

Valstybės valdomų įmonių skaidrumo ir valdymo efektyvumo didinimas akcijų biržos svertų pagalba

Valstybės valdomų įmonių veiklos efektyvumo rodiklių skirtinguose sektoriuose lyginamoji analizė

Matas Mačiulaitis

Vilnius

2018

 Kurk
Lietuvai

Turinys

| | |
|---|-----------|
| Sąvokos | 2 |
| Įvadas | 3 |
| Sektorių apžvalga | 8 |
| I. Energijos gamyba ir paskirstymas..... | 8 |
| II. Elektros perdavimas | 11 |
| III. Dujų perdavimas | 13 |
| IV. Jūrų uostai..... | 16 |
| V. Oro uostai | 18 |
| VI. Geležinkeliai | 21 |
| VII. Paštas | 23 |
| VIII. Miškininkystė..... | 25 |
| Išvados | 27 |
| Šaltiniai | 28 |
| Priedas Nr. I..... | 33 |

Sąvokos

| Sąvoka / Simbolis | Reikšmė |
|----------------------------|--|
| Amber Grid | AB „Amber Grid“ |
| EBIT | pajamos prieš palūkanas ir mokesčius (<i>angl. earnings before interest and tax</i>) |
| EBITDA | pajamos prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją (<i>angl. earnings before interest, tax, depreciation and amortization</i>) |
| EBITDA marža | EBITDA / pajamos x 100 % |
| EBPO | Ekonominio Bendradarbiavimo ir Plėtros Organizacija |
| ESO | AB „Energijos skirstymo operatorius“ |
| EPSO-G | UAB „EPSO-G“ |
| Grynojo pelno marža | Grynasis pelnas / pajamos x 100 % |
| Gearing | (ilgalaikės skolos + trumpalaikės skolos) / nuosavas kapitalas x 100 % |
| IPO | Pirminis viešas akcijų siūlymas (<i>angl. initial public offering</i>) |
| KN | AB „Klaipėdos nafta“ |
| Laisvos akcijos | Akcijos, tiesiogiai ar netiesiogiai nepriklausančios valstybei |
| LE | „Lietuvos energija“, UAB |
| LEGA | „Lietuvos energijos gamyba“, AB |
| Litgrid | LITGRID AB |
| Nasdaq | Elektroninės vertybinių popierių biržos operatorius Nasdaq |
| RoA | Grynasis pelnas / bendras turtas x 100 % |
| RoE | Grynasis pelnas / nuosavas kapitalas x 100 % |
| SPO | Antrinis viešas akcijų siūlymas (<i>angl. secondary public offering</i>) |
| Unk (Paveiksluose) | nežinoma (<i>angl. unknown</i>) |
| VVI | Valstybės valdoma įmonė (-ės) |
| € / kWh | kWh elektros/dujų kaina namų ūkiui įmonės veikimo šalyje (1 = 1 €) |
| € / km | keleivio bilieto kaina eurais už 1 km (pagal pirkimo kainos paritetą) įmonės veikimo šalyje (1 = 1 €) |
| € / ☒ | kaina eurais už vietinį prioritetinį laišką (pagal pirkimo kainos paritetą) įmonės veikimo šalyje (1 = 1 €) |
| 1 (Paveiksluose) | 1 mln. EUR, išskyrus kur nurodyta kitaip |
| (1) (Paveiksluose) | - 1 mln. EUR, išskyrus kur nurodyta kitaip |

Įvadas

Valstybė kuria atskaitingumo ir viešumo taisykles, kuriomis turi vadovautis visi joje veikiantys ūkio subjektai. Tačiau pačios VVĮ yra kritikuojamos dėl nepakankamo veiklos efektyvumo ir skaidrumo. Tai daro įtaką visos šalies ūkio raidai, kadangi VVĮ veikla sudaro apie 3 proc. Lietuvos BVP. Nors VVĮ pajamos ir normalizuotas grynasis pelnas 2016 metais nežymiai augo, kiek paūgėjęs vidutinis normalizuotas RoE, siekęs 4,8 proc., išlieka gerokai mažesnis negu vidutinis šalyje veikiančių privačių įmonių – 9,2 proc.¹, kotiruojamų VVĮ – 10,33 proc.² ir užsienio valstybių valdomų įmonių.

Tiek VVĮ valdymo efektyvumas, tiek apskritai valstybės turto valdymo efektyvumas, išlieka iššūkišiais Lietuvai, kuriuos numatoma spręsti strateginiuose dokumentuose: (i) Lietuvos pažangos strategijoje „Lietuva 2030“, kurioje numatyta siekti geresnių rezultatų „Valdymo efektyvumo indekse“ (iki 2020 m. ketinama užimti ne žemesnę nei 15 vietą tarp ES šalių)³, (ii) 2014 – 2020 metų Nacionalinėje pažangos programoje, kurioje įvardinti analogiški prioritetai⁴.

Nuo 2015 m. Lietuva siekia įstoti EBPO (angl. OECD), narystė kurioje yra laikoma šalies ekonominio stabilumo garantu. Lietuvos kaimynė Lenkija tai padarė dar 1996 m., Estija



ši tikslą pasiekė 2010 m., Latvija – 2016 m. EBPO rekomendacijose Lietuvai pabrėžiama būtinybė pertvarkyti valstybės ūkį, be kita ko, atskiriant nuosavybės valdymo ir kontrolės funkcijas, taip pat gerinant ir atpalaiduojant nuo politinių interesų patį įmonių valdymą⁵. To neatlikus Lietuva rizikuoja ir toliau vienintelė regione būti šios ekonomiškai išsivysčiusių šalių grupės užribyje.

2017 m. Vyriausybės programoje numatyta didinti VVĮ valdymo efektyvumą ir skaidrumą⁶. Viena iš efektyviausių priemonių šiam tikslui įgyvendinti – laisvos rinkos svertai ir principai, kurie „ranka pasiekiami“ kotiruojant įmonę akcijų biržoje. Jos dėka nedidelius VVĮ akcijų paketus lengvai įsigyti ir perleisti galėtų ir privatūs investuotojai. Tokiu būdu ne tik valstybė, bet ir platus ratas rinkos dalyvių galėtų stebėti įmonių kasdienę veiklą ir rezultatus, taigi padėtų užtikrinti jų kontrolę ir

¹ Valstybės kontrolės 2017 m. balandžio 25 d. Valstybinio audito ataskaita Nr. VA-2017-P-20-3-10 Valstybės valdomų įmonių grąža valstybei; prieiga per internetą: <https://www.vkontrole.lt/failas.aspx?id=3701>

Valdymo koordinavimo centro ataskaita Lietuvos valstybės valdomų įmonių veikla 2016 metais; prieiga per internetą: http://vkc.sipa.lt/static/uploads/ataskaitos/VKC_2017_LT_WEB.pdf

² <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?lang=lt>

³ Lietuvos Respublikos Seimo 2012 m. gegužės 15 d. nutarimas Nr. XI-2015 Dėl Valstybės pažangos strategijos „Lietuvos pažangos strategija „Lietuva 2030“ patvirtinimo

⁴ Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2012 m. lapkričio 28 d. nutarimas Nr. 1482 Dėl 2014–2020 metų nacionalinės pažangos programos patvirtinimo

⁵ http://ukmin.lrv.lt/uploads/ukmin/documents/files/valst_valdomos_imonos/conclusions.pdf

⁶ Lietuvos Respublikos Seimo 2016 m. gruodžio 13 d. nutarimas Nr. XIII-82 Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės programos

tinkamai įgyvendinti atskaitomybę. Privatūs investuotojai taip pat galėtų siūlyti ir nepriklausomus VVI organų narius, taip atpalaiduojant valdymą nuo politinių interesų ir gerinant valdymo kultūrą.

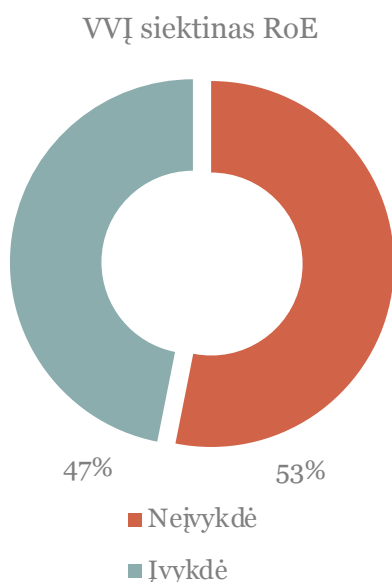
Analizės atlikimo metu Lietuvoje buvo kotiruojamos penkios VVI: LEGA, ESO, Amber Grid, Litgrid ir KN, o taip pat viena savivaldybės valdoma įmonė – AB „Kauno šilumos tinklai“. Tačiau vien tik įmonės įtraukimas į akcijų biržos sąrašus pats savaime norimo rezultato pilna apimtimi nesuteikia. Penkių išvardintų VVI vidutinis privatiems asmenims priklausančių (valstybei nepriklausančių), todėl laisvai kotiruojamų akcijų procentas sudarė 8,36 proc., o jei iš šio sąrašo eliminuotume KN, likusių įmonių laisvų akcijų vidurkis kristų iki 3,54 proc. Taigi, keturių iš penkių kotiruojamų VVI: ESO, LEGA, Litgrid ir Amber Grid kotiravimas laikytinas nominaliu (simboliniu). Nors šios įmonės ir yra įtrauktos į vertybinių popierių biržos sąrašus, itin menkas laisvoje apyvartoje esančių akcijų procentas neleidžia pilnai pasinaudoti biržos teikiamais privalumais. Tai lemia, kad nepasiekiami arba nepilna apimtimi pasiekiami šie VVI kotiravimo privalumai:

- efektyvesnė bendrovių veiklos priežiūra – instituciniai ir mažmeniniai investuotojai bei rinkos analitikai vertina įmonės veiklą ir kuria spaudimą sklandžiam ir pilnam duomenų atskleidimui, vertės kūrimui; akcijų kotiravimas leidžia lengvai įvertinti akcijų paketo taigi ir pačios įmonės rinkos vertę ir jos kitimo tendencijas, o taip pat palyginti su užsienio įmonėmis;
- lengviau suburti kompetentingą vadovų komandą – įmonių kotiravimas joms suteikia papildomą prestižą, o taip pat įgalina darbuotojams ir (ar) vadovams skirti akcijų opcionus, kurie laikytini viena efektyviausių motyvavimo priemonių⁷;
- alternatyva investavimui į nekilnojamąjį turtą ir į mažai pelningus (atsižvelgiant į aukštą infliaciją ir kitus faktorius) bankų indėlius;
- aktyvesnis piliečių įsitraukimas į valstybės turto valdymą, piliečių savininkiškumo ugdymas valstybės turto valdymo kontekste;
- finansų rinkų stiprinimas – pensijų fondų ir draudimo kompanijų sukauptas lėšas toliau įdarbinant Lietuvoje, investuojant į valstybės valdomą turtą (VVI); šiuo metu, nesant pakankamų investavimo galimybių Lietuvoje, investuojama užsienyje ir taip skatinamas kitų šalių ekonominis augimas už Lietuvoje surinktas lėšas;
- alternatyva verslui siekiančiam pritraukti kapitalo – dėl neišvystytos finansų rinkos įmonės veikiančios Lietuvoje, išskyrus bankų siūlomus finansinius produktus, turi ribotą pasirinkimą papildomam veiklos finansavimui.

Tuo tarpu kotiravimui tinkamų VVI neįtraukimas į akcijų biržą sudaro prielaidas:

⁷ ČIOČYS, R. *Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos*: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (O1S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013, p. 148-149

- skaidrumo trūkumui – kotiruojamoms bendrovėms taikomi aukščiausi ES ir nacionalinių teisės aktų reglamentuojami skaidrumo reikalavimai: periodinės veiklos ir finansinės ataskaitos, rengiamos pagal tarptautinius finansinės atskaitomybės standartus, viešai skelbiami esminiai įvykiai, taikomas bendrovių valdymo kodeksas ir sudaromos galimybės atsirasti investuotojams, prisidedantiems prie įmonių veiklos priežiūros;
- valdymo efektyvumo trūkumui – itin mažą nuosavo kapitalo grąžą ir valstybei negeneruojamus dividendus; 2016 m. (už 2015 m.) 89 proc. visų VVĮ dividendų valstybei sumokėjo 5-ios kotiruojamos VVĮ arba jų motininės bendrovės⁸, 2017 m. (už 2016 m.) 90 proc. visų VVĮ dividendų valstybei sumokėjo tos pačios 5-ios kotiruojamos VVĮ arba jų motininės bendrovės⁹. 2016 m. Lietuvoje veikė viso 118-ka VVĮ.



Taigi, VVĮ situacija Lietuvoje leidžia daryti prielaidą, kad net ir nominalus akcijų kotiravimas biržoje yra geriau negu jokie. 2013 – 2015 m. Vyriausybė nustatė 5 proc. siektiną RoE ribą 1A ir 1B grupėms priskirtoms VVĮ (išskyrus valstybės įmones miškų urėdijas)¹⁰. 2016 – 2018 m. sudarytas 37 VVĮ sąrašas ir kiekvienai įmonei nurodytas individualus siektinas RoE, kuris svyruoja nuo 4,3 proc. nustatyto UAB Upytės eksperimentinis ūkis iki 8,8 proc. nustatyto EPSO-G¹¹. 2016 m. trys iš trijų (100 proc.) VVĮ, kurioms nustatytas siektinas RoE ir kurios yra kotiruojamos (KN) arba valdo kotiruojamas bendroves (LE, EPSO-G), pasiekė Vyriausybės nustatytą RoE¹². Keturios iš penkių (80 proc.) pačių kotiruojamų VVĮ (KN, LEGA, ESO, Amber Grid, Litgrid) pasiekė joms nustatytą RoE¹³. Tuo tarpu iš nekotiruojamų VVĮ (kurios nėra kotiruojamų VVĮ motininės įmonės) tai padaryti pavyko tik 15-ai iš 32-jų¹⁴ (47 proc.) (žr. *Priedas Nr. I*). Minėta, kad 2016 m. 118-os VVĮ vidutinis RoE sudarė 2,1 proc. (4,4 proc. normalizuotas),

⁸ LE – 86 mln., KN -12,8 mln., EPSO-G 0,4 mln., visos VVĮ 111,1 mln. EUR;

Valstybės kontrolės 2017 m. balandžio 25 d. Valstybinio audito ataskaita Nr. VA-2017-P-20-3-10 Valstybės valdomų įmonių grąža valstybei, p. 4; <http://www.vz.lt/vadyba/finansai-apskaita/2016/09/19/vvi-duokle-mokesciu-moketojams-140-mln-eur-uz-2015-m>

⁹ LE – 100,7 mln., KN – 9,7 mln., EPSO-G 0,5 mln., visos VVĮ 123,4 mln. EUR; <https://infogram.com/vvi-dividendai-pelno-imokos-uz-2016-m-1g502y4nn1982jd>

¹⁰ Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2012 m. gruodžio 12 d. nutarimas Nr. 1511 Dėl valstybės valdomų įmonių nuosavo kapitalo kainų 2013–2015 metams nustatymo

¹¹ Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2016 m. gegužės 25 d. nutarimas Nr. 529 Dėl valstybės valdomų įmonių nuosavo kapitalo kainų 2016–2018 metams nustatymo

¹² 2016 m. RoE %: KN 7, LE 7,2, EPSO-G 17,7

¹³ Vyriausybė nustatė KN, tačiau nenustatė Amber Grid, Litgrid, LEGA ir ESO RoE. Analizės autoriaus, tyrimo tikslais, Amber Grid ir Litgrid priskirtas šių įmonių motininei bendrovei EPSO-G nustatytas RoE; LEGA ir ESO priskirtas šių įmonių motininei bendrovei LE nustatytas RoE.

