

Rīgā 21.06.2019. Nr. 4-7-3/2459
Uz _____ Nr. _____

**Sabiedrisko pakalpojumu
regulēšanas komisija**
Ūnijas iela 45
Rīga, LV-1039

Par konsultāciju dokumentu par grozījumiem kapitāla atdeves likmes aprēķināšanas metodikā

Akciju sabiedrība "Gaso" (turpmāk – Gaso) ir izvērtējusi Sabiedrisko pakalpojumu regulēšanas komisijas (turpmāk – SPRK) izstrādāto 2019. gada 30. maija konsultāciju dokumentu par grozījumiem kapitāla atdeves likmes aprēķināšanas metodikā (turpmāk – Konsultāciju dokuments) un lūgusi SIA "KPMG Baltics" sniegt atzinumu par konsultāciju dokumentā iekļautajām izmaiņām.

SIA "KPMG Baltics" sniegtais atzinums ir uzskatāms par Gaso viedokli, tādēļ, pārskatot kapitāla atdeves likmes aprēķināšanas metodiku, lūgums ņemt vērā pielikumā pievienotajā dokumentā minēto informāciju. Papildus Gaso norāda, ka pārlietu bieža kapitāla atdeves likmes aprēķināšanas metodikas pārskatīšana komersantiem rada nestabilu regulatīvo vidi, tādēļ Gaso aicina SPRK pārskatīt grozījuma projekta izstrādāšanas nepieciešamību.

SIA "KPMG Baltics" atzinumu lūgums skatīt pielikumā uz 13 lapām.

Cieņā,

Komercpilnvarniece

Valdes locekle



B. Bebre

Sārta 67369982

SANEMTS
Sabiedrisko pakalpojumu
regulēšanas komisijā
21.06.2019.
Nr. 6422



Privāti un konfidenciāli

Baiba Bebre
Valdes locekle
Gasos AS
Vagonu ielā 20, Rīga,
Latvija, LV-1009

2019. gada 21. jūnijā

Lūcien B. Bebres k-dze!

**Sabiedrisko Pakalpojumu Regulēšanas Komisijas konsultācijas dokumenta
“par grozījumiem kapitāla atdeves likmes aprēķināšanas metodikā” analīze**

Atsaucoties uz Jūsu pieprasījumu un saskaņā ar 2019. gada 14. jūnijā parakstīto sadarbības līgumu, sniedzam Jums mūsu Sabiedrisko pakalpojumu regulēšanas komisijas (SPRK) konsultāciju dokumenta “par grozījumiem kapitāla atdeves likmes aprēķināšanas metodikā” analīzi (šeit un tālāk “Konsultācijas Dokuments”).

Saskaņā ar mūsu darba uzdevumu mēs esam veikuši konsultāciju dokumenta par kapitāla atdeves likmes aprēķināšanas metodiku analīzi.

Ceram, ka šajā ziņojumā esam apskatījuši visus Jūs interesējošos jautājumus, kuri ietilpa mūsu darba apjomā. Neskaidrību gadījumā esam gatavi sniegt Jums sīkākus paskaidrojumus.

Mūsu ziņojuma pamatā ir spēkā esošie Latvijas Republikas tiesību akti un piemērojamā judikatūra. Tā kā Latvijas Republikas tiesību akti un judikatūra mainās strauji, mēs nevaram garantēt, ka izmaiņas tiesību aktos, to piemērošanā vai judikatūrā neietekmēs mūsu sniegto ziņojumu. Mūsu ziņojums ir balstīts uz mūsu izpratni par faktiskajiem lietas apstākļiem un mūsu viedokli par spēkā esošo tiesību normu piemērošanu, kas balstīts uz mūsu profesionālo izpratni, un tas neizslēdz iespēju, ka citas iesaistītās puses lietas apstākļus un tiesību normu piemērošanu var interpretēt atšķirīgi.

Šis ziņojums tiek sniegts kā mūsu viedoklis tikai tā adresātam, un neviena cita persona nav tiesīga paļauties vai atsaukties uz to. Mēs apstiprinām, ka šis ziņojums var tikt atklāts Sabiedrisko pakalpojumu regulēšanas komisijai. Šis ziņojums var tikt atklāts jebkurai citai trešajai personai tikai ar KPMG Baltics AS rakstisku piekrišanu. Nolūkā novērst nākotnē jebkādas pārpratumus, šo ziņojumu sniedz KPMG Baltics AS, tādēļ neviens KPMG partneris, dalībnieks, pilnvarotā persona vai darbinieks par to nenes personīgu atbildību.

Lūdzu, ņemiet vērā, ka mēs neizsakām atzinumu vai jebkāda cita veida apliecinājumu par šajā ziņojumā ietvertu informāciju, un mūsu veiktais darbs nav revīzija vai pārbaude, kas veikta atbilstoši Starptautiskajiem revīzijas standartiem vai citiem apliecinājuma standartiem.

