



ОБЗОР РАБОТ ПО ОЦЕНКЕ, ВЫПОЛНЕННЫХ ДЛЯ ОАО РАО «ЕЭС РОССИИ»

Татьяна Виноградова

Заместитель начальника
Департамента управления собственностью
ОАО «Холдинг МРСК»

Санкт-Петербург, 2009
Conference-hall Гранд Отель ЕВРОПА



Основные этапы реформы РАО ЕЭС России, с точки зрения проведения работ по оценке

Оценка
непрофильных
активов

Оценка акций АО-
энерго для целей
выкупа

- Оценка для целей определения коэффициентов конвертации
- Оценка реорганизуемых компаний для целей выкупа

- Оценка для целей определения коэффициентов конвертации
- Оценка РАО ЕЭС для целей выкупа

Подгото-
вительный
этап

- Продажа непрофильных активов

Первый
этап

- Разделение АО-энерго по видам деятельности (генерация, сети, сбыт)

Второй
Этап

- Формирование целевых компаний (ОГК, ТГК, ФСК, МРСК)

Завершающий
Этап

- Продажа долей в ОГК, ТГК, сбытовых и инжиниринговых компаниях
- Реорганизация РАО ЕЭС России



Решение Совета директоров РАО ЕЭС России об утверждении Методологии по проведению оценки бизнеса и/или активов



РОССИЙСКОЕ ОТКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО ЭНЕРГЕТИКИ И ЭЛЕКТРИФИКАЦИИ
«ЕЭС РОССИИ»

ВЫПИСКА ИЗ ПРОТОКОЛА заседания Совета директоров

20.02.2004

Москва

№ 160

1. Об утверждении «Методологии и руководства по проведению оценки бизнеса и/или активов ОАО РАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО РАО «ЕЭС России».

ПОСТАНОВИЛИ:

1.1. Одобрить «Методологию и руководство по проведению оценки бизнеса и/или активов ОАО РАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО РАО «ЕЭС России» (приложение 1).

1.2. Рекомендовать использование «Методологии и руководства по проведению оценки бизнеса и/или активов ОАО РАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО РАО «ЕЭС России» аккредитованными оценочными организациями в процессе оценки активов ОАО РАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО РАО «ЕЭС России» в ходе реформирования отрасли.

1.3. Поручить Комитету по оценке при Совете директоров ОАО РАО «ЕЭС России» и Правлению ОАО РАО «ЕЭС России» проводить регулярный анализ использования «Методологии и руководства по проведению оценки бизнеса и/или активов ОАО РАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО РАО «ЕЭС России» и ее доработку по мере необходимости.

Ответственный секретарь
Совета директоров

В.С.Чухлов

Рассылается: Комитету по оценке при Совете директоров ОАО РАО «ЕЭС России»



Оценка генерирующих компаний (ОГК, ТГК)



Методология проведения оценки генерирующих компаний РАО ЕЭС России

Подход	Оценка генерирующих компаний в 2004 – 2007 г.г.		Оценка генерирующих компаний в 2007 – 2008 г.г.	
	Комментарии	Бес подхода	Комментарии	Бес подхода
Доходный	<p>«+» Стоимость компании определяется текущими и будущими доходами от ее деятельности.</p> <p>«-» Высокая субъективность и сложность в прогнозировании тарифов на э/э, объемов выработки и др.</p>	50%	<p>-стоимость активов с внешним износом стремится к результатам доходного подхода;</p> <p>- доходный подход позволяет оценить нематериальные активы энергетических компаний, в случае их наличия.</p>	50%
Затратный	<p>«+» Стоимость компании определяется на основе метода чистых активов, отражая текущие результаты деятельности компании.</p> <p>«-» Оценка отдельных активов не отражает экономическую стоимость, приносимую будущими денежными потоками, также не учитывает синергетический эффект от деятельности всего комплекса.</p>	50%	<p>Причины отказа от подхода:</p> <p>-расчет внешнего износа может быть корректно учтен только в рамках доходного подхода.</p>	0%



