

Nettselskapenes evne til å egenfinansiere investeringer

*Analyse utført for Energi Norge om forholdet
mellom fremtidig kontantstrøm og
selskapenes investeringsbehov*



Tittel	Nettselskapenes evne til å egenfinansiere investeringer
Oppdragsgiver	Energi Norge
Rapport nr	2014/2
Tilgjengelighet	Ikke offentlig
Dato	25.6.2014
Forfatter/QA	Kjetil Ingeberg

Kanak AS

Org.nr. 987 282 800 MVA

Karl Johans gate 8, 0154 Oslo

1	SAMMENDRAG OG KONKLUSJON.....	3
2	INNLEDNING OG PROBLEMSTILLING.....	5
3	DATAGRUNNLAG OG METODE	6
4	HISTORIKK 2008-2014.....	8
4.1	INVESTERINGER.....	8
4.2	KONTANTSTRØMSUTVIKLING.....	11
4.3	EGENKAPITALAVKASTNING	15
4.4	OPPSUMMERING – HISTORISK ANALYSE	18
5	FREMSKRIVNING TIL 2020	18
5.1	INVESTERINGSUTVIKLING	18
5.2	KONTANTSTRØMSUTVIKLING.....	20
5.3	OPPSUMMERING – FREMSKRIVNING	22

1 Sammendrag og konklusjon

Denne rapporten omhandler nettselskapenes evne til egenfinansiering av investeringer. Arbeidet er utført på oppdrag av Energi Norge, og er basert på data fra NVE og Energi Norge.

Investeringsnivået i nettselskapene er økende. Siden kompensasjonen i form av økte inntekter har et forholdsvis betydelig tidsetterslep, innebærer økte investeringer et høyere finansieringsbehov for selskapene. Dette kan dekkes gjennom økt låneopptak, redusert utbytte (eller tilbakeholdt likviditet) eller nytt kapitalinnskudd fra eierne.

Hovedfokus i rapporten er på fri kontantstrøm i selskapene. Vi ser først på den historiske utviklingen fra 2006-2012, og deretter fremskrivning til 2020. Den historiske analysen gjøres på selskapsnivå, men presenteres på bransjenivå og for grupper av selskaper etter størrelse og effektivitet. Vi bruker grupper etter størrelse og etter DEA-effektivitet i analysene. Den fremskrevne analysen gjøres kun på bransjenivå pga begrenset datatilfang.

Vi har benyttet data for gjeld, finanskostnader og skatt for de juridiske enhetene fra Eniro (www.proff.no). Mange av de juridiske enhetene har også annen virksomhet enn nettvirksomhet, og det er derfor ikke regnskapstall som er direkte henførbare til nettvirksomheten alene. Beregning av fri kontantstrøm¹ er derfor estimert delvis med basis i historiske data, og delvis estimerer knyttet til regnskapstall for de juridiske enhetene.

Hovedresultatet fra den historiske analysen er at bransjen under ett har ca 750 mill kr/år i fri kontantstrøm. Dette gir en gjennomsnittlig kapasitet til utbytte/konsernbidrag på om lag 5% av estimert bokført egenkapital. Historisk sett har imidlertid utbytte/konsernbidrag utgjort ca 1 mrd kr pr år, slik at bransjens egenkapitalandel har sunket noe gjennom perioden. Den er imidlertid fremdeles på et høyt nivå, estimert til ca 47% i nettvirksomheten sett under ett.

Forskjellene mellom selskapene, og mellom grupper av selskaper er betydelig. Særlig er det stor forskjell mellom grupper av selskaper etter effektivitet. Gjennomsnittlig fri kontantstrøm i perioden 2006-2012 utgjør 9% av gjennomsnittlig inntektsramme for de mest effektive selskapene. Tilsvarende tall for gjennomsnittlig effektive selskaper er 4,5%, mens ineffektive selskaper har fri kontantstrøm tilnærmet lik null. Dette betyr at de minst effektive selskapene som gruppe så vidt klarer å egenfinansiere dagens investeringsnivå, og ikke har utbyttekapasitet av betydning med mindre det tas opp lån og tidligere opparbeidet egenkapital reduseres. Når vi deler inn selskapene etter størrelse, er det mindre forskjell mellom gruppene.

¹ Med fri kontantstrøm mener vi overskuddslikviditet i virksomheten før endring i lån (avdrag/nytt lån) og utbetaling av utbytte og/eller konsernbidrag, men etter betalbare driftskostnader, finanskostnader og skatt.

Hovedkonklusjonen fra den historiske analysen er at bransjen sett under ett har god egenfinansieringsevne, men at en betydelig gruppe selskaper med lav effektivitet har svak evne til å finansiere fremtidige investeringer. Vi mener derfor at i den grad nettselskaper står overfor finansieringsutfordringer, snakker vi om en struktur- og eierutfordring og ikke om en reguleringsutfordring.

Vi går her ikke nærmere inn på årsakene til effektivitetsforskjeller mellom selskapene. Det er grunn til å tro at årsaksbildet er sammensatt. Fra andre analyser kjenner vi til at forskjeller i skala (størrelse), driftsmodell (bl.a graden av outsourcing), investeringsyklus og vekst, samt føringer gjennom eierstyring kan ha betydning. For formålet i denne studien er det tilstrekkelig å peke på at finansieringsutfordringene er knyttet til svak effektivitet som gir svak lønnsomhet, og at effektivitetsforbedringer er nødvendig for å sikre langsiktig egenfinansieringsevne.

I den fremskrevne analysen finner vi at økt finansieringsbehov i perioden 2014-2020 er i størrelsesorden 5,5-7 mrd kr. Økningen er drevet av AMS-investeringen, mens andre re- og nyinvesteringer synes å fortsette etter samme trend som i den historiske analysen. For bransjen under ett vil lånefinansiering av behovet kombinert med uendret utbyttepolicy innebære at egenkapitalandelen synker til ca 40%. Dette er ikke problematisk på bransjenivå, men en rekke selskaper, i alt ca 1/3 av bransjen, vil få egenkapitalandel under 30% dersom ikke utbyttepolicy eller effektivitet og inntjening endres vesentlig.

De aller fleste nettselskapene har kommunale eiere med begrenset evne og vilje til å skyte penger inn i nettselskapet. Med unntak av selskaper som fremdeles har en høy egenkapitalandel og dermed kan låne opp mer, mener vi fremtidig finansiering av investeringsbehov generelt og AMS spesielt vil være en sterk driver for restrukturering og større press på effektivisering.

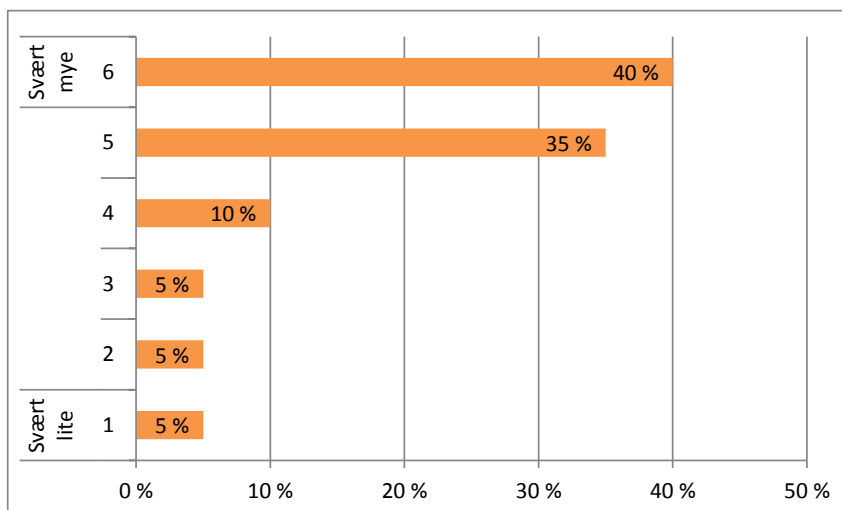
Dagens eiere må regne med at utbyttestrømmen fra nettvirksomheten reduseres betydelig de nærmeste årene. Dette følger både av at bransjen er i ferd med å nærme seg et rimelig nivå for egenkapitalandelen, og at finansieringsbehovet for nye investeringer stiger betydelig de nærmeste årene.

