-gildi (β_L) tekur tillit til tekjuskattshlutfalls viðkomandi félagsforms og eiginfjárlutfalls og er reiknað út frá meðaltali óvogaðra betagilda ($\tilde{\beta}_u$) samanburðarfyrirtækja. Upplýsingar um óvogað betagildi hlutfjár er sótt til Bloomberg og miðast við 5 ára vikuleg gögn fyrir hvert samanburðarfyrirtæki. Samanburðarfyrirtæki þar sem skortur er á gögnum eða beta stuðull ómarktækur¹ er sleppt.

Við ákvörðun áhættuálags markaðar (M_{RP}) er horft til verklags við mat á vegnum fjármagnskostnaði fyrir virðisýrnnunarpróf sem endurskoðað er árlega af ytri endurskoðendum félagsins.

Við ákvörðun vaxtaálags skulda (S_D) er horft til sama verklags og við ákvörðun áhættuálags markaðar. Vaxtaálag er ákvarðað sem mismunur á fjármögnunarkjörum OR og áhættulausum vöxtum viðkomandi myntar hvort sem er í erlendum gjaldeyri eða verðtryggðri krónu.

Útreikningur vikmarka byggir á 1 staðalfrávikum fyrir grunnvexti, CDS álags fyrir ávöxtunarkröfu í dollar og beta gildi. Staðalfrávik grunnvaxta og CDS álags byggja á 10 ára sögu mánaðarlegra breytinga, skalað yfir á ársgrundvöll.² Staðalfrávikum er beitt á núverandi markaðsgildi.

¹ Marktækni miðast við 95% öryggismörk í tveggja hala prófi með óendanlegum fjölda frígráða

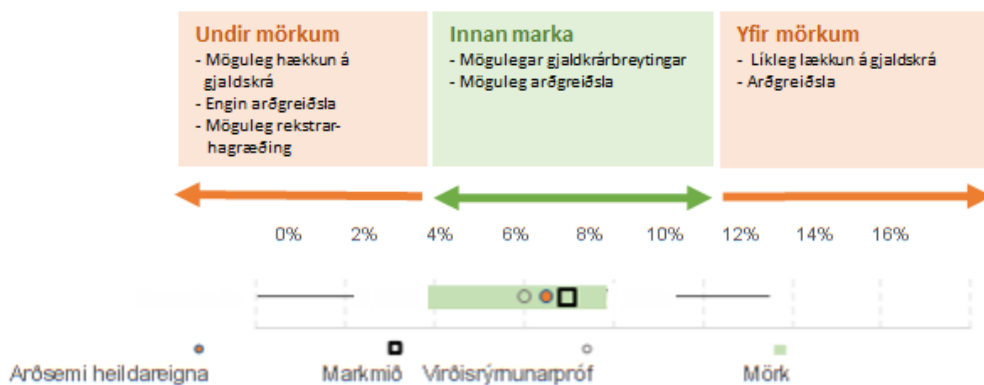
² Skölun úr mánaðarlegu staðalfrávikum yfir í árlegt staðalfrávik er framkvæmd með margfeldi af mánaðarlegu staðalfrávikum og kvaðratróttinni af tólf.

Arðsemismarkmið eru sett niður á starfsþætti samkvæmt 10 ára langtímameðaltölum sem eru tregbreytanleg til lengri tíma en vökmörkin eru kvikari þar sem þau byggja á markaðsgildum eins og þau eru á hverjum tíma. Arðsemismarkmið skal ávallt vera innan vökmarka.

Nánari útreikninga má sjá í viðauka.

Byggt á þeim útreikningum og vökmörkum sem fundin eru fyrir arðsemiskröfu og ávöxtun eigin fjár eru sett fram viðmið fyrir því hvort breyta þurfi gjaldskrá dótturfyrirtækja OR eða hagræða í rekstri. Sömu viðmið eru notuð til að gefa til kynna hvort greiða megi arð út úr fyrirtækjum OR svo framarlega sem fyrirtæki uppfylli þau arðgreiðsluskilyrði sem sett hafa verið.

- **Óviðunandi arðsemi:** ef meðal raunávöxtun eigin fjár og raunávöxtunarkrafa, síðastliðinna þriggja ára, er fyrir neðan neðri mörk og því þarf mögulega að hækka gjaldskrá eða hagræða í rekstri og greiða ekki arð til eigenda.
- **Viðundandi arðsemi:** ef meðalraunávöxtun eigin fjár og raunávöxtunarkrafa síðastliðinna þriggja ára er milli efri og neðri marka og því er í lagi að greiða út arð til eigenda ef önnur arðgreiðsluskilyrði eru uppfyllt, gjaldskrár gætu mögulega breyst.
- **Arðsemi umfram kröfu:** ef meðalraunávöxtun eigin fjár og raunávöxtunarkrafa síðastliðinna þriggja ára er fyrir ofan efri mörk, og því skal leitast við að lækka gjaldskrá af sérleyfisstarfsemi og greiða arð til eigenda.



Ef raunarðsemi er viðunandi eða umfram arðsemiskröfu þá er gerð tillaga að arðgreiðslu samkvæmt arðgreiðslustefnu og verkferli Fjármála um ákvörðun um greiðslu arðs til eigenda (FJD-230)/verkferli stjórnar við ákvörðun um útgreiðslu arðs.