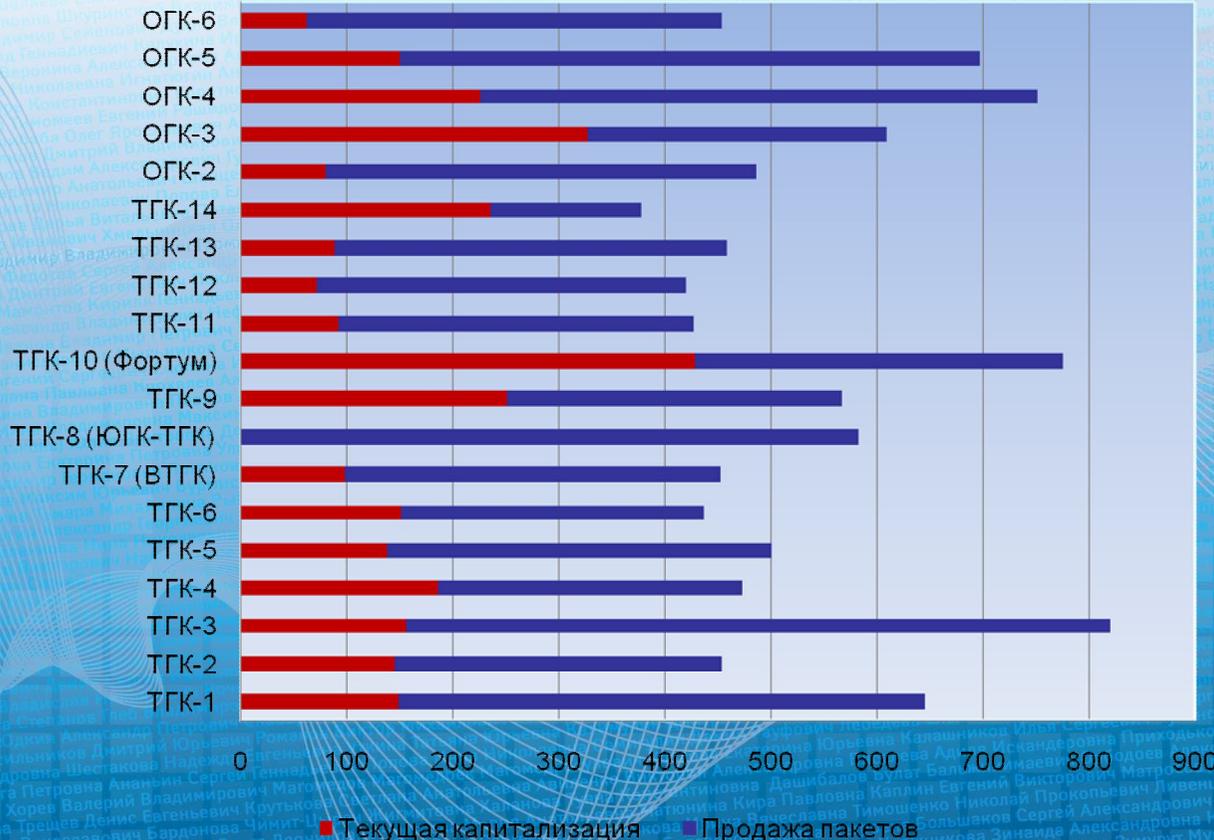
Методология проведения оценки генерирующих компаний РАО ЕЭС России

Подход	Оценка генерирующих компаний в 2004 – 2007 г.г.		Оценка генерирующих компаний в 2007 – 2008 г.г.	
	Комментарии	Вес подхода	Комментарии	Вес подхода
Сравнительный	<p>Причины отказа от подхода:</p> <p><u>Российский рынок</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - минимальный объем торгов; - высокая волатильность торгующихся акций; - стоимость акций в данный период представляла собой инвестиционную стоимость (сделки совершались стратегическими инвесторами); <p><u>Зарубежный рынок</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - специфика структуры производства и диверсификация энергетических западных компаний; - специфика ценообразования в энергетической отрасли России. 	0%	- Оценка проводилась по методу биржевых сделок с акциями реформированных генерирующих компаний, объем торгов которых был достаточен для проведения анализа.	50%



Результаты продаж пакетов акций ОГК, ТГК

Общий объем средств от продажи ОГК, ТГК: ок. 820 млрд. руб.
Средняя цена продажи ТГК: 530\$/кВт
Средняя цена продажи ОГК: 600\$/кВт
Максимальная премия: 27%





Оценка сетевых компаний (МСК, РСК)