**Konsultāciju Dokumenta par grozījumiem kapitāla atdeves likmes
aprēķināšanas metodikā analīze**

1. Citu Eiropas valstu gāzes sadales segmentu regulētā kapitāla atdeves likmju apskats

- 1.1 Šīs analīzes ietvaros mēs esam apkopājuši datus par to, kāda pieeja un kādā kopējā apjomā citās Eiropas valstīs tiek noteikta gāzes sadales segmenta regulētā kapitāla atdeve. Par pamatu esam ņēmuši "CEER Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks"¹, kuru ir izmantojusi SPRK, lai iegūtu atsevišķus ievades datus vidēji svērtās kapitāla cenas aplēšanai. Vēlamies atzīmēt, ka aplēstā pašu kapitāla atdeve (kas ir būtiska vidēji svērtās kapitāla cenas aplēšanai) saskaņā ar Sabiedriskā pakalpojumu regulēšanas komisijas plānoto metodoloģiju ir ievērojami zemāka nekā jebkurā citā Eiropas valstī (salīdzinot gan nominālā, gan reālā izteiksmē).
- 1.2 No datu analīzes izriet, ka nav konstatējams kāds viens konkrēts vidēji svērtās kapitāla cenas mainīgais, kas īpaši izceltos un ietekmētu WACC vērtību, bet vislielākās atšķirības starp Eiropas vidējiem salīdzināmajiem rādītājiem un Latvijā izdarītajām aplēsēm ir novērojamas bezriskā likmes aplēsēs. Vidējā aplēstā bezriskā likme valstīm, par kurām ir sniegti detalizēti kapitāla cenas aprēķini, ir 2,35%, kas ir vairāk nekā divas reizes lielāka nekā Latvijā aplēstā likme 1,16% (dati ir apkopoti tabulā kas ir pievienota punktā 1.4). Tas liecina, ka pastāv būtiskas atšķirības starp to, kāds viedoklis pastāv un kādu metodoloģiju izmanto bezriskā likmju aplēšanai regulatori Latvijā un citās Eiropas valstīs.
- 1.3 Sabiedriskā pakalpojumu regulēšanas komisijas plānotā metodoloģija paredz dažādu mainīgo zemāko vērtību kombināciju, un rezultātā aprēķinātās nominālās un reālās kapitāla atdeves likmes noteiktās Latvijā ir zemākās no visām Eiropas valstīm, kas ietvertas "CEER Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks".
- 1.4 No iepriekš sniegtā pārskata izriet vispārējs secinājums, ka Eiropas regulatoru starpā (izņemot divus ar visaugstākajiem un divus ar viszemākajiem rādītājiem) pastāv vienprātība par to, ka pirmsnodokļu pašu kapitāla cena gāzes sadales uzņēmumiem Eiropā ir robežās no 8,1% līdz 9,7%, un vidējā vērtība ir 8,8%, savukārt Latvijā aplēstā pirmsnodokļu pašu kapitāla cena 5,95% nav tieši salīdzināma ar šī rādītāja vidējo vērtību Eiropas valstīs. Detalizētāki analīzes rezultāti norādīti zemāk esošajā tabulā:

1

<https://www.ceer.eu/documents/104400/-/-/9665e39a-3d8b-25dd-7545-09a247f9c2ff>

Gas AS

Sabiedrisko pakalpojumu regulēšanas komisijas konsultāciju dokumentu aprēķinu metodiku analīze

2019. gada 21. jūnijā

Regulatīvās atdeves gāzes sadales segmentā Eiropā											
Valsts	Nominālā/Reālā	Pirms nodokļiem/Pēc nodokļiem	D/(D+E)	E/(D+E)	Bez riska likme R(f)	Beta	Tirgus riska prēmija (TRP)	Citas prēmijas	Nodokļa likme	Pašu kapitāla izmaksas pirms nodokļiem	Parāda izmaksas WACC
Nominālā atdeves likme pirms nodokļiem											
Latvija	Nominālā	Pirms nodokļiem	50%	50%	1.16%	0.72	5.00%	0.00%	20.00%	5.95%	2.49% 4.22%
1. Austrija	Nominālā	Pirms nodokļiem	60%	40%	1.87%	0.85	5.00%	0.00%	25.00%	8.16%	2.69% 4.88%
2. Horvātija	Nominālā	Pirms nodokļiem	50%	50%	4.25%	0.54	4.80%	0.00%	20.00%	8.55%	4.88% 6.72%
3. Čehija	Nominālā	Pirms nodokļiem	38%	62%	3.82%	0.80	5.00%	0.00%	19.00%	9.66%	n/d n/d
4. Dānija	Nominālā	Pirms nodokļiem	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	9.00%	n/d 4.51%
5. Igaunija	Nominālā	Pirms nodokļiem	50%	50%	1.47%	0.70	5.00%	0.78%	20.00%	7.16%	2.00% 4.58%
6. Somija	Nominālā	Pirms nodokļiem	n/d	n/d	2.18%	0.69	5.00%	1.90%	20.00%	9.41%	n/d n/d
7. Grieķija	Nominālā	Pirms nodokļiem	0%	100%	0.36%	0.42	5.23%	4.00%	29.00%	9.23%	0.00% 9.23%
8. Lietuva	Nominālā	Pirms nodokļiem	70%	30%	n/d	n/d	n/d	n/d	15.00%	13.29%	4.43% 7.09%
9. Luksemburga	Nominālā	Pirms nodokļiem	50%	50%	2.15%	0.79	4.80%	0.00%	30.93%	8.63%	3.60% 6.12%
10. Polija	Nominālā	Pirms nodokļiem	30%	70%	3.26%	0.54	4.50%	0.00%	19.00%	7.01%	n/d n/d
11. Portugāle	Nominālā	Pirms nodokļiem	50%	50%	1.73%	0.66	6.09%	0.00%	29.50%	8.16%	n/d n/d
12. Rumānija (a)	Nominālā	Pēc nodokļiem	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	16.00%	10.04%	n/d 9.91%
Mazākais			0%	30%						7.01%	
Vidējais			44%	56%						9.03%	
Mediāna			50%	50%						8.82%	
Lielākais			70%	100%						13.29%	
Reālā atdeves likme pirms nodokļiem											
Latvija	Reālā	Pirms nodokļiem	50%	50%	1.16%	0.72	5.00%	(1.05%)	20.00%	4.64%	1.23% 2.93%
1. Francija	Reālā	Pirms nodokļiem	n/d	n/d	1.60%	0.66	5.00%	0.00%	34.43%	7.47%	n/d n/d
2. Ungārija	Reālā	Pirms nodokļiem	53%	47%	1.88%	0.72	4.30%	0.00%	19.00%	6.14%	n/d n/d
3. Islande	Reālā	Pirms nodokļiem	n/d	n/d	3.11%	0.89	5.00%	1.00%	20.00%	10.70%	n/d 7.08%
4. Īrija	Reālā	Pirms nodokļiem	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	7.22%	n/d 4.63%
5. Nīderlande	Reālā	Pirms nodokļiem	50%	50%	1.28%	0.74	5.05%	0.00%	25.00%	6.69%	n/d n/d
6. Zviedrija	Reālā	Pirms nodokļiem	47%	53%	4.00%	0.76	5.00%	1.50%	22.00%	11.92%	n/d n/d
Mazākais			47%	47%						6.14%	
Vidējais			50%	50%						8.36%	
Mediāna			50%	50%						7.35%	
Lielākais			53%	53%						11.92%	
Citas pieejas											
1. Beļģija	WACC neizmanto		n/d	n/d	0.90%	3.50	0.65%	20.00%	51.30%	5.76%	n/d n/d
2. Vācija	WACC neizmanto		60%	40%	2.49%	0.83	3.80%	0.00%	22.50%	6.91%	n/d n/d
3. Lielbritānija	nav informācijas		n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d n/d
4. Itālija	nav informācijas		n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d n/d
5. Norvēģija	izstrādes stadijā		n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d n/d
6. Slovēnija	nav informācijas		n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d n/d
7. Spānija	WACC neizmanto		n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	6.77%	n/d n/d

