

Privatizéri zarobili rýchlo, SPP je opäť na predaj

Pravda 3.2.2012

Domnienky, že prvá Dzurindova vláda sprivatizovala v roku 2002 Slovenský plynárenský priemysel pod cenu, sa po desiatich rokoch potvrdili. Zahraniční privatizéri teraz ponúkajú podiel 49 percent akcií opäť na predaj. Sumu 120,9 miliardy korún, ktorú za akcie dali vláde v roku 2002 krátko pred parlamentnými voľbami, pritom majú už teraz takmer späť vďaka vysokým ziskom a dividendám plynární. Zisky SPP rástli spolu so zdražovaním plynu a ozdravovaním firmy.

Čítajte viac: http://spravy.pravda.sk/privatizeri-zarobili-rychlo-spp-je-opat-na-predaj-fv2-/sk_ekonomika.asp?c=A120203_204355_sk_ekonomika_p29#ixzz1m8udSJZ2

"Návratnosť na úrovni desiatich rokov je veľmi rýchla. Je pravdepodobné, že štát mohol pri predaji požadovať vyššiu cenu. Ideálna doba návratnosti pri podobných investíciách je tak okolo dvadsať rokov," hovorí analytik spoločnosti Next Finance Martin Prokop. Dzurindova vláda predala plynárne, aj keď v tendri prišla len jedna ponuka a odhady renomovaných spoločností hovorili, že balík 49 percent akcií najväčšieho slovenského podniku má vyššiu hodnotu - 121 až 193 miliárd korún.

Vyplatené dividendy pre zahraničných privatizérov SPP (v miliardách Sk)

2002 až 2004	22,1
2005	9,75
2006	20
2007	12
2008	10
2009	12
2010	12
2011	9,5
Spolu	107,4

Šéfom privatizačnej komisie bol terazjší minister financií Ivan Mikloš (SDKÚ). Ten tvrdí, že zahraniční akcionári zdvihli zisky podniku, z čoho profitoval aj štát ako 51-percentný akcionár. "Za rovnaké obdobie sa príjmy štátu súvisiace s SPP takmer zdvojnásobili. Nehovoriac o tom, že je nereálne očakávať, že by štát vedel takéto dividendy inkasovať, keby ostal v SPP ako jediný vlastník," odkázal Mikloš cez svojho hovorcu Martina Jaroša.

Zisky SPP a dividendy po privatizácii stúpli po tom, čo spoločnosť výrazne znížila stavy zamestnancov a prudko zdražila plyn. S plynárnami sa tiež prestali spájať škandály s predraženými tendrami a prelievaním peňazí vybraným firmám blízkym politickým stranám. Investorom pri návratnosti pomohla aj výplata mimoriadnych dividend z precenenia majetku za niekoľko stoviek miliónov eur. V prípade cien plynu len počas dvoch vlád Mikuláša Dzurindu v rokoch 1999 až 2006 zdražil plyn na kúrenie rodinám asi o 600 percent.

Do privatizácie plynári stratové ceny plynu dotovali ziskami z tranzitu plynu smerom na západ. Krížové dotácie sa zrušili po vstupe do EÚ na príkaz z Bruselu. To, že ceny plynu budú obsahovať sto percent všetkých nákladov, bola jedna z podmienok nemeckého Ruhrgasu (teraz E. ON Ruhrgas) a Gaz de France (teraz GDF Suez) pri vstupe do plynární. S regulačným úradom sa však SPP napriek tomu o ceny roky naťahoval a aj to má byť popri hrozbe ekonomickej recesie jeden z dôvodov, prečo chcú investori z podniku teraz odísť.