¹⁴ 37-ios VVĮ Vyriausybės nutarimo sąrašė atėmus kotiruojamą KN, kotiruojamų VVĮ motinines įmones LE ir EPSO-G ir 2-ejas VVĮ kurių RoE nepateikti.

visų Lietuvos įmonių RoE buvo – 9,2 proc., tuo tarpu penkių kotiruojamų VVI vidutinė kapitalo grąža siekė net 10,33 proc. Neefektyvi ir galimai neskaidri dalies VVI veikla kainuoja brangiai – jei VVI RoE siektų Lietuvos įmonių RoE vidurkį, valstybei būtų išmokama 300 – 350 mln. EUR dividendų kasmet, t. y. tris kartus daugiau negu dabar¹⁵.

Tačiau ne tik nekotiruojamos, bet ir kotiruojamos VVI turi būti skatinamos žengti papildomus žingsnius tolimesniam veiklos efektyvumo ir skaidrumo didinimui užtikrinti. Nominalus kotiravimas užkerta šių įmonių kelią į investuotojų „investicinius žemėlapius“, kadangi su mažesniu negu 10 proc. laisvų akcijų procentu įmonės nėra įtraukiamos į akcijų biržų indeksus, taigi potencialiems užsienio akcijų pirkėjams tampa nematomos. Šiuo metu, iš penkių kotiruojamų VVI, daugiau negu 10 proc. laisvai kotiruojamų akcijų turi vienintelė KN, kuri pripažįstama ir viena iš skaidriausių Baltijos vertybinių popierių biržų įmonių. Jei, vis dėlto, investuotojas ir aptiktų galimybę įsigyti nominaliai kotiruojamų įmonių akcijų, didelė tikimybė, kad negalėtų to padaryti dėl per mažos jų suminės vertės (taigi per mažo ir investicijų grąžos dydžio). Ekspertų teigimu, užsienio instituciniai investuotojai pradeda domėtis galimybe įsigyti įmonės akcijų paketą, jei jo investicija gali sudaryti bent 30 – 50 mln. EUR.

Vertinant į Nasdaq biržos sąrašus įtrauktas VVI, tik ESO ir KN peržengia minimalią laisvai kotiruojamų akcijų suminės vertės kartelę – 30 mln. EUR. Likusių trijų įmonių laisvų akcijų suminė vertė mažesnė negu 15 mln. EUR (pagal rinkos kapitalizaciją).

Siekiant spręsti VVI skaidrumo ir valdymo efektyvumo bei kitus iššūkius ir nustatyti vertybinių popierių biržų įtaką įmonių efektyvumo ir pelningumo rodikliams atlikta ir toliau pateikiama šių sektorių analizė:

- (i) energijos gamyba ir paskirstymas,
- (ii) elektros perdavimas,
- (iii) dujų perdavimas,
- (iv) jūrų uostų valdymas,
- (v) oro uostų valdymas,
- (vi) geležinkelių infrastruktūros valdymas ir keleivių bei krovinių vežimas geležinkeliais,
- (vii) pašto paslaugos,
- (viii) miškininkystė.

Joje analizuojami ir palyginami VVI ir užsienio įmonių finansiniai ir kiti rodikliai, laisvai kotiruojamų akcijų dalys. Analizėje aptikti sektoriai, kuriuose valstybės valdomos įmonės



KLAIPĖDOS NAFTA
Most Visible Improvement
Over 3 Years
1ST PLACE
Best Investor Relations
In Baltics
2ND PLACE
Best Reporting Company
2ND PLACE
Best Interactive
Investor Relations
3RD PLACE

¹⁵ Valstybės kontrolės 2017 m. balandžio 25 d. Valstybinio audito ataskaita Nr. VA-2017-P-20-3-10 Valstybės valdomų įmonių grąža valstybei, p. 4; <http://www.vz.lt/vadyba/finansai-apskaita/2016/09/19/vvi-duokle-mokesciu-moketojams-140-mln-eur-uz-2015-m>

tradiciškai yra traukiamos į vertybinių popierių biržų sąrašus, nurodomi konkrečių įmonių pavyzdžiai ir finansinių rodiklių pokyčiai po pirminio ir (ar) antrinio viešojo akcijų siūlymo.

Galiausiai, pagal tai ar: (i) egzistuoja praktika konkrečiau sektoriaus įmonių akcijas įtraukti į vertybinių popierių biržą, (ii) Lietuvoje veikiančios įmonės dydis leidžia investuotojams pasiūlyti pakankamos vertės akcijų dalį išvengiant nominalaus kotiravimo ir neprarandant kontrolinio akcijų paketo ir (iii) įmonės veiklos rezultatus galima vertinti remiantis istoriniais duomenimis (įmonė nėra iš esmės pertvarkoma), o jos pelningumo rodikliai leidžia tikėtis akcijų paklausos, nustatytos įmonės, kurių kotiravimas gali prisidėti prie skaidrumo ir valdymo efektyvumo didinimo, finansų rinkų augimo ir kitų teigiamų pokyčių.

Sektorių apžvalga


I. Energijos gamyba ir paskirstymas

Apžvalga

Sektoriaus analizėje palygintos didžiausios elektros gamyba ir paskirstymu užsiimančios įmonės, veikiančios Čekijoje, Suomijoje, Danijoje, Lenkijoje, Latvijoje, Estijoje ir Lietuvoje. Visų Baltijos šalyse veikiančių įmonių 100 proc. akcijų priklauso valstybėms, tuo tarpu likusiose nagrinėtose šalyse ne privačiam kapitalui priklausanti dalis svyruoja nuo 50,1 proc. (Ørsted A/S) iki 69,78 proc. (ČEZ a.s.) (Paveikslas Nr. 1.1).

Nors LE akcijos ir neįtrauktos į vertybinių popierių biržos sąrašus, Nasdaq keliami skaidrumo, atskaitingumo ir kiti reikalavimai šiai įmonei nėra svetimi. Visų pirma, didžiąją dalį LE grupės sudarančios LEGA ir ESO nors ir nominaliai, tačiau yra kotiruojamos ir turi laikytis Nasdaq taisyklių. Antra, 2017 m. vasarą pati LE sėkmingai išleido 300 mln. EUR vertės žaliųjų obligacijų, kurios kotiruojamos Nasdaq biržoje¹⁶. Pastaroji aplinkybė leidžia teigti, kad (i) LE jau dabar (pilnai ar didžiąją dalimi) atitinka Nasdaq reikalavimus, todėl tam, kad įvyktų LE IPO, nereikėtų skirti ypatingų išteklių papildomam pasiruošimui ir (ii) Lietuvoje egzistuoja didelė efektyviai veikiančių VVĮ vertybinių popierių paklausa, kurią kuria tiek vietiniai, tiek užsienio investuotojai, kadangi LE obligacijų paklausa siekė net 1,4 mlrd. EUR, taigi pasiūlą viršijo beveik penkis kartus¹⁷.

Paveikslas Nr. 1.1

|  | RoE (%) | | EBITDA (marža %) | | Gr. Pelnas (marža %) | | Turtas | | Gr. Skola (gearing %) | | Laisvos akcijos % | €/ kWh |
|---|---------|------|---------------------|--------------|-------------------------|----------------|--------|-------|--------------------------|----------------|----------------------|--------|
| | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2016 |
| ČEZ (CZ) | 5 | 8 | 2270 (29) | 2537 (31) | 568 (7) | 801 (10) | 24658 | 23493 | 5709 (64) | 5115 (58) | 30,22 | 0,142 |
| Fortum (FI) | 4 | 34 | 1015 (28) | 1265 (37) | 644 (18) | 922 (27) | 21964 | 22767 | (48) (62) | (2195) (64) | 49,24 | 0,155 |
| Ørsted A/S (Dong Energy) (DK) | 15 | -20 | 2553 (31) | 1173 (13) | 1639 (22) | (1623) (18) | 18341 | 19815 | 2425 (114) | 3427 (183) | 49,9 | 0,308 |
| PGE (PL) | 4 | -5 | 1754 (26) | 1956 (29) | 611 (9) | (721) (11) | 10519 | 10617 | 1228 (29) | 626 (18) | 42,61 | 0,135 |
| Enea (PL) | 7 | -4 | 540 (20) | 104 (4) | 187 (7) | (104) (4) | 5837 | 5469 | 2185 (86) | 2151 (90) | 49 | 0,135 |
| Latvenergo (LV) | 6 | 4 | 393 (42) | 307 (33) | 131 (14) | 85 (9) | 3901 | 3517 | 608 (61) | 693 (68) | 0 | 0,162 |
| Eesti Energia (EE) | 10 | 3 | 327 (44) | 266 (34) | 171 (25) | 41 (7) | 3087 | 2958 | 716 (81) | 792 (88) | 0 | 0,124 |
| Lietuvos Energija, UAB (LT) | 10 | 10 | 255 (23) | 216 (20) | 118 (11) | 55 (5) | 2432 | 2339 | 316 (63) | 252 (57) | 0 | 0,117 |

Kitos nekotiruojamos AS Latvenergo ir Eesti Energia AS taip pat yra išleidusios obligacijas, kurios įtrauktos atitinkamai į Rygos¹⁸ ir Londono¹⁹ vertybinių popierių biržas. Eesti Energia AS yra

¹⁶ <https://www.le.lt/index.php/naujienos/grupes-naujienos/nasdaq-sveikina-lietuvos-energija-baltijos-rinkoje/3854>

¹⁷ <https://www.vz.lt/rinkos/akcijos-ir-obligacijos/2017/07/10/lietuvos-energija-obligaciju-isplatino-uz-300-mln-eur>

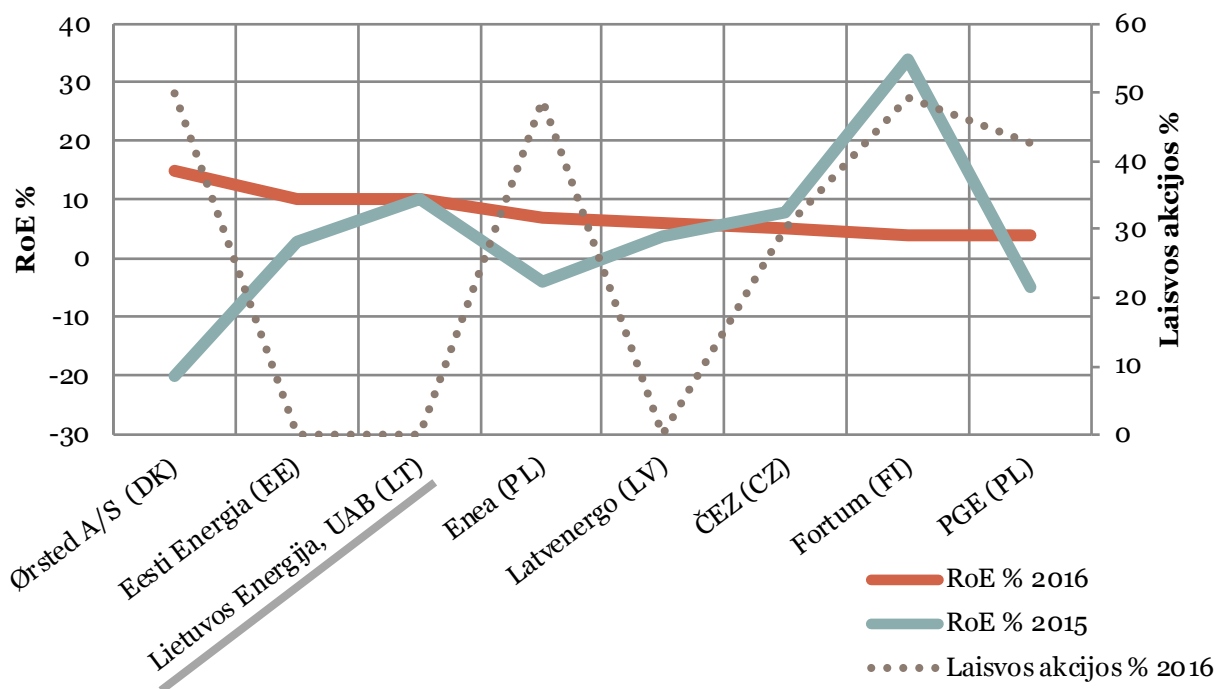
¹⁸ <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=LV0000801165&list=1&pg=details&tab=news>

paskelbusi ir apie planus 2018 m. inicijuoti jos dukterinės įmonės Enefit Taastuenergia AS IPO. Skelbiama, jog planuojama perleisti 49 proc. šios atsinaujinančios energetikos bendrovės akcijų ir pritraukti iki 500 mln. EUR investicijų, kurių didžioji dalis bus skiriama vėjo jėgainių parko Tootsyje vystymui²⁰. Taigi, galima daryti išvadą, kad pačios LE arba aktyvesnis (didesne apimtimi) jos dukterinių įmonių LEGA ir ESO kotiravimas būtų tarptautine praktika pagrįstas ir nuoseklus žingsnis didinant įmonės prestižą ir žinomumą investuotojų akiratyje, kuris prisidėtų prie šalies finansų rinkos vystymosi ir įneštų reikšmingą indėlį į valstybės biudžetą arba LE projektų finansavimą; 33 – 49 proc. LE akcijų IPO gali būti vertas 450 – 750 mln. EUR.

Veiklos efektyvumas

2015 ir 2016 m. LE demonstravo stabiliai aukštus nuosavo kapitalo grąžos, tačiau mažesnius nei vidutiniai EBITDA ir grynojo pelno maržos rodiklius. 2016 m., lyginant pagal nuosavo kapitalo grąžą, nagrinėtų įmonių efektyvumas drastiškai nesiskyrė. Nors iš *Paveikslas Nr. 1.2* duomenų sudėtinga matyti efektyvumo skirtumus tarp kotiruojamų ir nekotiruojamų įmonių grupių rezultatų, šiame sektoriuje šis „pratimas“ ir nėra itin objektyvus, kadangi, minėta, net ir nekotiruojamos įmonės laikosi Nasdaq ar London Stock Exchange vertybinių popierių biržų reikalavimų dėl obligacijų ir (ar) dukterinių įmonių akcijų kotiravimo.

Paveikslas Nr. 1.2



¹⁹ <http://www.londonstockexchange.com/exchange/searchengine/search.html?lang=en&x=o&y=o&q=eesti>

²⁰ <https://www.reuters.com/article/us-eesti-ipo/exclusive-estonia-eesti-energia-plans-wind-unit-listing-early-2018-idUSKBN19C1EA>

Konkrečiau atvejo analizė

Lenkijos Vyriausybė dar 2008 m. pradėjo aktyviai ruošti ir įgyvendinti eilę pirminių viešųjų valstybės kontroliuojamų įmonių akcijų ir obligacijų siūlymų. Elektros gamybos ir paskirstymo sektoriaus analizėje būtina pažymėti, kad penkios didžiausios Lenkijos energetikos įmonės (PGE, Tauron, Energa, Enea ir ZE PAK) yra kotiruojamos Varšuvos vertybinių popierių biržoje (*Paveikslas Nr. 1.3*), kuri, su 152 mlrd. EUR siekiančia kapitalizacija yra karščiausias Centrinės-Rytų Europos finansų rinkų centras (palyginimui: Vilniaus vertybinių popierių biržos kapitalizacija – 3 mlrd. EUR); Lenkijos vertybinių popierių biržos kapitalizacija/BVP rodiklis nuo 13,6 proc. 2001 m. išaugo iki 29,5 proc. 2016 m. (palyginimui: Lietuvos 2016 m. kapitalizacija/BVP buvo 9 proc.). Verta pastebėti, kad ekonomiškai labiau išsivysčiusiose šalyse pastarasis rodiklis yra gerokai aukštesnis (palyginimui: Belgijoje 80, Prancūzijoje 87,5, Nyderlanduose 109,9, pasaulio vidutinis 98,6 proc.).²¹

Paveikslas Nr. 1.3

Lenkijos energetikos įmonių IPO

| Įmonė | Metai | Mln. EUR | Akcijų % |
|--------|-------|----------|----------|
| Enea | 2008 | 562 | 29,8 |
| PGE | 2009 | 1427 | 38,1 |
| Tauron | 2010 | 1041 | 59,5 |
| ZE PAK | 2012 | 166 | 48,4 |
| Energa | 2013 | 515 | 48,5 |

Iš *Paveikslas Nr. 1.4* duomenų matyti, kad po Enea IPO, nuo 2007-2008 m. iki 2017 m., įmonės EBIT išaugo daugiau negu keturis kartus, pajamos ir grynasis pelnas beveik du kartus, taip pat didėjo išmokamų dividendų sumos²².