Avots: CEER Report on Regulatory Frameworks for European Energy Networks 18 January 2019

2 Kapitāla atdeves likme reālā izteiksmē

- 2.1 2019. gada 30. maijā publicētajā SPRK konsultāciju dokumentā ir minēts, ka vidēji svērtā kapitāla cenu reālā izteiksmē ir paredzēts aplēst, no vidēji svērtās kapitāla cenas, kas aplēsta nominālā izteiksmē, atskaitot vidējo patēriņa preču cenu indeksu. Tas, vai regulēto aktīvu bāzei ir piemērojams WACC nominālā vai reālā izteiksmē, ir atkarīgs no tā, vai regulēto aktīvu bāzes sastāvā ietilpstošie aktīvi ir uzskaitīti iegādes izmaksās vai arī tiek periodiski pārvērtēti tirgus vērtībā.
- 2.2 Vēlamies atzīmēt, ka no SPRK pārstāvju teiktā izriet, ka ir plānots strukturēt WACC piemērošanu nominālā vai reālā izteiksmē tādā veidā, lai, piemērojot jebkuru no šīm pieejām, neveidotos atšķirības un abu pieeju piemērošana dotu līdzīgus rezultātus.
- 2.3 Šīs analīzes ietvaros esam sagatavojuši vairākus izpētes modeļus, kuru mērķis ir novērtēt, vai piedāvātās WACC un RAB piemērošanas pieejas nominālā un reālā izteiksmē dod tādu pašu rezultātus, vērtējot kopējo prognozēto naudas plūsmu, ko paredzēts saņemt investoriem, kā arī pēc aplēstās nākotnes naudas plūsmu neto pašreizējās vērtības.

2.4 No indikatīvās analīzes izriet, ka piedāvātie vidējās svērtās kapitāla cenas nominālā un reālā izteiksmē aprēķini, kā arī WACC*RAB piemērošanas mehānisms ir matemātiski neprecīzs, jo trīs scenārijos iegūtie rezultāti, kas redzami tālāk, nav konsekventi. Šāds secinājums ir pretrunā SPRK nolūkam sinhronizēt abu pieeju piemērošanas rezultātus. Scenāriju testēšanas rezultāti ir sniegti šajā tabulā:

Indikatīvs gadījumu izpētes modelis par nominālā un reālā WACC piemērošanu											
Valūtas vienības		1. gads	2. gads	3. gads	4. gads	5. gads	6. gads	7. gads	8. gads	9. gads	10. gads
Pieņēmumi											
Reālā atdeves likme	A	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Inflācija	B	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Nominālā atdeves likme	$C = (1+A) \cdot (1+B) - 1$	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
Diskonta likme	$D = 1/(1+C)^t$	0.943	0.889	0.838	0.790	0.744	0.702	0.662	0.624	0.588	0.554
1. scenārijs - bez pārvērtēšanas (tiek izmantota nominālā atdeve)											
Regulējamo aktīvu bāze	E	100.0	90.0	80.0	70.0	60.0	50.0	40.0	30.0	20.0	10.0
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	6.1	5.5	4.9	4.3	3.6	3.0	2.4	1.8	1.2	0.6
Nolietojuma atmaksa	$G = E/10$	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Kopējā naudas plūsma	$H = F+G$	16.1	15.5	14.9	14.3	13.6	13.0	12.4	11.8	11.2	10.6
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	15.2	13.7	12.5	11.3	10.2	9.2	8.2	7.4	6.6	5.9
Projekta neto pašreizējā vērtība											
2. scenārijs - ikgadēja pārvērtēšana (tiek izmantota reālā atdeve)											
Regulējamo aktīvu bāze	$E = E(t-1) \cdot B$	100.0	91.8	83.2	74.3	64.9	55.2	45.0	34.5	23.4	12.0
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	4.0	3.7	3.3	3.0	2.6	2.2	1.8	1.4	0.9	0.5
Nolietojuma atmaksa	$G = E/10$	10.0	10.2	10.4	10.6	10.8	11.0	11.3	11.5	11.7	12.0
Kopējā naudas plūsma	$H = F+G$	14.0	13.9	13.7	13.6	13.4	13.2	13.1	12.9	12.7	12.4
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	13.2	12.3	11.5	10.7	10.0	9.3	8.6	8.0	7.4	6.9
											98.0
											(2.0)
3. scenārijs - pārvērtēšana katrus piecus gadus (tiek izmantota reālā atdeve)											
Regulējamo aktīvu bāze	E	100.0	90.0	80.0	70.0	66.2	55.2	44.2	33.1	22.1	13.5
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	4.0	3.6	3.2	2.8	2.6	2.2	1.8	1.3	0.9	0.5
Nolietojuma atmaksa	$G = E/10$	10.0	10.0	10.0	10.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	13.5
Kopējā naudas plūsma	$H = F+G$	14.0	13.6	13.2	12.8	13.7	13.2	12.8	12.4	11.9	14.0
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	13.2	12.1	11.1	10.1	10.2	9.3	8.5	7.7	7.0	7.8
											96.9
											(3.1)

Avots: KPMG analīze

2.5 Investīciju teorija nosaka, ka projekta ekonomisko pamatojumu nedrīkst vērtēt pēc nākotnes naudas plūsmu kopsummas, bet gan pēc nākotnes naudas plūsmu pašreizējās vērtības, jo tajā ir ņemta vērā naudas laika vērtība.

2.6 Vēlamies atzīmēt, ka indikatīvās analīzes rezultāti liecina, ka naudas plūsmu neto pašreizējā vērtība 2. un 3. scenārijā ir negatīva: saglabājot pārējos pieņēmumus nemainītus, WACC reālā izteiksmē piemērošanas metode nav matemātiski korekta, jo to var interpretēt tā, ka par 100 vienībām tiek nopirkts aktīvs, kura cena ir 98,0 un 96,9 (attiecīgi 2. un 3. scenārijs), tādējādi uzreiz zaudējot 2,0% un 3,1% no RAB (attiecīgi 2. un 3. scenārijs).

2.7 Šāda pieeja skaidri norāda uz to, ka investori dotu priekšroku RAB uzskaitē iegādes vērtībā un nominālās kapitāla atdeves likmes piemērošanai, nevis periodiskai regulēto aktīvu bāzes pārvērtēšanai un reālās kapitāla atdeves likmes piemērošanai.