2 Innledning og problemstilling

Nettselskapene står overfor et betydelig investeringsbehov i årene fremover. Behovet er særlig stort i sentralnettet, men også i regional- og distribusjonsnettene har man de siste årene sett en betydelig økning i investeringsnivået. I denne rapporten er det regional- og distribusjonsnettene som omtales, mens investeringer i sentralnettet ligger utenfor analysene.

Undersøkelser foretatt av Energi Norge tyder på at selskapene forventer fortsatt høyt investeringsnivå også i årene frem mot 2020. Innføringen av AMS er en viktig driver, men også både reinvestering for å fornye nettet, og nyinvesteringer for å møte økt etterspørsel etter effekt gir høyt investeringsbehov.

Forholdet mellom tildelt inntektsramme og muligheten til å gjennomføre investeringer er sterk. I Energi Norges spørreundersøkelse kommer dette svært tydelig frem - særlig for regionalnettet, der investeringsbehovet er mer sprangvis enn i distribusjonsnettet. Spørsmålet som ble stilt var hvilken betydning inntektsrammen for regionalnettet har med hensyn til mulighetene til å gjennomføre investeringer. Svarandelene er vist i Figur 2-1



Figur 2-1 Betydning av inntektsrammen for regionalnettet med hensyn til mulighetene til å gjennomføre investeringer. Kilde: Energi Norge (2013)

Hele 75% av respondentene mente at inntektsrammen har stor eller svært stor betydning for evnen til å investere. Dette kan tolkes til at mulighetene for alternativ finansiering for å gjennomføre investeringer er begrenset.

Hovedfokus i denne rapporten er å gi et bilde av nettselskapenes egenfinansieringsevne for å finansiere fortsatt høye og økende investeringsbehov. Analysene er gjort med tanke på å estimere fri kontantstrøm for bransjen og for grupper av selskaper. Selskapenes kapasitet til å betale utbytte inngår som en del av estimatet for selskapets frie kontantstrøm, dvs at økte investeringer kan medføre at utbytte til eierne reduseres eller blir null.

En del forutsetninger for analyser av finansiering og fri kontantstrøm er satt på skjønnsmessig grunnlag, og gir dermed usikkerhet i resultatene, spesielt på selskapsnivå. Blant annet er periodisering av inntekter og kostnader i analysene er ikke regnskapsmessig korrekt. Vi vurderer likevel at de presenterte tallstørrelser er utsagnskraftige for å illustrere hovedutfordringer og angi størrelsesorden av utfordringer, men vil ikke være å anse som presise estimater.

Rapporten beskriver først datagrunnlag og metode, deretter historisk utvikling for regnskapsårene 2006-2012 (eller inntektsrammeårene 2008-2014), og til slutt fremtidig forventet utvikling frem til 2020.

3 Datagrunnlag og metode

Nettselskapene inngår i en rekke forskjellige selskapsstrukturer, både som datterselskap i konsern, som avdelinger og som selskap som driver med både nett og annen virksomhet som fjernvarme, bredbånd mv. For å få en best mulig avgrensning av kontantstrømsutviklingen i nettvirksomheten, har vi benyttet data fra NVE som grunnlag for analysene i kombinasjon med offisielle regnskaper for selskapene. Det primære datagrunnlaget fra NVE er økonomiske hovedtall rapportert for perioden 2006-2012, samt inntektsrammevedtak / -varsel for perioden 2008-2014. Vi har også innhentet regnskapstall for alle nettselskapene fra de offentlig tilgjengelige regnskapene. Siden mange av selskapene har annen virksomhet enn nett i samme juridiske enhet, er ikke tall fra regnskapet direkte sammenlignbare med NVE-tallene.

Vi benytter tre begreper for kontantstrømmer:

- *Kontantstrøm fra drift* er driftsinntekter minus betalbare driftskostnader og eiendomsskatt, men eksklusiv avskrivninger
- *Kontantstrøm før finans* er kontantstrøm fra drift minus investeringer
- *Fri kontantstrøm* er kontantstrøm før finans minus estimerte finanskostnader og skatt

For å forenkle beregningene har vi sett bort fra periodiseringsforskjellen mellom tildelt inntektsramme og underliggende faktiske kostnader. Dette betyr at estimater for enkeltår blir upresise, men som en følge av NVEs rutiner for korrigerings for faktiske kostnader er aggregert utvikling rimelig presis for de historiske beregningene.

NVE-rapporteringen omfatter ikke finansielle poster i regnskapet, og vi har dermed ikke konkret informasjon om faktisk gjeldsgrad for nettvirksomheten. Det vil uansett være unøyaktigheter ved å benytte offisielle tall, siden mange av selskapene har finansiering gjennom konsern og den underliggende gjeldsgraden dermed ikke nødvendigvis fremkommer av selskapsregnskapet.

For å kunne bruke informasjon fra regnskapene om gjeldsgrad, utbytte mv har vi benyttet andelen av bokført verdi av nett i forhold til totale anleggsmidler i selskapet som fordelingsnøkkel. For å beregne finanskostnad har vi benyttet en sjablonmessig lånerente tilsvarende styringsrenten pluss 1,5% som grunnlag. Ansvarlig lån inngår i rentebærende langsiktig gjeld i beregningene.

Utbetalinger til eierne skjer enten gjennom utbytte eller konsernbidrag. Vi har beregnet summen av disse to postene ut fra historiske regnskapstall. Basert på andelen av anleggsmidler som tilhører nettvirksomheten, legger vi til grunn at utbytte og konsernbidrag fra de juridiske enhetene i all hovedsak kan henføres til nettvirksomheten.

I alt 132 selskaper er med i datagrunnlaget. Enkelte mindre nettselskaper, særlig større produksjonsselskaper med lite nett og enkelte industrinett, er tatt ut av grunnlaget. De selskapene som er tatt ut er vist i Tabell 3-1.

Tabell 3-1 Selskaper som er tatt ut av analysene

Selskapsnavn	
Arendals Fossekompani ASA	Kraftverkene i Orkla DA
Kvæningen Kraftverk AS	Hydro Aluminium AS
Løvenskiold Fossum Kraft	E-CO Energi AS
Porsa Kraftlag AS	TrønderEnergi Kraft AS
Norsk Hydro Produksjon AS	Lyse Produksjon AS
Sira Kvina Kraftselskap	Statkraft Energi AS
Tinfos AS	Aktieselskabet Saudefaldene
Ustekveikja Kraftverk DA	Herøya Nett AS

Beregning av historisk kontantstrøm gjøres på selskapsnivå for distribusjons- og regionalnett samlet. Vi velger å ikke legge frem selskapsspesifikke tall i rapporten, men benytter i stedet en kategorisering i grupper av selskaper etter følgende kriterier:

- Etter størrelse (kostnadsgrunnlag 2012)
- Etter effektivitet (DEA før kalibrering, gjennomsnitt 2008-2014)

Antallet selskaper og grenseverdier for kriteriene er vist i Tabell 3-2

Tabell 3-2 Kriteriegrenser for kategorier: Størrelse og effektivitet

Størrelse	Grense	Antall
Lite	<50 MNOK	77
Middels	50-250 MNOK	41
Stort	>250 MNOK	14
Sum		132
Effektivitet	Grense	Antall
Ineffektivt	<80%	34
Gjennomsnittlig	80-95%	82
Effektivt	>95%	16
Sum		132

Det er en viss sammenheng mellom størrelse og effektivitet, men sammenhengen er ikke svært sterk. Tabell 3-3 viser krysstabulering av størrelse målt ved kostnadsgrunnlag mellom de to kategoriene.

Tabell 3-3 Gjennomsnittlig størrelse målt ved kostnadsgrunnlag (snitt 2006-2012)

Kategori	Lite	Middels	Stort	Snitt alle
Effektivt	21 827	108 482	887 108	319 307
Gjennomsnittlig	28 794	98 959	586 306	108 855
Ineffektivt	22 207	96 378	644 461	53 598
Snitt alle	25 942	99 742	697 889	120 132

Det er først og fremst for de store selskapene at størrelse er klart assosiert med bedre effektivitet. For middels store og små selskaper synes ikke å være noen signifikant eller observerbar sammenheng.