Paveikslas Nr. 1.4²³

Enea SA ADR ENEAY

Morningstar
Stock Investor
Free Download

Add to Portfolio Get E-mail Alerts Print This Page PDF Report ? Data Question

Quote Chart Stock Analysis Performance **Key Ratios** Financials Valuation Insiders Ownership Filings Bonds

Financials

Export

Ascending

| | 2007-12 | 2008-12 | 2009-12 | 2010-12 | 2011-12 | 2012-12 | 2013-12 | 2014-12 | 2015-12 | 2016-12 | TTM |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| Revenue PLN Mil | 5,446 | 6,158 | 7,418 | 7,837 | 9,709 | 10,091 | 9,151 | 9,855 | 9,848 | 11,256 | 11,350 |
| Gross Margin % | 28.1 | 38.5 | 96.4 | 80.4 | 32.0 | 33.4 | 33.7 | 35.4 | 40.7 | 44.0 | 47.4 |
| Operating Income PLN Mil | 83 | 251 | 506 | 718 | 846 | 825 | 906 | 1,186 | -162 | 1,119 | 1,240 |
| Operating Margin % | 1.5 | 4.1 | 6.8 | 9.2 | 8.7 | 8.2 | 9.9 | 12.0 | -1.6 | 9.9 | 10.9 |
| Net Income PLN Mil | 522 | 215 | 514 | 639 | 795 | 700 | 723 | 908 | -435 | 784 | 894 |
| Earnings Per Share PLN | – | – | 4.64 | 5.80 | 7.20 | 6.32 | 6.56 | 8.24 | -3.96 | 7.12 | 8.12 |
| Dividends PLN | – | – | – | – | – | – | 1.46 | 2.24 | 1.86 | – | 9.63 |

²¹ https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?name_desc=false

²² <https://ir.enea.pl/en/ir/investor-relations/shares-and-shareholders/IPO>

²³ <http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=ENEAY®ion=usa&culture=en-US>


II. Elektros perdavimas

Apžvalga

Tyrimė nagrinėti Suomijos, Rumunijos, Belgijos, Čekijos, Estijos, Norvegijos ir Lietuvos elektros perdavimo sistemos operatoriai. Trys iš jų – Fingrid Oyj, C.N. Transelectrica S.A. ir ELIA System Operator SA yra kotiruojami akcijų biržose, privatiems investuotojams leidžiant įsigyti nuo 29 iki 55 proc. akcijų; likę – ČEPS, a.s., Elering AS ir Statnett SF yra valdomi išimtinai valstybės (*Paveikslas Nr. 2.1*).

Lietuvos Litgrid akivaizdžiai išsiskiria iš nagrinėtų įmonių grupės, kadangi, nors ir yra įtraukta į Vilniaus vertybinių popierių biržos sąrašą, itin mažas laisvai kotiruojamų akcijų skaičius, sudarantis 2,49 proc. ir vertas mažiau negu 10 mln. EUR, lemia, kad kotiravimas yra tik nominalus.

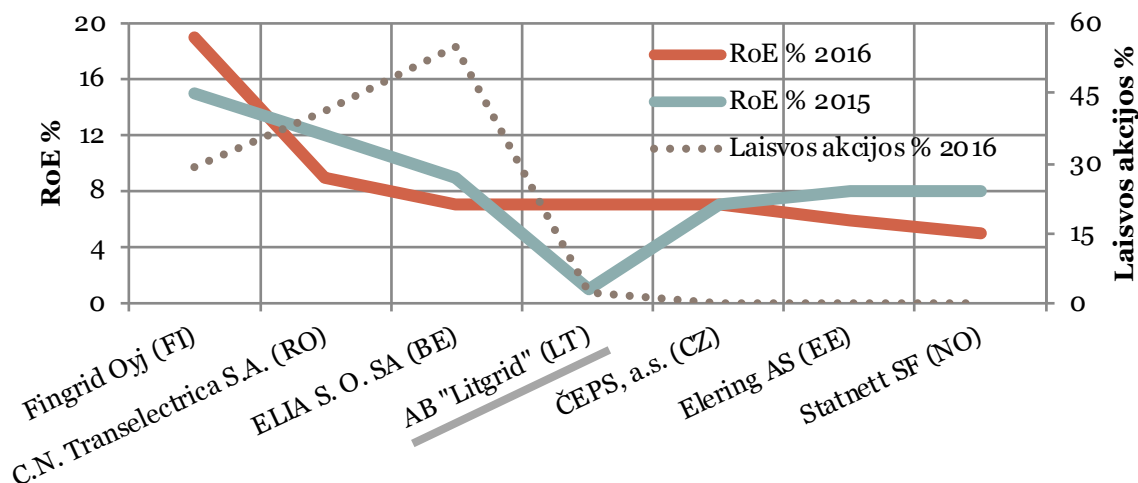
Paveikslas Nr. 2.1

|  | RoE (%) | | EBITDA (marža %) | | Gr. Pelnas (marža %) | | Turtas | | Gr. Skola (gearing %) | | Laisvos akcijos % | €/ kWh |
|---|---------|------|------------------|----------|----------------------|----------|--------|------|-----------------------|------------|-------------------|--------|
| | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2016 |
| ELIA System Operator SA (BE) | 7 | 9 | 425 (49) | 443 (52) | 180 (23) | 211 (27) | 6242 | 6436 | 2642 (149) | 2838 (168) | 55,04 | 0,275 |
| Statnett SF (NO) | 5 | 8 | 437 (56) | 375 (58) | 143 (18) | 146 (22) | 5181 | 4651 | 3530 (265) | 3088 (234) | 0 | 0,163 |
| Fingrid Oyj (FI) | 19 | 15 | unk | unk | 139 (24) | 104 (17) | 1930 | 1947 | 1028 (174) | 1260 (199) | 29,14 | 0,155 |
| ČEPS, a.s. (CZ) | 7 | 7 | unk | unk | 66 (9) | 65 (9) | 1387 | 1365 | 1288 (135) | 1285 (138) | 0 | 0,142 |
| C.N. Transelectrica S.A. (RO) | 9 | 12 | 146 (25) | 167 (26) | 59 (9) | 75 (12) | 1148 | 1149 | 264 (70) | 269 (73) | 41,2 | 0,123 |
| Elering AS (EE) | 6 | 8 | 76 (56) | 79 (60) | 19 (14) | 25 (19) | 904 | 862 | 502 (159) | 472 (162) | 0 | 0,124 |
| AB "Litgrid" (LT) | 7 | 1 | 48 (29) | 25 (24) | 18 (11) | 2 (2) | 462 | 554 | 207 (81) | 308 (128) | 2,49 | 0,117 |

Iš analizuotų kotiruojamų užsienio elektros perdavimo sistemų operatorių, didžiausia valstybei priklausiusi akcijų dalis sudarė 70,86 proc.; Litgrid atveju valstybė valdo 97,51 proc. visų akcijų, todėl rekomenduotina mažinti jai priklausančią įmonės dalį ir didinti laisvoje akcijų biržos apyvartoje esančių akcijų dalį iki 33 – 49 proc. Tokiu atveju privatūs investuotojai galėtų įsigyti akcijų už (o valstybė savo ruožtu uždirbti iki) 110 – 170 mln. EUR.

Veiklos efektyvumas

Litgrid kapitalo grąžos ir kiti 2016 m. veiklos efektyvumo rodikliai, palyginti su kitomis sektoriaus įmonėmis, laikytini vidutiniškais, 2015 m. veiklos efektyvumo rodikliai laikytini žemais. Atliktos analizės duomenys atskleidė, jog visi trys kotiruojami užsienio elektros perdavimo sistemų operatoriai buvo efektyvesni (*Paveikslai Nr. 2.1 ir 2.2*), todėl tikėtina, kad aktyvesnis Litgrid akcijų kotiravimas galėtų prisidėti prie geresnių veiklos rezultatų ateityje.



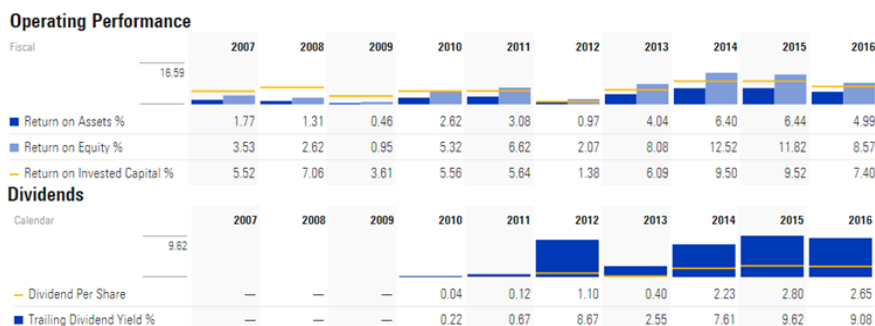
Konkreto atvejo analizė

Rumunijos elektros skirstymo sistemos operatorius C. N. Transelectrica S. A. 2006 m. viduryje atliko IPO Bukarešto vertybinių popierių biržoje, kuriuo pasiūlė 10 proc. akcijų ir už jas uždirbo 34 mln. EUR bei buvo pirmoji pradėjusi vykdyti Rumunijos vyriausybės programą – „A Sound Market – Developing the Capital Market“²⁴.

2012 m. įvykdytas antrasis viešas akcijų siūlymas (SPO) ir laisvų akcijų dalis padidinta iki 25 proc., 2014 m. Rumunijos restitucijos fondas Fondul Proprietatea pardavė dar 13,5 proc. C. N. Transelectrica S. A. akcijų už 50,8 mln. EUR.

Akcijų dalies perleidimas privatiems investuotojams vertybinių popierių biržoje akivaizdžiai teigiamai atsiliepė C. N. Transelectrica S. A. veiklai: 2007-2016 m. RoE išaugo 243 proc., RoA 291 proc., o dėl padidėjusio efektyvumo 2010 – 2017 m. laikotarpiu įmonė reikšmingai išaugino ir mokamų dividendų už akciją santykį (Paveikslas Nr. 2.3).

Paveikslas Nr. 2.3²⁵



²⁴ http://www.transelectrica.ro/en/-/transelectrica-marcheaza-cinci-ani-de-la-prima-zi-de-tranzactionare-a-actiunilor-emise-de-companie-pe-piata-reglementata;jsessionid=F3BBFF78A0E9497CAB84EEB33A1A2D39?_101_INSTANCE_ju40JeYX795O_print=true&_101_INSTANCE_ju40JeYX795O_print=true

²⁵ <http://beta.morningstar.com/stocks/XBSE/TEL/quote.html>


III. Dujų perdavimas

Apžvalga

Analizėje nagrinėti Ispanijos, Slovakijos, Prancūzijos, Čekijos, Graikijos, Rumunijos ir Lietuvos dujų perdavimo operatoriai. Tai vienintelis sektorius, kuriame visos ištirtos įmonės bent iš dalies priklausė ir privatiems investuotojams; trys įmonės (eustream a.s., Net4Gas, s.r.o. ir DESFA S.A.) nėra įtrauktos į akcijų biržos sąrašus, tačiau ir jose bent dalis akcijų valstybei nebeprisiklauso, Čekijos Net4Gas, s.r.o. yra visiškai privatizuota.

Amber Grid, kaip ir Litgrid, įtraukimas į vertybinių popierių biržą ir akcijų kotiravimas laikytinas nominaliu. Iš analizėje (*Paveikslas Nr. 3.1*) surinktų duomenų matyti, kad net ir būdama reikšmingai mažesnė už panašias įmones turimo turto prasme, Amber Grid privatiems investuotojams siūlo tik 3,4 proc. laisvų akcijų, kurių vertė sudaro tik kiek daugiau negu 10 mln. EUR. Minėta, jog užsienio instituciniai investuotojai paprastai neskiria laiko įmonių analizei, kuriose nėra galimybės įsigyti akcijų dalies vertos bent 30 – 50 mln. EUR.

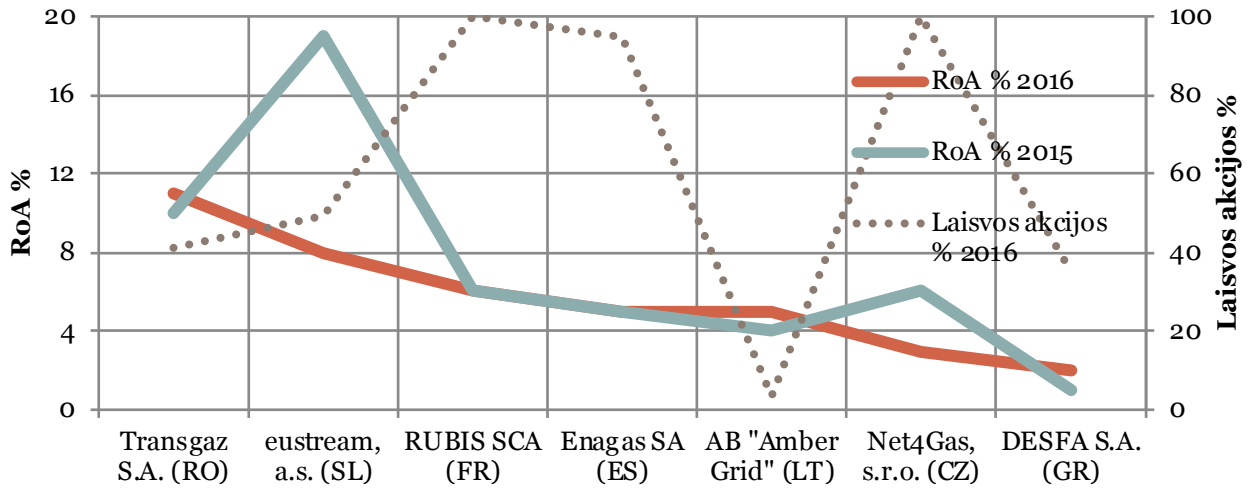
Paveikslas Nr. 3.1

|  | RoE (%) | | RoA (%) | | EBITDA (marža %) | | Gr. Pelnas (marža %) | | Turtas | | Gearing % | | Laisvos akcijos % | € / kWh |
|--|---------|------|---------|------|---------------------|-------------|-------------------------|-------------|--------|------|-----------|-------|----------------------|---------|
| | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2016 |
| Enagas SA (ES) | 17 | 18 | 5 | 5 | 883 (72) | 901 (74) | 417 (34) | 413 (34) | 9248 | 7752 | 275 | 224 | 95 | 0,068 |
| eustream, a.s. (SL) | 15 | 38 | 8 | 19 | 535 (70) | 590 (76) | 387 (50) | 418 (54) | 4997 | 3074 | 91 | 178 | 49* | 0,046 |
| RUBIS SCA (FR) | 12 | 12 | 6 | 6 | 411 (14) | 345 (12) | 227 (8) | 182 (6) | 3715 | 3526 | 87 | 113 | 100 | 0,065 |
| Net4Gas (CZ)** | 19 | 108 | 3 | 6 | 225 (62) | 207 (54) | 55 (15) | 108 (28) | 1795 | 1948 | 504 | 18509 | 100* | 0,058 |
| DESFA S.A. (GR) | 4 | 2 | 2 | 1 | 69 (41) | 38 (25) | 32 (19) | 17 (11) | 1504 | 1451 | 79 | 76 | 35* | 0,056 |
| Transgaz S.A. (RO) | 16 | 14 | 11 | 10 | 196 (50) | 168 (47) | 129 (32) | 105 (29) | 1155 | 1068 | 40 | 39 | 41,19 | 0,033 |
| AB "Amber Grid" (LT) | 11 | 7 | 5 | 4 | 41 (61) | 30 (54) | 21 (31) | 16 (29) | 391 | 453 | 61 | 101 | 3,4 | 0,041 |

Iš visų analizuotų užsienio dujų perdavimo operatorių, didžiausia valstybei priklausiusi akcijų dalis sudarė 65 proc., (58,81 proc. kotiruojamose įmonėse). Tuo tarpu Lietuvos valstybei priklauso 96,6 proc. Amber Grid akcijų, todėl rekomenduotina didinti laisvoje akcijų biržos apyvartoje esančių akcijų dalį iki 33 – 49 proc. Tokiu atveju privatiems investuotojams galėtų įsigyti akcijų už (o valstybė savo ruožtu uždirbti iki) 130 – 190 mln. EUR.

