



CONCORDE CAPITAL

Февраль 2006

# ПРИБЫЛИ ОБЛЭНЕРГО

Все, Что Вам Необходимо Знать



<b>ГЛОССАРИЙ</b>	5
<b>КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ</b>	6
<b>КОРПОРАТИВНЫЕ ВОЙНЫ: СИМПТОМ</b>	7
История конфликта	7
Что происходит за кулисами?	8
Диспозиция: собственность и операционный контроль	9
Что дает операционный контроль?	10
<b>СКРЫТАЯ СТОИМОСТЬ ОБЛЭНЕРГО (ССО°)</b>	
Что это такое?	12
Зачем это нужно?	12
Предписанные затраты	12
Жесткость тарифов	13
Резерв на черные день или утаённая стоимость?	14
<b>ОЦЕНКА ФАКТИЧЕСКОЙ СТОИМОСТИ</b>	15
Как создается ССО°	16
Расследование НКРЭ: куда направляются дополнительные прибыли?	17
Статистический подход	17
Перспективы существования ССО°	19
<b>СТОИМОСТЬ: АНАЛИЗ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ</b>	
Изменения регулятивных норм	22
Конфликты в облэнерго	24
Конфликт, СМИ и позиция регуляторов	25
Активность НКРЭ: кто пострадал?	26
Бойкотирование собраний акционеров	27
<b>ОЦЕНКА</b>	28
Сравнение с аналогами: оценка верхушки айсберга	
Что надо иметь в виду, применяя сравнение с аналогичными компаниями	28
Выводы для применения рыночных коэффициентов	32
Расчет чистой задолженности	32
Облэнерго и их аналоги: сравнение	33
Оценка стоимости на основе продаж	
Рейтинг	34
Применение коэффициентов аналогичных компаний	36
Оценка по сравнимым транзакциям	37
Оценки по прибыльности	40
Оценка по методу DCF	42
Базовая модель: на основе официальной финансовой отчетности	45
Базовая модель и ССО°	47
Модель с конвергенцией ССО°	48
Модель с откорректированной амортизацией	50
Регулирование отрасли и инвестиционная привлекательность	53
Итоги оценки методом DCF	55
<b>ОЦЕНКА СТОИМОСТИ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РАЗМЕРА ПАКЕТА АКЦИЙ</b>	57
Компании со стопроцентно частным капиталом	58
Группа «конфликтных» компаний	59
Роль государства в конфликтных облэнерго	64
Другие компании с большими негосударственными пакетами	65
Компании, контролируемые государством	67

### **Видимая стоимость**

Стоимость компании, которую можно вывести из официальных данных. Видимая стоимость пропорционально распределяется среди акционеров.

### **Скрытая стоимость облэнерго (ССО<sup>©</sup>)**

Стоимость, созданная облэнерго сверх того, что предопределено регулятивными органами. Источником ССО<sup>©</sup> является способность руководства облэнерго воспользоваться неэффективностью регулирования отрасли. Эта дополнительная стоимость возникает в процессе обычной деятельности, но она невидима для регулятора и фиксируется только теми акционерами, которые осуществляют контроль над операционной деятельностью.

### **Степень операционного контроля (С.О.К.)**

Мы вводим этот показатель, чтобы выразить масштаб потенциального перераспределения созданной облэнерго стоимости в пользу акционеров, контролирующей деятельность компании:

$$\text{С.О.К.} = \text{ССО}^{\circledR} / \text{Видимая стоимость}$$

### **Тарифный доход**

Доход облэнерго, получаемый от передачи и поставки электроэнергии. Он представляет собой часть общих продаж компании, не связанную с перепродажей электроэнергии, приобретенной на оптовом рынке. Вопреки распространенному упрощенному представлению, именно тарифный доход, а не совокупный доход, влияет на стоимость облэнерго.

### **«Гибкие» затраты**

Часть расходов облэнерго, которая может относительно легко изменяться в условиях существующего регулирования отрасли. Компании могут завышать гибкие затраты, чтобы добиться более высоких тарифов от НКРЭ. Один из главных инструментов создания ССО<sup>©</sup>.



Произошедшее в начале года обострение корпоративных войн за облэнерго, ажиотаж вокруг слияния облэнерго, владельцем которых является VSE, и возросший интерес рынка к распределительным компаниям побудили нас разработать более совершенный инструмент для оценки стоимости облэнерго. Мы вводим термин **ССО<sup>о</sup>, Скрытая Стоимость Облэнерго**, для описания уникального процесса, присущего сегодня деятельности украинских распределительных компаний, который позволяет получать дополнительные прибыли, невидимые для тех, кто не контролирует их операционную деятельность. Мы проанализировали типичные методы, используемые для занижения реальных прибылей, и причины этого явления. Кроме того, мы проанализировали влияние различных факторов на ССО<sup>о</sup>.

Главный вывод заключается в том, что в условиях существующего асимметричного доступа к ССО<sup>о</sup> определенные категории акционеров, даже владеющих значительными пакетами акций, лишены возможности реализовать полную стоимость своей доли в облэнерго, в то время как другие извлекают выгоду из своего контроля над менеджментом компаний. В частности, для групп «Приват» и «Энергетический Стандарт» отсутствие реального контроля негативно влияет на стоимость их пакетов акций. Эти две компании находятся в *подвисшем* состоянии с пакетами размером в 33%-40% в шести облэнерго.

На сегодняшний день группы, контролирующие облэнерго, имеют возможность перекладывать бремя регуляторных санкций на прочих акционеров. Больше всех страдают портфельные инвесторы: они могут реализовать только видимую верхушку айсберга стоимости, и цена каждой их акции составляет лишь часть от стоимости акций, находящихся в руках стратегических игроков. Мы используем понятие **Степень Операционного Контроля (С.О.К.)** для измерения масштаба перераспределения стоимости, который, по нашим подсчетам, весьма значителен, и для нескольких облэнерго превышает 40 процентов.

Мы считаем, что в будущем возможности для асимметричного распределения стоимости будут сокращаться, поскольку Национальная Комиссия Регулирования Электроэнергетики Украины (НКРЭ) работает над новой методологией тарификации, которая предоставит возможность всем облэнерго достичь рыночного уровня доходности. Однако в ближайшее время акционеры без доступа к ССО<sup>о</sup> не будут иметь возможности реализовать полностью справедливую стоимость своих акций ни путем участия в справедливом распределении прибыли, ни путем продажи своих пакетов на рынке.

Новый уровень понимания операционной деятельности облэнерго дает нам уверенность в правильности нашего DCF-подхода к их оценке. Кроме того, мы считаем, что инвесторы не должны чрезмерно полагаться на уровень доходов при оценке стоимости облэнерго, поскольку она определяется скорее так называемым «тарифным доходом», чем доходом в традиционном понимании.

Выводы настоящего отчета основаны на результатах специальных исследований, проведенных в ноябре 2005 года двумя агентствами: анализом СМИ, проведенным УНИАН, и исследованием мнений экспертов, осуществленным агентством TNS, а также наших собственных интервью с руководством облэнерго и экспертами НКРЭ.