

Heimir Haraldsson
Hjörleifur Pálsson
Skarphéðinn B. Steinarsson

Póstur og sími hf.
Verðmat samkvæmt núvirtu sjóðstreymi 1. janúar 1997

Reykjavík, 8. apríl 2000

Efnisyfirlit

SAMANTEKT	3
INNGANGUR	6
1. AÐDRAGANDI.....	6
2. AFMÖRKUN VERKEFNISINS.....	7
3. VINNA STARFSHÓPSINS.....	8
KRAFA UM NÚVIRÐISREIKNING	11
1. MAT Á EIGNUM PÓST- OG SÍMAMÁLASTOFNUNAR.....	11
2. ÁLIT SAMKEPPNISRÁÐS NR. 6/1999.....	12
3. VIÐBRÖGÐ MATSNEFNDARINNAR.....	15
4. SKÝRSLA STARFSHÓPS UM ÁLIT SAMKEPPNISRÁÐS.....	16
SKILGREINING Á VERÐMÆTI	17
1. AÐFERÐIR OG HUGTÖK.....	17
2. NÚVIRT SJÓÐSTREYMI, NÁNARI SKILGREINING OG AÐFERÐAFRÆÐI.....	21
REKSTRARÁÆTLUN PÓSTS OG SÍMA 1997 TIL 2006	25
1. REKSTRARUMHVERFI.....	25
2. ÁÆTLUNARGERÐ OG BÓKHALD PÓST- OG SÍMAMÁLASTOFNUNAR.....	27
3. ALMENNAR REKSTRARFORSENDUR.....	28
4. REKSTRARTEKJUR.....	28
5. REKSTRARKOSTNAÐUR.....	35
7. REIKNÆÐIR SKATTAR.....	38
8. AÐRAR FORSENDUR VIÐ ÁÆTLUNARGERÐINA.....	38
9. VERÐLAGSFORSENDUR.....	42
VERÐMAT	43
1. SJÓÐSTREYMI.....	43
2. HRAKVIRÐI.....	44
3. NÚVIRÐING SJÓÐSTREYMIS — ÁVÖXTUNARKRAFA.....	44
4. NIÐURSTÖÐUR ÚTREIKNINGA OG NÆMNIGREINING.....	46
5. V/H-HLUTFALL.....	48
6. HREINT VELTUFÉ.....	49
7. ÓARÐBERAR REKSTRAREININGAR OG EIGNIR SEM EKKI TENGJAST REKSTRI.....	49
8. VIÐSKIPTAVILD.....	50
9. NIÐURSTAÐA.....	50
VIÐAUKI. ÚTPRENTUN Á LÍKANI	52

SAMANTEKT

Í kjölfar álits samkeppnisráðs nr. 6/1999 um erindi Tals hf. um GSM-þjónustu Landssíma Íslands hf., skipaði samgönguráðherra starfshóp til að framkvæma nýtt mat á verðmæti Pósts og síma. Talið var að þær aðferðir sem notaðar voru við mat á eignum Póst- og símamálastofnunar í aðdraganda formbreytingar árið 1996 hefðu ekki verið fullnægjandi. Á hafi skort að fram færu útreikningar á núvirtu sjóðstreymi er byggðu á áætluðum rekstri Pósts og síma 5–10 ár fram í tímann sem bera mætti saman við niðurstöðu samkvæmt eignamatsaðferð.

Starfshópurinn hefur aflað upplýsinga hjá Pósti og síma, þ.e. hjá þeim er stýrðu formbreytingunni á sínum tíma, og auk þess notað erlendar upplýsingar. Fyrst og fremst hefur verið leitað til Noregs um gögn. Það hefur nokkuð háð starfshópnum að áætlunargerð stofnunarinnar var ekki ítarleg á þessum tíma og langtímaáætlanir ekki fyrirbyggjandi.

Núvirt sjóðstreymi árána 1997–2006 var metið og sett fram. Í forsendum þess mats var gert ráð fyrir að samkeppni myndi koma til, fyrst og fremst í millilandasímtölum og farsímaþjónustu. Um þróun símaviðskipta að öðru leyti var gert ráð fyrir að markaðurinn myndi stækka samfara aukinni samkeppni og lækkun verðs. Gert var ráð fyrir að pósthloti fyrirtækisins myndi verða rekinn með lítils háttar hagnaði, sem var nokkur breyting frá því sem hafði verið fram til þess tíma.

Við mat á ávöxtunarkröfu var litið til þeirra aðstæðna sem ríktu þá á innlendum fjármagnsmarkaði og þeirra forsendna sem voru notaðar við sams konar mat á símafyrirtækjum í öðrum löndum. Starfshópurinn taldi hæfilegt að miða við 14,2% ávöxtunarkröfu á eigið fé.

Miðað við þær forsendur og með þeim fyrirvörum sem hér hafa verið rakin fæst út að samkvæmt núvirðingu á áætluðu sjóðstreymi hafi heildarverðmæti eigna félagsins verið 20,4 milljarðar kr. í árslok 1996, markaðsverðmæti langtímaskulda 6,6 milljarðar kr. og virði eigin fjár 13,8 milljarðar kr. miðað við sjóðstreymi rekstrar. Þar að auki kemur til verðmæti viðbótareigna sem ekki tilheyra almennum rekstri að fjárhæð 1,3 milljarðar kr. Þannig að heildarverðmæti eigin fjár er alls 15,1 milljarður kr. Til samanburðar voru heildareignir samkvæmt stofnefnahagsreikningi 1. janúar

1997 metnar á 18,1 milljarð kr., langtímaskuldir voru 6,8 milljarðar kr. og eigið fé var 11,3 milljarðar kr. Við þennan samanburð eru skammtímaskuldir dregnar frá hreinum veltufjármunum til að fá sambærilega framsetningu fjárhæða.

Niðurstaðan er mjög næm fyrir breytingum á forsendum. Þannig breytist verðmæti eigin fjár um rúma 2,7 milljarða kr. ef forsendu um áætlaðan vöxt (g) eftir lok áætlunartímabilsins er breytt á skalanum frá 1,0 til 3,5%. Ef forsenda um ávöxtunarkröfu eigin fjár er hækkuð um 0,8%, úr 14,2% í 15%, lækkar markaðsverðmæti eigin fjár um 867 m.kr. Ef ávöxtunarkrafan er hins vegar lækkuð úr 14,2% í 13% eða um 1,2% hækkar markaðsverðmætið um 1.440 m.kr.

Ef áætlað sjóðstreymi er aukið um 5%, miðað við óbreytta ávöxtunarkröfu, hækkar markaðsverðmæti eigin fjár um 707 m.kr., ef það er lækkað um sama hlutfall lækkar verðmætið um 706 m.kr. Ef miðað er við 10% frávik í sjóðstreymi til hækkunar eða lækkunar er bilið milli hæsta og lægsta gildis 2.827 m.kr.