Veiklos efektyvumas

Amber Grid kapitalo ir turto gražos rodikliai, palyginti su kitomis sektoriaus įmonėmis, laikytini vidutiniškais. Atliktos analizės duomenys atskleidė, jog visi trys kotiruojami užsienio dujų perdavimo operatoriai buvo neįdomūs, bet efektyvesni pagal minėtus rodiklius (*Paveikslai Nr. 3.1 ir 3.2*), todėl aktyvesnis akcijų kotiravimas galėtų prisidėti prie dar geresnių veiklos rezultatų ateityje.



Konkreto atvejo analizė

Rumunijos dujų skirstymo operatorius Transgaz S.A. 2008 m. atliko pirminį viešąjį akcijų siūlymą Bukarešto akcijų biržoje, kuriame pardavė 10 proc. akcijų ir uždirbo 49 mln. EUR, o IPO paklausa 28 kartus viršijo pasiūlą²⁶.

Pirminis akcijų siūlymas akivaizdžiai teigiamai atsiliepė Transgaz S.A. veiklai: akcijų kaina, o tuo pačiu ir pačios įmonės vertė 2008 – 2017 m. pakilo 36,5 proc. (Paveikslas Nr. 3.3), tuo tarpu 2009 – 2014 m. pajamos išaugo 38 proc., grynasis pelnas 186 proc. (Paveikslas Nr. 3.4).

Paveikslas Nr. 3.3²⁷



²⁶ <https://uk.reuters.com/article/romania-transgaz-ipo/romaniastansgaz-ipo-28-times-subscribed-idUKL1144161120071211>

²⁷ http://markets.businessinsider.com/stock/sntgn_transgaz_sa-quote

| RON in Million except per share data | | 2009-12 | 2010-12 | 2011-12 | 2012-12 | 2013-12 | TTM |
|--------------------------------------|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Revenue | | 1,182 | 1,343 | 1,343 | 1,328 | 1,479 | 1,635 |
| Cost of revenue | | 292 | — | 165 | 278 | 269 | 280 |
| Gross profit | | 890 | 1,343 | 1,179 | 1,050 | 1,210 | 1,355 |
| ▼ Operating expenses | | | | | | | |
| Other operating expens... | | 615 | 891 | 819 | 722 | 712 | 767 |
| Total operating expens... | | 615 | 891 | 819 | 722 | 712 | 767 |
| Operating income | | 275 | 452 | 359 | 328 | 498 | 588 |
| Interest Expense | | 9 | — | 9 | — | — | — |
| Other income (expense) | | 59 | — | 112 | 65 | (68) | 58 |
| Income before income t... | | 324 | 452 | 462 | 393 | 430 | 647 |
| Provision for income t... | | 133 | 75 | 83 | 64 | 95 | 100 |
| Net income from contin... | | 191 | 376 | 380 | 329 | 334 | 547 |
| Net income | | 191 | 376 | 380 | 329 | 334 | 547 |
| Net income available t... | | 191 | 376 | 380 | 329 | 334 | 547 |
| Earnings per share | | | | | | | |
| Basic | | 16.24 | 31.97 | 32.24 | 27.97 | 28.41 | 46.45 |
| Diluted | | 16.24 | 31.97 | 32.24 | 27.97 | 28.41 | 46.45 |
| Weighted average share... | | | | | | | |
| Basic | | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Diluted | | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| EBITDA | | 518 | 587 | 472 | 529 | 717 | 814 |

EPSO-G ar Amber Grid ir Litgrid atskirai

Amber Grid ir Litgrid priklauso tai pačiai motininei bendrovei EPSO-G, taip pat kaip ir LEGA bei ESO priklauso tai pačiai motininei bendrovei LE, todėl abejais atvejais gali kilti klausimas – kotiruoti motininę bendrovę ar dukterines įmones atskirai. Tam, kad tapti patrauklesniam investuotojams (dėl dydžio) ir daugiau uždirbti iš pirminio ar antrinio akcijų siūlymo, naudingiau investuotojams siūlyti didesnę grąžą galinčią generuoti motininę įmonę. LE atveju pagrindinės jos valdomos įmonės užsiima energijos gamyba ir paskirstymu, todėl tarp jų veiklų gerokai paprasčiau atrasti sinergiją, negu tarp dujų ir elektros perdavimu užsiimančių EPSO-G valdomų įmonių.

Tiek dujų, tiek elektros perdavimo sektorių analizėse lietuviškos įmonės buvo akivaizdžiai mažiausios pagal turto, grynojo pelno ir EBITDA rodiklius, todėl ne Amber Grid ir Litgrid atskirai, o EPSO-G įtraukimas į akcijų biržą galėtų bent iš dalies padėti „prisivyti“ kitas panašia veikla užsiimančias įmones. Kita vertus, prieš priimant sprendimą, reikalinga įvertinti potencialių investuotojų ir kitų rinkos dalyvių pozicijas dėl investavimo į diversifikuotų veiklų portfelio įmones.

²⁸ <http://financials.morningstar.com/income-statement/is.html?t=OJZK®ion=gbr>


IV. Jūrų uostai

Apžvalga

Tyrime nagrinėti Baltijos jūroje veikiančios Klaipėdos (VĮ Klaipėdos valstybinio jūrų uosto direkcija), Talino ir Rygos uostai, Viduržemio jūroje veiklą vykdančios Pirėjo, Salonikų, Koperio ir Rijekos uostai bei su Šiaurės jūra susisiekiantis Hamburgo uostas. Iš analizėje surinktų duomenų pastebėtina, kad Pietų Europos uostai aktyvesni naudojantis akcijų biržų teikiamais privalumais. Pirėjo ir Salonikų uostai visiškai perleisti į privataus kapitalo rankas, likusių uostų dalis akcijų priklauso ir valstybei – 33 proc. Rijekos uosto akcijų turi Kroatija, 51 proc. Koperio uosto disponuoja Slovėnija. Klaipėdos, Rygos ir Talino uostai nuosavybės teise priklauso išimtinai valstybėms (*Paveikslas Nr. 4.1*), tačiau Estija jau yra paskelbusi ir pretenduoja pirmoji iš Baltijos šalių per vertybinių popierių biržą privatiems akcininkams pasiūlyti įsigyti uosto dalį²⁹.

Turint omenyje, kad VĮ Klaipėdos valstybinio jūrų uosto direkcija tiek turto, tiek EBITDA dydžiais nedaug nusileidžia, o metinė krovos apimtimi net ir lenkia Talino uostą, taip pat atsižvelgiant į gerą ES šalių patirtį, galima teigti, kad ir Klaipėdos uostas galėtų atlikti ir gauti naudą iš pirminio viešo akcijų siūlymo. 33 – 49 proc. šios įmonės akcijų IPO galėtų būti vertas 100 – 150 mln. EUR, o dėl efektyvesnės veiklos išaugę dividendai kasmet generuotų didesnę grąžą valstybei. Šios lėšos galėtų būti tikslingai panaudojamos ir paties uosto plėtrai, pavyzdžiui, prisidedant prie Klaipėdos išorinio uosto projekto finansavimo, kuris gali būti vertas 800 mln. EUR.³⁰

Paveikslas Nr. 4.1

|  | RoE (%) | | EBITDA (marža %) | | Gr. Pelnas (marža %) | | Turtas | | Gr. Skola (gearing %) | | Laisvos akcijos % | krova mln. t. |
|---|---------|------|---------------------|-------------|-------------------------|------------|--------|------|--------------------------|--------------|----------------------|------------------|
| | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2016 |
| Hamburgener Hafen (DE) | 13 | 12 | 283 (24) | 271 (24) | 73 (6) | 67 (6) | 1059 | 1039 | 76 (58) | 40 (61) | 32 | 145 |
| Tallinna Sadam (EE) | 14 | 12 | 67 (70) | 63 (67) | 39 (46) | 38 (45) | 637 | 582 | 196 (36) | 171 (33) | 0 | 20 |
| Klaipėdos valstybinio jūrų uosto direkcija (LT) | 6 | 5 | 44 (77) | 40 (73) | 29 (51) | 24 (44) | 557 | 527 | (21) (3) | 0,5 (3) | 0 | 40 |
| Luka Koper d.d. (SI) | 14 | 11 | 76 (40) | 70 (40) | 45 (24) | 38 (23) | 473 | 446 | 104 (34) | 115 (40) | 49 | 22 |
| Rīgas Brīvostas Parvalde (LV) | 4 | 3 | unk | unk | 10 (21) | 9 (17) | 421 | 414 | 137 (53) | 133 (53) | 0 | 37 |
| Pireaus Port Authority SA (GR) | 4 | 5 | 25 (24) | 24 (24) | 7 (7) | 8 (8) | 360 | 367 | 75 (43) | 80 (46) | 100 | 38 |
| Thessaloniki Port Authority SA (GR) | 11 | 14 | 24 (50) | 28 (55) | 14 (29) | 18 (35) | 151 | 141 | (33) (11) | (52) (11) | 100 | 20 |
| Luka Rijeka d.d. (HR) | 1 | 0 | 1,4 (7) | 1,3 (6) | 1 (4) | 0 (2) | 109 | 110 | (16) (18) | (22) (24) | 67 | 4 |

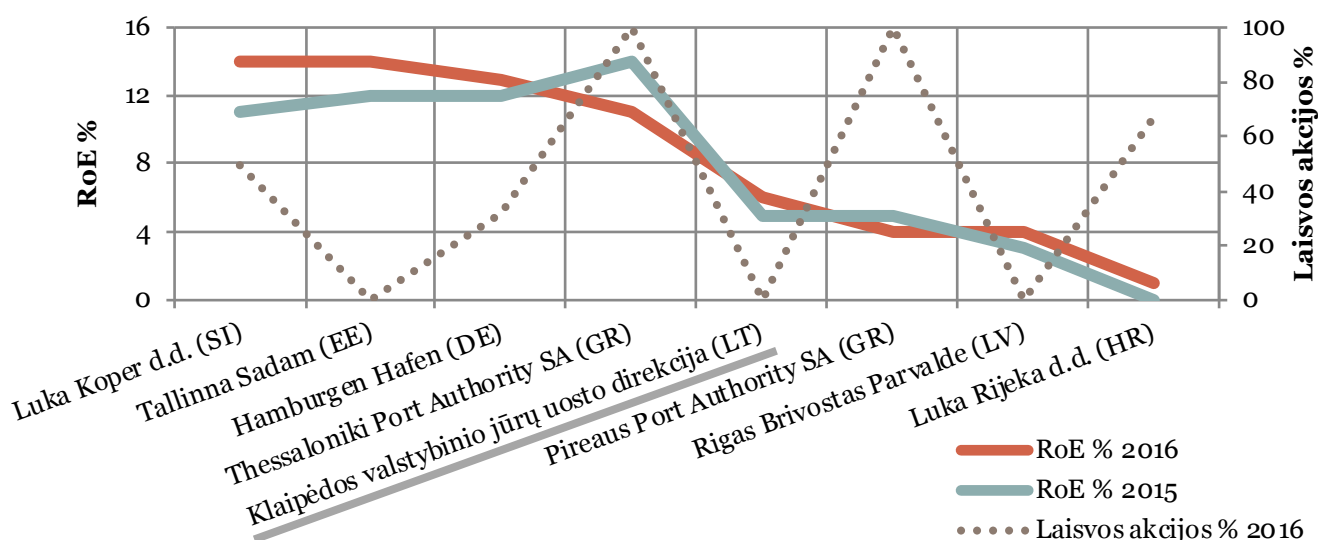
²⁹ <http://www.portoftallinn.com/news?art=916>

³⁰ <http://www.ve.lt/naujienos/jura/isorinis-uostas-kainuotu-800-mln-euru-1594653/>

Veiklos efektyvumas

Klaipėdos uosto kapitalo grąžos rodikliai, palyginti su kitomis sektoriaus įmonėmis, laikytini vidutiniškais, tačiau už pelningumo prasme efektyviausių Hamburgener Hafen und Logistik AG, AS Tallinna Sadam, Luka Koper d.d. ir Thessaloniki Port Authority SA jie mažesni net du kartus. Visi minėtieji uostai arba yra įtraukti į akcijų biržos sąrašus arba ruošiasi tai atlikti (*Paveikslai Nr. 4.1 ir 4.2*). Atkreiptinas dėmesys, kad žemi kotiruojamąjį Luka Rijeka d. d. veiklos efektyvumo rodikliai yra bent iš dalies nulemti ir *force majeure* aplinkybių bei jų pasekmių (karas), o taip pat kitų nekontroliuojamų aplinkybių (pagrindinio uosto-konkurento šalies ankstesnis įstojimas į ES, lėmęs konkurencinį disbalansą)³¹. Atsižvelgiant į analizėje surinktus duomenis ir pateiktas išvadas galima teigti, jog akcijų kotiravimas galėtų prisidėti prie geresnių Klaipėdos uosto veiklos rezultatų.

Paveikslas Nr. 4.2



Konkreto atvejo analizė

Estijos Vyriausybėje yra pritarta 30 proc. AS Tallinna Sadam akcijų pardavimui privatiems investuotojams, valstybei išlaikant didžiąją akcijų dalį, taigi ir įmonės kontrolę. IPO, kurio vertė gali viršyti 150 mln. EUR³², planuojamas pirmoje 2018 m. pusėje, įmonę įtraukiant į Talino Nasdaq vertybinių popierių biržą. Atkreiptinas dėmesys, kad cituodama Estijos valdžios atstovų komentarus Estijos žiniasklaida nurodo, jog šiuo žingsniu siekiama ne tik dar labiau susitelkti į uosto vykdomą veiklą, bet ir didinti įmonės ir visos šalies reputaciją tarptautiniu mastu, prisidėti prie Talino akcijų biržos likvidumo ir apyvartumo, o taip pat sudaryti sąlygas namų rinkoje investuoti pensijų fondams, kitiems instituciniams investuotojams ir eiliniams piliečiams³³.

