

# Tulajdonosi modellek a villamos energia átviteli rendszerirányításban

Vitaindító előadás

Felsmann Balázs

ETE Energiastratégiai és Szabályozási  
Szakosztály

Budapest 2008. november 26.

# Tartalomjegyzék

I.

Az elemzés általános keretei

II.

Jellemző tulajdonosi modellek az európai TSO-knál

III.

A nyilvános társaságok sajátosságai

IV.

Tanulságok a MAVIR szempontjából

# I. Általános keretek: Az átviteli rendszer-üzemeltetők feladatai

- a) „biztosítja, hogy a hálózat hosszú távon képes legyen kielégíteni a villamos energia átvitelére vonatkozó ésszerű igényeket;
- b) megfelelő átviteli kapacitás és a hálózat megbízhatóságának biztosításával hozzájárul az ellátás biztonságának fenntartásához;
- c) szabályozza a hálózat energiaforgalmát, tekintetbe véve az összekapcsolt rendszerekkel folytatott energiacserét is.
- d) elegendő információt nyújt azon hálózat rendszerüzemeltetőjének, amellyel hálózata kapcsolatban van, az összekapcsolt rendszerek biztonságos és hatékony üzemeltetésének, az összehangolt fejlesztés és a hálózatok együttműködtethetőségének biztosítása céljából;
- e) tartózkodik a rendszerhasználókkal vagy a rendszerhasználók csoportjaival szembeni, különösen a kapcsolt vállalkozások javára történő megkülönböztetéstől;
- f) ellátja a rendszerhasználókat azokkal az információkkal, amelyekre szükségük van a hálózathoz történő hatékony hozzáférés érdekében.”

*2003/54 EK irányelv 9. cikk*

- 6) Az átvitelirendszer-üzemeltetők – amennyiben ezt a feladatot is ellátják – átlátható, megkülönböztetéstől mentes, piaci alapú eljárások alapján szerzik be a hálózatuk veszteségeit fedező energiát és a tartalék kapacitást.

*2003/54 EK irányelv 11. cikk*

# I. Általános keretek: az európai villamos energia rendszerek jellemzői

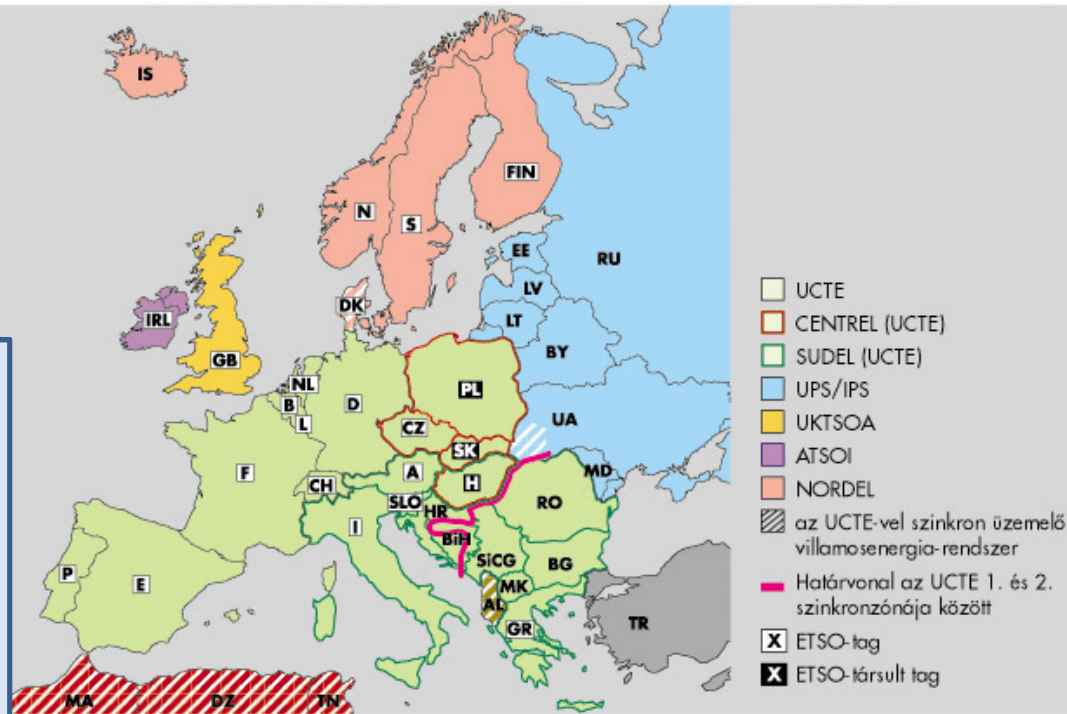
A MAVIR a UCTE rendszerébe integrálódva látja el átviteli rendszerirányítói feladatát