Eins og áður sagði gefur útreikningur samkvæmt núvirtu sjóðsteymi þá niðurstöðu að markaðsvirði eigin fjár hafi verið 15,1 milljarðar kr. miðað við þær forsendur sem gefnar hafa verið. Miðað við óvissuna í aðferðafræðinni er ekki óvarlegt að áætla að eðlileg fráviksmörk séu frá 13 til 17 milljarðar kr. og er þá miðað við +/- 1% frávik í ávöxtunarkröfu eigin fjár og +/- 5% frávik í áætluðu sjóðsteymi.

Núvirt sjóðstreymi er fræðilega séð góð aðferð til að meta verðmæti fyrirtækja að því gefnu að hægt sé að áætla sjóðstreymi af ásættanlegri nákvæmni. Ef óvissa er mikil kann aðferðin hins vegar að vera miður heppileg til að ákvarða verðmæti í stofnefnahagsreikningi.

Svo virðist sem verðmat á eignum félagsins í stofnefnahagsreikningi hafi verið í lægri kantinum en nokkur vafi leiki á hvort það var utan ásættanlegra skekkjumarka. Er þá meðal annars horft til þess fráviks sem fékkst við sambærilegan samanburð á stofnefnahagsreikningi og verðmati samkvæmt núvirtu sjóðstreymi þegar norska ríkissímafyrirtækinu var breytt í hlutafélag. Að öllum gögnum virtum og miðað við eðlilega varfærni er það mat starfshópsins að virði félagsins hafi verið 15,1 milljarðar kr. hinn 1. janúar 1997. Telur starfshópurinn að matsverðið sé það mikið yfir hreinu verðmæti samkvæmt stofnefnahagsreikningi Pósts og síma hf. að nauðsynlegt sé að gera breytingar á reikningum félagsins.

Til samanburðar má geta þess að samkvæmt stofnefnahagsreikningi Pósts og síma hf. var eigið fé fyrirtækisins 11.300 m.kr. Auk þess kemur fram í álitum samkeppnisráðs nr. 6/1999 að fastafjármunir fyrirtækisins hafi verið vanmetnir og að viðskiptavild hafi ekki verið metin og feli það í sér vanmat á stofnefnahagsreikningi fyrirtækisins um a.m.k. 10.000 m.kr. eða sem jafngildir hreinni eign að fjárhæð a.m.k. 21.300 m.kr.

Það er álit starfshópsins að allar breytingar sem gerðar verði skuli færðar í reikningum Landssíma Íslands hf. Ástæða þess er að forsendur þær sem starfshópurinn ákvað til grundvallar útreikningum á verðmatinu miðuðust við að jákvæð afkoma væri af póstrekskrinum sem leiðir til þess að óverulegur munur er á milli mats starfshópsins og þess mats sem lagt var á Íslandspóst hf. við stofnun hans í ársbyrjun 1998. Matsbreytingin telst því öll tilheyra símarekskrinum.

INNGANGUR

1. Aðdragandi

Með bréfi samgönguráðuneytisins dags. 1. nóvember 1999 var skipaður starfshópur sem ætlað var að framkvæma nýtt mat á verðmæti þeirra eigna sem Póstur og sími hf. yfirtók í ársbyrjun 1997. Í hópinn voru skipaðir Heimir Haraldsson endurskoðandi, formaður, Hjörleifur Pálsson endurskoðandi og Skarphéðinn B. Steinarsson viðskiptafræðingur. Baldur Guðlaugsson hrl. var tilnefndur lögfræðilegur ráðgjafi starfshópsins. Jón S. Helgason endurskoðandi annaðist útreikninga og starfaði með hópnum.

Forsögu skipunar starfshópsins má rekja til þess að 9. júní 1999 sendi samkeppnisráð frá sér álit nr. 6/1999 um erindi Tals hf. um GSM-þjónustu Landssíma Íslands hf. Í álitu ráðsins kom m.a. fram sú skoðun að stofnefnahagsreikningur Pósts og síma hf. hafi falið í sér ríkisstuðning. Taldi ráðið að fastafjármunir fyrirtækisins hefðu verið vanmetnir og viðskiptavild ekki metin og þar af leiðandi ekki eignfærð. Á meðal þeirra tilmæla sem samkeppnisráð beindi til samgönguráðherra var að svo skjótt sem auðið yrði færi fram endurmat á fastafjármunum og skuldbindingum Pósts og síma hf. og eftir atvikum Landssíma Íslands hf. og enn fremur að viðskiptavild fyrirtækisins yrði metin í því skyni að jafna samkeppnisstöðu á fjarskiptamarkaði.

Stofnefnahagsreikningur Pósts og síma hf. var byggður á tillögu sérstakrar matsnefndar sem skipuð var við undirbúning stofnunar hlutafélags um rekstur Póst- og símamálastofnunar. Matsnefndina skipaði samgönguráðherra um mitt ár 1996 á grundvelli ákvæða laga nr. 103/1996 um stofnun hlutafélags um rekstur Póst- og símamálastofnunar. Í matsnefndinni áttu sæti Guðjón Eyjólfsson endurskoðandi, Hreinn Loftsson hrl. og Skarphéðinn B. Steinarsson viðskiptafræðingur. Við mat sitt byggði nefndin á svokallaðri eignamatsaðferð.

Með bréfi dags. 23. júlí 1999 skipaði samgönguráðherra starfshóp til að fjalla um niðurstöður álits samkeppnisráðs nr. 6/1999. Í starfshópnum voru Baldur Guðlaugsson hrl. formaður, Árni Kolbeinsson ráðuneytisstjóri og Sigurður Þórðarson ríkisendurskoðandi. Í skýrslu starfshópsins dags. 6. október 1999 var tekið undir það álit samkeppnisráðs að þær aðferðir sem notaðar voru við mat á Póst- og

símamálastofnun hefðu ekki verið fullnægjandi með tilliti til þeirra krafna sem leiðir af EES-samningnum. Á hafi skort að fram færu útreikningar á núvirtu sjóðstreymi er byggðu á áætluðum tekjum og gjöldum Pósts og síma 5–10 ár fram í tímann sem bera mætti saman við niðurstöðu samkvæmt eignamatsaðferð. Starfshópurinn lagði því til að fram færi nýtt mat óháðra aðila á þeim eignum Póst- og símamálastofnunar, skuldbindingum og viðskiptavild sem Póstur og sími hf. yfirtók hinn 1. janúar 1997 sem, auk matsins sem matsnefndin lagði fram, byggði á núvirtu sjóðstreymi miðað við þær forsendur, áætlanir og upplýsingar í rekstri fyrirtækisins sem lágu fyrir í árslok 1996. Yrði niðurstaða slíks mats sú að fyrra mat hafi verið of lágt, skyldu gerðar leiðréttingar á efnahagsreikningi Landssíma Íslands hf., og eftir atvikum Íslandspósts hf., sem því nemur. Starfshópurinn taldi að fyrir en niðurstöður núvirts sjóðstreymis lægju fyrir væri ekki hægt að fullyrða að Póstur og sími hf. hafi notið ríkisaðstoðar þegar Póst- og símamálastofnun var gerð að hlutafélagi. Er þetta nánar rökstutt í álitu starfshópsins.