Методология проведения оценки сетевых компаний РАО ЕЭС России

Подход	Суть подхода	Комментарий	Вес подхода
Доходный	Рыночная стоимость может быть определена на основе величины будущих доходов (дисконтирование денежных потоков от основной деятельности)	Существовала неопределенность относительно сроков перехода к системе RAB-регулирования Вместе с тем, участники рынка ориентируются на доходность активов	до 2007 г. – 50% с 2007 г. (глобальная оценка) - 100%
Затратный	Рыночная стоимость основных средств компании определяется на основе затрат на его создание или замещение за вычетом всех видов износа	База для расчета инвестированного капитала Сложность в определении размера экономического износа профильных активов компаний	до 2007 г. – 50% с 2007 г. – составная часть доходного подхода
Сравнительный	Рыночная стоимость может быть определена на основе цен продажи аналогичных объектов на свободном рынке	Сравнение основных мультипликаторов Ориентир стоимости	0%



Основные допущения доходного подхода при оценке сетевых компаний

1) Прогноз денежных потоков строился исходя из допущения о переходе на новый метод регулирования тарифов (RAB), который осуществляется поэтапно, с целью исключения скачкообразного роста тарифов.

2) Регуляторная база равна стоимости производственных активов (за минусом физического и функционального износов) и рыночной стоимости запасов. При этом активы, построенные за счет платы за технологическое подключение, не включаются в регуляторную базу.

3) Норма отдачи на инвестированный капитал соответствовала регуляторному WACC и не компенсировала инвестору специфические риски, учитываемые при определении стоимости акционерного капитала сетевых компаний.

4) Целевая структура капитала принималась с учетом международного опыта аналогичных компаний.



Оценка сбытовых компаний (ЭСК)



Целевая модель розничного рынка электроэнергии, используемая при оценке ЭСК

Целевая структура розничного рынка электроэнергии была определена на основании изучения опыта стран, рынок электроэнергии которых были либерализованы.

Исследование этих рынков позволило выявить зависимость доли рынка энергосбытовой компании от уровня ее сбытовой надбавки и доли населения в конечном потреблении электроэнергии в регионе: *доля рынка обратно пропорциональна сбытовой надбавке и прямо пропорциональна доле населения в конечном потреблении электроэнергии в регионе, в котором функционирует энергосбытовая компания.*

Целевая модель рынка предполагала:

- переход от частично конкурентного к полностью конкурентному рынку с участием потребителей в секторе оптовой торговли, при этом предполагалось наличие в регионе от 2 до 4 энергосбытовых компаний, которые будут иметь примерно одинаковую долю рынка и одинаковую маржу.
- снижение объемов розничного рынка электроэнергии высокого класса напряжения за счет ухода крупных предприятий-потребителей на ОРЭМ.
- ценообразование в секторе оптовой торговли электроэнергией будет строиться по маргинальному принципу.



Методология оценки энергосбытовых компаний РАО ЕЭС России

Подход	Суть подхода	Применение подхода к оценке	Вес подхода
Доходный	Рыночная стоимость может быть определена на основе величины будущих доходов	Дисконтирование денежных потоков от основной деятельности. Определение стоимости избыточных активов	100% - до проведения аукционов 70% - после проведения первых аукционов
Затратный	Рыночная стоимость актива может быть определена на основе затрат на его создание или замещение за вычетом всех видов износа	Определение стоимости избыточных активов (напр. недвижимости)	0% - результаты учитываются в рамках доходного подхода
Сравнительный	Рыночная стоимость может быть определена на основе цен продажи аналогичных объектов на свободном рынке	Сравнение основных показателей Ориентир стоимости	0% - до проведения аукционов 30% - после проведения первых аукционов



Причины отказа от применения Сравнительного подхода

После проведения аукционов при дальнейшей оценке Сравнительный подход также не был использован по следующим причинам:

Необходим индивидуальный подбор аналогов для каждой оцениваемой ЭСК

Число аналогов, потенциально годных для корректного использования сокращается до 2-3

Коэффициент вариации становится зачастую недопустимо большим

Для корректной реализации Сравнительного подхода необходимо выбрать независимые от Доходного подхода показатели. Такими мультипликаторами могут являться текущие показатели ЭСК (выручка, отпуск и т.д.), которые, в свою очередь, не нормализованы относительно текущего состояния ЭСК), что приводит к серьезным разбросам в результатах (коэффициент вариации по таким мультипликаторам может достигать 80%).