Európai villamos energia  
 rendszeregyesülések:  
 UCTE, NORDEL, UKTSOA,  
 ATSOI, UPS/IPS

A UCTE-nek 28 TSO tagja  
 23 országból (+1 társult  
 tag)  
 200.000 km vezetékossz  
 jellemzően 400,220 kV

## Villamosenergia-rendszerek Európában

03



# I. Általános keretek: A TSO-k értékét meghatározó tényezők

*Egy villamos rendszerirányító társaság részvényeinek értéke az alábbi tényezőkön keresztül növelhető:*

## Külső tényezők

- Szabályozás (hazai, EU)
- Villamos energia –rendszer piaci struktúrája
- Általános működési keretek

**TSO-k  
értéke**

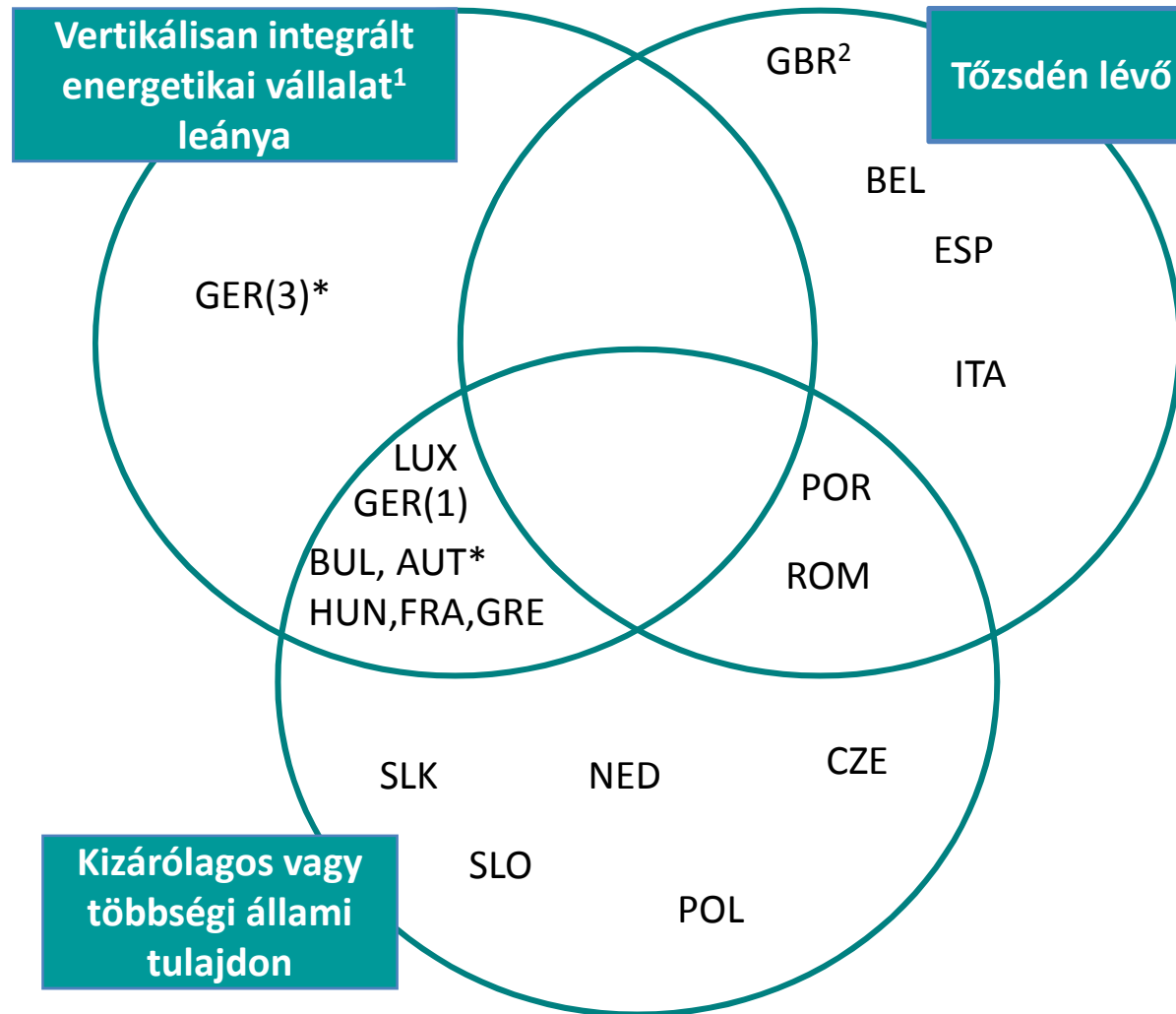
## Belső tényezők

- Költségmenedzsment
- Eszközhatékonyság
- **Finanszírozás**
- **Tőkeszerkezet**

- A TSO-k esetében az árbevétel döntő része állami szabályozás alá esik. (jellemzően 90% fölötti arány)
- Nincs egységes európai szabályozói módszertan, de a legelterjedtebb a szabályozott eszközérték (RAB) bázisán több évre előre, súlyozott tőkekölség alapján (WACC) elismert megtérülés
- Noha a piaci struktúra külső adottságként kezelendő, a rendszerirányító technológiai fejlesztés révén kiépíthet olyan technológiákat, amelyek csökkentik a hálózati veszteséget és növelik az ellátásbiztonságot és közvetve a cégértéket.
- A vállalat értékére az általános működési keretek közül jelentős hatást gyakorol a szabályozási terület földrajzi kiterjedése, az infrastruktúra állapota és kihasználtsága, a diverzifikáció lehetőségei ;
- A tulajdonosi modell a finanszírozási és tőkeszerkezetet közvetlenül befolyásolja, míg az egyéb belső tényezőkre elvben semleges hatású.