2.8 Šī uzdevuma izpildes nolūkā 1. pielikumā, 2. pielikumā un 3. pielikumā ir uzrādītas papildu indikatīvās analīzes, kurās izvērtēti trīs šādi scenāriji:

2.8.1 Mainīgās inflācijas scenārijs

2.8.2 Augstas inflācijas scenārijs

2.8.3 Īstermiņa perioda scenārijs

2.9 No scenāriju analīzes izriet, ka, ilgākā laika periodā, pieaugot inflācijas tempa rādītājam un inflācijas tempa pieauguma ātrumam, ieguldījumu neto pārvērtēta vērtības scenārijos arvien vairāk samazinās, kas norāda ka periodiska RAB pārvērtēšana un reālās kapitāla atdeves rādītāja piemērošana būtu neizdevīga komersantiem.

2.10 No analīzes izriet arī tas, ka, ja SPRK apstiprinās noteikumus, atbilstoši piedāvātai pieejai bez izmaiņām (t.i., tādu, kas aprakstīta publisko diskusiju dokumentā), lai pēc iespējas palielinātu kapitāla atdeves rādītāju, regulētajiem uzņēmumiem būtu ieteicams izvēlēties piemērot kapitāla atdeves likmi nominālā izteiksmē, jo tā dod labākus rezultātus nekā WACC reālā izteiksmē.

2.11 Veicot analīzi, mēs konstatējām vairākus iespējamus risinājumus, kas ļautu sinhronizēt apskatīto scenāriju neto pašreizējās vērtības, bet vienkāršākā pieeja, kas ļautu harmonizēt matemātiskos rezultātus, ir regulēto aktīvu bāzes pārvērtēšana, balstoties uz nākotnē paredzamo inflācijas rādītāju par nākamo gadu, nevis vēsturisko rādītāju. Tabulā ir norādīts, ka šādas pieejas izmantošana ļautu sinhronizēt dažādo scenāriju rezultātus.

Indikatīvs gadījumu izpēti modelis par nominālā un reālā WACC piemērošanu - sagaidāmā inflācijas līmeņa piemērošana											
Valūtas vienības		1. gads	2. gads	3. gads	4. gads	5. gads	6. gads	7. gads	8. gads	9. gads	10. gads
Pieņēmumi											
Reālā atdeves likme	A	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Inflācija	B	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Nominālā atdeves likme	$C = (1+A) \cdot (1+B) - 1$	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
Diskonta likme	$D = 1/(1+C)^t$	0.943	0.889	0.838	0.790	0.744	0.702	0.662	0.624	0.588	0.554
1. scenārijs - bez pārvērtēšanas (tiek izmantota nominālā atdeve)											
Regulējamo aktīvu bāze	E	100.0	90.0	80.0	70.0	60.0	50.0	40.0	30.0	20.0	10.0
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	6.1	5.5	4.9	4.3	3.6	3.0	2.4	1.8	1.2	0.6
Nolietojuma atmaksa	$G = E/10$	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Kopējā naudas plūsma	$H = F+G$	16.1	15.5	14.9	14.3	13.6	13.0	12.4	11.8	11.2	10.6
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	15.2	13.7	12.5	11.3	10.2	9.2	8.2	7.4	6.6	5.9
Projekta neto pašreizējā vērtība											100.0
2. scenārijs - ikgadēja pārvērtēšana (tiek izmantota reālā atdeve)											
Regulējamo aktīvu bāze	$E = E(t-1) \cdot B$	102.0	93.6	84.9	75.8	66.2	56.3	45.9	35.1	23.9	12.2
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	4.1	3.7	3.4	3.0	2.6	2.3	1.8	1.4	1.0	0.5
Nolietojuma atmaksa	$G = E/10$	10.2	10.4	10.6	10.8	11.0	11.3	11.5	11.7	12.0	12.2
Kopējā naudas plūsma	$H = F+G$	14.3	14.1	14.0	13.9	13.7	13.5	13.3	13.1	12.9	12.7
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	13.5	12.6	11.7	10.9	10.2	9.5	8.8	8.2	7.6	7.0
											100.0

Avots: KPMG analīze

2.12 Šīs analīzes ietvaros 4. pielikumā esam iekļāvuši papildu aprēķinus, kas norāda, ka šāda pieeja tādus pašu rezultātus dotu, arī izmantojot augstas un mainīgas inflācijas scenārijus.

3 Riska izmēra prēmija

3.1 Vēlamies īpaši atzīmēt to, ka 2019. gada 30. maijā publicētajā SPRK konsultāciju dokumentā ir ietverts ieteikums, ka mikro un maziem uzņēmumiem Latvijā būtu jānosaka citi kapitāla atdeves rādītāji nekā vidējiem un lieliem uzņēmumiem. Vispārējais princips, kas paredz prēmijas piemērošanu mazāka izmēra uzņēmumiem, ir balstīts uz to, ka saskaņā ar labāko praksi uzņēmuma izmēra riska prēmijas korekcija būtu jāietver vidējās

svērtās kapitāla cenas aprēķinā, lai uzskaitītu relatīvo starpību starp lielo (kas nozīmē mazāk riskanto) uzņēmumu atdevi un mazo (kas parasti arī nozīmē reģionālo nediversificēto un riskantāko) uzņēmumu atdevi.