³¹ http://www.lukarijeka.hr/Data/Files/204_2015070794251588/LKRI%20-%20Management%20Presentation%20-%20FINAL.pdf p. 9

³² <http://www.pealinn.ee/tagid/koik/tallinna-sadam-saaks-ipo-ga-seoses-maksta-riigile-ule-150-miljoni-euro-n206169>

³³ <http://www.portoftallinn.com/news?art=916;>
[https://www.porttechnology.org/news/state-owned-port-of-tallinn-to-launch-ipo;](https://www.porttechnology.org/news/state-owned-port-of-tallinn-to-launch-ipo/)

V. Oro uostai


Apžvalga

Tyrimė nagrinėtos Ispanijos, Prancūzijos, Vokietijos, Austrijos, Danijos, Suomijos, Latvijos, Maltos, Estijos ir Lietuvos oro uostus valdančios įmonės. Panašiai kaip ir jūrų uostų analizėje, šio sektoriaus tyrimo metu aptikta daug į vertybinių popierių biržų sąrašus įtrauktų įmonių, o tarp valstybių, pilnai kontroliuojančių šias paslaugas teikiančių įmonių veiklą, išsiskyrė Baltijos šalys. Kotiruojami oro uostai privatiems investuotojams siūlė nuo 40,18 proc. (Flughafen Frankfurt AG) iki 80 proc. (Malta International Airport plc) laisvai įsigyjamų akcijų (*Paveikslas Nr. 5.1*).

Dauguma nagrinėtų įmonių tiek turtu, tiek pervežamų keleivių skaičiumi buvo daug kartų didesnės už VĮ Lietuvos oro uostai, tačiau nustatytas ir vienas oro uostas, pervežamų keleivių skaičiumi beveik identiškas lietuviškai įmonei ir sėkmingai kotiruojamas akcijų biržoje.

Atsižvelgiant į tarptautinę praktiką ir į geruosius ne tik didžiausių, bet ir VĮ Lietuvos oro uostai dydžio kotiruojamų oro uostų pavyzdžius, siūloma svarstyti ir apie lietuviškos įmonės įtraukimą į Vilniaus vertybinių popierių biržą. 33 – 49 proc. šios įmonės akcijų IPO galėtų būti vertas apie 30 – 50 mln. EUR, o dėl efektyvesnės veiklos išaugę dividendai kasmet generuotų didesnę grąžą valstybei.

Paveikslas Nr. 5.1

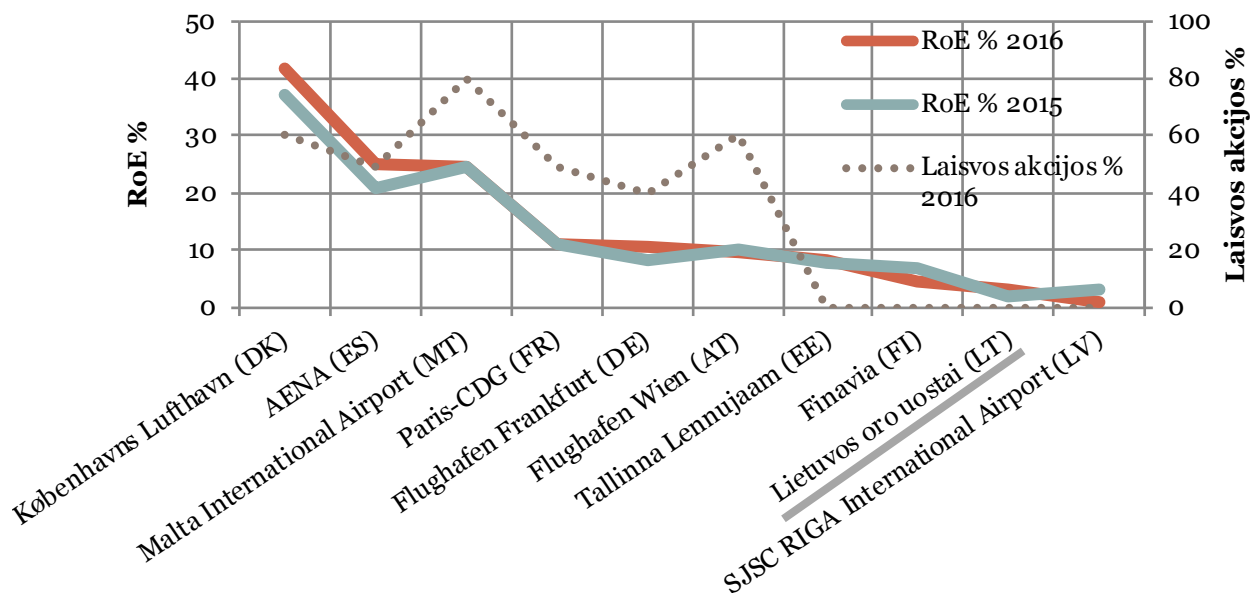
|  | RoE (%) | | EBITDA (marža %) | | Gr. Pelnas (nuostolis) (marža %) | | Turtas | | Gr. Skola (gearing %) | | Laisvos akcijos % | keleivių mln. | oro uostų |
|---|---------|-------|------------------|-----------------|----------------------------------|------------------|--------|-------|-----------------------|----------------|-------------------|---------------|-----------|
| | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2016 | 2016 |
| AENA (ES) | 25 | 21 | 2300 (60,8) | 2082 (59,2) | 1164 (30,86) | 834 (23,69) | 15513 | 17023 | 8228 (209) | 9401 (290) | 49 | 245 | 46 |
| Paris-CDG (FR) | 11,34 | 11,09 | 1195 (40,5) | 1191 (40,5) | 435 (14,7) | 430 (14,6) | 10592 | 10448 | 2709 (63) | 2627 (64) | 49,37 | 240 | 23 |
| Flughafen Frankfurt (DE) | 10,46 | 8,31 | 1054 (40,8) | 848,8 (32,7) | 400 (15,4) | 297 (11,4) | 8872 | 8847 | 2355 (65) | 2774 (83) | 40,18 | 60 | 14 |
| Flughafen Wien (AT) | 9,9 | 10,1 | 329,8 (44,5) | 312,5 (43,4) | 112,6 (15,18) | 111,8 (15,52) | 2018 | 2170 | 355,5 (31) | 487,8 (43) | 60 | 23 | 3* |
| København Lufthavn (DK) | 41,8 | 37,2 | 366,6 (56,6) | 303,6 (55,6) | 169,2 (11,23) | 145,9 (10,18) | 1507 | 1434 | 768,5 (269) | 725,2 (257) | 60,8 | 29 | 2 |
| Finavia (FI) | 4,8 | 7,1 | unk | unk | 28,3 (7,4) | 40 (11,3) | 1000 | 941 | unk (39) | unk (25) | 0 | 21 | 21 |
| SJSC RIGA International Airport (LV) | 1 | 3 | 15 (30) | 13 (27) | 0,4 (0,8) | 1,2 (2,4) | 180 | 186 | unk | unk | 0 | 4,7 | 1 |
| Malta International Airport (MT) | 24,7 | 24,8 | 40 (54,74) | 35,6 (53,22) | 21 (28) | 19,3 (28,8) | 172 | 171 | 87 (102) | 94 (122) | 80 | 5 | 1 |
| Lietuvos oro uostai (LT) | 3 | 2 | 10 (34) | 8 (34) | 3,4 (12) | 2,1 (9) | 167 | 165 | (3,6) (8,7) | 1,1 (9,9) | 0 | 4,7 | 3 |
| Tallinna Lennujaam (EE) | 8,5 | 7,85 | 13,7 (37) | 12,3 (36,7) | 6,2 (16,8) | 5 (14,9) | 155,5 | 143 | 8,1 (21) | 6,3 (30) | 0 | 2 | 5 |

Veiklos efektyvumas

VĮ Lietuvos oro uostai kapitalo grąžos rodikliai, palyginti su kitomis sektoriaus įmonėmis, yra žemi, tam tikrais atvejais net dešimtimis kartų žemesni už pelningumo prasme efektyviausių København Lufthavn A/S, AENA SME, SA, Paris-CDG, Flughafen Wien AG, Flughafen Frankfurt AG ir Malta International Airport plc įmones. Visi išvardinti oro uostai yra įtraukti į vertybinių popierių biržų

sąrašus (*Paveikslai Nr. 5.1 ir 5.2*). Atsižvelgiant į analizėje surinktus duomenis ir pateiktas išvadas, galima teigti, jog akcijų kotiravimas ir privataus kapitalo pritraukimas galėtų prisidėti prie geresnių ir VĮ Lietuvos oro uostai veiklos rezultatų.

Paveikslas Nr. 5.2



Konkreto atvejo analizė

Malta International Airport plc buvo įkurtas 1991 m., o jau 2002 m. liepą, vykdant Vyriausybės privatizavimo strategiją, privačiam investuotojui parduota 40 proc. įmonės akcijų. Netrukus, 2002 m. lapkritį, papildomi 20 proc. valstybei priklaususių akcijų per IPO išplatinti ir mažmeniniams investuotojams (visuomenei) už 0,85 EUR vienos akcijos kainą. Šiandien Malta International Airport vienos akcijos vertė yra 4,67 EUR³⁴, o šio oro uosto paslaugos vertinamos kaip vienos efektyviausių Europoje³⁵ (*Paveikslai Nr. 5.3 ir 5.4*).

Malta International Airport plc yra puikus pavyzdys ekspertų išsakomo teiginio, kad valstybė, perleisdama dalį akcijų privatiems investuotojams ir leisdama jiems prisidėti prie įmonės skaidrumo ir valdymo efektyvumo didinimo, valdys nors ir santykinai mažesnę, bet vertingesnę akcijų paketą, negu prieš tai turėti 100 proc. akcijų.³⁶

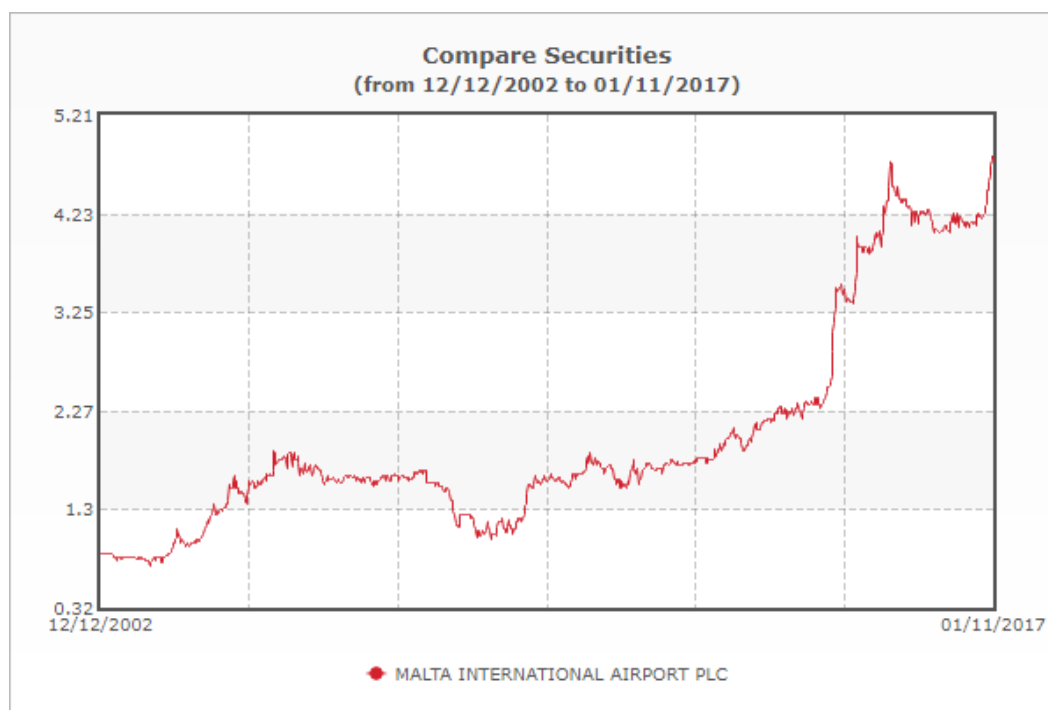
³⁴ 2017-12-18 duomenimis

³⁵ <http://rizzofarrugia.com/security-quotes/equities/c1460e/>; <http://www.maltachamber.org.mt/en/malta-international-airport-rated-third-best-airport-in-europe>

³⁶ <http://www.nasdaqbaltic.com/lt/birzu-informacija/nasdaq-omx-baltijos-rinka/nasdaq-omx-vilnius-9/ziniasklaida-apie-mus/>

| 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | TTM | Financials (Fiscal Year in Mil) |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 2,598 | 2,877 | 3,076 | 3,451 | 3,710 | 3,913 | Revenue |
| 78.1 | 10.7 | 6.9 | 12.2 | 7.5 | 5.5 | % Change |
| 221 | 742 | 1,052 | 1,252 | 1,468 | 1,675 | Operating Income |
| 112.7 | 235.6 | 41.8 | 19.0 | 17.2 | 14.1 | % Change |
| -64 | 597 | 479 | 834 | 1,164 | 1,185 | Net Income |
| 706 | 1,197 | 1,346 | 1,629 | 1,835 | 1,959 | Operating Cash Flow |
| -815 | -492 | -316 | -255 | -304 | -353 | Capital Spending |
| -109 | 705 | 1,030 | 1,374 | 1,531 | 1,606 | Free Cash Flow |
| -4.2 | 24.5 | 33.5 | 39.8 | 41.3 | 41.1 | % Sales |
| -0.42 | 3.98 | 3.19 | 5.56 | 7.76 | 7.90 | EPS |
| — | — | -19.8 | 74.3 | 39.6 | 1.8 | % Change |
| — | — | — | 8.81 | 10.92 | 10.71 | Free Cash Flow/Share |
| — | — | — | — | 2.71 | 3.83 | Dividends/Share |
| — | — | — | 27.36 | 31.48 | 36.07 | Book Value/Share |
| 150,000 | 150,000 | 150,000 | 150,000 | 150,000 | 150,000 | Shares Outstanding (K) |
| -2.4 | 21.8 | 14.6 | 21.3 | 25.0 | 23.4 | Profitability Return on Equity % |
| -0.4 | 3.6 | 2.8 | 4.8 | 7.2 | 7.5 | Return on Assets % |
| -2.4 | 20.7 | 15.6 | 24.2 | 31.4 | 30.3 | Net Margin % |
| 0.15 | 0.17 | 0.18 | 0.20 | 0.23 | 0.25 | Asset Turnover |
| 6.9 | 5.4 | 5.0 | 4.0 | 3.1 | 2.9 | Financial Leverage |
| 92.6 | 93.4 | 94.3 | 94.9 | 95.1 | 95.5 | Gross Margin % |
| 8.5 | 25.8 | 34.2 | 36.3 | 39.6 | 42.8 | Operating Margin % |
| 11,029 | 10,370 | 9,845 | 8,670 | 7,800 | — | Long-Term Debt |
| 2,437 | 3,039 | 3,516 | 4,304 | 4,993 | 5,411 | Total Equity |
| 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | Fixed Asset Turns |

Paveikslas Nr.5.4³⁸



³⁷ <http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=MIA®ion=mlt&culture=en-US>

³⁸ http://rizzofarrugia.com/home/compare-securities/?sel_val_1=C1460E&VarMonth=60


VI. Geležinkeliai

Apžvalga

Tyrimė nagrinėtos Austrijos, Čekijos, Norvegijos, Lenkijos, Latvijos, Estijos ir Lietuvos geležinkelių infrastruktūrą valdančios ir (ar) keleivių ir (ar) krovinių vežimą geležinkeliu vykdančios įmonės. Iš kitų sektorių analizių ši išsiskiria tuo, kad, išskyrus vieną atvejį, visų įmonių 100 proc. akcijų priklausė valstybei. Išimtis – krovinių geležinkelio transportu vežėjas PKP Cargo S.A., kurio tik 33,01 proc. akcijų valdo Lenkijos valstybė (*Paveikslas Nr. 6.1*).