## II. Rendszerirányítók tulajdonosi archeotípusai

Az alábbi diagram bemutatja a 19 EU-s, UCTE tagország 21 rendszerirányítójának tulajdonosi típusait



- Az európai rendszerirányítók tulajdonlási struktúrájában nincsen domináns modell;
- A vizsgált vállalatok többségénél van közvetlen vagy közvetett állami tulajdonlás;
- A közvetlen állami tulajdonlás jóval gyakoribb az új tagállamok esetében.

\* az anyavállalat tőzsdén jegyzett; <sup>1</sup> az ellátási lánc legalább két további részén jelen van; <sup>2</sup> nem UCTE tagállam

### III. Rendszerirányító vállalatok a tőzsdén 1.

#### Villamos energia TSO-k tőzsdei karaktere

- Alacsony növekedési ütemek
- Kis volatilitás
- A jelentősebb árfolyam-ingadozások leginkább a szabályozói környezet változására vezethetők vissza
- Klasszikus „dekonjunktúra részvények”, kötvényekéhez hasonló viselkedés:
  - alacsony kockázat (alulteljesítenek a piacok emelkedésekor, felül eséskor)
  - magas osztalék-kifizetési ráták,
  - stabil árfolyam.

	<i>Társaságok száma</i>	<i>Átlagos béta</i>
<b>Elektromos közszolgáltatók ( US Central)</b>	25	0,93
<b>Elektromos közszolgáltatók (US East)</b>	27	0,84
<b>Elektromos közszolgáltatók (US West)</b>	17	0,88
<b>Átviteli rendszerirányítók Európa</b>	5	0,66

Az európai rendszerirányítók kockázata jelentősen alatta marad a piaci kockázati szintnek, és más régiókkal összehasonlítva is kifejezetten alacsonynak mondható.

Forrás: Aswath Damodaran alapján <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

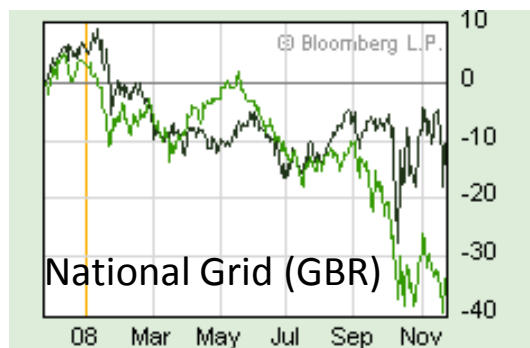
### III. Rendszerirányító vállalatok a tőzsdén 2.