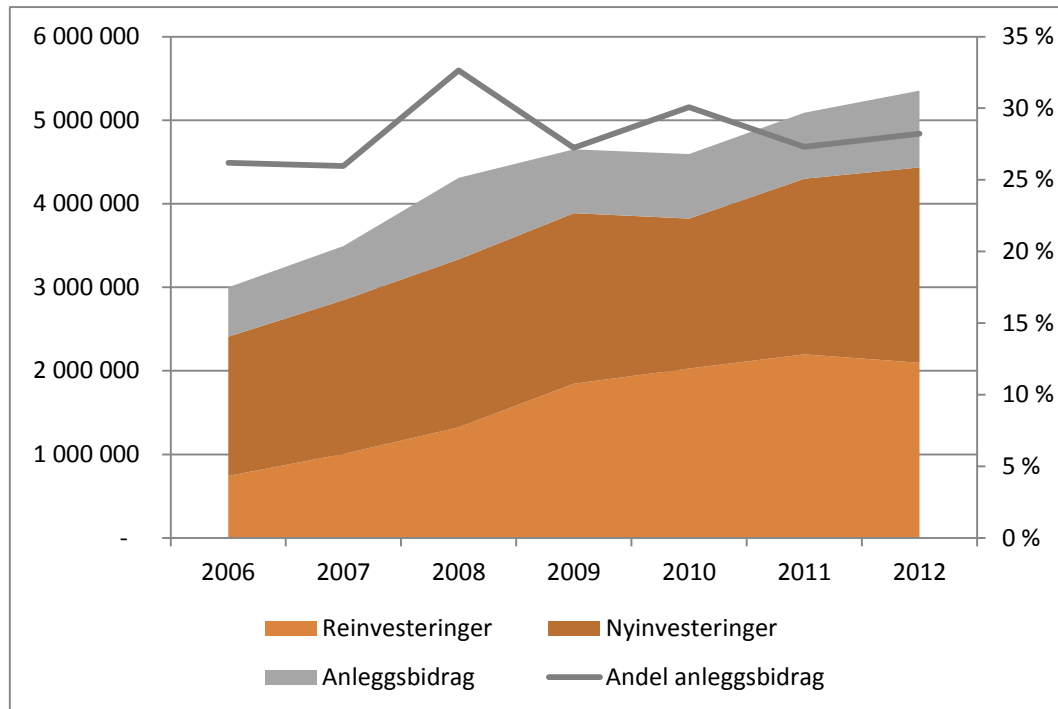
Kategoriene benyttes for å beskrive forskjeller i beregnet og estimert egenfinansieringsevne pr gruppe av selskaper for de historiske analysene.

For fremskrevne data (2014-2020) har vi ikke data på selskapsnivå, men estimerer for investeringsbehov basert på spørreundersøkelse blant medlemmene foretatt av Energi Norge i 2013. De fremskrevne analysene gjelder derfor bransjen under ett, mens vi benytter resultatene fra den historiske analysen til drøfting av resultatene.

4 Historikk 2008-2014

4.1 Investeringer

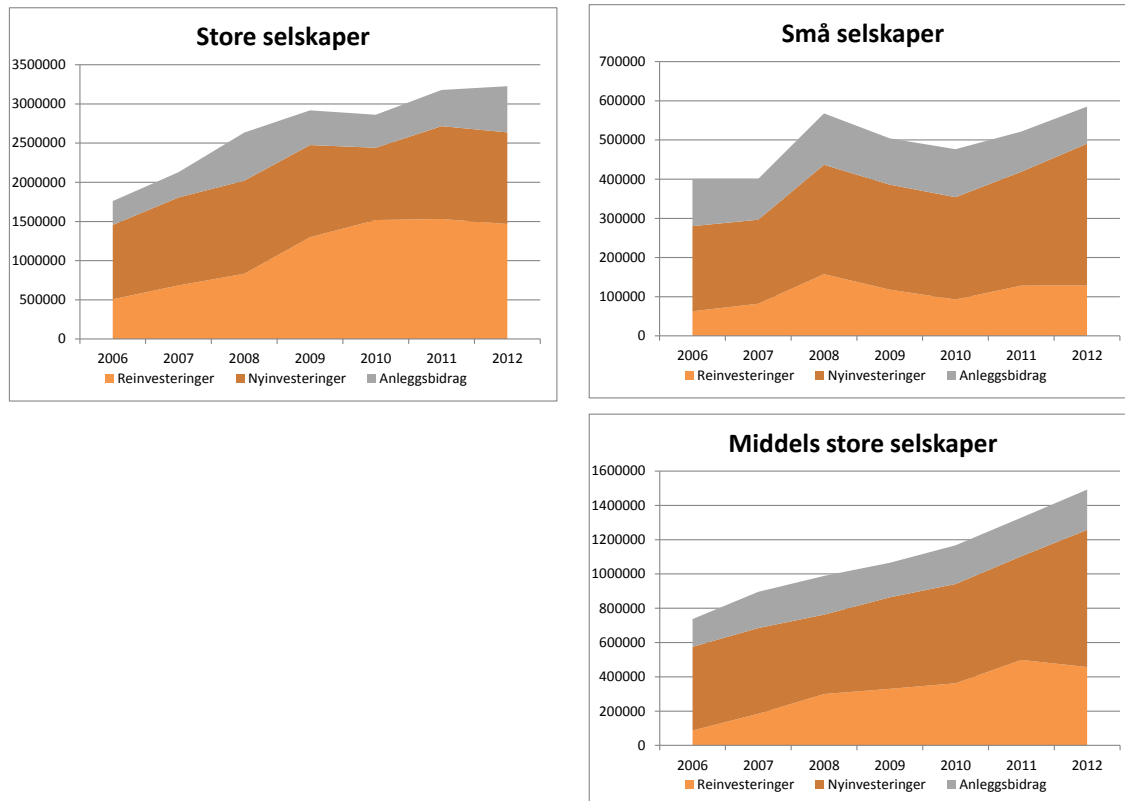
Investeringene i nettet viser en betydelig økning i perioden 2006-2012. Fra et nivå på 3 mrd kr i 2006 økte samlet investering (inkludert anleggsbidragsfinansierte investeringer) til 5,4 mrd kr i 2012. Utviklingen pr investeringskategori er vist i Figur 4-1



Figur 4-1 Utvikling i samlede investeringer i D- og R-nett (2006-2012) Kilde: NVE, bearbejdet av Kanak AS

Den klart sterkeste økningen har vært innen reinvesteringer. Fra et samlet reinvesteringnivå på 740 mill kr i 2006, økte volumet til ca 2,1 mrd kr i 2012 – nesten en tredobling. Dette betyr at andelen av reinvesteringer av samlet investeringsbehov har økt fra ca 25% til ca 40% på relativt få år.