Záujemcom o podiel je Energetický a průmyslový holding ovládaný miliardárom Danielom Křetínským a finančnou skupinou J&T. Predkupné právo na akcie má štát, ktorý sa môže k obchodu vyjadriť. Minister hospodárstva Juraj Miškov (SaS) sa snaží, aby sa akcie predali čo najskôr, o čom sa sporil s odvolanou šéfkou Fondu národného majetku Annou Bubeníkovou. Aktuálne sa v SPP robí hĺbkový audit, ale s ukončením obchodu do marcových volieb sa nepočíta. Podľa analytika sa privatizérom vrátili peniaze za vstup do SPP nielen rýchlo, ale akcie môžu predať ešte výnosnejšie, ako ich kúpili. "Teraz môžu investori požadovať oveľa vyššiu cenu, ako za akcie zaplatili v roku 2002. Cenu podporuje aj fakt, že energetický sektor nepatrí medzi najcyklickejšie sektory. Ide o tovar s charakterom nevyhnutného. Popri dividendovom zisku by si malí investori pripísať i značný kapitálový zisk," zdôrazňuje Prokop.

Upozorňuje tiež na to, že pri 10-ročnej návratnosti by dividendový výnos k nákupnej cene dosiahol okolo desať percent. "Záleží na parametroch počiatočného ocenenia. Najskôr v oceňovaní modelu nebolo počítané s tak veľkým rastom tržieb a zisku," dodáva Prokop.

Podľa iného analytika sa však treba pri otázke návratnosti privatizácie pozrieť aj na okolnosti, aké pri predaji v roku 2002 boli. "Z hľadiska návratnosti investície nejde o transakciu, ktorá by sa vymykala v danom čase, sektore a objeme akvizičným štandardom," hovorí investičný manažér Slavie Capital Peter Kušnír. Podľa šéfa Inštitútu hospodárskej politiky Františka Palka bola kúpa SPP pre investorov zaujímavá investícia. "Tým, že zotrvali a vyplácajú si dividendy, napĺňa to ich predstavy," dodáva Palko.

Zahraniční investori si od roku 2002 postupne vyplátili na dividendách zo ziskov SPP v prepočte asi 3,6 miliardy eur (107 miliárd korún), čo je priemerne 395 miliónov eur (11,9 miliardy korún) za jeden na rok. Z tohto pohľadu by sa im peniaze za kúpu akcií malí cez dividendy tento rok vrátiť, po desiatich rokoch od privatizácie.

Nízka privatizačná cena?

Renomované inštitúcie odhadovali v roku 2001 hodnotu 49 % akcií SPP na 2,5 až 4 mld. USD (121 až 193 mld. Sk)

Skutočná suma 120,9 mld. Sk za akcie SPP sa investorom cez dividendy z hospodárenia plynárni vráti možno už tento rok - po 10 rokoch od privatizácie

Návratnosť za desať rokov je podľa analytika prirýchlá a naznačuje, že akcie boli predané pod cenu

Iný analytik považuje návratnosť za primeranú vzhľadom na to, že v roku 2002 prišla na kúpu akcií len jedna ponuka

Privatizéri spravili v podniku reformy, bez ktorých by boli zisky a dividendy nižšie

SPP však vyplácal aj mimoriadne dividendy, o ktorých sa pri privatizácii nehovorilo

Komentár:

Pri posudzovaní ceny akcií je nutné vychádzať nielen z dosahovaných minulých výnosov, ale aj z potencie budúcich výnosov. Cena akcií má odrážať budúce zisky, preto je možné vcelku zodpovedne posúdiť, či kritické hlasy k predajnej cene akcií SPP v rokoch 2001 až 2002 boli oprávnené, alebo sa nezakladali na očakávaných skutočnostiach. Cenu akcií v rokoch 2002 a ďalej jednoznačne ovplyvnili dve skutočnosti. Na jednej strane to je odstránenie krížových dotácií, kde tuzemská cena zemného plynu bola dotovaná z výnosov tranzitu a druhou významnou skutočnosťou bol vstup Slovenskej republiky do EU, kde sa menila riziková prirážka. Akceptovaním týchto dvoch skutočností bolo možné v modeloch nastaviť budúcu hodnotu akcií SPP pre najbližších 10 rokov. Períodu rokov 2002 až 2011