A TERNA, a REN, a Red Electrica, az ELIA és a National Grid tulajdonosi összetétele és árfolyamaik alakulása a helyi tőzsdeindexekkel összehasonlítva (százalékban, 2007. október - 2008. november)



	Állami	Tőzsdei szórt	Nevesített szakmai	Nevesített pénzügyi
ELIA (BEL)		40,10%	24,35%	35,55%
NATIONAL GRID (GBR)		100%		
RED ELECTRICA (ESP)	20%	80%		
TERNA (ITA)		57,60%	12,40%	30%
REN (POR)	51%	21,60%		27,40%
TRANSELECTRICA (ROM)	73,70%	12,80%		13,50%

A tőzsdén jegyzett TSO-k az indexek esésének idején kivétel nélkül jelentősen felülteljesítették az indexeket.



Forrás: Bloomberg (a tőzsdeindexek zöld, a részvények fekete vonallal jelölve)



### III. Rendszerirányító vállalatok a tőzsdén 3. – A Transelectrica

*A Transelectrica, mint a régióból egyedülként tőzsdére bevezetett TSO példája jelentős tanulságokkal szolgálhat a MAVIR számára*



A Transelectrica három éves árfolyamalakulása más tőzsdei rendszerirányítókhoz viszonyítva



- A román kormány a részvények 12,8%-át értékesítette tőzsdén keresztül 2006-ban;
- A kibocsátás egyértelmű sikerét igazolja a részvényárfolyam első időszaki emelkedése, amely 2007 közepéig töretlen volt;
- Az eredeti terv szerint újabb csomagokat értékesítettek volna a tőzsdén (2008-ban 10%) ám ez eddig nem valósult meg;
- 2007-től jelentősen romlott a társaság jövedelmezősége, köszönhetően a direkt és indirekt szabályozó oldali beavatkozásoknak;
- A társaság költségei jelentősen felülmúlják a korábbi várakozásokat;
- A fenti tényezők miatt a Transelectrica nem a többi TSO árfolyammozgását követte az elmúlt időszakban, hanem a bukaresti tőzsde esésének ütemét.