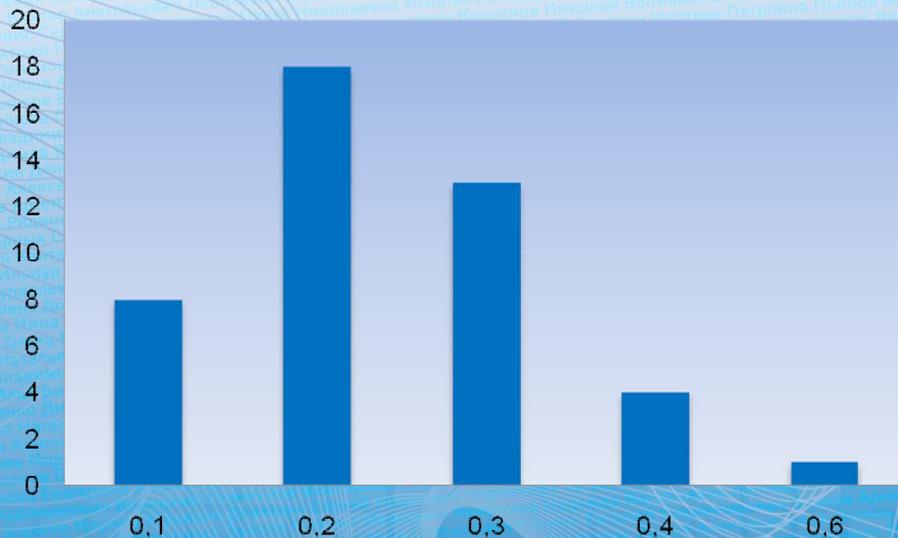


Результаты продаж ЭСК

Продано всего 46 пакетов акций ЭСК

Общий объем средств от продажи ЭСК: ок. 40 млрд. руб.

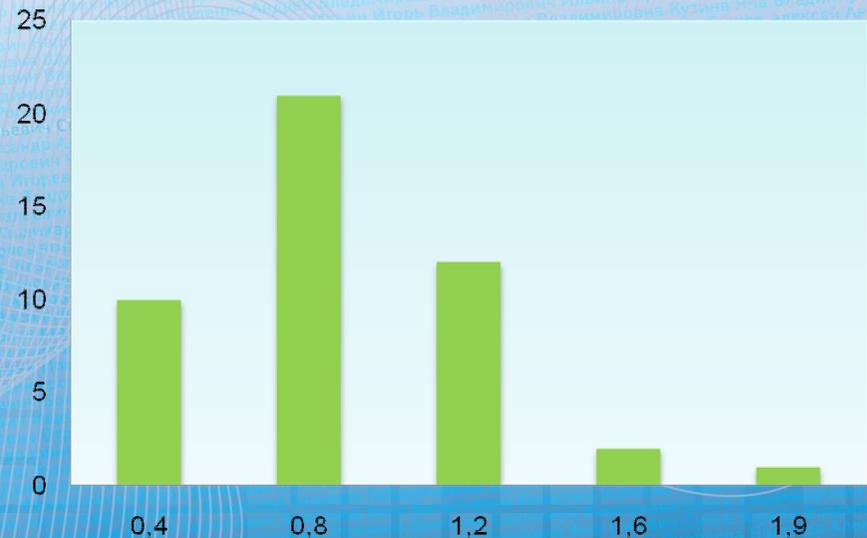
EV / Объем отпуска, руб/кВтч



Базовый год

Простое среднее: 0.19

Медиана: 0.18



Целевой год (2012)