Ocenenie 49% akcií SPP		
	Model r.2001	Model podľa vyplatených dividend za roky 2002 až 2011
Diskontná sadzba	9,20%	4,44%
náklad na cudzí investovaný kapitál % p.a	5%	5,00%
daňová sadzba %	19%	19,00%
podiel cudzieho kapitálu ku celkovo investovanému kapitálu %	40%	40,00%
alternatívny náklad vlastného kapitálu:		
systematické priemerné riziko %	6%	6,00%
špecifické riziko samotného podnik %	2%	2,00%
špecifické riziko regulácia % - tržby podniku	2%	2,00%
priemerná inflácia za roky 2002 až 2011 %	4%	4,14%
dlhodobý výnos obligácií %	9%	3,60%
Cena mld Sk	116,68	241,78
Rozdiel v cene mld Sk %	125,09	207%

je možné dnes zhodnotiť na reálnych ukazovateľoch, ktoré v sebe odrážajú proces deregulácie cien na trhové ceny, alebo zmenu rizika spojeného so vstupom Slovenskej republiky do EU. Pokiaľ prijmeme ako kritérium perpetuitu, potom môžeme tvrdiť, že predajná cena 49% akcií SPP stanovená podľa vyplatených dividend v rokoch 2002 až 2011 bola stanovená výrazne nižšie, ako tomu odpovedajú vyplatené dividendy. Pokiaľ sa pýtame, odkiaľ sa vzali zisky, ktoré umožnili vyplatiť tak vysoké dividendy, tak je možné konštatovať, že objem tranzitnej prepravy zemného plynu sa viac

alebo menej zachovával, ale deregulácia cien priniesla príslušné výnosy, ktoré zaplatili slovenskí spotrebiteľia. Je nutné upozorniť, že vybudovaním severnej trasy prepravy zemného plynu došlo k zníženiu objemu tranzitu a z toho dôvodu je možné do budúcnosti očakávať nižšie výnosy a samozrejme sa poníži aj cena akcií. To ale nemení skutočnosť, že v rokoch 2001 až 2002 bola hodnota SPP bližšie k cene stanovenej agentúrou FITCH cca 400 mld. Sk ako bola predajná cena 246,7 mld. Sk. 49% akcií bolo predaných za 120,9 mld. Sk. Pokiaľ budeme CPI index Transparency International interpretovať ako rizikovú prirážku, potom jeho priemerná hodnota 4,31 temer vysvetľuje zníženie predajnej ceny akcií oproti modelom, dnes potvrdenými vyplatenými dividendami.

Rok	Inflácia %	Index korupcie CPI Transparency International	Vyplatené dividendy pre 49% akcií mld.Sk	Zhodnotenie investície 49% akcií za obdobie 2002 až 2011 nad infláciu %
2002		3,7		
2003		3,7		
2004		4		
2002-2004	20,60%		22,1	-1,92%
2005	2,70%	4,3	9,75	3,20%
2006	4,50%	4,7	20	15,09%
2007	2,50%	4,9	12	23,43%
2008	4,60%	5,0	10	27,76%
2009	1,60%	4,5	12	38,23%
2010	1%	4,0	12	50,45%
2011	3,90%		9,5	56,18%
Priemerná inflácia za rok	4,14%			
Priemerné zhodnotenie investície 49% akcií SPP za rok				5,62%
Priemerný CPI za roky 2002 až 2010		4,31		
Vyplatené dividendy celkom mld.Sk			107,35	
Vyplatené dividendy priemerne za rok mld Sk			10,735	
Kúpna cena 49% mld. Sk			120,9	
Diskontná sadzba			4,44%	
Cena 49% podielu SPP ako perpetuita mld Sk			241,78	
Rozdiel medzi kúpnou cenou a vypočítanou mld Sk			120,88	