2. Afmörkun verkefnisins

Niðurstaða matsnefndar sem skipuð var skv. 5. gr. laga nr. 103/1996 til að meta eignir Póst- og símamálastofnunar byggist á svokallaðri eignamatsaðferð. Matsnefndin lagði til ákveðnar breytingar á reikningsskilum stofnunarinnar þegar breytingin yfir í hlutafélag var gerð. Í skýrslu nefndarinnar er auk uppsetts stofnefnahagsreiknings að finna áætlaðan rekstrarreikning fyrsta starfsárs hlutafélagsins (þ.e. 1997) auk forsendna sem matsnefndin hafði um framtíðarrekstur hlutafélagsins.

Verkefni starfshópsins er eftirfarandi:

1. Að safna upplýsingum um þá framtíðarsýn sem póst- og fjarskiptarekstur stóð frammi fyrir í árslok 1996. Að leita til þáverandi stjórnenda Póst- og símamálastofnunar um upplýsingar auk þess að afla upplýsinga frá stjórnendum og sérfræðingum á þessu sviði erlendis. Að ákvarða rekstrarforsendur fyrir útreikning á núvirtu sjóðstreymi og reikna út verðmæti fyrirtækisins miðað við þá aðferð.
2. Að bera saman niðurstöðu núvirts sjóðstreymis og stofnefnahagsreiknings. Að leggja mat á frávik út frá næmnigreiningu á forsendum. Að meta hvort frávik milli

niðurstöðunnar og stofnefnahagsreikningsins teljist verulegt eða innan ásættanlegra marka.

3. Að leggja mat á hvort leiðrétt þurfi efnahagsreikning Landssíma Íslands hf., og eftir atvikum Íslandspóst hf., ef samanburður leiðir í ljós að frávik er verulegt.

Starfshópurinn afmarkaði verkefni sitt með þeim hætti sem að ofan greinir.

3. Vinna starfshópsins

Við gagnasöfnun leitaði starfshópurinn til fyrrum starfsmanna Póst- og símamálastofnunar, þeirra Ólafs Tómassonar, fyrrverandi póst- og símamálastjóra, Guðmundar Björnssonar, fyrrverandi aðstoðarpóst- og símamálastjóra, og Kristjáns Indriðasonar, framkvæmdastjóra hjá Landssíma Íslands hf. og áður starfsmanns Póst- og símamálastofnunar. Auk þeirra kallaði starfshópurinn á fund sinn þá Svein Arason og Sveinbjörn Óskarsson hjá Ríkisendurskoðun og Guðjón Eyjólfsson, formann matsnefndarinnar frá 1996. Var fyrst og fremst leitað eftir upplýsingum og skoðunum þeirra á eftirtöldum atriðum:

- a) Staða Póst- og símamálastofnunar í árslok 1996 og framtíðarsýn.
 - Lágu fyrir upplýsingar sem gáfu vísbendingu um framtíðarsýn stofnunarinnar á þessum tíma?
 - Hvernig var bókhaldi stofnunarinnar hagað og hvernig voru upplýsingar um rekstur lagðar fram til stjórnenda stofnunarinnar?
 - Hvernig var kostnaðarbókhaldi stofnunarinnar hagað?
 - Voru gerðar rekstrar- og fjárhagsáætlanir?
 - Voru gerðar fjárfestingaráætlanir?
 - Hverjir önnuðust áætlunargerð?
- b) Stofnefnahagsreikningur Pósts og síma hf.
 - Mat á stofnefnahagsreikningi.
 - Afstaða til álits samkeppnisráðs um vanmat á verðmæti eigna fyrirtækisins.
 - Misræmi á mati matsnefndar og mati starfsmanna á árinu 1996.
 - Voru einhverjar eignir eða rekstrareiningar óarðbærar?

- Hvert var aðallega horft til samanburðar í rekstri, til hvaða landa eða fyrirtækja?

c) Gagnasöfnun.

- Ábendingar um gögn eða upplýsingar til notkunar við mat á rekstri og framtíðaráætlunum Póst- og símamálastofnunar í árslok 1996.

Þá leitaði nefndin til Noregs eftir upplýsingum og fóru tveir nefndarmanna til Oslóar og funduðu með Olve Gravråk hjá Arthur Andersen & Co., en hann hefur verið endurskoðandi Telenor mörg undanfarin ár auk þess sem hann kom að gerð stofnefnahagsreiknings fyrirtækisins og dótturfélaga þess á árunum 1992–1994. Einnig var fundað með þeim Ove Jakobsen og John Kontrop frá Telenor og Tom Skodvin og Jörn Ringlund, embættismönnum í samgönguráðuneytinu í Osló. Frá öllum þessum viðmælendum hefur nefndin fengið bæði skriflegar og munnlegar upplýsingar sem hafa gert henni kleift að átta sig betur á því rekstrarumhverfi sem var síðari hluta árs 1996 í síma- og póstrekkstri í Evrópu þannig að gera megi sem trúverðugasta spá um framtíðarsjóðstreymi Pósts og síma hf. eins og ætla hefði mátt að það hefði litið út á þeim tíma.

Ljóst er að verðmæti símafyrirtækja í heiminum hefur hækkað umtalsvert á þeim árum sem liðin eru frá því að rekstri Póst- og símamálastofnunar var breytt í hlutafélag. Starfshópurinn hefur lagt mat á einstaka þætti í rekstri fyrirtækisins á þeim tíma sem um er að ræða og spáð fyrir um „framtíðina“ eftir því sem tók hafa verið á. Vera kann að þeim sem kynna sér niðurstöðurnar finnist ýmislegt sem þar kemur fram stangast á við upplýsingar sem nú eru þekktar en þá þarf að hafa í huga að starfshópnum ber að afmarka áætlunargerðina við þær forsendur sem almennt var gengið út frá á árinu 1996. Þótt skammt sé liðið frá þeim tíma hafa tækniframfarir, þróun í eftirspurn og verðlagning orðið aðrar en þær sem almennt var álitid að yrðu þegar horft var til framtíðar í árslok 1996.