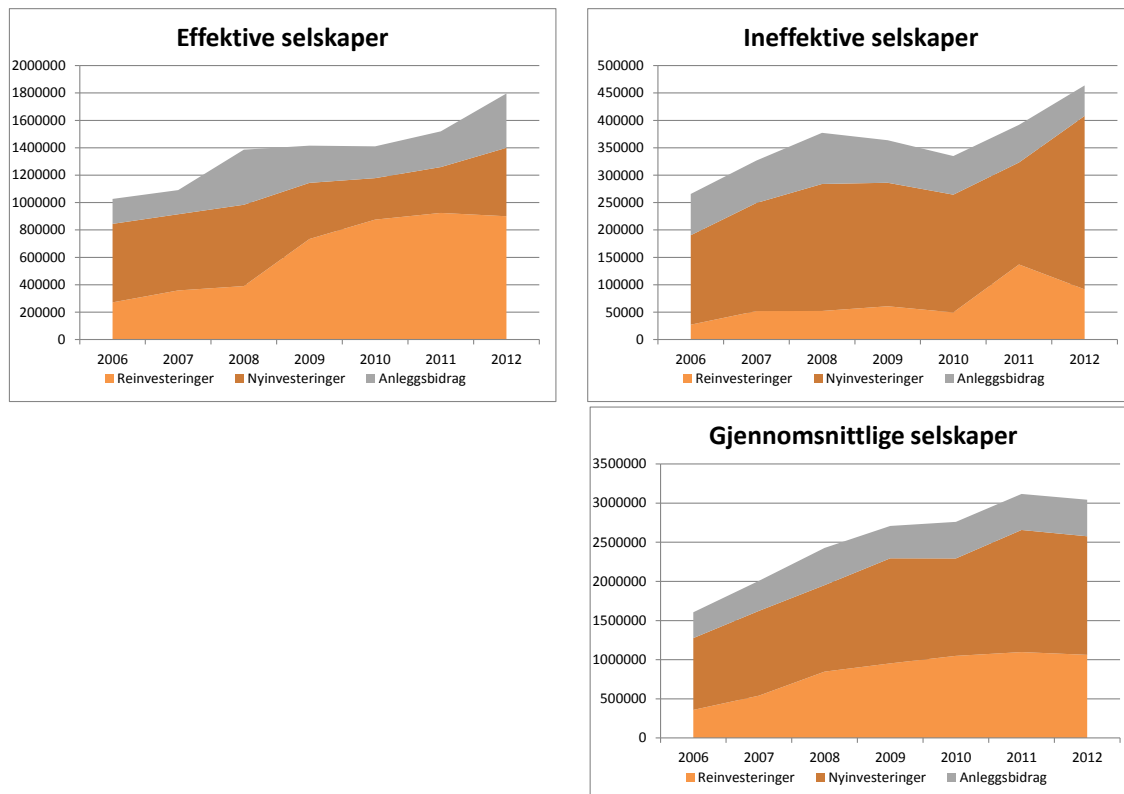
Når vi ser på enkeltsekskaper, og grupper av sekskaper, er det betydelige forskjeller i utviklingen, se Figur 4-2.



Figur 4-2 Historiske investeringer, gruppert etter selskapenes størrelse

De små selskapene fornyer minst. De minste selskapene reinvesterer i snitt 2.3% av bokført verdi, mellomstore 3.1% og store 4.2%. Videre ser vi at de små selskapene ikke øker investeringene like mye som de mellomstore og de store selskapene. De minste selskapene økte i snitt årlige investeringer med 46%, de mellomstore 102% og de store 83%. Selv om alle gruppene investerer mer enn avskrivninger, ser vi også her at de minste selskapene investerer relativt sett minst: Små selskaper investerer 115% av avskrivninger, middels store 126% og store 133%.

Historiske investeringer gruppert etter selskapenes effektivitet er vist i .



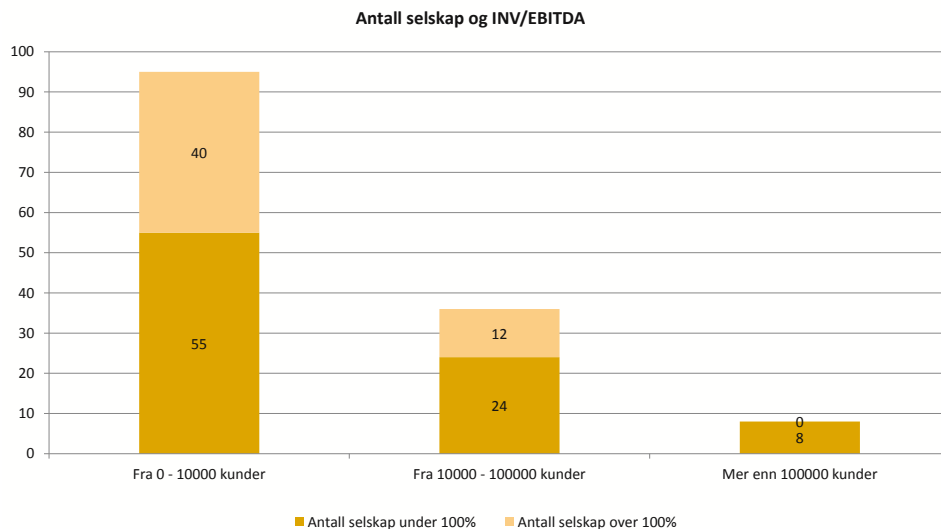
Figur 4-3 Historiske investeringer, gruppert etter selskapenes effektivitet

Effektive selskaper reinvesterer klart mest, mens nyinvesteringer samtidig er blitt redusert. De effektive selskapene har også den høyeste andelen anleggsbidrag, noe som kan indikere at disse selskapene bruker anleggsbidrag som et effektivt prissignal for å optimalisere nivået på nyinvesteringer til et samfunnsøkonomisk riktigere nivå. De ineffektive selskaper reinvesterer minst, og har en påfallende mye lavere reinvesteringnivå enn øvrige selskaper. Disse selskapene investerer totalt ca 89% av avskrivninger, mens andelen for de to andre gruppene er ca 125%.

4.2 Kontantstrømsutvikling

Energi Norge har gjort analyser av forholdet mellom selskapenes EBITDA² og investeringer. EBITDA tilsvarer kontantstrøm fra drift. Figur 4-4 viser antall selskap etter størrelse som har investeringer som er høyere eller lavere enn EBITDA.

² Earnings before interest, taxes, depreciations and amortisations

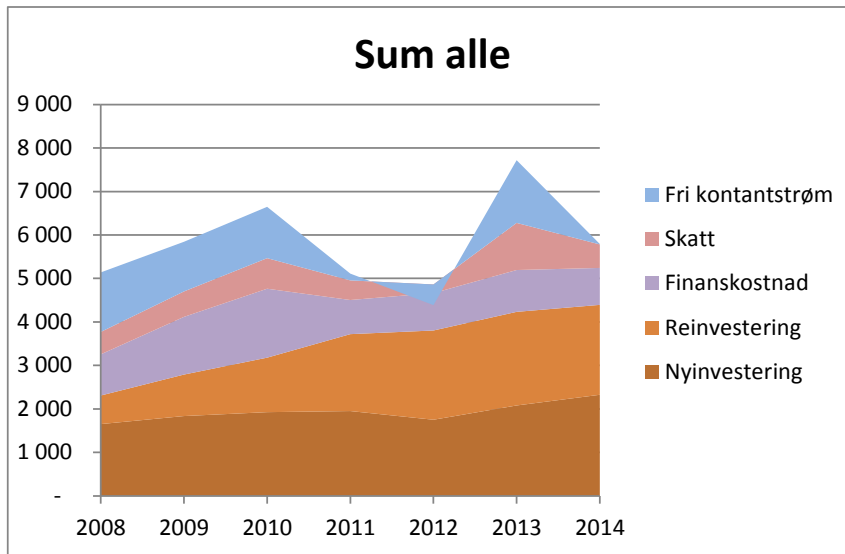


Figur 4-4 Antall selskaper med investeringer større eller mindre enn EBITDA (2008-2012). Kilde: Energi Norge

Blant de små selskapene har mer enn 40% av selskapene høyere investeringer enn kontantstrøm fra drift. Dette er åpenbart ikke en bærekraftig situasjon. Blant de større selskapene snus bildet, og blant de 8 største selskapene har alle kontantstrøm fra drift som er større enn investeringer.

Våre beregninger går et stykke videre, og inkluderer både estimat for finanskostnader og skatt. Beregningen av kontantstrøm er gjort ved å koble sammen inntektsrammer for selskapene med underliggende kostnadsdata. Det er varslet/vedtatt inntektsramme for året 20xx som sammenholdes med faktiske kostnader og investeringer for året 20xx(-2). Dermed er tidsetterslepet samt utvikling i mer- og mindreinntektssaldoer holdt utenfor beregningene. Dette innebærer at estimatene for enkeltår blir upresise, men har neppe vesentlig betydning for vurdering av den akkumulerte utviklingen i kontantstrøm over tid.