Nenustačius pakankamai gerų užsienio pavyzdžių ir susiklosčiusios užsienio praktikos, o taip pat atsižvelgiant į tai, kad šiuo metu AB „Lietuvos geležinkeliai“ dar nėra atskyrusi keleivių ir krovinių vežimo geležinkeliu bei geležinkelio infrastruktūros valdymo funkcijų, iš analizėje surinktų duomenų negalima teigti, kad įmonė jau yra pasiruošusi ir gautų apčiuopiamą naudą iš akcijų kotiravimo.

Paveikslas Nr.6.1

|  | RoE (%) | | EBITDA (marža %) | | Gr. Pelnas (marža %) | | Turtas | | Gr. Skola (gearing %) | | Laisvos akcijos % | €/km (PPP) ¹⁶ | Keleivių mln. | Krovinių mln. t. |
|---|---------|------|------------------|------------|----------------------|-------------|--------|-------|-----------------------|--------------|-------------------|--------------------------|---------------|------------------|
| | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2016 | 2016 | 2016 |
| OBB Holding (AT) | 7,9 | 10,1 | 1779 (34) | 1806 (35) | 166 (3) | 205 (4) | 27334 | 26475 | 22108 (1056) | 21306 (1108) | 0 | 0,21 | 244 | 112 |
| ČD Group (CZ) | 2,5 | -4 | 327 (22) | 272 (18) | 35 (2,3) | (53) (-3,5) | 3419 | 3459 | 2675 (235) | 2852 (231) | 0 | 0,03 | 171 | n/a |
| NSB Group (NO) | 12,1 | 23,5 | unk | unk | 131,3 (8) | 223,6 (14) | 3002 | 2989 | 2 (2) | 2 (2) | 0 | 0,14 | unk | unk |
| OBB Personenverkehr (AT) | 10 | 10,5 | 225 (11) | 238 (12) | unk | unk | 2952 | 2640 | unk | unk | 0 | 0,21 | 244 | n/a |
| Lietuvos geležinkeliai (grupė) (LT) | -0,5 | 0,1 | 122 (30) | 122 (28) | (5) (0) | 0,7 (0) | 2086 | 2077 | 277 (39) | 306 (44) | 0 | 0,08 | 4,5 | 48 |
| PKP Cargo (PL) | -4 | 1 | 116,4 (11) | 167 (15) | (21) (2,1) | 7,5 (0,7) | 1319 | 1202 | 198 (83) | 141 (64) | 66,99 | n/a | n/a | 114 |
| Latvijas Dzelzceļš (Group) (LV) | 0,3 | 0,1 | 69 (19,5) | 85,3 (20) | 0,8 (0,5) | 0,6 (0,1) | unk | 1015 | unk | 630 (184) | 0 | 0,07 | 17 | 47,8 |
| Eesti Raudtee (EE) | -7,2 | 3,9 | 9,8 (6,5) | 13,8 (8,5) | (10,7) (32) | (6,2) (14) | 301 | 303 | 144 (102) | 136,5 (88) | 0 | 0,23 | 6,8 | 12,2 |
| LDZ Cargo (LV) | 3,2 | 2,3 | 15,5 (6) | 29,4 (9) | 4 (1,4) | 2,9 (0,9) | 177 | 182 | unk | unk | 0 | 0,07 | n/a | unk |

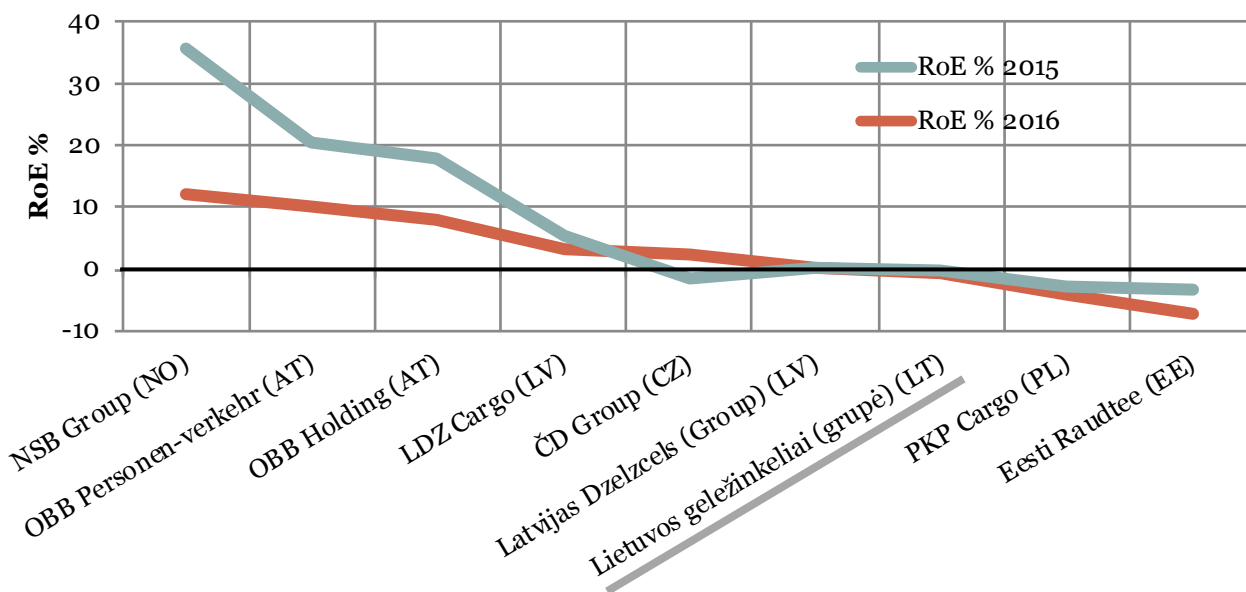
Veiklos efektyvumas

Daugiau negu pusė nagrinėtų šio sektoriaus įmonių 2015 ir 2016 m. demonstravo žemus nuosavo kapitalo grąžos rodiklius, nemažos dalies jie buvo neigiami (*Paveikslas Nr. 6.2*). Vis tik, gerieji pavyzdžiai demonstruoja, kad „sveiką“ RoE sukurti galima. NSB Group AS, OBB Holding AG pasiekė rezultatus, kurie atrodytų neprastai ir palyginus su kitų, aukštesnius pelningumo rodiklius demonstruojančių sektorių įmonėmis. Dar daugiau, iš OBB Personenverkehr AG duomenų matyti, kad net ir keleivių vežimas geležinkelių transportu gali būti pakankamai pelningas, tačiau tam reikalinga didelė tokių paslaugų paklausa – 2016 m. įmonė pervežė 244 mln. keleivių.

Taip pat pastebėtina, jog šio sektoriaus analizėje pelningiausioms NSB Group AS ir OBB Holding AG įmonių grupėms priklausančių paslaugų pakete nors ir ne didžiausią, tačiau

svarbią dalį sudaro ir keleivių vežimas autobusų transportu, kuris galimai prisideda prie bendro pelningumo.

Paveikslas Nr.6.2



Konkrečiau atvejo analizė

2013 m. atliktas PKP Cargo S.A. IPO – rinkai pasiūlyta 48,3 proc. įmonės akcijų, kurios išplatintos viso už 394 mln. EUR.

PKP Cargo S.A. rodikliai po kotiravimo pateikiami *Paveikslas Nr. 6.3* ir vertintini nevienareikšmiškai. Viena vertus, nuo 2013 m. beveik 50 proc. išaugo bendrovės EBIT, grynasis pelnas ir RoE bei RoA rodikliai, kita vertus, nors ir nežymiai, tačiau sumažėjo pajamos.

Paveikslas Nr.6.3³⁹

| Financials | | | | | | | | | | | |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------|
| | 2007-12 | 2008-12 | 2009-12 | 2010-12 | 2011-12 | 2012-12 | 2013-12 | 2014-12 | 2015-12 | 2016-12 | TTM |
| Revenue PLN Mil | – | – | – | 4,732 | 5,530 | 5,159 | 4,718 | 4,217 | 4,363 | 4,372 | 4,615 |
| Gross Margin % | – | – | – | 82.0 | 82.5 | 83.7 | 80.7 | 85.0 | 82.2 | 82.8 | 83.1 |
| Operating Income PLN Mil | – | – | – | 28 | 418 | 344 | 110 | 121 | 56 | -132 | 157 |
| Operating Margin % | – | – | – | 0.6 | 7.6 | 6.7 | 2.3 | 2.9 | 1.3 | -3.0 | 3.4 |
| Net Income PLN Mil | – | – | – | 32 | 411 | 268 | 74 | 76 | 30 | -134 | 119 |
| Profitability | 2007-12 | 2008-12 | 2009-12 | 2010-12 | 2011-12 | 2012-12 | 2013-12 | 2014-12 | 2015-12 | 2016-12 | TTM |
| Tax Rate % | – | – | – | – | – | 24.34 | 26.14 | 17.39 | – | – | 22.16 |
| Net Margin % | – | – | – | 0.67 | 7.44 | 5.19 | 1.57 | 1.40 | 0.72 | -3.06 | 2.58 |
| Asset Turnover (Average) | – | – | – | 1.04 | 1.12 | 0.94 | 0.83 | 0.74 | 0.74 | 0.69 | 0.75 |
| Return on Assets % | – | – | – | 0.69 | 8.33 | 4.87 | 1.30 | 1.04 | 0.54 | -2.12 | 1.93 |
| Financial Leverage (Average) | – | – | – | 1.84 | 1.84 | 1.79 | 1.67 | 1.69 | 1.82 | 2.00 | 1.93 |
| Return on Equity % | – | – | – | 1.35 | 15.36 | 8.84 | 2.25 | 1.74 | 0.94 | -4.06 | 3.68 |
| Return on Invested Capital % | – | – | – | 1.04 | 12.08 | 6.88 | 1.84 | 1.47 | 1.11 | -2.35 | 3.11 |
| Interest Coverage | – | – | – | 2.85 | 15.42 | 11.27 | – | – | 1.50 | -4.75 | 5.99 |

³⁹ <http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=PKP>

VII. Paštas


Apžvalga

Paveiksle žemiau pateikti Italijos, Vokietijos, Jungtinės Karalystės, Švedijos, Belgijos, Austrijos, Lenkijos, Latvijos ir Lietuvos pašto paslaugas teikiančių valstybės valdomų ir privatizuotų įmonių duomenys.

Sektorius pasižymi dideliu vertybinių popierių biržoje kotiruojamų įmonių skaičiumi. Privatiems investuotojams siūloma nuo 35,74 iki 79,1 proc. įmonių, teikiančių pašto paslaugas, akcijų. Taip pat atkreiptinas dėmesys į Royal Mail Group Ltd, kuri viena iš nedaugelio visame tyrime, nagrinėjančiame istoriškai valstybių kontrolėje esančius sektorius, yra pilnai privatizuota (*Paveikslas Nr. 7.1*).

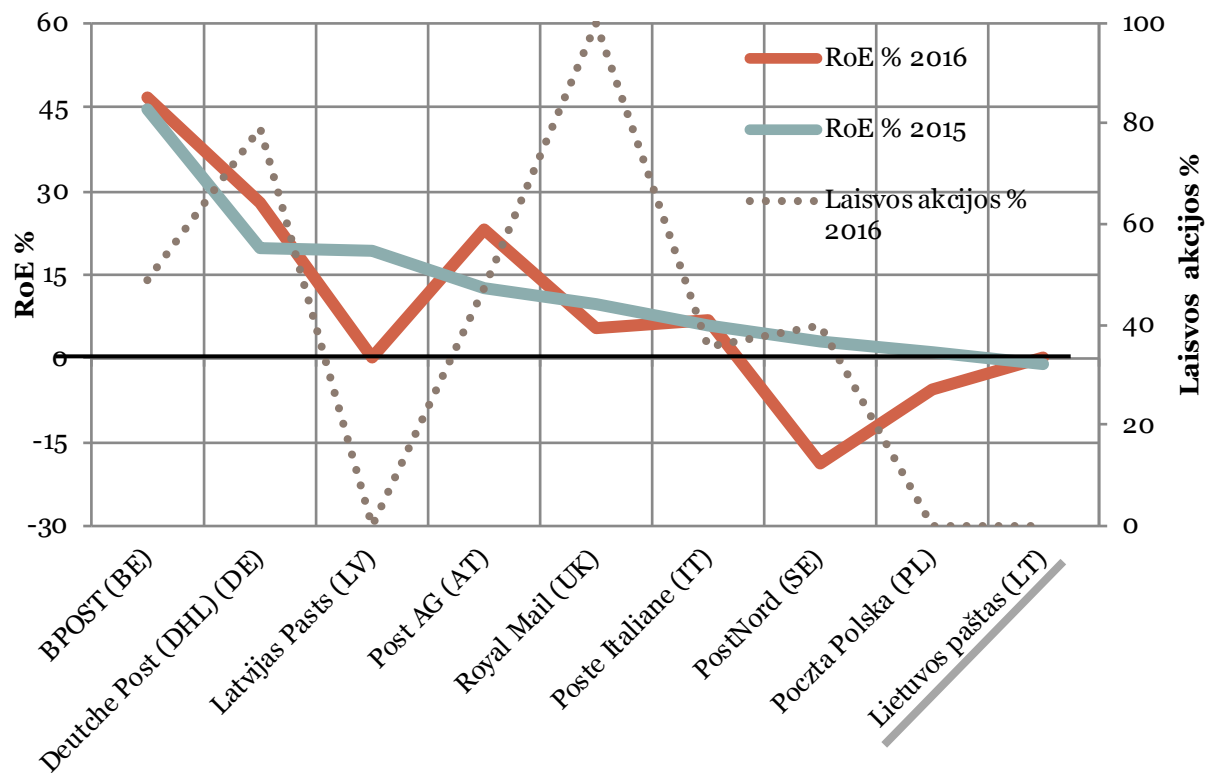
Iš lyginamosios analizės galima pastebėti, kad tik trys mažiausią turtą turinčios ir grynąjį pelną sukurančios įmonės nėra kotiruojamos. AB „Lietuvos paštas“ yra šio sąrašo (*pagal turto vertės rodiklį nuo didžiausio iki mažiausio*) apačioje, o jos RoE ir grynojo pelno marža istoriškai yra artimi nuliui. Todėl, net ir nustačius egzistuojant gerąją užsienio šalių praktiką, manytina, kad Lietuvos pašto paslaugų įmonė nebūtų patraukli investuotojams dėl nedidelio dydžio ir nepakankamo pelningumo. Iki šioms aplinkybėms pasikeičiant, akcijų kotiravimas nelaikytinas efektyviausiu būdu įmonės skaidrumui ir valdymo efektyvumui didinti.