Starfshópnum var falið að miða mat sitt við það rekstrarumhverfi sem Póstur og sími stóð frammi fyrir í lok árs 1996. Hópurinn hefur leitast við að gera það eftir fremsta megni. Hins vegar hefur hann ákveðið í einstaka tilfellum að líta til gagna sem ekki lágu fyrir árslok 1996 og hefur þá verið talið að slík ónákvæmni væri réttlætunleg. Á þetta fyrst og fremst um rekstraráætlun félagsins fyrir árið 1997 sem fullgerð var í

mars 1997 og þá lögð fram í stjórn Pósts og síma hf. Starfshópurinn telur að þessi áætlun um rekstur ársins 1997 hefði getað legið fyrir í lok árs 1996. Þetta var staðfest í samtölum við forsvarsmenn Póst- og símamálastofnunar. Ástæða þess að starfshópurinn hefur kosið að gera þetta með þessum hætti er að umrædd rekstraráætlun er áreiðanlegasta heimildin sem liggur fyrir um rekstrarforsendur á þessum tíma. Þá má geta þess að hefði matsnefndin metið fyrirtækið á grundvelli núvirts sjóðstreymis má gera ráð fyrir að langtímarekstraráætlun hefði verið gerð á grundvelli sambærilegra upplýsinga. Áætlunargerð fyrirtækisins var ekki ítarleg á þessum tíma og rekstraráætlanir til lengri tíma lágu ekki fyrir. Að sögn þáverandi stjórnenda Póst- og símamálastofnunar var ástæða þess að áætlun fyrir árið 1997 var ekki lögð fram fyrir en að nokkuð var liðið á það ár sú að stjórnendur stofnunarinnar og þeir starfsmenn sem annars unnu að áætlunargerð voru uppteknir í verkefnum er sneru að formbreytingu Póst- og símamálastofnunarinnar.

Þó að starfshópurinn hafi getað leitað til innlendra og erlendra sérfræðinga og ritaðra heimilda um forsendur útreikninga sína eru fjölmargar forsendur eingöngu byggðar á huglægu mati. Minni manna er hverfult og auðvelt er að falla í þá gryfju að taka tillit til þess sem síðar kom í ljós þegar rifja á upp framtíðarsýn í póst- og símarekstri í árslok 1996. Sumar forsendur má þannig rökstyðja með „vísindalegum“ rökum, aðrar byggja á huglægu mati.

KRAFA UM NÚVIRÐISREIKNING

1. Mat á eignum Póst- og símamálastofnunar

Í lok júní 1996 skipaði samgönguráðherra sérstaka matsnefnd á grundvelli 5. gr. laga nr. 103/1996 um stofnun hlutafélags um rekstur Póst- og símamálastofnunar. Samkvæmt skipunarbréfi nefndarinnar skyldi hún „endurmeta eignir stofnunarinnar, skuldbindingar og viðskiptavild, svo og að leggja mat á aðra eigna- og skuldaliði efnahagsreiknings stofnunarinnar“. Í skýrslu nefndarinnar dags. 1. október 1996 er gerð grein fyrir niðurstöðum hennar.

Í skýrslunni kemur fram sá skilningur að verkefni hennar takmarkist við mat á eignum, skuldbindingum og viðskiptavild og að undirstaða matsins skyldi vera efnahagsreikningur Póst- og símamálastofnunar í árslok 1995. Nefndin tók fram að ekki væri kveðið á um að hún legði til grundvallar mati sínu útreikninga á núvirtu sjóðstreymi, sem sé „algeng aðferð við verðmat fyrirtækja, einkum við sölu þeirra“.

Niðurstaða matsnefndarinnar byggist eingöngu á eignavirði og mati á skuldbindingum. Í skýrslu nefndarinnar segir:

Niðurstöður nefndarinnar taka mið af endurskoðuðum efnahagsreikningi Póst- og símamálastofnunar 1995 ásamt þeim upplýsingum, sem fyrir liggja um áhrif verðlags og rekstrar ársins 1996 á efnahagsreikningi hinn 31. desember 1995. Nýjustu fyrirliggjandi upplýsingar um þessi áhrif er að finna í árshlutareikningi Póst- og símamálastofnunar hinn 30. júní 1996. Þetta er í samræmi við þau lagaákvæði, sem nefndin starfar eftir. Ákveðnar lagfæringar verður þó að gera á reikningum þannig að reikningshald fyrirtækisins verði í samræmi við hefðbundna reikningsskilavenju hlutafélaga.

Nefndin rekur síðan þær breytingar sem hún telur rétt að gera. Felast þær m.a. í hækkun á verðmæti tiltekinna eignaflokka, afskrift viðskiptakrafna og skuldfærslu orlofs og lífeyrisskuldbindinga.

Um þá skyldu að meta viðskiptavild fyrirtækisins segir í skýrslu matsnefndar:

Nefndin hefur í mati sínu miðað við áframhaldandi rekstur með svipuðum árangri, en í því felst að tekið hefur verið tillit til viðskiptavildar fyrirtækisins.

Í skýrslu nefndarinnar er sýndur sundurliðaður stofnefnahagsreikningur og áætlaður fyrsti ársreikningur hlutafélagsins.

Endanlegur frágangur stofnefnahagsreiknings Pósts og síma hf. var í höndum Ríkisendurskoðunar. Var hann áritaður 8. apríl 1997, þegar endanlegt uppgjör Póst- og símamálastofnunarinnar fyrir árið 1996 lá fyrir og tekin hafði verið ákvörðun um fyrirkomulag við uppgjör á lífeyrisskuldbindingu gagnvart Lífeyrissjóði starfsmanna ríkisins.

Samkvæmt stofnefnahagsreikningi 1. janúar 1997 námu eignir alls 20,2 milljörðum kr. Skuldir námu 8,9 milljörðum kr. og eigið fé var 11,3 milljarðar kr.

2. Álit samkeppnisráðs nr. 6/1999

Um mitt ár 1998 hóf samkeppnisráð rannsókn á ýmsum þáttum er vörðuðu GSM-þjónustu Landssíma Íslands hf. Leiddi rannsóknin til álits ráðsins sem það sendi frá sér í byrjun júní 1999. Um áhersluatriði í áliti ráðsins segir m.a. neðst á bls. 27:

Umfjöllun samkeppnisráðs mun fyrst og fremst snúast um hvort Póstur og sími hf. hafi við breytinguna úr ríkisstofnun í hlutafélag notið ríkisstuðnings sem kunnir að vera andstæður tilgangi og markmiði samkeppnislaga og ákvæðum EES-samningsins. Fjallað verður um hvort gætt hafi verið allra ákvæða í lögum um stofnun hlutafélags um rekstur Póst- og símamálastofnunar þegar Póstur og sími hf. var stofnaður. Þá mun samkeppnisráð varpa ljósi á það hvort framkvæmd formbreytingarinnar hafi haft í för með sér röskun á samkeppnisstöðu fyrirtækja á fjarskiptamarkaði hér á landi.