- 3.2 Izmēra prēmija ir attiecināma uz uzņēmuma izmēru. Ir novērots, ka mazākiem uzņēmumiem ir lielāka atdevē akciju tirgos, nekā lieliem uzņēmumiem, un to var izskaidrot ar papildu risku, kuram ir pakļauti mazāki uzņēmumi. Mazāki uzņēmumi tiek uzskatīti par riskantākiem, jo tie nav tik diversificēti un stabili kā lieli uzņēmumi. Attiecīgi – jo mazāks uzņēmums, jo lielāka ir izmēra prēmija. Izmēra prēmija tiek rēķināta kā starpība starp faktiski sasniegto atdevi un paredzēto (teorētiski aprēķinātu) atdevi.
- 3.3 SPRK metodoloģijā tiek izmantots salīdzinājums starp Latvijas mazākiem uzņēmumiem un lielākiem uzņēmumiem, un tajā ir izdarīts secinājums, ka mazāko uzņēmumu riska profils ir tāds, ka ir nepieciešams noteikt papildu kapitāla atdevi, savukārt lielāku Latvijas uzņēmumu riska profils šādu papildu kapitāla atdevi nepieprasa. Mēs uzskatām, ka šāds secinājums būtu pareizs tad, ja tas būtu balstīts uz pieņēmumu, ka regulēto Latvijas uzņēmumu izmērs ir aptuveni tāds pats, kā to uzņēmumu izmērs, kuru dati ir izmantoti par pamatu vidēji svērtās kapitāla cenas aplēšanai (piemēram, beta koeficients un nozares vidējā kapitāla struktūra). Atgādinām, ka šāds pieņēmums nebūtu patiess, jo uzņēmumi, kas ir izmantoti beta koeficienta un kapitāla struktūras aplēsēs (lieli starptautiski biržā kotēti uzņēmumi), ir ievērojami lielāki nekā lielākie uzņēmumi Latvijā.
- 3.4 No praktiskā viedokļa šo situāciju var aprakstīt šādi: ja tiek pieņemts, ka vidējiem un lieliem Latvijas uzņēmumiem tiek noteikta izmēra prēmija 0%, tad visiem pārējiem uzņēmumiem pasaulē arī būtu jānosaka izmēra riska prēmija nulles apmērā. Piemēram, salīdzināt Latvijas gāzes sadales uzņēmumu ar tādu pašu uzņēmumu Vācijā, kurš ir neskaitāmas reizes lielāks par lielu Latvijas uzņēmumu, investoriem nebūtu motivācijas ieguldīt līdzekļus Latvijas gāzes sadales uzņēmumā, jo ir iespējams ieguldīt Vācijas gāzes sadales uzņēmumā un uzņemties mazāku risku (citu apstākļu starpā tam būtu kvalificētāki darbinieki, labākas tehnoloģijas, lielāks lobēšanas spēks u.c.).
- 3.5 Mēs uzskatām, ka vidējās svērtās kapitāla cenas aprēķinā ir jāietver izmēra riska prēmija, lai atspoguļotu to, ka Latvijas tirgus ir viens no mazākajiem ES tirgiem. Mūsuprāt, starptautiskās vērtēšanas konsultāciju uzņēmuma "Duff & Phelps" sagatavotajā ziņojumā "Kapitāla izmaksu pārskats – starptautiskā rokasgrāmata" aprēķinātās izmēra riska prēmijas piemērošana atspoguļotu specifisko risku, kas piemērojams uzņēmumiem, kas darbojas tādās teritorijās kā Latvija. Detalizētāku skaidrojumu, lūdzam skatīt šī dokumenta 5. pielikumā.
- 3.6 Vēlamies atzīmēt, ka SPRK aplēstā izmēra riska prēmija (2,28%) ir zemāka nekā "Duff & Phelps" aplēstā izmēra riska prēmija (3,7%, kā minēts 5. pielikumā). Mēs uzskatām, ka SPRK izmantotā izmēra riska prēmijas aprēķina metodoloģija ir nepilnīga, un nākamā sadaļā esam aprakstījuši savus apsvērumus.

4 Riska izmēra prēmijas aprēķinu metodoloģija

- 4.1 Vēlamies uzsvērt, ka izmēra prēmiju noteikšanai izmantoto metodoloģiju, kas aprakstīta "Konsultāciju dokumentā par grozījumiem kapitāla atdeves likmes aprēķināšanas metodikā" (2019. gada 30. maijs), var uzskatīt par nepareizu no vērtēšanas teorijas viedokļa, jo peļņas (pirms vai pēc nodokļiem) attiecība pret pašu kapitāla vērtību tiek izmantota regresīvi, lai noteiktu ietekmi uz uzņēmuma izmēru. Šāda pieeja ir izmantota, jo pētījumā iekļautie uzņēmumi nav kotēti biržā, un šādiem uzņēmumiem nav iespējams viegli noteikt tirgus vērtību.
- 4.2 Vēlamies atzīmēt, ka izvēlētajā pieejā izmantot peļņas (pirms vai pēc nodokļiem) attiecību pret pašu kapitāla vērtību nevar aizvietot metodes, kas izmantotas izmēra prēmiju

pētījumos (piemēram, Fama French 3 vai 4 faktoru modelis), kurās kopējā atdeve ir izmantota regresijā. Kopēja atdeve ir izmaksātās dividendes un proporcionālā kapitāla pieauguma daļa, kas attiecināma uz pašu kapitāla tirgus vērtību konkrētajā periodā. Lūdzam ņemt vērā, ka pašu kapitāla uzskaites vērtība (kas izmantota SPRK pētījumā) un pašu kapitāla tirgus vērtība (kas izmantota izmēra prēmiju noteikšanā) ir divas dažādas vērtības.

- 4.3 Piemēram, pašu kapitāla uzskaites vērtība neatspoguļo kapitāla pieaugumu, līdz ar ko, izmantojot pašu kapitāla uzskaites vērtību, nav ņemts vērā investora noskaņojums attiecībā uz izmēra prēmiju vai jebkādu citu prēmiju. Lai ilustrētu, kā riska prēmiju atspoguļo kopējā atdeve/ tirgus vērtība, mēs piedāvājam šādu piemēru:

- 4.3.1 Ir divi biržā kotēti uzņēmumi Uzņēmums A un Uzņēmums B. Pieņemts, ka tie ir identiski. Abu uzņēmumu uzskaites vērtība ir 1 000 EUR. Uzņēmums A gadā nopelna 100 EUR un visu izmaksā dividendēs, un Uzņēmums B gadā nopelna 100 EUR un arī visu izmaksā dividendēs.

- 4.3.2 Tiek pieņemts, ka katra uzņēmuma tirgus vērtība ir 1 000 EUR (jo abi ir biržā kotēti). Saskaņā ar SPRK metodi šo uzņēmumu kapitāla atdeve ir:

$$\text{Company A return} = \frac{\text{Income}}{\text{Book value of equity}} = \frac{100}{1000} = 10\%$$

$$\text{Company B return} = \frac{\text{Income}}{\text{Book value of equity}} = \frac{100}{1000} = 10\%$$

- 4.3.3 Tagad pieņemsim, ka Uzņēmums B pārtrauc kotēšanos biržā un kļūst par privātu uzņēmumu. Privātus uzņēmumus ir grūtāk pārdot, tāpēc Uzņēmuma B pašu kapitāla cenai tiks piemērota likviditātes prēmija. Pieņemot, ka Uzņēmums B joprojām pelna 100 EUR, ņemot vērā tā augstāko pašu kapitāla cenu (likviditātes prēmijas dēļ), tā tirgus vērtība samazināsies un būs mazāka par 1 000 EUR. Šī piemēra ietvaros mēs pieņemam, ka Uzņēmuma B jaunā tirgus vērtība ir 980 EUR. Šajā gadījumā saskaņā ar SPRK metodi šo uzņēmumu kapitāla atdeve ir:

$$\text{Company A return} = \frac{\text{Income}}{\text{Book value of equity}} = \frac{100}{1000} = 10\%$$

$$\text{Company B return} = \frac{\text{Income}}{\text{Book value of equity}} = \frac{100}{1000} = 10\%$$