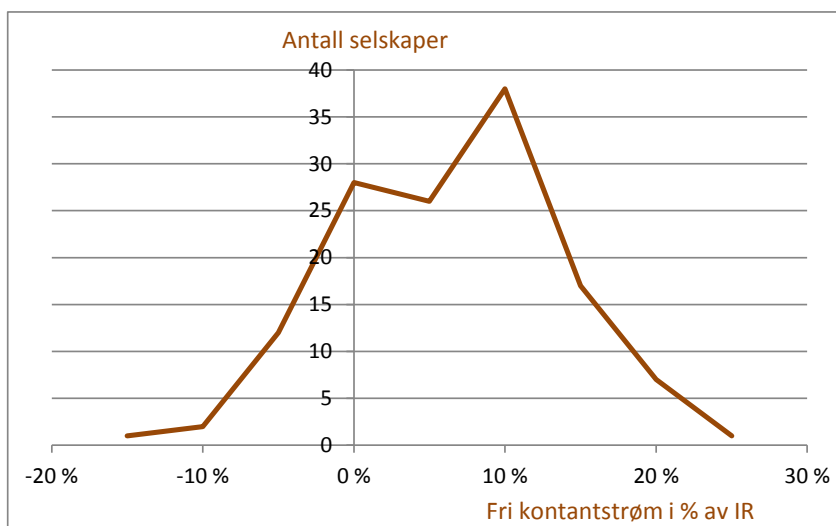
Historisk sett har bransjen hatt et estimert likviditetsoverskudd som vist i Figur 4-5



Figur 4-5 Estimert, historisk kontantstrømsutvikling for distribusjons- og regionalnettene samlet

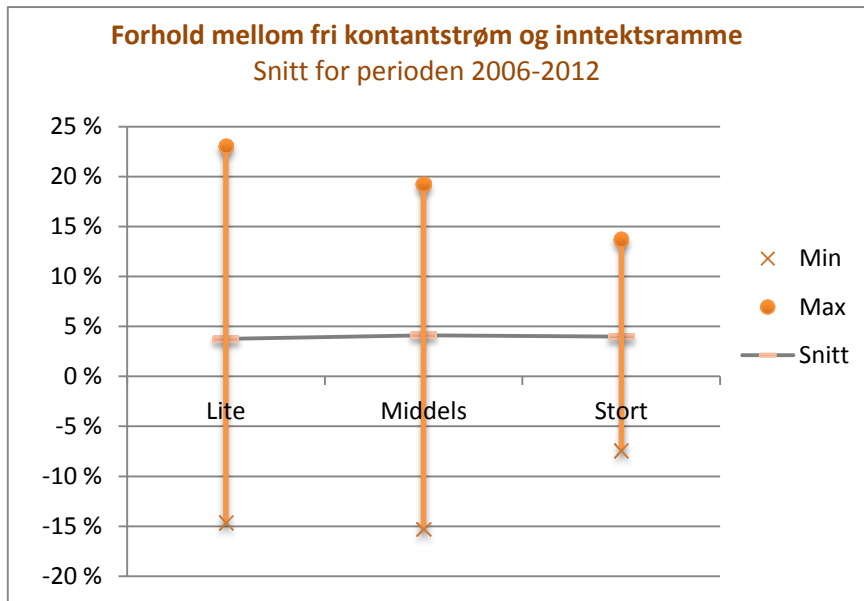
Estimatet for fri kontantstrøm omfatter både tilbakeholdt likviditet, netto avdrag på lån og utbytte til eierne. I snitt over perioden finner vi at samlet fri kontantstrøm er i størrelsesorden 750 mill kr/år.

Et betydelig antall selskaper har imidlertid negativ kontantstrøm. I snitt for perioden 2006-2012 estimerer vi at 43 av 132 selskaper hadde negativ fri kontantstrøm, se Figur 4-6.



Figur 4-6 Estimert av fri kontantstrøm pr selskap i % av inntektsramme. Snitt 2006-2012

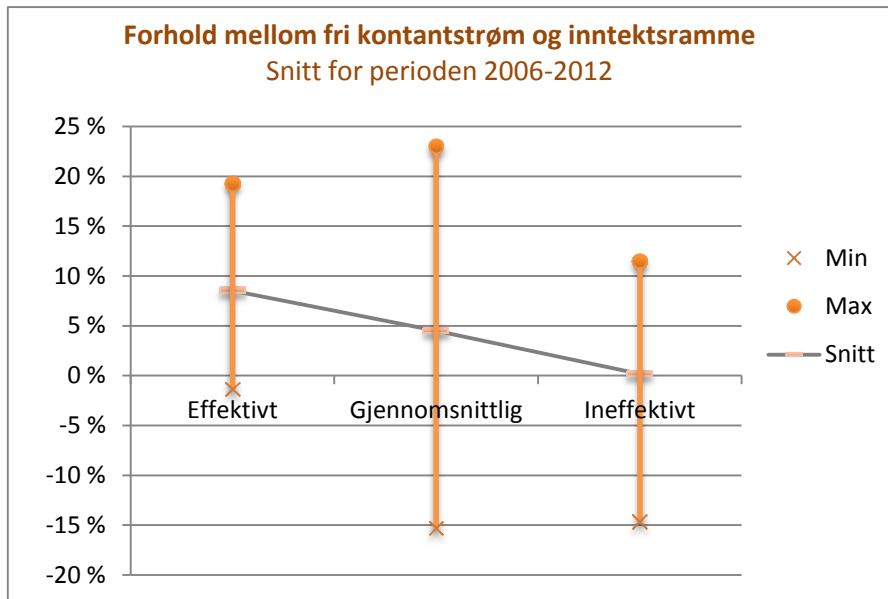
Når vi deler opp estimatet for fri kontantstrøm etter grupper av selskaper, blir bildet mer nyansert. Estimert kontantstrøm i % av inntektsrammen etter størrelse er vist i Figur 4-1.



Figur 4-7 Estimert fri kontantstrøm i % av inntektsrammen, gruppert etter størrelse av selskapet

Det er liten forskjell mellom snittene for hver gruppe. Alle gruppene har positiv fri kontantstrøm over perioden, tilsvarende 4,5 % av inntektsrammen. Det er imidlertid stor forskjell i spredning mellom de tre gruppene. Små selskaper har størst spredning, fra -15% til 23% i snitt over perioden. Det er stor spredning også for gruppen av mellomstore selskaper, -15% til 19%. Det er klart minst spredning i store selskaper, -7% til 14%. Dette kan forklares både ved at store selskaper har bedre diversifisering av sin virksomhet, og at de har mer ressurser og kompetanse i styring av selskapet og dermed også demonstrerer bedre styring i praksis.

Når vi grupperer selskapene etter effektivitet blir forskjellene vesentlig større, se Figur 4-8.

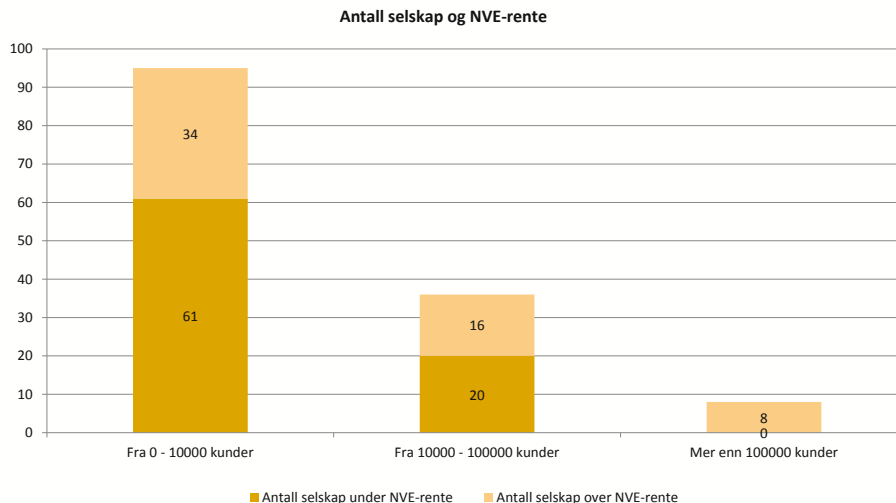


Figur 4-8 Estimert fri kontantstrøm i % av inntektsrammen, gruppert etter effektivitet i selskapet

For gruppen av mest effektive selskaper, utgjør gjennomsnittlig fri kontantstrøm ca 9% av gjennomsnittlig inntektsramme over perioden. For de gjennomsnittlige selskapene er tilsvarende tall 4,5%, mens de minst effektive selskapene har gjennomsnittlig fri kontantstrøm praktisk talt lik null. Sammenhengen mellom høy effektivitet og høy fri kontantstrøm er dermed svært uttrykt. En konsekvens av dette er dermed at eiere av selskaper med lav effektivitet ikke kan forvente kapasitet til utbetaling av utbytte, og at disse selskapene kan ha sterkt begrenset evne til å egenfinansiere økte investeringer.

