

Az EFT értékelése a 2011-es és 2012-es tárgyalási folyamatok során a Take-or-Pay (ToP) kockázatok eltérő figyelembe vétele, illetve értékének eltérő becslése miatt változott:

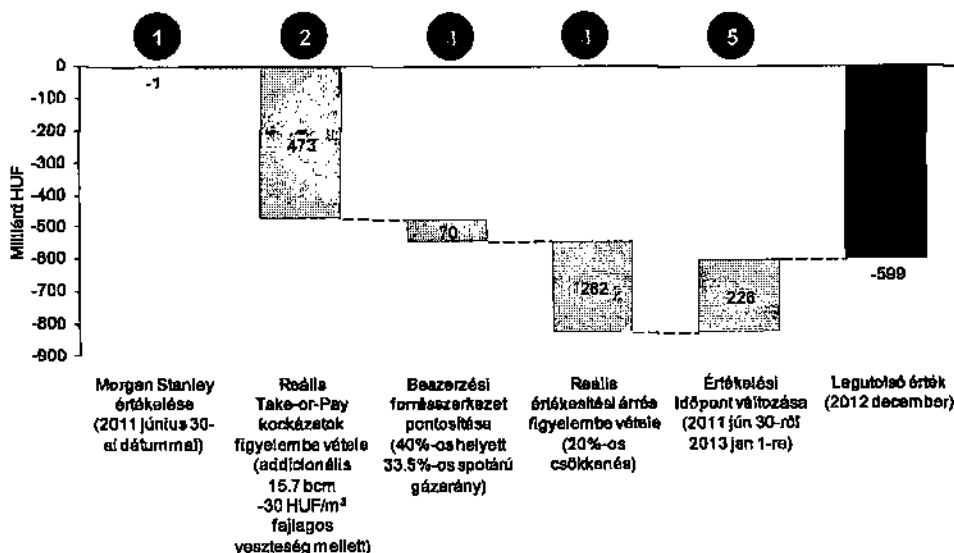
1. A Morgan Stanley 2011-es értékelése -2 millió EUR (kb. -0.8 milliárd HUF) vállalatértéket eredményezett 2011 június 30-ai értékelési dátumra, az alábbi feltételezések alapján:
 - Jelentős, átlagosan évi 8.7 milliárd m³-t elérő értékesítést tud végrehajtani az EFT 2012-2015 között
 - A Gazprom szerződés feltételei tárgyalások útján módosíthatóak a kötelezően átveendő (Take-or-Pay) mennyiségek vonatkozásában – évi átlagos 0.7 milliárd m³ (összesen 2.8 milliárd m³) lealkudható 2012-2015 között
 - A fenti pontok alapján a Morgan Stanley 2011-es értékelése csupán évi átlagos 0.7 milliárd m³ (összesen 2.8 milliárd m³) Take-or-Pay kockázatot feltételezett a 2012-2015-ös időszakra
 - Az EFT beszerzési áraiban a Morgan Stanley a spotárazású gázmennyiség arányát fix 40%-osnak feltételezte, azaz számításában a ToP mennyiség növekedésével arányosan emelkedik a spotárazású gáz mennyisége is
 - Az EFT értékesítési árait a Morgan Stanley a spot árakhoz képest jelentős, átlagosan több mint 50%-os addicionális árréssel becsülte
 - A korábbi értékelés 2011 június 30-ára készült, így figyelembe veszi a 2011 második félévi és 2012 egész éves veszteségeket is

2. A várható piaci változásokat tükröző Take-or-Pay kockázatok figyelembe vételével a vállalatérték kb. -473 milliárd HUF-ra adódik
 - a. Az EFT értékesítési mennyisége a Morgan Stanley által feltételezett évi átlagos 8,7 milliárd m³ helyett 2012-2015 között átlagosan 5,4 milliárd m³-re adódik (-3.3 milliárd m³ éves különbség) a piaci feltételek figyelembe vételével
 - Az alternatív források fokozatos bővülése várható, a Morgan Stanley által feltételezethez képest évi 2.3 milliárd m³-rel (összesen 9,2 milliárd m³) fednek le többet a hazai keresletből
 - A 2012-2015-ös időszakra a Morgan Stanley éves szinten 1 milliárd m³-es (összesen 4 milliárd m³) export értékesítéssel számolt, ami a cég magas, nem kompetitív beszerzési árai folytán nem reális
 - b. A Gazprom szerződésben szereplő Take-or-Pay mennyiségek várhatóan nem csökkenthetőek további kötelezettségvállalás nélkül; ebből közvetlenül kifolyólag évi 0,7 milliárd m³-el (összesen 2,7 milliárd m³-el) magasabb a megmaradó ToP mennyiség
 - c. A fentiek alapján a megmaradó ToP mennyiség évi 3.9 milliárd m³-el (összesen 15,7 milliárd m³) magasabb az 1. pontban becsültnél (teljes volumene 18.4 milliárd m³), ezzel változatlan, kényszerértékesítés esetén adódó -30,1 HUF/m³ fajlagos ToP veszteséget feltételezve kb. 473 milliárd HUF-al magasabb a Take-or-Pay veszteség