Samkeppnisráð kemst að þeirri niðurstöðu að nauðsynlegt hafi reynst að leggja mat á stofnefnahagsreikninginn á grundvelli núvirts sjóðstreymis. Í áliti ráðsins segir m.a. í kafla 7.3:

... Rétt er að útreikningar á núvirtu tekjuflæði er algeng aðferð við að verðmeta fyrirtæki. Þegar um fyrirtæki í fullum rekstri er að ræða er reyndar ómögulegt að gera sér grein fyrir raunverulegu verðmæti fyrirtækisins án þess að gera útreikninga af þessu tagi, eins og [mats]nefndin bendir reyndar á. Samkeppnisráð telur að þótt ekki hafi staðið til að selja fyrirtækið í nánustu framtíð, þegar nefndin tók til starfa, hafi engu að síður verið full ástæða til að framkvæma útreikninga á núvirtu tekjuflæði, fyrst og fremst til þess að tryggja að hlutafélagið fengi ekki afhent verðmæti endurgjaldslaust sem felast í viðskiptavild fyrirtækisins sem byggð hefur verið upp á grundvelli áratuga einkaréttar. Þá bendir matsnefndin einnig á að við gerð stofnefnahagsreiknings Telenor í Noregi hafi verið framkvæmdir útreikningar á núvirtu tekjuflæði, jafnvel þótt ekki hafi staðið til að selja fyrirtækið.

Jafnframt telur samkeppnisráð, að þótt matsnefndinni hafi verið skammtaður naumur tími til verkefnis síns, hafi engan veginn verið útilokað að framkvæma útreikninga á núvirtu tekjuflæði á þeim tíma sem nefndin hafði til stefnu, hvort sem nefndin hefði framkvæmt slíka útreikninga sjálf eða með aðstoð sérfræðinga.

Eins og nánar verður fjallað um síðar telur samkeppnisráð að með því að framkvæma ekki útreikninga á núvirtu tekjuflæði fyrir Póst- og símamálastofnun hafi engin viðskiptavild verið metin inn í stofnreikninga hlutafélagsins Pósts og síma. Sú staðreynd fer þvert gegn skýrum ákvæðum 1. og 5. gr. laga nr. 103/1996 auk þess sem fyrirtækið hafi því fengið þau verðmæti sem í viðskiptavild eru fólgin afhend endurgjaldslaust eða án skuldbindinga. Slíkt skekkir verulega samkeppnisstöðu fyrirtækja á markaðnum enda áttu alls ekki sömu forsendur við um Póst og síma annars vegar og önnur fjarskiptafyrirtæki hins vegar af þeirri einföldu ástæðu að Póstur og sími hafði verið starfandi um áratuga skeið og notið einkaréttar allan þann tíma.

Í upphafi kafla 7.4 í álitum samkeppnisráðs kemur eftirfarandi fram:

... Með hliðsjón af afkomu og sjóðsflæði fyrirtækisins á árunum 1995 og 1996, en upplýsingar um þau ár lágu að mestu leyti fyrir þegar nefndin skilaði álitinu sínu, má ætla að verðmæti fyrirtækisins hafi verið hærra en það sem stofnefnahagsreikningur þess sagði til um 1. janúar 1997.

Í meginniðurstöðu samkeppnisráðs í kafla 7.6 kemur m.a. fram eftirfarandi:

Samkeppnisráð telur sýnt fram á í málinu að eignir Póst- og símamálastofnunar, sem Póstur og sími yfirtók, hafi verið verulega vanmetnar í stofnefnahagsreikningi. Í slíku vanmati eigna felst ríkisaðstoð sem raskar samkeppni á markaði og brýtur gegn markmiðum og tilgangi samkeppnislaga og að sínu leyti þeirra sérstöku laga sem sett voru um stofnun hlutafélags um rekstur Póst- og símamálastofnunar og ákvæðum fjarskiptalaga.

Af gögnum málsins verður ekki séð að nein tilraun hafi verið gerð til að meta viðskiptavild Póst- og símamálastofnunar og eignfæra hana í stofnefnahagsreikningi Pósts og síma, þrátt fyrir að stofnunin hafi notið einkaréttar á fjarskiptaþjónustu um áratuga skeið og þrátt fyrir skýrar vísbendingar um að í rekstri Póst- og símamálastofnunar hafi verið fólgin veruleg viðskiptavild. Með þessu var Pósti og síma veitt forskot á keppnauta sína á fjarskiptamarkaði. Með því að viðskiptavild þessi var að engu metin í reikningum fyrirtækisins var ekki farið að ákvæðum laga um stofnun hlutafélags um rekstur Póst- og símamálastofnunar.

Með hliðsjón af öllu framansögðu er það mat samkeppnisráðs að stofnefnahagur Pósts og síma feli í sér ríkisstuðning sem að mati samkeppnisráðs nemur a.m.k. 10 milljörðum króna. Er þá haft í huga að fastafjármunir fyrirtækisins voru vanmetnir og viðskiptavild Póst- og símamálastofnunar var ekki metin, og þar af leiðandi ekki eignfærð.

3. Viðbrögð matsnefndarinnar

Matsnefndin sendi samgönguráðherra minnisblað dags. 20. júlí 1999 með athugasemdum sínum um álit samkeppnisráðs. Þar gerir nefndin grein fyrir ástæðum þess að ekki var unnið núvirt sjóðstreymi til að meta eignir Pósts og síma. Ber nefndin því við að ekki hafi unnist tími til þess verks. Í skýrslunni segir:

Augljóst er af þessari staðhæfingu samkeppnisráðs að það vanmetur þá vinnu sem felst í útreikningum núvirts tekjuflæðis fyrirtækis. Slíkt er meira en töflureiknisæfingar. Um er að ræða umfangsmikið verkefni þar sem leggja þarf ítarlegar forsendur um alla þætti í rekstri viðkomandi fyrirtækis á þeim árum sem tekjuflæðið nær til. Þannig hefur verðmat þeirra fyrirtækja ríkisins sem seld hafa verið á undanförunum árum jafnan tekið tvo til þrjá mánuði. Þegar ákveðið var að selja hlutabréf ríkisins í Fjárfestingarbanka atvinnulífsins hf. var erlent fyrirtæki fengið til að annast verðmat bankans. Það liðu um þrjú mánuðir frá því vinna við verðmatið hófst og þar til niðurstaða lá fyrir. Við verðmat bankans voru þó allar forsendur eins skýrar og ítarlegar af hálfu bankans og hugsast gat að mati þeirra erlendu sérfræðinga sem önnuðust matið. Slíku var ekki til að dreifa í tilviki Póst- og símamálastofnunar.