4.3 Egenkapitalavkastning

Energi Norge har også gjennomført analyser av selskapenes avkastning i forhold til NVE-renten. Avkastningen gjelder total kapital, og ikke egenkapital.



Figur 4-9 Antall nettselskaper med avkastning over og under NVE-renten (2008-2012). Kilde: Energi Norge

Det er sterk overvekt av selskaper med få kunder blant de selskapene som ikke oppnår normalavkastning. Alle de 8 største selskapene har realisert avkastning lik eller høyere normalavkastningen.

For å estimere *egenkapitalavkastningen* må vi estimere hvilken egenkapital som skal henføres til nettvirksomheten. Vi finner totalbalansen for nett ved å legge til 15% på bokførte verdier av anleggsmidler, som et anslag på omløpsmidler i nettvirksomheten. Fratrullet estimert gjeld (som beskrevet over) finner vi estimat for egenkapitalen for nettvirksomheten.

I snitt for alle selskaper finner vi en egenkapitalavkastning lik 5,3% etter skatt for perioden 2006-2012. Når vi grupperer selskapene, blir spredningen betydelig som vist i Figur 4-10.



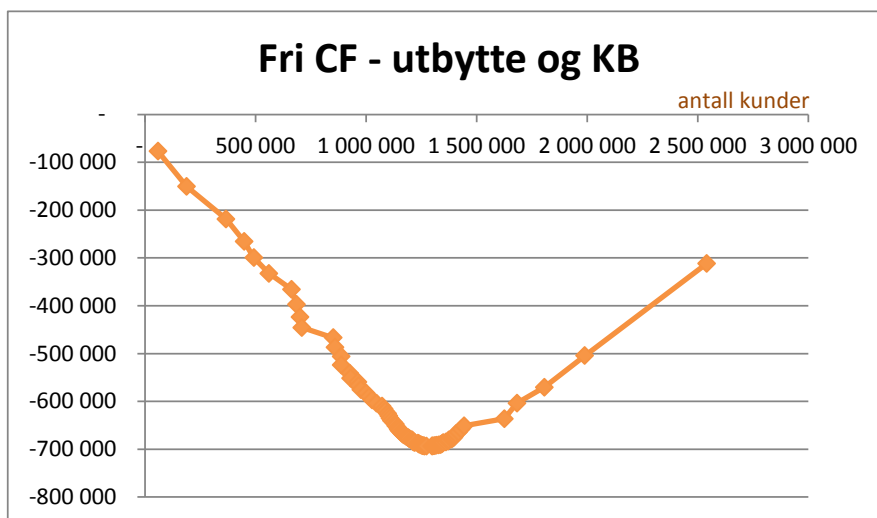
Figur 4-10 Spredning i estimert EK-avkastning pr gruppe. Snitt for 2006-2012

Gruppert etter effektivitet finner vi at de effektive selskapene i snitt realiserer ca 12% avkastning på egenkapitalen, de gjennomsnittlige realiserer ca 6%, og de ineffektive selskapene realiserer ca 2%. Spredningen er størst for de gjennomsnittlige selskapene. Når vi grupperer etter størrelse, er snittet lavest for de små selskapene med 4% estimert EK-

avkastning, mellomstore selskaper er estimert til 6%, og de store selskapene til 8%. Spredningen blant de små selskapene er svært stor.

Regnskapene for selskapene indikerer at nettvirksomheten bidrar med om lag 1 mrd kr årlig i samlet utbytte og konsernbidrag. Dette betyr at bransjens gjeldsgrad øker – noe vi også kan observere, siden EK-andelen har sunket noe fra 2006 til 2012. Dagens EK-andel for nettvirksomheten estimeres til ca 47%. Hvis vi legger til grunn at bransjen årlig utbetaler 250-300 MNOK mer i utbytte og konsernbidrag enn samlet fri kontantstrøm innebærer dette at EK-andelen årlig reduseres med ca 0,5%-poeng. Det er ingen dramatik i dette for bransjen under ett.

For enkelt-selskaper kan reduksjonen i EK-andel være mer utfordrende. Ser vi på fordelingen av forholdet mellom fri kontantstrøm og utbytte, betaler om lag halvparten av selskapene – som representerer ca halvparten av kundemassen – ut mer utbytte / konsernbidrag enn fri kontantstrøm. Snitt av årlig netto utbetaling (fri kontantstrøm fratrukket utbytte og konsernbidrag) er ca 700 millioner kroner, se Figur 4-11. Figuren viser akkumulert differanse mellom fri kontantstrøm og sum utbytte/konsernbidrag pr selskap langs y-aksen, og akkumulert antall kunder for selskapene langs x-aksen.



Figur 4-11 Fri kontantstrøm minus utbytte/konsernbidrag akkumulert etter underskudd/overskudd og antall kunder

De selskapene som utbetaler mest, er generelt også de som har høyest EK-andel. Høye utbetalinger kan dermed være en rasjonell tilpasning for å oppnå en mer effektiv kapitalstruktur. Imidlertid er det 13 selskaper som kombinerer høyt historisk utbytte med lav EK-andel, dvs lavere enn 35%. Disse selskapene har til sammen ca 500.000 kunder, og fremstår som mest utsatt for fremtidig finansielt press.

Oppsummeringsvis viser analysen at en rekke selskaper og eiere må forvente at det historiske nivået for utbytte og konsernbidrag må reduseres etter hvert som investeringene øker og EK-andelen når et hensiktsmessig nivå.

4.4 Oppsummering – historisk analyse

Den historiske analysen viser at bransjen har hatt tilstrekkelig egenfinansieringsevne for å dekke investeringer de siste 7 årene, og samtidig ha en viss evne til å betale utbytte til eierne. Det er imidlertid store forskjeller mellom selskaper og grupper av selskaper.

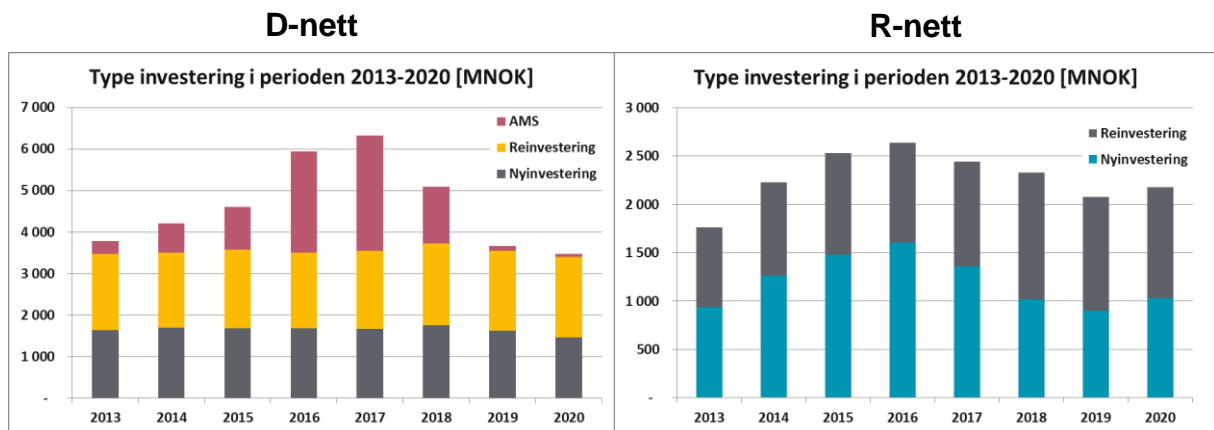
De mest effektive selskapene har en robust egenfinansieringsevne. Derimot har de gjennomsnittlig effektive og ineffektive selskapene gjennomgående svak eller ingen egenfinansieringsevne. Disse selskapene står for ca 67% av samlet kostnadsgrunnlag i bransjen. Vi vurderer at dette er selskaper som lett kan komme i en presset situasjon dersom investeringsbehovet øker fremover.