Paveikslas Nr.7.1

|  | RoE (%) | | EBITDA (marža %) | | Gr. Pelnas (marža %) | | Turtas | | Gr. Skola [lėšos] | | Laisvos akcijos % | €/✉ (PPP) |
|---|---------|-------|---------------------|----------------|-------------------------|----------------|--------|-------|-------------------|--------|----------------------|-----------|
| | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 |
| Poste Italiane (IT) | 7 | 6,1 | 1304 (15,9) | 1099 (13,4) | 625 (7,6) | 451 (5,5) | 65053 | 60970 | [4110] | [5750] | 35,74 | 2,83 |
| Deutsche Post (DHL) (DE) | 27,7 | 19,7 | 4868 (8,5) | 4076 (6,9) | 2639 (4,6) | 1540 (2,6) | 38295 | 37870 | 2261 | 1093 | 79,1 | 0,62 |
| Royal Mail (UK) | 5,27 | 9,8 | 823 (8,9) | 874 (9,27) | 272 (2,61) | 366 (3,45) | 8575 | 7888 | 253 | 310 | 100 | 0,65 |
| PostNord (SE) | -18,8 | 3 | 178 (4,5) | 249,8 (6,2) | (162) (0) | 28,5 (0,1) | 2301 | 2535 | 354 | [171] | 40 | 0,46 |
| BPOST (BE) | 46,74 | 44,62 | 587 (24) | 584 (24) | 344 (14,18) | 307 (12,61) | 2290 | 2112 | [493] | [550] | 49 | 0,72 |
| Post AG (AT) | 23,3 | 12,5 | 277 (13,6) | 303 (12,6) | 153 (7,52) | 71,6 (2,98) | 1626 | 1613 | 25,7 | [28,1] | 47,2 | 0,63 |
| Poczta Polska (PL) | -5,6 | 1 | unk | unk | (16) (1,3) | 4 (0) | 944 | 1078 | unk | unk | 0 | 1,09 |
| Latvijas Pasts (LV) | unk | 19,39 | unk | 5,6 (9,2) | 3,6 (5,7) | 3,2 (5,3) | 86 | 88 | unk | unk | 0 | 0,93 |
| Lietuvos paštas (LT) | 0 | -1 | 2 (3,2) | 2 (2,7) | 0 (0) | (0,2) (0) | 71 | 71 | 6 | 9 | 0 | 0,8 |

Veiklos efektyvumas

Dauguma šio sektoriaus kotiruojamų įmonių, išskyrus vienintelę PostNord AS, 2015 ir 2016 m. pasiekė aukštus ar bent vidutinius RoE rodiklius. Mažesnių pašto paslaugų įmonių kategorijoje AB „Lietuvos paštas“ turėtų lygiuotis į SJSC „Latvijas Pasts“, kuris nedaug atsiliko, o tam tikrais pelningumo rodikliais ir lenkė kitas analizėje ištirtas įmones (*Paveikslas Nr. 7.2*).



Konkrečiau atvejo analizė

Nepateikiama dėl neįžvelgtos AB „Lietuvos paštas“ kotiravimo naudų ir nenustatytos panašios kotiruojamos įmonės.

VIII. Miškininkystė


Apžvalga

Tyrimė nagrinėtos Suomijos, Švedijos, Čekijos, Austrijos, Estijos, Latvijos ir Lietuvos valstybių kontroliuojamos miškininkystės įmonės. Tai vienintelis tyrimo sektorius, kuriame nenustatyta nė viena vertybinių popierių biržoje kotiruojama įmonė (*Paveikslas Nr. 8.1*).

Šios analizės kūrimo metu aplinkos ministerija vykdė 42-jų miškų urėdijų reorganizaciją į vieną juridinį asmenį – VĮ „Valstybinių miškų urėdija“. *Paveiksluose Nr. 8.1, 8.2 ir 8.3* pateikiami visų šių įmonių sudėti (pvz. turto) arba vidurkio (pvz. RoE) duomenys.

Nenustačius nė vieno kotiruojamos užsienio miškininkystės įmonės pavyzdžio ir susiklosčiusios gerosios užsienio praktikos, o taip pat atsižvelgiant į tai, kad šiuo metu vykdoma miškininkystės sektoriaus pertvarka, analizėje surinkti duomenys neatskleidžia, ar po reorganizacijos įmonė būtų tinkama ir gautų apčiuopiamą naudą iš akcijų kotiravimo.

Paveikslas Nr. 8.1

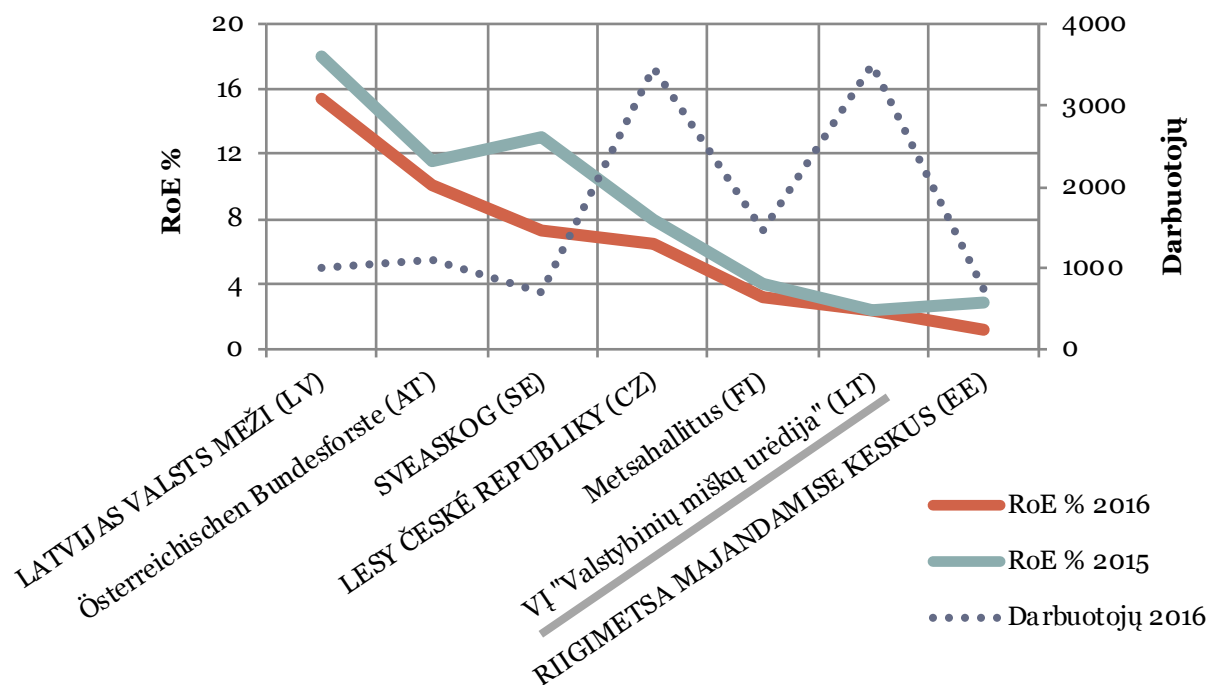
|  | RoE (%) | | EBITDA (marža %) | | Gr. Pelnas (marža %) | | Turtas (su biologiniu turtu) | | Gr. Skola (gearing %) | | Laisvos akcijos % | Valdomo miško tūkst. Ha | Darbuotojų |
|---|---------|------|------------------|-------------|----------------------|-------------|------------------------------|--------------|-----------------------|--------------|-------------------|-------------------------|------------|
| | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2015 | 2016 | 2016 | 2016 |
| Metsahallitus (FI) | 3,2 | 4,1 | unk | unk | 93,7 (28) | 107,9 (32) | (n/a) (4011) | (n/a) (3986) | 43 (3) | 58 (2,5) | 0 | 9100 | 1450 |
| SVEASKOG (SE) | 7,3 | 13,1 | 178 (28) | 315 (47) | 119 (19) | 202 (30) | 663 (4035) | 656 (4192) | 1749 (92) | 1750 (94) | 0 | 3118 | 700 |
| LATVIJAS VALSTS MEŽI (LV) | 15,4 | 18 | 87,4 (34) | 99,6 (38) | 50,6 (19,5) | 59,3 (22,6) | 360 (1368) | 360 (1207) | 9,4 (10) | 4,7 (9) | 0 | 1400 | 1000 |
| VĮ "Valstybinių miškų urėdija" (LT) | 2,4 | 2,4 | 20,8 (13,2) | 19,5 (12,3) | 7,5 (4,7) | 6,3 (3,9) | 1237 (2292) | 1182 (2184) | (10,8) (1) | (10,3) (1) | 0 | 1037 | 3500 |
| RIIGIMETSA MAJANDAMISE KESKUS (EE) | 1,2 | 2,9 | unk | unk | 45,3 (25,5) | 33 (20,3) | 609 (3541) | 577 (3696) | (21,6) (0,4) | (14,3) (0,4) | 0 | 900 | 740 |
| LESY ČESKÉ REPUBLIKY (CZ) | 6,4 | 7,9 | unk | unk | 163 (35) | 211 (41) | 756 (2643) | 827 (2754) | 26 (3) | (70) (3) | 0 | 1200 | 3475 |
| Österreichischen Bundesforste (AT) | 10,1 | 11,5 | 37,1 (17) | 34,4 (16) | 21,2 (9,7) | 23,3 (10,8) | 426 (n/a) | 388 (n/a) | 105 (49) | 113 (55) | 0 | 510 | 1100 |

Veiklos efektyvumas

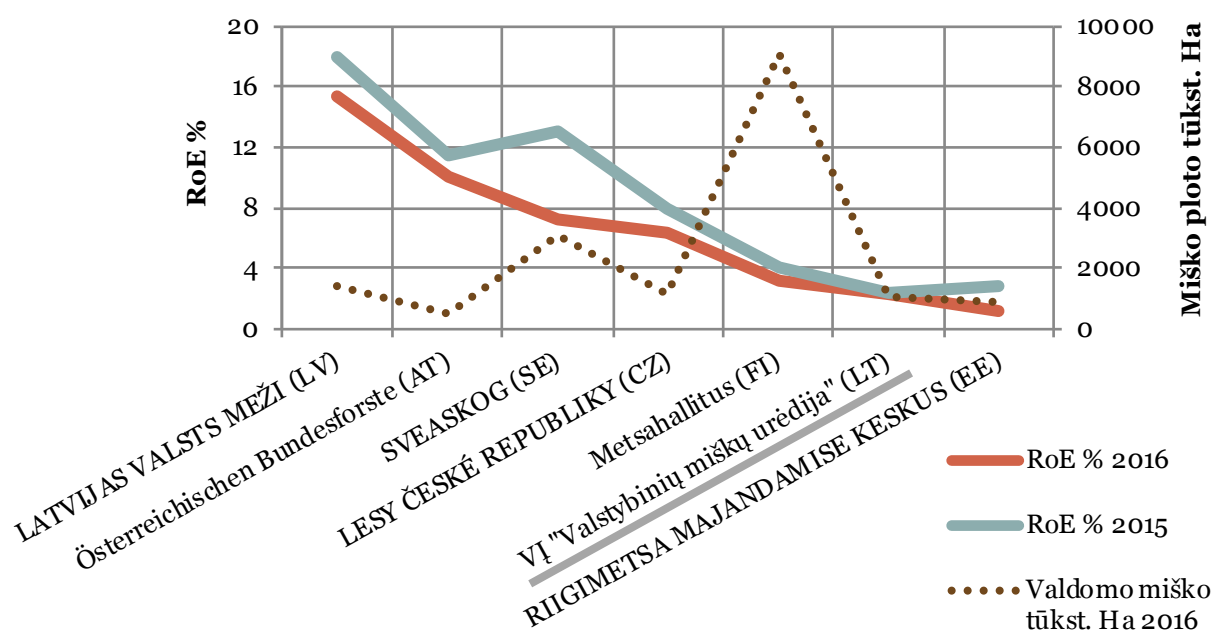
Lietuvos miškininkystės sektoriaus įmonių veikla efektyvumo prasme vertintina neigiamai. Iš *Paveiksluose Nr. 8.2 ir 8.3* pateiktų duomenų matyti, kad net ir valdant palyginti nedidelius miško plotus ir turint nedaug darbuotojų galima generuoti solidžią kapitalo grąžą valstybei, kaip tai daro Latvijas Valsts Meži ir Österreichischen Bundesforste. Tuo tarpu bendri Lietuvos miškų valdymo įmonių duomenys kitų šalių kontekste atskleidžia, kad išsiskiriama neproporcingai dideliu darbuotojų skaičiumi ir mažu RoE rodikliu. Palyginimui, Suomijos Metsahallitus valdo beveik 9-is kartus didesnę miškų masę, tačiau joje dirba 2,4 karto mažiau darbuotojų negu Lietuvoje.

Mažesnis RoE rodiklis užfiksuotas tik Estijos Riigimesta Majandamise Keskus, tačiau privalu pastebėti, kad jis išsikreipia dėl neproporcingai didelio įmonės nuosavo kapitalo, sudarančio 3,5 mlrd. EUR (palyginimui: bendras Lietuvos įmonių nuosavas kapitalas sudaro 1,2 mlrd. EUR).

Paveikslas Nr. 8.2



Paveikslas Nr. 8.3



Konkrečiau atvejo analizė

Tyrimo metu nenustatyta nė viena vertybinių popierių biržoje kotiruojama miškininkystės įmonė.

Išvados

- Šešiuose iš aštuonių tirtų sektorių bent 50 proc. užsienio valstybių savo valdomų įmonių akcijų paketus per vertybinių popierių biržą platino privatiems investuotojams, tik dvejuose sektoriuose kotiruotos ir lietuviškos įmonės, abejuose – nominaliai.
- Investuotojams perleidžiami užsienio įmonių akcijų paketai svyravo nuo 30 iki 80 proc. Nominalus akcijų kotiravimas, suteikiant galimybę įsigyti iki 5 proc. akcijų – išimtinai Lietuvoje pastebimas reiškinys, kurio rekomenduotina atsisakyti didinant laisvų akcijų procentą.
- Tyrime surinkti duomenys leidžia daryti išvadą, jog Lietuvos energijos gamybos ir paskirstymo, elektros perdavimo, dujų perdavimo, jūrų uosto valdymo ir oro uostų valdymo įmonės galėtų būti sėkmingai kotiruojamos vertybinių popierių biržoje ir gauti finansinę ir nefinansinę naudą (*Paveikslas Nr. 9.1*).
- Lietuvos pašto, geležinkelių ir miškininkystės įmonės ateityje taip pat galimai gautų naudą iš akcijų kotiravimo, tačiau šiame tyrime nenustačius tinkamų užsienio pavyzdžių ir (arba) negalint tiksliau įvertinti pačių įmonių duomenų iki reorganizacijų pabaigos, konkrečių išvadų pateikti negalima (*Paveikslas Nr. 9.1*).