Matsnefndin hafði þrjú mánuði alls til að ljúka störfum sínum. Þrátt fyrir þennan stutta tíma tókst nefndinni að ljúka störfum með ítarlegri hætti en fram til þessa hefur þekkst hér á landi í verkefni sem þessu.

Síðar segir í minnisblaði nefndarinnar:

Þegar verðmæti fyrirtækis er metið út frá væntu sjóðsflæði í framtíðinni verður að skoða sjóðsflæði nokkurra ára aftur í tímann og framtíðaráætlanir næstu ára og langtímaspár til að fá sem nákvæmastar forsendur fyrir slíku mati. Nefndin mat virði fyrirtækisins út frá tveggja ára afkomu eins og fram kemur í skýrslu nefndarinnar.

Stofnefnahagsreikningur tekur mið af verðmæti einstakra eigna eða eignaeilda sem lagðar eru til rekstrarins. Það er síðan markaðarins að

meta verðmæti viðskiptavildarinnar í gengi hlutabréfa á markaði. Í reikningsskilum er viðskiptavild eignfærð hafi hún verið keypt í almennum viðskiptum. Viðskiptavild er ekki meira virði en það sem einhver vill greiða fyrir hana. Eigandi eignar kann að hafa annað mat á sinni eign en óskyldur fjárfestir. Stofnandi hlutafélags sem leggur því til rekstur sinn og eignir fær hlutabréf sem endurgjald fyrir. Verðmæti þeirra byggir á verðmæti þeirra áþreifanlegu eigna sem í félaginu eru, auk þess gengisauka umfram bókfært innra virði sem væntanlegir fjárfestar eru tilbúnir að kaupa hlutabréfin á. Þannig fær stofnandinn andvirði viðskiptavildar í hendur, þ.e.a.s. í söluverði hlutabréfanna þegar hann selur.

4. Skýrsla starfshóps um álit samkeppnisráðs

Til að fjalla um álit samkeppnisráðs og gera tillögur um hvernig bregðast skuli við, skipaði samgönguráðherra sérstakan starfshóp. Skilaði hópurinn skýrslu til ráðherra 6. október 1999. Starfshópurinn gerði þá tillögu til ráðherra að fram fari nýtt mat óháðra aðila á eignum Póst- og símamálastofnunar, skuldbindingum og viðskiptavild sem Póstur og sími hf. yfirtók hinn 1. janúar 1997, sem auk matsins sem matsnefndin framkvæmdi, byggi á útreikningum á núvirtu tekjuflæði miðað við þær forsendur, áætlanir og upplýsingar í rekstri fyrirtækisins sem fyrir lágu í árslok 1996. Yrði niðurstaða slíks mats sú að fyrra mat hafi verið of lágt, skyldu gerðar leiðréttingar á efnahagsreikningi Landssíma Íslands hf., og eftir atvikum Íslandspósts hf., sem því nemur.

Um það mat sem matsnefndin framkvæmdi segir í skýrslu starfshópsins:

Starfshópurinn telur að mat það sem fram fór á Póst- og símamálastofnun vegna yfirtöku Pósts og síma hf. á rekstrinum hafi byggt á matsaðferðum sem ekki verði taldar fullnægjandi samkvæmt þeim kröfum sem leiðir af EES-samningnum. Á hafi skort að núvirðisáðferð væri notuð til samprófunar við eignamatsaðferð þá sem viðhöfð var. Af þessu verði hins vegar ekki sjálfkrafa dregin sú ályktun að um vanmat eigna Póst- og símamálastofnunar hafi verið að ræða. Úr því verði einungis leyst að undangengnu nýju mati.

SKILGREINING Á VERÐMÆTI

Til eru fjölmargar aðferðir til að meta verðmæti eigna. Þessar aðferðir byggja á ólíkum forsendum og eru þar af leiðandi mismunandi viðeigandi eftir því hvers konar eignir er verið að meta og í hvaða tilgangi. Óvissa, eða skekkjumörk, er oft meiri í þeim aðferðum sem eru fræðilega réttari þar sem þær byggja á áætlunum um framtíðina sem aðeins er hægt að rökstyðja en ekki sannreyna. Til að leggja rökstutt mat á virði eigna, ekki síst starfandi fyrirtækja, er því algengt að nota fleiri en eina matsaðferð og nálgast niðurstöðu út frá mismunandi sjónarhornum. Þannig eru mismunandi aðferðir notaðar til að veða upp á móti þeirri óvissu sem fólgin er í þeim forsendum sem byggt er á. Við mat á virði fyrirtækis í rekstri er mikilvægt að hafa í huga að fyrst og síðast er um rökstutt mat á framtíðarhorfum þess að ræða en ekki óumdeilanlegan útreikning. Virði fyrirtækis getur þannig hæglega verið mismunandi eftir því hvaða fjárfestir á í hlut og fer mat hans t.d. eftir afstöðu hans til þátta eins og áhættu og hvernig framtíð hann álítur fyrirtækið eiga.

1. Aðferðir og hugtök

Gagnlegt er að lýsa stuttlega helstu aðferðum og hugtökum við mat á virði. Fer það hér á eftir.

- a) **Hagrænt verð** eignar er reiknað út frá sjóðstreymi, eftir skatta, sem eign gefur eiganda sínum. Virði eignarinnar jafngildir því sjóðstreymi sem eignin gefur af sér í framtíðinni að meðtöldu væntanlegu endursöluverði í lok áætlunartímans, eða hrakvirði. Til að reikna hagrænt virði eignar þarf fjárfestir ekki aðeins að taka tillit til sjóðstreymis í framtíðinni heldur einnig að meta áhættu og gera viðeigandi arðsemiskröfu. Ávöxtun fjármuna leiðir til þess að það skiptir máli hvenær greiðslur falla til. Svokölluð ávöxtunarkrafa er notuð til þess að gera greiðslur jafngildar í tíma og til að taka afstöðu til álags vegna áhættu samfara fjárfestingunni.

Helsti galli þessarar aðferðar er að jafnan er erfitt að áætla sjóðstreymi í framtíðinni og óvissa er meiri eftir því sem frá líður.

Tímasetningar greiðslna og hrakvirði geta verið með mismunandi hætti og hafa áhrif á mat fjárfestingarkosta með ávöxtunarkröfunni.

Dæmi: Fjárfestir sem gerir 10% arðsemiskröfu getur valið um að kaupa tvær eignir, A og B.

	<u>Eign A</u>	<u>Eign B</u>
Árleg arðgreiðsla eignar	1 m.kr.	2 m.kr.
Tímabil	10 ár	6 ár
Söluverð eignar í lok tímabils	2 m.kr.	0 m.kr.
Samanlagður greiðslustraumur	12 m.kr.	12 m.kr.