3. A 2012-es átvilágítási folyamat során nyert új információk alapján kedvezőtlenebbek az átlagos beszerzési árak – az adódó Take-or-Pay kockázat 70.4 milliárd HUF-al magasabb ezáltal, összesen -543 milliárd HUF vállalatértéket indikálva
 - A Morgan Stanley elemzésében 40% spot / 60% olajindexált árazás szerepel, ez 91.0 HUF/m³ beszerzési átlagárat indikál
 - A 2012-es adatszoba információk, valamint az EFT menedzsment interjú alapján a 2012-2015-ös kötelezően átveendő mennyiségeken belül a spotárazású gáz éves mennyisége állandó szinten, kb. 3.3 milliárd m³-ben van meghatározva, ez átlagosan kb. 33.5% spot / 66.5% olajindexált árazást, azaz 94.8 HUF/m³ beszerzési átlagárat indikál

- A fentiek alapján a helyes beszerzési átlagár 3,8 HUF/m³-rel magasabb, amely összesen 18.4 milliárd m³ megmaradó ToP mennyiségre 70.4 milliárd HUF addicionális veszteséget indikál
4. A piacon reálisan elérhető árrést figyelembe véve 282 milliárd HUF addicionális veszteség adódik, összesen kb. -825 milliárd HUF vállalatértéket indikálva
- Az EFT értékesítési árait a Morgan Stanley a spot árakhoz képest jelentős, átlagosan több mint 50%-os addicionális árréssel becsülte
 - Figyelembe véve az EFT értékesítési árait meghatározó, alábbiakban felsorolt tényezőket, az EFT által elérhető legmagasabb értékesítési ár a fentinel 20%-al alacsonyabb:
 - o az EFT normál üzletmenetének (hazai értékesítésének) kb. 50%-át az Egyetemes Szolgáltatásba való értékesítés tesz ki, és a szabályozott ár ebben a szegmensben 70% spot, 30% olajindexált árat feltételezve kerül kialakításra, amely legfeljebb 20%-os árrést enged meg a spot árakhoz képest
 - o a szabadpiacon az alternatív, spotindexált árú források bővülése tapasztalható, így a kialakuló ámyomás miatt ebben a szegmensben is a spotámál csak legfeljebb kb. 30-35%-kal magasabb értékesítési ár érhető el (A fentiekhez fontos megjegyezni, hogy bár az árrések a spotárhoz képest kedvezőek, az EFT valós, csupán kb. 33.5%-ban spotárú gázt tartalmazó beszerzéséhez képest legfeljebb csekély árrést engednek meg.)
 - Az így adódó árkülönbség -13 HUF/m³, amely az összesen 21.6 milliárd m³ értékesítésre vetítve 262 milliárd HUF addicionális veszteséget jelent
5. Az értékelés időpontjában bekövetkezett változás miatt a 226 milliárd HUF-ra rúgó 2011-2012-es veszteségeket az új értékelés nem veszi figyelembe, a vállalat értéke ezért ennyivel kedvezőbb, összesen kb. -600 milliárd HUF
- a. A Morgan Stanley 2011-re -19 milliárd HUF, 2012-re -54 milliárd HUF-os nettó cash-flow-val számolt, melyek együttes értéke -73 milliárd HUF, amely a frissített értékszámításban nem kerül figyelembe vételre
 - b. A 2-4 pontokban bemutatott piaci feltételezésekre visszavezethető értékmódosulások 2011-2012-es hatása összesen -151 milliárd HUF, amely szintén nem kerül figyelembe vételre

1. ábra A Morgan Stanley által az EFT-re 2011-ben készült vállalatértékelés és a 2012-es vállalatérték közti különbség lebontása



Forrás: szakértői elemzések