5 Fremskrivning til 2020

5.1 Investeringsutvikling

For utviklingen frem til 2020 har vi ikke tilgang til selskapsspesifikke data. Hovedgrunnlaget for å se på fremtidig egenfinansieringsevne er en kombinasjon av de historiske estimatene, og data fra Energi Norges spørreundersøkelse blant medlemmene om forventet investeringsnivå frem til 2020. Denne undersøkelsen er foretatt flere ganger, og er sist oppdatert høsten 2013.

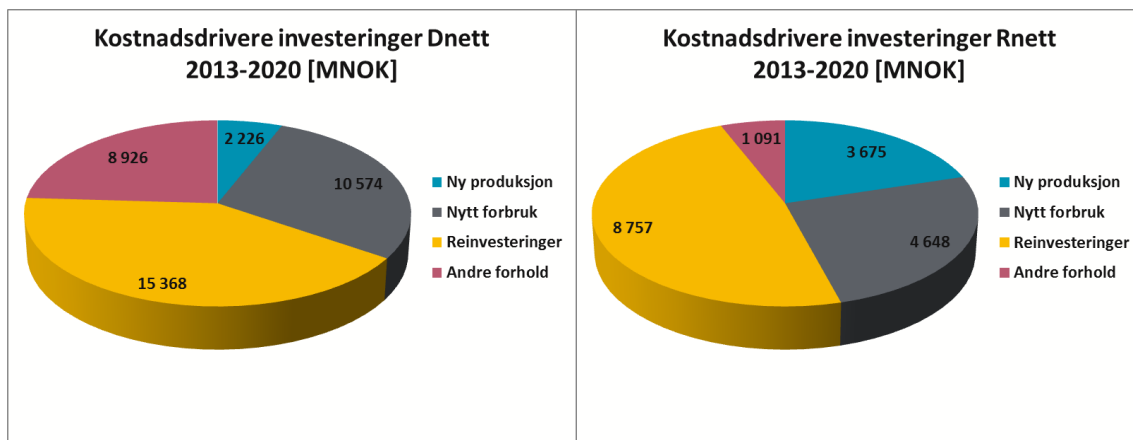
Data fra spørreundersøkelsen viser et betydelig hopp i investeringen. Dette er primært drevet av AMS-investeringene, som i sin helhet kommer i perioden 2014-2019. Samlet estimat for AMS er ca 8,5 mrd kr. Øvrige, underliggende investeringer viser en trend som er ganske lik den historiske utviklingen i 2006-2012, dvs et vedvarende behov på 5,5-6 mrd kr årlig regnet i faste kroner. Investeringsprofiler, fordelt på re- og nyinvesteringer samt AMS pr nettnivå, er vist i Figur 5-1.



Figur 5-1 Forventede investeringer pr nettnivå og hovedtype av investeringer. Kilde: Energi Norge

I regionalnettet er det forventet en forholdsvis betydelig økning i nyinvesteringer de nærmeste årene, mens reinvesteringsbehovet ligger forholdsvis konstant. For distribusjonsnettet er underliggende re- og nyinvesteringsbehov ganske stabilt, mens AMS gir betydelig økt investeringsvolum. I alt står distribusjonsnettet for 2/3 av samlet investeringsbehov, ca 37 mrd kr av i alt 55 mrd kr.

Energi Norge har også spurt om hvilke drivere som ligger bak investeringsbehovet. Inndelingen er reinvestering, nytt forbruk, ny produksjon og andre forhold.

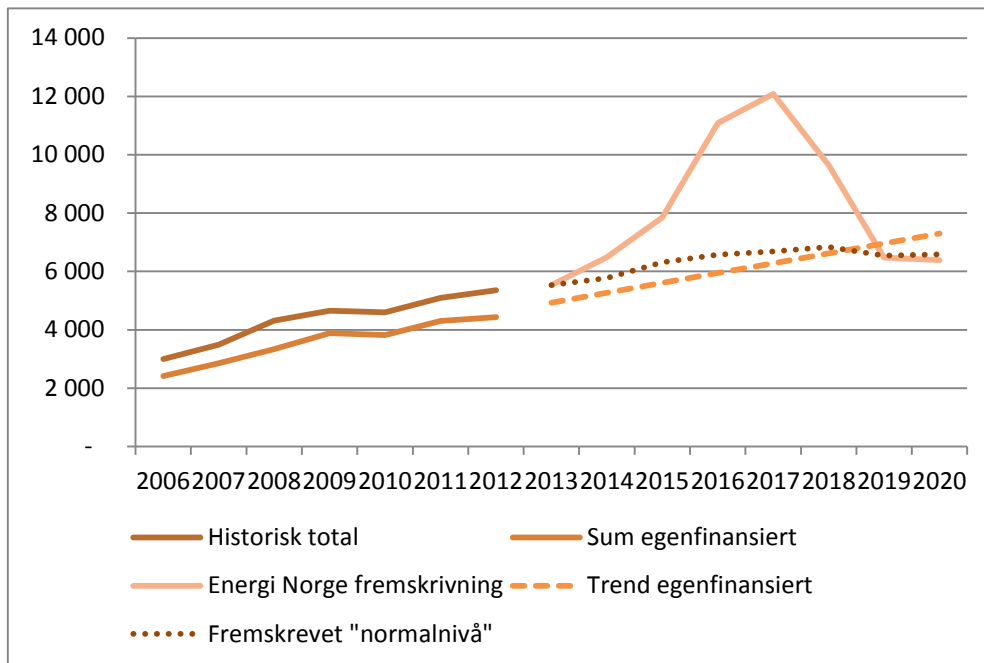


Figur 5-2 Drivere for investeringsbehovet 2013-2020. Kilde: Energi Norge

Reinvesteringer står for en vesentlig og økende andel av samlede investeringer. Korrigert for «andre forhold», i hovedsak AMS, utgjør reinvesteringer 53% av samlet behov. For 2012 var andelen ca 40%. AMS står for for ca 25% av investeringsbehovet i distribusjonsnettet, og ca 16% av bransjens samlede investeringsbehov.

Nytt forbruk står for om lag 28% av samlet investeringsbehov, mens ny produksjon står for ca 11%.

Figur 5-3 viser utviklingen vi har benyttet for analysen av nettselskapenes egenfinansieringsevne. Trenden for egenfinansierte investeringer forutsetter at andelen av anleggsbidrag forblir tilsvarende den historiske andelen.