Ef sjóðstreymi eignanna er fært til jafngildis í tíma miðað við ávöxtunarkröfuna leiðir það til að fjárfestirinn er reiðubúinn að greiða 6,9 m.kr. fyrir eign A en 8,7 m.kr. fyrir eign B að því gefnu að hann meti áhættuna þá sömu í báðum tilfellum. Mismunurinn skýrist af því að greiðslurnar frá eign B falla til fyrr en greiðslur af eign A. Króna í hendi í dag er meira virði en króna í hendi á næsta ári því að hægt er að fjárfesta fyrir þá sem er í hendi og fá vexti af henni. Geri fjárfestirinn í dæminu að ofan hins vegar 20% ávöxtunarkröfu myndi mat hans á eignunum lækka í 4,5 m.kr. fyrir eign A og 6,6 m.kr. fyrir eign B.

- b) **Markaðsverð** eignar er það virði sem greitt er fyrir hana í raunverulegum viðskiptum á skipulögðum markaði eða í öðrum frjálsum viðskiptum milli aðila. Dæmi um það er verð hlutabréfa fyrirtækis í kauphöll. Markaðsvirði verður í raun til þegar kaupandi og seljandi komast að sömu niðurstöðu um hagrænt virði og ná saman um að eiga viðskipti. Markaðsverð er ekki endanleg stærð frekar en hagrænt virði. Markaðsvirði sveiflast frá degi til dags eftir væntingum og jafnvel duttlungum þeirra sem eiga viðskipti í það og það skiptið. Markaðsvirði eigna er einungis hægt að áætla á ákveðnu bili en endanleg staðfesting fæst ekki fyrr en við raunverulega sölu.
- c) **Bókfært verð** er skráð verðmæti eignar í efnahagsreikningi eftir viðurkenndum reikningsskilaaðferðum. Um er að ræða sögulegt kostnaðarverð, þ.e. það verð sem greitt var fyrir eignina þegar hún var keypt, að teknu tilliti til afskrifta. Með reiknuðum afskriftum er eignin færð til gjalda í rekstrarreikningi á þeim tíma sem áætlað er að hún gefi af sér tekjur. Líklegt er að í mörgum tilfellum samsvari upphaflegt bókfært verð eignar hagrænu virði hennar. Þegar frá líður leiða tæknibreytingar og breytingar á efnahagsaðstæðum til þess að misræmi verður

milli hagræns virðis og bókfærðs verðs. Kostir bókfærðs verðs er að það byggir á sögulegum staðreyndum um viðskipti en ókostir eru að því eldri sem eignin er því líklegra er að bókfært verð sé annað en hagrænt virði.

- d) ***Þvingað söluvirði*** er það verð sem ætla má að fáist fyrir eignir þegar þær eru seldar þvingaðri sölu í tímaþröng, yfirleitt vegna þess að rekstur er að komast í greiðsluþrot. Vegna kringumstæðna segir þvingað söluvirði yfirleitt lítið til um markaðsvirði eða hagrænt virði og hefur því takmarkað gildi við mjög sérstakar aðstæður.
- e) ***Upplausnarvirði*** fæst þegar lagt er mat á virði einstakra eigna, eignasamstæðna eða deilda fyrirtækis í því skyni að selja fyrirtæki í hlutum en ekki rekstur þess og eignir í heild. Ef arðsemi rekstrar er af einhverjum ástæðum slök getur sú staða komið upp að meira fáist fyrir eignir fyrirtækis með því að skilja þær að og selja hverja fyrir sig. Upplausnarvirði getur verið mikilvægt að meta við yfirtöku fyrirtækja.
- f) ***Virði áframhaldandi rekstrar*** er í raun sama hugtak og hagrænt virði. Lítið er á starfandi fyrirtæki sem tæki til að skapa sjóðstreymi í framtíðinni og það metið með viðeigandi ávöxtunarkröfu. Þetta hugtak er einnig náskylt upplausnarvirði þegar það er reiknað út frá sjóðstreymi. Það felst í virði áframhaldandi rekstrar að horft er til hæfi eignanna í heild til að afla tekna fremur en verðmætis þeirra hverrar fyrir sig.
- g) ***Endurstofnverð*** er það verð sem þyrfti að greiða fyrir eign eða rekstrarfjármuni sem fyrirtæki á þegar til að koma upp nákvæmlega sams konar eign. Þetta virðishugtak er frekar verkfræðilegt en hagfræðilegt en getur verið gagnlegt til hliðsjónar við aðrar aðferðir þegar meta á verðmæti fyrirtækis í rekstri. Mat á endurstofnverði hefur oft lítinn tilgang því að ólíklegt er að skipt verði á eign og nákvæmlega sams konar eign vegna tækniframfara. Einnig þarf að taka afstöðu til þess hvernig tekið er tillit til slits vegna notkunar og aldurs og stundum getur verið vandkvæðum bundið að meta kostnaðarverð eignar sem kemur í stað annarrar.
- h) ***Veðsetningarvirði*** er það hámark sem lánveitandi er reiðubúinn að taka sem veð fyrir láni út á eign, yfirleitt talsvert undir áætluðu markaðsvirði. Veðsetningarvirði er oft byggt á faglegu mati lánveitandans.

- i) **Opinbert matsverð** er það verðmat sem opinberir aðilar leggja á eignir, yfirleitt fasteignir, í því skyni að ákvarða skattstofn. Í opinberu mati er jafnan reynt að taka mið af markaðsverði. Þetta virðishugtak er ólíkt hinum að því leyti að það er hægt að ákvarða einhliða með stjórnvaldsákvörðun.
- j) **Matsverð** er huglægt mat óháðra sérfræðinga, yfirleitt notað þegar erfitt er að festa hendur á markaðsvirði. Mat sérfræðinga er notað til að ákvarða það verðbil sem kaupandi og seljandi leita samninga á.
- k) **V/H-hlutfall**. Til að fá grófa mynd af virði rekstrar er hægt að líta til svokallaðs V/H-hlutfalls, sem er markaðsvirði hlutabréfa fyrirtækis í hlutfalli við hagnað. Þótt fyrirtæki sem verið er að meta sé ekki skráð á hlutabréfamarkaði má eftir sem áður fá ákveðnar vísendingar um virði þess út frá V/H-hlutfalli sambærilegra skráðra fyrirtækja. Hagnaður þess er þá margfaldaður með því V/H-hlutfalli sem talið er einkennandi fyrir greinina og þannig fæst út gróf nálgun við markaðsverð.