- 4.3.4 Tomēr saskaņā ar metodi, kurā kopējo atdevi dala ar tirgus vērtību (kas tiek lietota riska prēmiju noteikšanā), šo uzņēmumu kapitāla atdeve būtu šāda:

$$\text{Company A return} = \frac{\text{Total returns}}{\text{Market value of equity}} = \frac{100}{1000} = 10\%$$

$$\text{Company B return} = \frac{\text{Total returns}}{\text{Market value of equity}} = \frac{100}{980} = 10.2\%$$

- 4.3.5 Pieaugums par 0,2% kapitāla atdeves likmē ir skaidrojams ar likviditātes riska prēmijas iekļaušanu aprēķinā. Izmantojot SPRK metodiku, šī riska prēmija netiek iegūta, jo tiek izmantota pašu kapitāla uzskaites vērtība. Līdzīga situācija ir vērojama arī izmēra prēmijas ietekmē, bet šo ietekmi ir grūtāk izprast ar piemēra palīdzību.

- 4.4 Citi apstākļi, kas liecina, ka SPRK lietotā pieeja nav pareiza no vērtēšanas viedokļa, ir šādi:



Gaso AS

Sabiedrisko pakalpojumu regulēšanas komisijas konsultāciju dokumentu aprēķinu metodiku analīze

2019. gada 21. jūnijā

- 4.4.1 CAPM un Fama French modeļu pamatā ir tirgus efektivitātes teorija, kas paredz, ka aktīva/sabiedrības cena ir noteikta pareizi. Pašu kapitāla uzskaites vērtība nav tā cena, bet gan tā vērtība grāmatvedības uzskaitē.
- 4.4.2 Ja Sabiedrisko pakalpojumu regulēšanas komisijas pieeja ir pareiza no vērtēšanas viedokļa, tad CAPM modeli varētu izmantot, lai aprēķinātu uzņēmuma beta koeficientu (regresējot no peļņas (pirms vai pēc nodokļiem) attiecības pret pašu kapitāla vērtību). Bet akadēmiskā pasaulē augstāk aprakstītā metodoloģiskā pieeja nepastāv.
- 4.4.3 Akadēmiskā pasaulē visās regresijās, kas saistās ar riska prēmijas aprēķiniem izmanto kopējās kapitāla atdeves (dividendes un kapitāla pieaugums), kas paredz kapitāla tirgus vērtības izmantošanu, nevis grāmatvedības vērtības izmantošanu. Piemēram, CAPM, Fama French 3 and 4 factor study (Fama, E. & French, K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds.), Duff and Phelps size premium study (Deciles Size Premia Study or Risk Premium Report size study) or Pratt and Grabowski study (Shannon P. Pratt and Roger J. Grabowski, "Cost of Capital – Applications and Examples", 5th edition, 2014, p.329).
- 4.5 Mēs uzskatām, ka, lai izvairītos no klientu vai pakalpojumu sniedzēju iebildumiem un rīcības, būtu jāveic rūpīga izpēte, pamatojoties uz vērtēšanas teoriju. Mēs arī uzskatām, ka izmēra prēmija ir jānosaka, ņemot vērā pasaules perspektīvu, izmantojot CAPM teoriju, nevis Latvijas perspektīvu, jo Latvijas uzņēmumi ietilpst pasaules uzņēmumu portfeli. Līdzīgi uzņēmumi ar līdzīgu peļņu ir jāvērtē vienādi neatkarīgi no to darbības valsts, un ir jāveic korekcija par valsts risku. No tā izriet, ka pieejamie pētījumi par izmēra prēmijām (Duff & Phelps, Fama French modelis) ir piemērojami arī Latvijā un tos var izmantot.

Ar patiesu cieņu,

Evija Miezīte
KPMG Baltics AS Partnere, prokūriste



1. Pielikums

Indikativs gadījumu izpētes modelis par nominālā un reālā WACC piemērošanu - mainīgas inflācijas scenārijs												
Valūtas vienības		1. gads	2. gads	3. gads	4. gads	5. gads	6. gads	7. gads	8. gads	9. gads	10. gads	Kopā
Pieņēmumi												
Reālā atdeves likme	A	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	
Inflācija	B	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	
Nominālā atdeves likme	C = (1+A)*(1+B)-1	6.1%	7.1%	8.2%	9.2%	10.2%	11.3%	12.3%	13.4%	14.4%	15.4%	
Diskonta likme	D = 1/(1+C)^t	0.943	0.880	0.814	0.745	0.676	0.607	0.541	0.477	0.417	0.361	
1. scenārijs - bez pārvērtēšanas (tiek izmantota nominālā atdeve)												
Regulējamo aktīvu bāze	E	100.0	90.0	80.0	70.0	60.0	50.0	40.0	30.0	20.0	10.0	
RAB atdeve	F = E*C	6.1	6.4	6.5	6.4	6.1	5.6	4.9	4.0	2.9	1.5	50.6
Nolietojuma atmaksa	G = E/10	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	100.0
Kopējā naudas plūsma	H = F+G	16.1	16.4	16.5	16.4	16.1	15.6	14.9	14.0	12.9	11.5	150.6
Diskontētā naudas plūsma	I = H*D	15.2	14.4	13.4	12.2	10.9	9.5	8.1	6.7	5.4	4.2	100.0
Projekta neto pašreizējā vērtība												-
2. scenārijs - ikgadēja pārvērtēšana (tiek izmantota reālā atdeve)												
Regulējamo aktīvu bāze	E = E(t-1)*B	100.0	91.8	84.0	76.5	68.8	60.8	52.0	42.2	30.6	16.8	
RAB atdeve	F = E*C	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8	2.4	2.1	1.7	1.2	0.7	24.9
Nolietojuma atmaksa	G = E/10	10.0	10.2	10.5	10.9	11.5	12.2	13.0	14.1	15.3	16.8	124.5
Kopējā naudas plūsma	H = F+G	14.0	13.9	13.9	14.0	14.2	14.6	15.1	15.7	16.5	17.5	149.4
Diskontētā naudas plūsma	I = H*D	13.2	12.2	11.3	10.4	9.6	8.9	8.2	7.5	6.9	6.3	94.5 (5.5)
3. scenārijs - pārvērtēšana katrus piecus gadus (tiek izmantota reālā atdeve)												
Regulējamo aktīvu bāze	E	100.0	90.0	80.0	70.0	73.0	60.8	48.6	36.5	24.3	22.7	
RAB atdeve	F = E*C	4.0	3.6	3.2	2.8	2.9	2.4	1.9	1.5	1.0	0.9	24.2
Nolietojuma atmaksa	G = E/10	10.0	10.0	10.0	10.0	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	22.7	123.5
Kopējā naudas plūsma	H = F+G	14.0	13.6	13.2	12.8	15.1	14.6	14.1	13.6	13.1	23.7	147.8
Diskontētā naudas plūsma	I = H*D	13.2	12.0	10.7	9.5	10.2	8.9	7.6	6.5	5.5	8.5	92.6 (7.4)