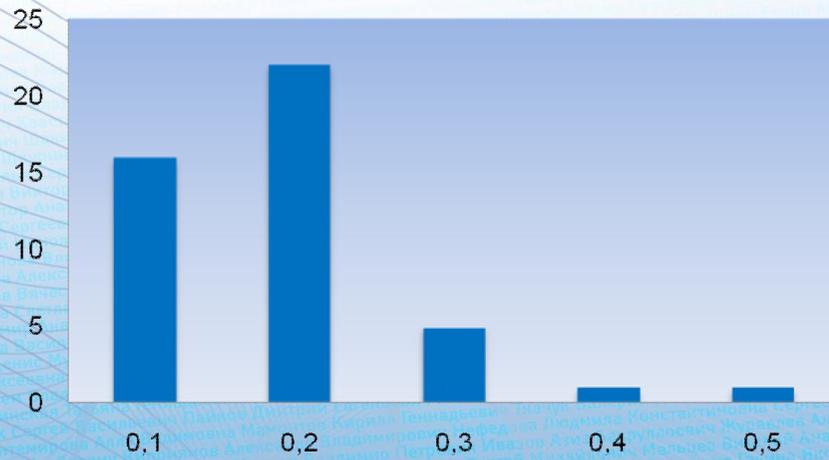
Простое среднее: 0.68

Медиана: 0.63



Результаты продаж ЭСК

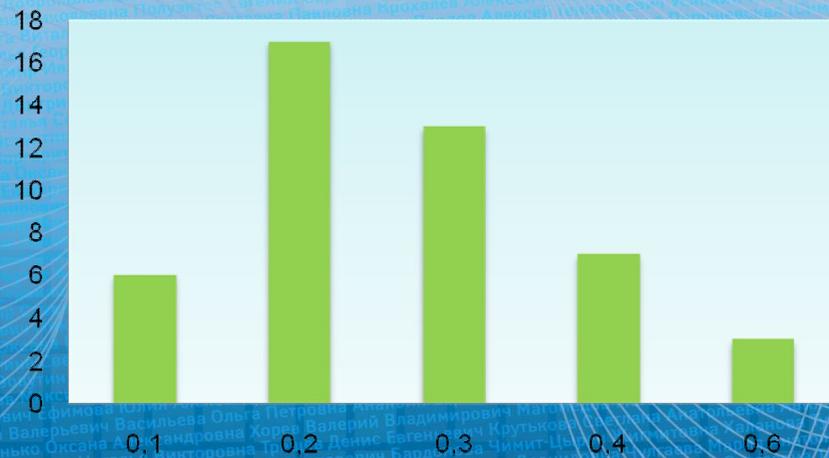
EV / Валовая выручка



Базовый год

Простое среднее: 0.15

Медиана: 0.13



Целевой год (2012)

Простое среднее: 0.23

Медиана: 0.21



Оценка инженерных центров (ИЦ ЕЭС)



Подходы к проведению оценки Инженерных центров

Доходный подход

- основной подход для определения стоимости бизнеса инжиниринговых компаний, поскольку он в большей степени позволяет учесть потенциал их развития и будущую доходность

Затратный подход

- не использовался при подведении итогов, так как он не отражает в полной мере стоимость инжиниринговой компании, основными активами которой являются нематериальные активы

Сравнительный подход

- не применялся, так как бизнес инжиниринговых компаний не имеет прямых аналогов в России и за рубежом

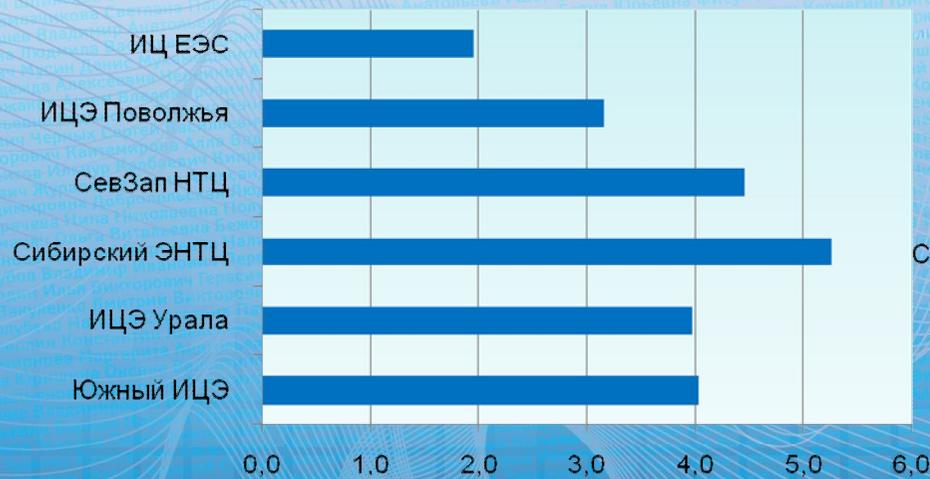


Результаты продаж ИЦ

Продано всего 6 пакетов акций ИЦ

Общий объем средств от продажи ИЦ: ок. 15,8 млрд. руб.

Цена продажи/ выручка собств. силами 2007 г.



Цена продажи/ числ.персонала, млн.руб/чел





Ранжирование оценочных компаний, аккредитованных в РАО ЕЭС России

I

- Оценка профильных активов самостоятельно или в качестве лидеров консорциумов
- Оценка крупных непрофильных активов

II

- Оценка профильных активов в составе консорциумов
- Оценка некрупных непрофильных активов

III

• ?



Наиболее востребованные работы по оценке в электроэнергетике сегодня

- Оценка непрофильных активов для целей продажи
- Оценка профильных активов для целей совершения сделок по слиянию и поглощению
- Оценка активов для целей залога



Спасибо за внимание!

Виноградова Татьяна

vinogradova-tv@holding-mrsk.ru

8 (495) 710 45 86