Figur 5-3 Historisk og forventet utvikling i investeringer i distribusjons- og regionalnett. Kilder: NVE, Energi Norge

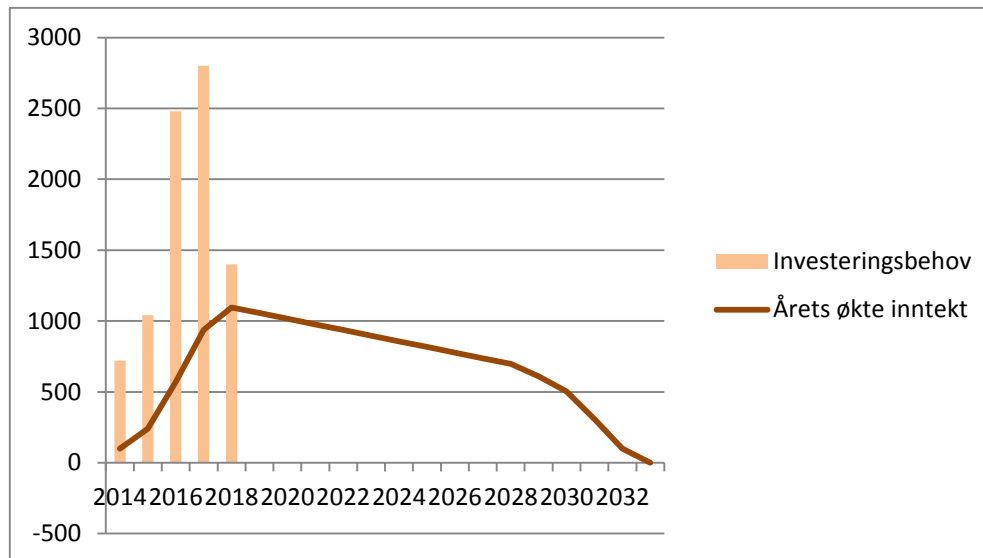
Bildet for de nærmeste årene er dermed at investeringsbehovet for ordinære re- og nyinvesteringer fortsetter på samme nivå som 2012-nivået. I tillegg kommer investeringer i AMS med et betydelig beløp. Merinvestering i årene 2014-2018 er anslått til ca 8,5 mrd kr. Dette betyr at analysen av egenfinansieringsevne frem til 2020 i første rekke dreier seg om evnen til å finansiere AMS, mens de funnene vi har gjort for perioden frem til 2014 mest sannsynlig vil være relevante også frem til 2020 hva gjelder øvrig investeringsbehov.

5.2 Kontantstrømsutvikling

AMS-investeringene gjøres i all hovedsak i perioden 2014-2018. Til forskjell fra ordinære investeringer i nettet, har AMS relativt kort levetid – både hva gjelder måler og kommunikasjonsenhet. Når vi skal foreta beregninger av fremtidig inntektsvirkning for bransjen, er forventet avskrivningstid viktig for hvilket resultat vi finner. I beregningene under har vi benyttet 15 år. Dette er i tråd med vanlig praksis i dag hva gjelder målere, men muligens noe høyt i forhold til kommunikasjonsenhet.

Med denne forutsetningen vil inntektseffekten av AMS komme inn i inntektsrammen frem til ca 2032, mens investeringene skjer frem til 2019. Netto merinvesteringer utover historisk trend, dvs brutto investeringer minus økte inntekter i løpet av investeringsperioden, er ca 5,5 mrd kr.

Figur 5-4 viser forventet utvikling i økte investeringer og økt inntektsramme som følge av de samme økte investeringene.

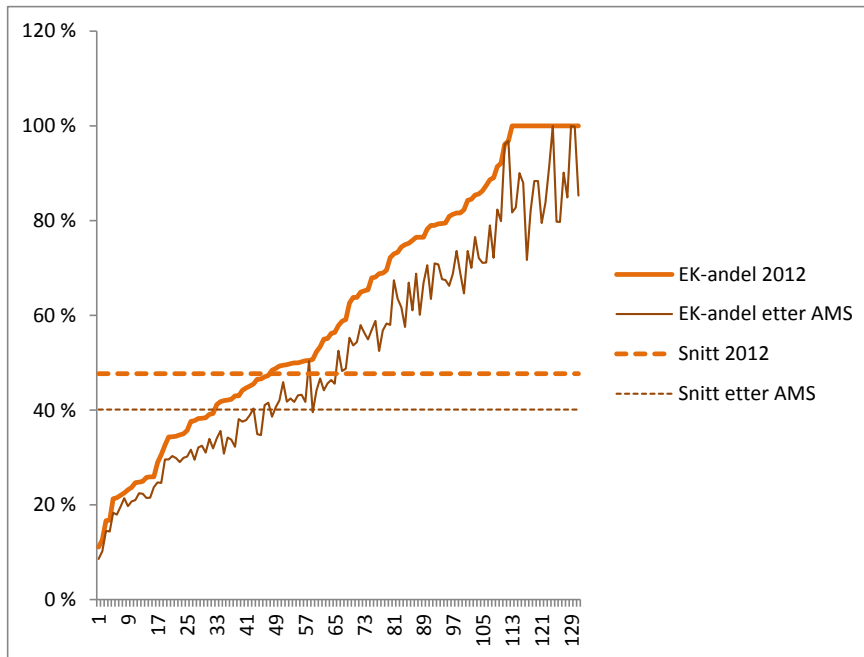


Figur 5-4 Estimert marginal kontantstrømseffekt av økte investeringer (AMS) og økt inntektsramme

Summen av merinvesteringer i figuren over tilsvarer AMS, ca 8,5 mrd kr. Ettersom investeringene blir aktivert og gir avskrivninger, vil inntekten øke gjennom investeringsperioden. Estimat for økt inntekt er ca 3 mrd kr. Dette kan imidlertid ha et tidsetterslep avhengig av selskapenes tariffingspraksis. Vi legger her til grunn at selskapene tar hensyn til gjennomførte investeringer og avskrivninger i tariffene for det året investeringen skjer.

Netto ekstra likviditetsbehov i perioden 2014-2018 estimeres til ca 5,5 mrd kr. Bransjens underliggende, normale frie kontantstrøm estimerte vi i den historiske analysen til 750 mill kr/år, eller 3,75 mrd kr for den samme perioden. Uten vesentlige endringer i utbyttepraksis vil denne kontantstrømmen betales som utbytte og konsernbidrag, i tillegg til at bransjen i dag betaler 250-300 mill kr ekstra i utbytte og konsernbidrag. Økt lånebehov er dermed 5,5-7 mrd kr for bransjen – hvis eierne gjennom perioden fortsetter med den historiske utbyttepolitikken, vil utbytte finansiert av økt lån i selskapet utgjøre ca 1,5 mrd kr i tillegg til likviditetsunderskuddet for investeringer– altså et økt finansieringsbehov på ca 7 mrd kr. Dette betyr at bransjens gjeldsgrad øker med ca 6%-poeng, eller at gjennomsnittlig EK-andel i bransjen synker til ca 40%. Dette kan fremstå som et fornuftig nivå for bransjens EK-andel, og er i tråd med NVEs forutsetning ved fastsettelse av risikopremien i total kapitalavkastningen (normrenten). Økt opplåning på bransjenivå fremstår dermed ikke som problematisk.

Vi har estimert hvordan investeringene i AMS fordeler seg mellom selskaper, basert på antall kunder og en gjennomsnittlig antatt kostnad³ pr målerpunkt. Videre legger vi til grunn at øvrige investeringer ligger på samme nivå som det historiske snittet. Ut fra dette kan vi gjøre estimater på utvikling i EK-andel pr selskap i 2020. Dette er vist i Figur 5-5.



Figur 5-5 Estimert for EK-andel pr selskap i 2020, sammenlignet med estimert EK-andel i 2012

De fleste selskapene vil fremdeles ha EK-andel høyere enn 40% i 2020. Antallet selskaper med EK-andel under 30% øker fra 17 til 31 – disse selskapene har til sammen 855.000 kunder eller ca 1/3 av den samlede kundemassen.

5.3 Oppsummering – fremskrivning

Fremskrivningen til 2020 fokuserer på finansiering av AMS, mens de utfordringene vi pekte på i den historiske analysen vil måtte forventes å bestå. Med antatte brutto investeringer på 8,5 mrd kr og et netto økt finansieringsbehov på ca 5,5-7 mrd kr, vil bransjen øke sin gjeldsgrad inntil i størrelsesorden 6%-poeng, eller mindre dersom eierne i vesentlig omfang styrker egenkapitalen i selskapene. Vi anser dette som en signifikant utfordring for mange selskaper, men ikke for bransjen samlet sett. Det sannsynlig at en rekke enkelt-selskaper vil ha betydelige utfordringer med å finansiere investeringene de neste 5-6 årene – særlig de selskapene som i utgangspunktet har svak effektivitet og dermed lav fri kontantstrøm. Vi estimerer at selskaper som til sammen står for ca 1/3 av kundemassen vil få EK-andel under 30% dersom dagens utbyttepolitikk opprettholdes og selskapene ikke tilføres ny egenkapital.

³ Gjennomsnittlig kostnad er satt til 3500 kr/punkt i beregningen.