Avots: KPMG analīze



Gasos AS

Sabiedrisko pakalpojumu regulēšanas komisijas konsultāciju dokumentu aprēķinu
metodiku analīze

2019. gada 21. jūnijā

2. Pielikums

Indikatīvs gadījumu izpēti modelis par nominālā un reālā WACC piemērošanu - augsta inflācijas līmeņa scenārijs												
Valūtas vienības		1. gads	2. gads	3. gads	4. gads	5. gads	6. gads	7. gads	8. gads	9. gads	10. gads	Kopā
Pieņēmumi												
Reālā atdeves likme	A	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	
Inflācija	B	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	
Nominālā atdeves likme	$C = (1+A) \cdot (1+B) - 1$	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	
Diskonta likme	$D = 1/(1+C)^t$	0.899	0.808	0.726	0.652	0.586	0.527	0.473	0.425	0.382	0.343	
1. scenārijs - bez pārvērtēšanas (tiek izmantota nominālā atdeve)												
Regulējamo aktīvu bāze	E	100.0	90.0	80.0	70.0	60.0	50.0	40.0	30.0	20.0	10.0	
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	11.3	10.2	9.0	7.9	6.8	5.6	4.5	3.4	2.3	1.1	62.0
Nolietojuma atmaksa	$G = E/10$	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	100.0
Kopējā naudas plūsma	$H = F+G$	21.3	20.2	19.0	17.9	16.8	15.6	14.5	13.4	12.3	11.1	162.0
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	19.1	16.3	13.8	11.7	9.8	8.2	6.9	5.7	4.7	3.8	100.0
Projekta neto pašreizējā vērtība												-
2. scenārijs - ikgadēja pārvērtēšana (tiek izmantota reālā atdeve)												
Regulējamo aktīvu bāze	$E = E(t-1) \cdot B$	100.0	96.3	91.6	85.8	78.6	70.1	60.0	48.2	34.4	18.4	
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	4.0	3.9	3.7	3.4	3.1	2.8	2.4	1.9	1.4	0.7	27.3
Nolietojuma atmaksa	$G = E/10$	10.0	10.7	11.4	12.3	13.1	14.0	15.0	16.1	17.2	18.4	138.2
Kopējā naudas plūsma	$H = F+G$	14.0	14.6	15.1	15.7	16.3	16.8	17.4	18.0	18.6	19.1	165.5
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	12.6	11.8	11.0	10.2	9.5	8.9	8.2	7.6	7.1	6.6	93.5
												(6.5)
3. scenārijs - pārvērtēšana katrus piecus gadus (tiek izmantota reālā atdeve)												
Regulējamo aktīvu bāze	E	100.0	90.0	80.0	70.0	84.2	70.1	56.1	42.1	28.1	27.6	
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	4.0	3.6	3.2	2.8	3.4	2.8	2.2	1.7	1.1	1.1	25.9
Nolietojuma atmaksa	$G = E/10$	10.0	10.0	10.0	10.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	27.6	137.7
Kopējā naudas plūsma	$H = F+G$	14.0	13.6	13.2	12.8	17.4	16.8	16.3	15.7	15.1	28.7	163.6
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	12.6	11.0	9.6	8.3	10.2	8.9	7.7	6.7	5.8	9.9	90.6
												(9.4)

Avots: KPMG analīze



Gaso AS

Sabiedrisko pakalpojumu regulēšanas komisijas konsultāciju dokumentu aprēķinu metodiku analīze

2019. gada 21. jūnijā

3. Pielikums

Indikatīvs gadījumu izpēti modelis par nominālā un reālā WACC piemērošanu - īsa laika perioda scenārijs											
Valūtas vienības		1. gads	2. gads	3. gads	4. gads	5. gads	6. gads	7. gads	8. gads	9. gads	10. gads
Pieņēmumi											
Reālā atdeves likme	A	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	-	-	-	-	-
Inflācija	B	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-	-	-	-	-
Nominālā atdeves likme	$C = (1+A) \cdot (1+B) - 1$	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	-	-	-	-	-
Diskonta likme	$D = 1 / (1+C)^t$	0.943	0.889	0.838	0.790	0.744	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
1. scenārijs - bez pārvērtēšanas (tiek izmantota nominālā atdeve)											
Regulējamo aktīvu bāze	E	100.0	80.0	60.0	40.0	20.0	-	-	-	-	-
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	6.1	4.9	3.6	2.4	1.2	-	-	-	-	-
Nolietojuma atmaksa	$G = E / 10$	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	-	-	-	-	-
Kopējā naudas plūsma	$H = F + G$	26.1	24.9	23.6	22.4	21.2	-	-	-	-	-
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	24.6	22.1	19.8	17.7	15.8	-	-	-	-	-
Projekta neto pašreizējā vērtība											100.0
2. scenārijs - ikgadēja pārvērtēšana (tiek izmantota reālā atdeve)											
Regulējamo aktīvu bāze	$E = E(t-1) \cdot B$	100.0	81.6	62.4	42.4	21.6	-	-	-	-	-
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	4.0	3.3	2.5	1.7	0.9	-	-	-	-	-
Nolietojuma atmaksa	$G = E / 10$	20.0	20.4	20.8	21.2	21.6	-	-	-	-	-
Kopējā naudas plūsma	$H = F + G$	24.0	23.7	23.3	22.9	22.5	-	-	-	-	-
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	22.6	21.0	19.5	18.1	16.8	-	-	-	-	-
											98.0 (2.0)
3. scenārijs - pārvērtēšana katrus piecus gadus (tiek izmantota reālā atdeve)											
Regulējamo aktīvu bāze	E	100.0	80.0	60.0	40.0	22.1	-	-	-	-	-
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	4.0	3.2	2.4	1.6	0.9	-	-	-	-	-
Nolietojuma atmaksa	$G = E / 10$	20.0	20.0	20.0	20.0	22.1	-	-	-	-	-
Kopējā naudas plūsma	$H = F + G$	24.0	23.2	22.4	21.6	23.0	-	-	-	-	-
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	22.6	20.6	18.8	17.1	17.1	-	-	-	-	-
											96.2 (3.8)