## IV. A MAVIR pénzügyi mutatószámai tőzsdei cégekhez viszonyítva

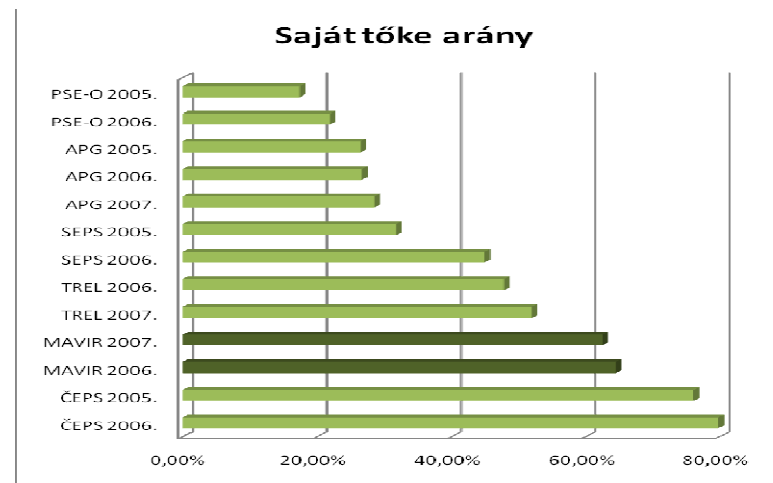
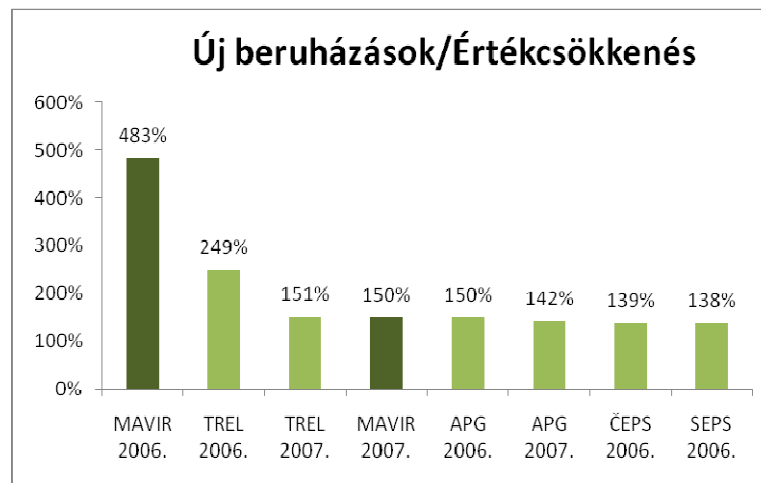
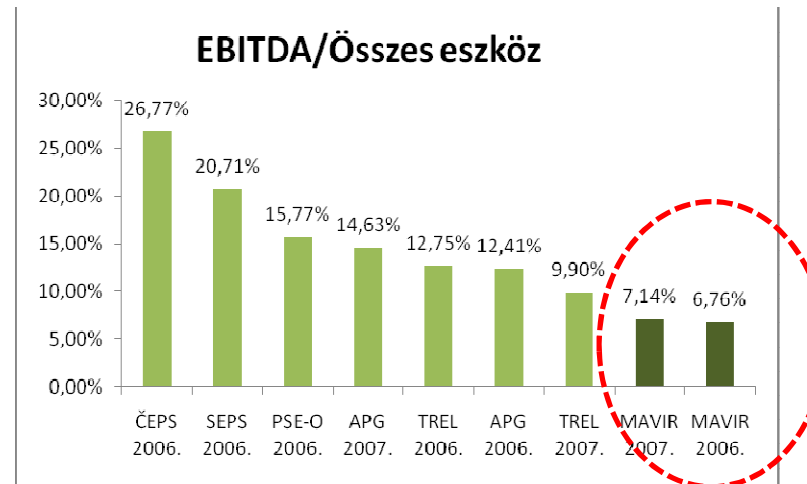
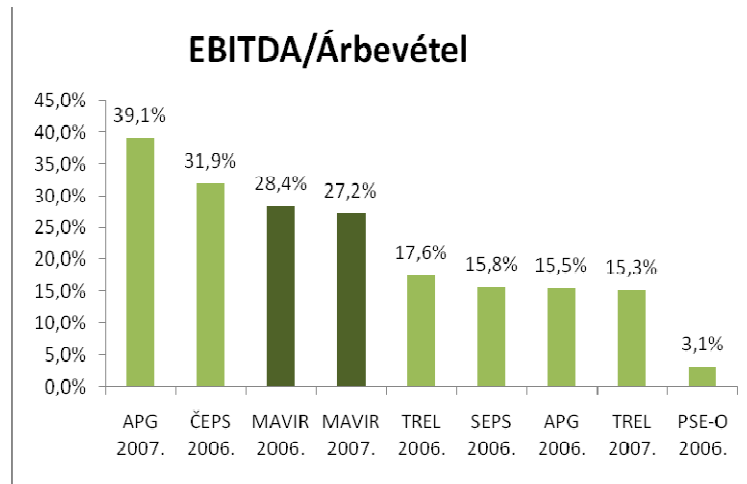
A MAVIR valamennyi mutatószámában jelentősen elmarad a tőzsdei társaságoktól

Rövid név	Béta	Osztalékfiz. Ráta	Adózott eredmény- hányad	Saját tőke hozama (ROE)	Bef. tőke hozama (ROIC)	Idegen forrás/Saját tőke arány	Várható növekedési ütem
ELIA (BEL)	0,18	80,11%	21,05%	5,80%	4,28%	162,13%	5,10%
NATIONAL GRID (GBR)	0,74	54,23%	21,11%	33,79%	10,06%	380,87%	7,86%
RED ELECTRICA (ESP)	0,96	49,28%	30,02%	19,58%	7,83%	259,11%	15,73%
TERNA (ITA)	0,78	72,62%	32,10%	18,23%	9,56%	123,90%	0,47%
MAVIR	NA	100%	9,54%	4,00%	3,72%	36,47%	NA

Forrás: MAVIR éves beszámoló 2007. és Aswath Damodaran <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