Paveikslas Nr. 9.1

| | Dydis | Sektorius | Istorija | |
|---|-------|-----------|----------|--|
|  | ✓ | ✓ | ✓ | Dydis – įmonės dydis leidžia investuotojams pasiūlyti pakankamos vertės akcijų dalį išvengiant nominalaus kotiravimo ir neprarandant kontrolinio akcijų paketo |
|  | ✓ | ✓ | ✓ | |
|  | ✓ | ✓ | ✓ | |
|  | ✓ | ✓ | ✓ | |
|  | ✓ | ✓ | ✓ | Sektorius – egzistuoja užsienio praktika to sektoriaus įmonių akcijų dalį platinti privatiems investuotojams |
|  | ✓ | ✗ | ✗ | |
|  | ✗ | ✓ | ✗ | Istorija – įmonės veiklos apibrėžtumo ir pelningumo istorija leidžia tikėtis akcijų paklausos |
|  | ✓ | ✗ | ✗ | |

Šaltiniai

Norminiai teisės aktai

1. Lietuvos Respublikos Seimo 2016 m. gruodžio 13 d. nutarimas Nr. XIII-82 Dėl Lietuvos Respublikos Vyriausybės programos
2. Lietuvos Respublikos Seimo 2012 m. gegužės 15 d. nutarimas Nr. XI-2015 Dėl Valstybės pažangos strategijos „Lietuvos pažangos strategija „Lietuva 2030“ patvirtinimo
3. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2016 m. gegužės 25 d. nutarimas Nr. 529 Dėl valstybės valdomų įmonių nuosavo kapitalo kainų 2016–2018 metams nustatymo
4. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2012 m. gruodžio 12 d. nutarimas Nr. 1511 Dėl valstybės valdomų įmonių nuosavo kapitalo kainų 2013–2015 metams nustatymo
5. Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2012 m. lapkričio 28 d. nutarimas Nr. 1482 Dėl 2014–2020 metų nacionalinės pažangos programos patvirtinimo

Specialioji literatūra ir *travaux préparatoires*

6. Valstybės kontrolės 2017 m. balandžio 25 d. Valstybinio audito ataskaita Nr. VA-2017-P-20-3-10 Valstybės valdomų įmonių grąža valstybei. Prieiga per internetą: <https://www.vkontrole.lt/failas.aspx?id=3701>
7. Valdymo koordinavimo centro ataskaita Lietuvos valstybės valdomų įmonių veikla 2016 metais. Prieiga per internetą: http://vkc.sipa.lt/static/uploads/ataskaitos/VKC_2017_LT_WEB.pdf
8. ČIOČYS, R. Bendrovių valdymo reglamentavimo Lietuvoje problemos: daktaro disertacija. Socialiniai mokslai, teisė (01S). Vilnius: Vilniaus universitetas, 2013
9. Stebėsenos ir prognozių agentūra. Valstybės valdomų įmonių finansinių duomenų suvestinės. Prieiga per internetą: <http://www.vkc.sipa.lt/imones>
10. OECD. Conclusions and Recommendations (for Lithuania). Prieiga per internetą: http://ukmin.lrv.lt/uploads/ukmin/documents/files/valst_valdomos_imones/conclusions.pdf
11. The World Bank. Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP). Prieiga per internetą: https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?name_desc=false
12. Business Insider Inc. and finanzen.net GmbH. TRANSGAZ SA financials. Prieiga per internetą: http://markets.businessinsider.com/stock/sntgn_transgaz_sa-quote
13. Enea SA. IPO. Prieiga per internetą: <https://ir.enea.pl/en/ir/investor-relations/shares-and-shareholders/IPO>
14. Lietuvos Energija. Nasdaq sveikina „Lietuvos energiją“ Baltijos rinkoje. Prieiga per internetą: <https://www.le.lt/index.php/naujienos/grupes-naujienos/nasdaq-sveikina-lietuvos-energija-baltijos-rinkoje/3854>

15. London Stock Exchange. Eesti Energia obligācijas. Prieiga per internetu: <http://www.londonstockexchange.com/exchange/searchengine/search.html?lang=en&x=0&y=0&q=eesti>
16. Luka Rijeka d.d. New Gateway to EU. Prieiga per internetu: http://www.lukarijeka.hr/Data/Files/204_2015070794251588/LKRI%20-%20Management%20Presentation%20-%20FINAL.pdf
17. Maltachamber. Malta International Airport rated third best airport in europe. Prieiga per internetu: <http://www.maltachamber.org.mt/en/malta-international-airport-rated-third-best-airport-in-europe>
18. Maritime Information Services Ltd. State-Owned Port of Tallinn to Launch IPO. Prieiga per internetu: <https://www.porttechnology.org/news/state-owned-port-of-tallinn-to-launch-ipo>
19. Morningstar, Inc. PKP Cargo SA financials. Prieiga per internetu: <http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=PKP>
20. Morningstar, Inc. Malta International Airport plc financials. Prieiga per internetu: <http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=MIA®ion=mlt&culture=en-US>
21. Morningstar, Inc. Transgaz SA financials. Prieiga per internetu: <http://financials.morningstar.com/income-statement/is.html?t=OJZK®ion=gb>
22. Morningstar, Inc. Transelectrica SA financials. Prieiga per internetu: <http://beta.morningstar.com/stocks/XBSE/TEL/quote.html>
23. Morningstar, Inc. Enea SA financials. Prieiga per internetu: <http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=ENEAY®ion=usa&culture=en-US>
24. Nasdaq Baltics. Baltijos šalių kotiruojamų įmonių finansinių duomenų suvestinė. Prieiga per internetu: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?lang=lt>
25. Nasdaq Baltics. Latvenergo obligācijas. Prieiga per internetu: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=LVO000801165&list=1&pg=details&tab=news>
26. Nasdaq Baltics. A.Saladžienė: kapitalo rinkai reikia naujų žaidėjų ir aktyvesnio valstybės įmonių vaidmens. Prieiga per internetu: <http://www.nasdaqbaltic.com/lt/birzu-informacija/nasdaq-omx-baltijos-rinka/nasdaq-omx-vilnius-9/ziniasklaida-apie-mus/>
27. Pealinn. Tallinna Sadam saaks IPO-ga seoses maksta riigile üle 150 miljoni euro. Prieiga per internetu: <http://www.pealinn.ee/tagid/koik/tallinna-sadam-saaks-ipo-ga-seoses-maksta-riigile-ule-150-miljoni-euro-n206169>
28. Port of Tallinn. Port of Tallinn is preparing for the IPO. Prieiga per internetu: <http://www.portoftallinn.com/news?art=916>
29. Rizzo Farrugia. Malta International Airport plc financials. Prieiga per internetu: <http://rizzofarrugia.com/security-quotes/equities/c1460e/>

30. Rizzo Farrugia. Malta International Airport plc compare securities. Prieiga per internetą: http://rizzofarrugia.com/home/compare-securities/?sel_val_1=C1460E&VarMonth=60
31. Thomson Reuters. Romania's Transgaz IPO 28 times subscribed. Prieiga per internetą: <https://uk.reuters.com/article/romania-transgaz-ipo/romanias-transgaz-ipo-28-times-subscribed-idUKL1144161120071211>
32. Thomson Reuters. Exclusive: Estonia's Eesti Energia plans wind unit listing early 2018. Prieiga per internetą: <https://www.reuters.com/article/us-eesti-ipo/exclusive-estonias-eesti-energia-plans-wind-unit-listing-early-2018-idUSKBN19C1EA>
33. Transelectrica SA. Transelectrica is celebrating five years since the first transacting day of the shares that the Company issued on the regulated market. Prieiga per internetą: http://www.transelectrica.ro/en/-/transelectrica-marcheaza-cinci-ani-de-la-prima-zi-de-tranzactionare-a-actiunilor-emise-de-companie-pe-piata-reglementata;jsessionid=F3BBFF78A0E9497CAB84EEB33A1A2D39?_101_INSTANCE_ju40JeYX795O_print=true&_101_INSTANCE_ju40JeYX795O_print=true
34. Vakarų ekspresas. Išorinis uostas kainuotų 800 mln. eurų. Prieiga per internetą: <http://www.ve.lt/naujienos/jura/isorinis-uostas-kainuotu-800-mln-euru-1594653/>
35. Verslo Žinios. VVĮ duoklė mokesčių mokėtojams: 140 mln. Eur už 2015 m. Prieiga per internetą: <http://www.vz.lt/vadyba/finansai-apskaita/2016/09/19/vvi-duokle-mokesciu-moketojams-140-mln-eur-uz-2015-m>
36. Verslo Žinios. VVĮ dividendai (pelno įmokos) už 2016 m. Prieiga per internetą: <https://infogram.com/vvi-dividendai-pelno-imokos-uz-2016-m-1g502y4nn1982jd>
37. Verslo Žinios. „Lietuvos energija“ obligacijų išplatino už 300 mln. Eur. Prieiga per internetą: <https://www.vz.lt/rinkos/akcijos-ir-obligacijos/2017/07/10/lietuvos-energija-obligaciju-isplatino-uz-300-mln-eur>

Praktinė medžiaga

38. ČEZ a.s. 2016 m. metinis pranešimas
39. Fortum Oyj 2016 m. metinis pranešimas
40. Ørsted A/S 2016 m. metinis pranešimas
41. Polska Grupa Energetyczna (PGE SA) 2016 m. metinis pranešimas
42. Enea S.A. 2016 m. metinis pranešimas
43. AS „Latvenergo“ 2016 m. ir 2015 m. metiniai pranešimai
44. Eesti Energia AS 2016 m. metinis pranešimas
45. Lietuvos energija, UAB 2016 m. metinis pranešimas
46. ELIA System Operator SA 2016 m. metinis pranešimas
47. Statnett SF 2016 m. metinis pranešimas
48. Fingrid Oyj 2016 m. metinis pranešimas

49. ČEPS, a.s. 2016 m. metinis pranešimas
50. C. N. Transelectrica S. A. 2016 m. ir 2015 m. metiniai pranešimai
51. Elering AS 2016 m. metinis pranešimas
52. AB „Litgrid“ 2016 m. metinis pranešimas
53. Energas SA 2016 m. metinis pranešimas
54. eustream, a.s. 2016 m. metinis pranešimas
55. RUBIS SCA 2016 m. metinis pranešimas
56. Net4Gas, s.r.o. 2016 m. metinis pranešimas
57. DESFA S.A. 2016 m. metinis pranešimas
58. Transgaz S.A. 2016 m. metinis pranešimas
59. AB „Amber Grid“ 2016 m. metinis pranešimas
60. Hamburger Hafen und Logistik AG 2016 m. metinis pranešimas
61. AS Tallinna Sadam 2016 m. metinis pranešimas
62. VĮ Klaipėdos valstybinio jūrų uosto direkcija 2016 m. metinis pranešimas
63. Luka Koper d.d. 2016 m. metinis pranešimas
64. Rigas Brivostas Parvalde 2016 m. ir 2015 m. metiniai pranešimai
65. Pireaus Port Authority SA 2016 m. metinis pranešimas
66. Thessaloniki Port Authority SA 2016 m. metinis pranešimas
67. Luka Rijeka d.d. 2016 m. metinis pranešimas
68. AENA SME, S.A. 2016 m. metinis pranešimas
69. Paris-CDG 2016 m. metinis pranešimas
70. Flughafen Frankfurt AG 2016 m. metinis pranešimas
71. Flughafen Wien AG 2016 m. metinis pranešimas
72. Københavns Lufthavn A/S 2016 m. metinis pranešimas
73. Finavia Oyj 2016 m. metinis pranešimas
74. SJSC RIGA International Airport 2016 m. metinis pranešimas
75. Malta International Airport plc 2016 m. metinis pranešimas
76. VĮ Lietuvos oro uostai 2016 m. metinis pranešimas
77. AS Tallinna Lennujaam 2016 m. metinis pranešimas

78. OBB Holding AG 2016 m. metinis pranešimas
79. ČD Group a.s. 2016 m. metinis pranešimas
80. NSB Group AS 2016 m. metinis pranešimas
81. OBB Personenverkehr AG 2016 m. metinis pranešimas
82. AB „Lietuvos geležinkeliai“ 2016 m. metinis pranešimas
83. PKP Cargo S.A. 2016 m. metinis pranešimas
84. VAS „Latvijas Dzelzceļš“ 2016 m. ir 2015 m. metiniai pranešimai
85. AS Eesti Raudtee 2016 m. metinis pranešimas
86. SIA „LDZ Cargo“ 2016 m. metinis pranešimas
87. Poste Italiane S.P.A. 2016 m. metinis pranešimas
88. Deutsche Post AG 2016 m. metinis pranešimas
89. Royal Mail Group Ltd 2016 m. metinis pranešimas
90. PostNord AS 2016 m. metinis pranešimas
91. bpost SA 2016 m. metinis pranešimas
92. Post AG 2016 m. metinis pranešimas
93. Poczta Polska S.A. 2016 m. metinis pranešimas
94. SJSC „Latvijas Pasts“ 2016 m. ir 2015 m. metiniai pranešimai
95. AB „Lietuvos paštas“ 2016 m. metinis pranešimas
96. Metsahilitus 2016 m. metinis pranešimas
97. Sveaskog AB 2016 m. metinis pranešimas
98. Latvijas valsts meži, AS 2016 m. ir 2015 m. metiniai pranešimai
99. RIIGIMETSA MAJANDAMISE KESKUS 2016 m. metinis pranešimas
100. Lesy České republiky, s. p. 2016 m. metinis pranešimas
101. Österreichischen Bundesforste AG 2016 m. metinis pranešimas

Priedas Nr. I

| Vyriausybės nustatyta siektina nuosavybės grąža (RoE %) 2016 ⁴⁰ | | | | | |
|--|-----------|----------|---|-----------|----------|
| VVĮ pavadinimas | Nustatyta | Pasiekta | VVĮ pavadinimas | Nustatyta | Pasiekta |
| UAB "EPSO-G" | 8,8 | 17,7 | UAB „Šilutės polderiai“ | 5,9 | 5 |
| AB "Autoūkis" | 7,8 | unk | UAB „Geoterma“ | 5,8 | 42 |
| VĮ Klaipėdos valstybinio uosto direkcija | 7,5 | 6 | UAB „Lietuvos energija“ | 5,7 | 7,2 |
| UAB "Universiteto vaistinė" | 7,4 | 2 | VĮ Lietuvos oro uostai | 5,7 | 2 |
| AB Lietuvos paštas | 7,3 | 1,4 | UAB „Respublikinė mokomoji sportinė bazė“ | 5,7 | 100 |
| AB „Jonavos grūdai“ | 7 | 11 | UAB Lietuvos parodų ir kongresų centras "LITEXPO" | 5,7 | 7 |
| AB „Mintis“ | 6,9 | unk | AB „Detonas“ | 5,6 | 9 |
| VĮ „Infostruktūra“ | 6,6 | -5 | AB „Problematika“ | 5,6 | 13 |
| VĮ Statybos produkcijos sertifikavimo centras | 6,6 | 7 | UAB „Projektų ekspertizė“ | 5,6 | 8 |
| AB „Informacinio verslo paslaugų įmonė“ | 6,6 | 16 | UAB „Valstybinė projektų ir sąmatų ekspertizė“ | 5,6 | 7 |
| AB „Vilniaus metrologijos centras“ | 6,6 | 9 | UAB „Aerogeodezijos institutas“ | 5,6 | -21 |
| AB "Giraitės ginkluotės gamykla" | 6,6 | 3 | AB „Lietuvos geležinkeliai“ | 5,5 | 0,4 |
| UAB poilsio namai „Baltija“ | 6,4 | -15 | VĮ Valstybinis miškotvarkos institutas | 5,5 | 9 |
| UAB „Toksika“ | 6,3 | -5 | UAB „Lietuvos monetų kalykla“ | 5,5 | -7 |
| VĮ „Mūsų amatai“ | 6,2 | -17 | VĮ „Visagino energija“ | 5,2 | 1 |
| AB „Smiltynės perkėla“ | 6 | 6 | UAB Dotnuvos eksperimentinis ūkis | 5,1 | 0 |
| AB „Klaipėdos nafta“ | 5,9 | 7 | UAB „Panevėžio veislininkystė“ | 4,6 | 21 |
| AB Lietuvos radijo ir televizijos centras | 5,9 | 0,8 | UAB Upytės eksperimentinis ūkis | 4,3 | 4 |
| UAB „Lietuvos kinas“ | 5,9 | 6 | | | |

| | | | | | |
|-----------------|-----|----|--------------------------------------|-----|----|
| AB „Amber Grid“ | 8,8 | 11 | „Lietuvos energijos gamyba“, AB | 5,7 | 11 |
| LITGRID AB | 8,8 | 7 | AB „Energijos skirstymo operatorius“ | 5,7 | 15 |

⁴⁰ Lietuvos Respublikos Vyriausybės 2016 m. gegužės 25 d. nutarimas Nr. 529 Dėl valstybės valdomų įmonių nuosavo kapitalo kainų 2016–2018 metams nustatymo

RoE duomenys iš: <http://www.vkc.sipa.lt/imones>;
<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=issuers&lang=lt>