Avots: KPMG analīze



Gasol AS

Sabiedrisko pakalpojumu regulēšanas komisijas konsultāciju dokumentu aprēķinu
metodiku analīze

2019. gada 21. jūnijā

4. Pielikums

Indikatīvs gadījumu izpēti modelis par nominālā un reālā WACC piemērošanu - sagaidāmā inflācijas līmeņa piemērošana mainīgā inflācijā											
Valūtas vienības		1. gads	2. gads	3. gads	4. gads	5. gads	6. gads	7. gads	8. gads	9. gads	10. gads
Pieņēmumi											
Reālā atdeves likme	A	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Inflācija	B	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%
Nominālā atdeves likme	$C = (1+A) \cdot (1+B) - 1$	6.1%	7.1%	8.2%	9.2%	10.2%	11.3%	12.3%	13.4%	14.4%	15.4%
Diskonta likme	$D = 1 / (1+C)^t$	0.943	0.880	0.814	0.745	0.676	0.607	0.541	0.477	0.417	0.361
1. scenārijs - bez pārvērtēšanas (tiek izmantota nominālā atdeve)											
Regulējamo aktīvu bāze	E	100.0	90.0	80.0	70.0	60.0	50.0	40.0	30.0	20.0	10.0
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	6.1	6.4	6.5	6.4	6.1	5.6	4.9	4.0	2.9	1.5
Nolietojuma atmaksa	$G = E / 10$	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Kopējā naudas plūsma	$H = F + G$	16.1	16.4	16.5	16.4	16.1	15.6	14.9	14.0	12.9	11.5
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	15.2	14.4	13.4	12.2	10.9	9.5	8.1	6.7	5.4	4.2
Projekta neto pašreizējā vērtība											100.0
2. scenārijs - ikgadēja pārvērtēšana (tiek izmantota reālā atdeve)											
Regulējamo aktīvu bāze	$E = E(t-1) \cdot B$	102.0	94.6	87.4	80.3	73.0	65.1	56.2	46.0	33.7	18.7
RAB atdeve	$F = E \cdot C$	4.1	3.8	3.5	3.2	2.9	2.6	2.2	1.8	1.3	0.7
Nolietojuma atmaksa	$G = E / 10$	10.2	10.5	10.9	11.5	12.2	13.0	14.1	15.3	16.8	18.7
Kopējā naudas plūsma	$H = F + G$	14.3	14.3	14.4	14.7	15.1	15.6	16.3	17.2	18.2	19.5
Diskontētā naudas plūsma	$I = H \cdot D$	13.5	12.6	11.7	10.9	10.2	9.5	8.8	8.2	7.6	7.0
											100.0

Avots: KPMG analīze



Gasos AS

Sabiedrisko pakalpojumu regulēšanas komisijas konsultāciju dokumentu aprēķinu metodiku analīze

2019. gada 21. jūnijā

5. Pielikums

Decils	USD Tirgus kapitalizācija		Izmēra Prēmija
	Mazākā	Lielākā	
Vidējā-Kap.	2,392.7	10,711.2	1.0%
Mazākā-Kap.	569.3	2,390.9	1.8%
Mikro-Kap.	2.5	567.8	3.7%
1	24,361.7	609,163.5	-0.4%
2	10,784.1	24,233.7	0.6%
3	5,684.0	10,711.2	0.9%
4	3,520.6	5,676.7	1.0%
5	2,392.7	3,512.9	1.5%
6	1,571.2	2,390.9	1.7%
7	1,033.3	1,570.0	1.7%
8	569.3	1,030.4	2.1%
9	263.7	567.8	2.7%
10	2.5	262.9	5.6%
10a	127.3	262.9	4.1%
10w	190.6	262.9	3.1%
10x	127.3	190.4	5.3%
10b	2.5	127.3	8.6%
10y	73.6	127.3	7.2%
10z	2.5	73.5	11.6%

Decils	Izmēra Prēmija											
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2015	2016	2017
Vidējā-Kap.	1.0%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%		1.1%	1.0%	1.0%
Mazākā-Kap.	1.8%	1.7%	1.7%	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%		1.8%	1.7%	1.8%
Mikro-Kap.	3.9%	3.7%	3.7%	4.0%	4.1%	3.9%	3.8%	3.8%		3.7%	3.6%	3.7%
1	(0.4%)	(0.3%)	(0.4%)	(0.4%)	(0.4%)	(0.4%)	(0.4%)	(0.3%)		(0.4%)	(0.4%)	(0.4%)
2	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%		0.6%	0.6%	0.6%
3	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%		0.9%	0.9%	0.9%
4	1.0%	0.9%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%		1.1%	1.0%	1.0%
5	1.5%	1.5%	1.5%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%		1.6%	1.5%	1.5%
6	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%		1.7%	1.6%	1.7%
7	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%		1.7%	1.6%	1.7%
8	2.3%	2.2%	2.4%	2.5%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%		2.2%	2.0%	2.1%
9	2.7%	2.6%	2.7%	2.9%	2.9%	2.8%	2.7%	2.8%		2.7%	2.5%	2.7%
10	6.3%	5.8%	5.8%	6.3%	6.4%	6.1%	6.0%	6.0%		5.8%	5.6%	5.6%
10a	4.4%	4.0%	4.1%	4.5%	4.6%	4.3%	4.2%	n/a		n/a	4.0%	4.1%
10w	n/a	n/a	n/a	3.9%	4.0%	3.8%	3.7%	n/a		n/a	3.0%	3.1%
10x	n/a	n/a	n/a	4.9%	5.0%	4.8%	4.7%	n/a		n/a	5.3%	5.3%
10b	9.7%	9.7%	9.5%	10.0%	10.1%	9.8%	9.7%	n/a		n/a	8.8%	8.6%
10y	n/a	n/a	n/a	9.1%	9.2%	8.9%	8.9%	n/a		n/a	7.3%	7.2%
10z	n/a	n/a	n/a	12.1%	12.1%	11.8%	11.7%	n/a		n/a	11.8%	11.6%