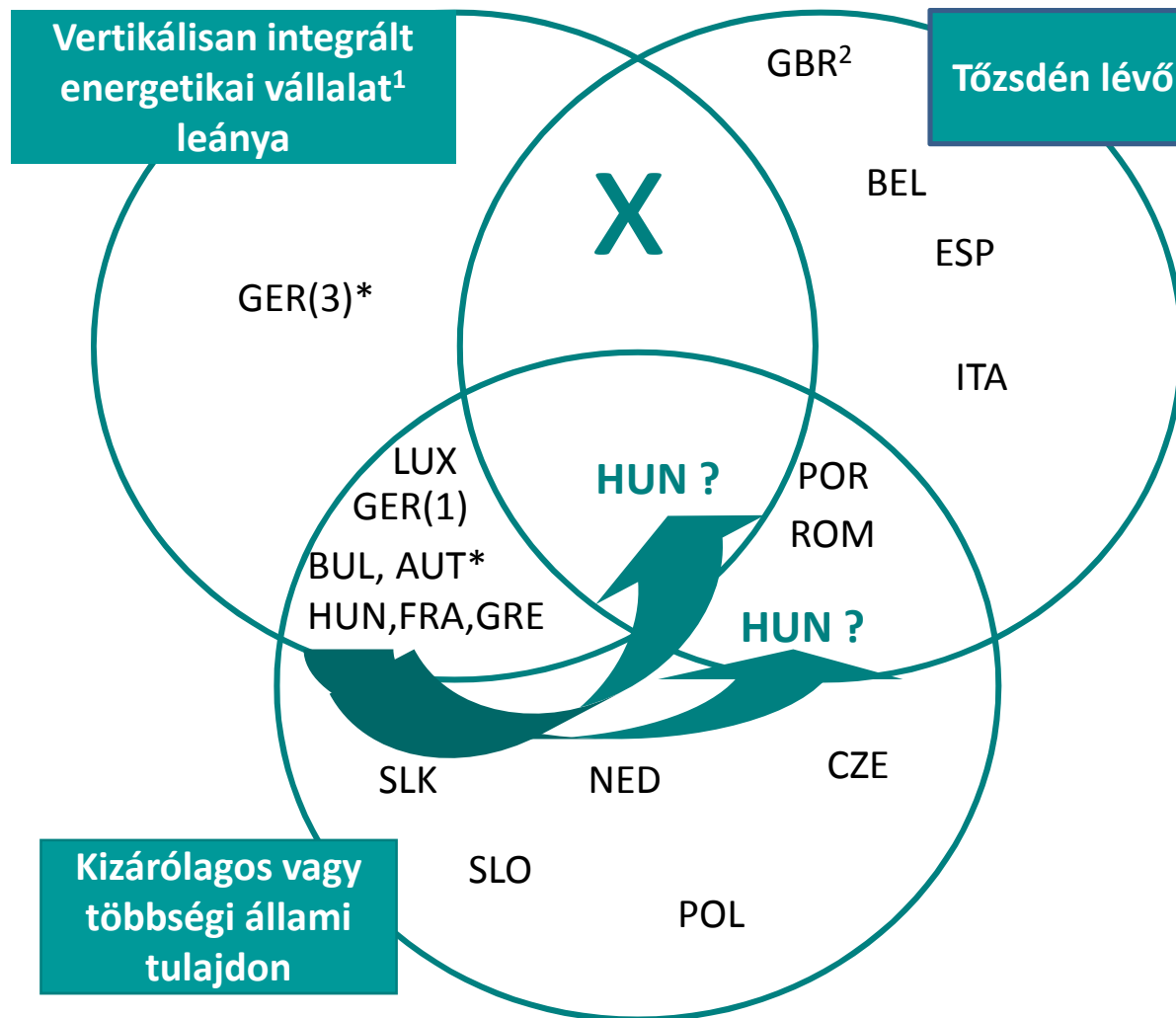
# IV. A MAVIR pénzügyi mutatószámai régiós cégekhez viszonyítva

A MAVIR eszköz- és tőkehatékonysága régiós összehasonlításban is elmarad a régiós átlagtól



## IV. Tanulságok a MAVIR szempontjából

*Európában nincsen példa vertikálisan integrált vállalat leányvállalataként működő TSO tőzsdei bevezetésére*



- A tulajdonosi modelltől függetlenül indokolt javítani a MAVIR működési hatékonyságát, különösen az eszközgazdálkodás és a tőkeszerkezet területén;
- Az ÚTP-ben vázolt magánosítási modellre nincs egyértelmű analógia az EU-n belül;
- A magánosítást meg kell előznie a kiszámítható, stabil és megfelelő jövedelmezőséget biztosító szabályozási környezet kialakítása.

\* az anyavállalat tőzsdén jegyzett; <sup>1</sup> az ellátási lánc legalább két további részén jelen van; <sup>2</sup> nem UCTE tagállam