Samantekt

Að framan hefur verið lýst helstu aðferðum sem notaðar eru til að meta virði eigna. Sumar aðferðirnar eru takmarkaðri en aðrar og kostir þeirra og gallar eru mismunandi. Þær aðferðir sem eru fræðilega ófullkomnar hafa jafnan þann kost að auðveldara er að beita þeim. Mikilvægt er að gera sér grein fyrir því að séu notaðar fleiri en ein aðferð og niðurstöður þeirra bornar saman geta þær bætt upp annmarka hver annarrar og þannig myndað sannfærandi grunn að mati fyrirtækis.

Hagrænt virði er það hugtak sem er viðurkenndast til að meta verðmæti starfandi fyrirtækis. Þegar vísað er til þeirrar aðferðafræði sem notuð er til að ákvarða hagrænt virði er gjarnan talað um núvirt sjóðstreymi. Vegna erfiðleika sem eru við að meta sjóðstreymi í rekstri langt fram í tímann með nokkurri vissu er algengt að nota slíkt mat til að sannreyna eða prófa niðurstöður sem fengnar eru með öðrum aðferðum. Þetta var t.d. gert þegar norska ríkissímafyfyrirtækinu var breytt í hlutafélag árið 1994.

2. Núvirt sjóðstreymi, nánari skilgreining og aðferðafræði

Þar sem það er verkefni starfshópsins að leggja mat á stofnefnahagsreikning Pósts og síma hf. út frá núvirtu sjóðstreymi þykir rétt að lýsa nánar hvernig þeirri aðferð er beitt í framkvæmd.

Í skýrslu starfshóps um álit samkeppnisráðs nr. 6/1999 er að finna eftirfarandi lýsingu á núvirtu sjóðstreymi (bls. 16):

Með virðismati samkvæmt núvirðisaðferðinni er reynt að áætla frjálst fjárstreymi frá fyrirtækinu í framtíðinni. Með hugtakinu frjálstu fjárstreymi er átt við það fjármagn sem rennur til [fjármagnseigenda] í framtíðinni frá rekstri fyrirtækisins miðað við núverandi eignir og áætlaðar framtíðarfjárfestingar. Frjálsta fjárstreymið er afvaxtað með tilliti til fjármagnskostnaðar fyrirtækisins. Frá núvirði frjálsta fjárstreymisins eru síðan dregnar langtímaskuldir og þannig fengið út áætlað virði eigin fjár fyrirtækisins.

Aðferðin er í framkvæmd þessi:

1. Gerð er rekstraráætlun, jafnan til 7–10 ára. Reiknaður er rekstrarhagnaður fyrir vexti af langvinnu fjármagni. Tekjuskattur er áætlaður og dreginn frá hagnaði.
2. Sjóðstreymi rekstrar er fundið með því að bakfæra áhrif reiknaðra liða t.d. afskrifta, niðurfærslu stofnkostnaðar og reiknaðrar tekjuskattsskuldbindingar.
3. Gerð er áætlun yfir þá fjárfestingu sem nauðsynleg er til að viðhalda núverandi rekstrarárangri og ná þeim breytingum á afkomu sem gert er ráð fyrir í rekstraráætluninni.
4. Virði rekstrarins er áætlað í lok þess tímabils sem rekstraráætlunin nær til.

Niðurstaðan úr liðum 1–4 gefur sjóðstreymi rekstrarins, þær greiðslur sem reksturinn gefur af sér til fjármögnunar fyrirtækisins án tillits til skiptingar milli lánsfjár og eigin fjár.

5. Sjóðstreymið er núvirt með viðeigandi ávöxtunarkröfu og þannig fæst niðurstaða um heildarverðmæti rekstrarins. Með því að draga frá þeirri stærð fjárhæð langtímaskulda fæst út virði eigin fjár.

Yfirlit yfir sjóðstreymi rekstrar:

rekstrartekjur	
- rekstrargjöld	
- afskriftir	
<hr/>	
= rekstrarhagnaður fyrir fjármagnskostnað og tekjuskatt	
+/- fjármunatekjur eða fjármagnsgjöld af hreinu veltufé	
- tekjuskattur	
<hr/>	
= hagnaður fyrir fjármagnskostnað af langvinnu fjármagni en eftir tekjuskatt	
+ afskriftir og reiknaðir liðir	
<hr/>	
= brúttó sjóðstreymi	
- fjárfesting	
+/- breyting á hreinu veltufé	
<hr/>	
= sjóðstreymi	

Af þessu má ráða að nauðsynleg gögn til að meta fyrirtæki út frá núvirtu sjóðstreymi eru:

- rekstraráætlun
- fjárfestingaráætlun
- upplýsingar um arðsemiskröfu langvinnns fjármagns, langtímalána og eigin fjár, reiknaða m.a. út frá skuldsetningu og áhættu rekstrarins

Í framkvæmd er almennt miðað við að rekstraráætlunin nái til allt að tíu ára. Ástæða þess að leiddur er út rekstrarhagnaður fyrir vexti og eftir tekjuskatt í rekstraráætlun er að verið er að leita eftir sjóðstreymi án tillits til langvinnrar fjármögnunar. Oftast er litið til núverandi rekstrarniðurstöðu þegar spáð er fyrir framtíðina en það er ekki nægilegt að framlengja einvörðungu þann árangur, nauðsynlegt er að reyna að spá fyrir um framhaldið eftir því sem hægt er. Þegar norska ríkissímafélaginu var breytt í

hlutafélag 1994 var gerð prófun á stofnefnahagsreikningi með því að spá fyrir um rekstur félagsins næstu 10 ár og reikna út frá þeirri spá verðmæti miðað við núvirt sjóðstreymi. Það liggur í hlutarins eðli að því óvissara sem rekstrarumhverfi fyrirtækis er því meiri vandkvæðum er bundið að spá fyrir um framtíðarrekstur þess. Rekstrarumhverfi á fjarskiptamarkaði er háð sveiflum þar sem tækniþróun hefur verið gríðarlega ör. Þar við bætist að fjarskiptafyrirtækin í Evrópu hafa nær öll verið að ganga í gegnum miklar skipulagsbreytingar á sama tíma og einokun hefur verið aflétt. Af þessum sökum er óvissa í 10 ára rekstrarspá fyrir fjarskiptafyrirtæki í árslok 1996 mjög mikil.

Fjárfestingaráætlun þarf að ná til sama tímabils og rekstraráætlun. Í henni koma fram þær greiðslur sem inna þarf af hendi vegna endurnýjunar rekstrarfjármuna, t.d. tæknibúnaðar og fasteigna. Taka þarf tillit til meiri háttar verkefna á sviði rannsókna og þróunar, ef um það er að ræða. Ekki er hægt að gera ráð fyrir að fyrirtæki nái að halda óbreyttu sjóðstreymi, hvað þá að auka sjóðstreymið nema til komi endurnýjun á rekstrarfjármunum. Nokkuð algeng einföldun við að áætla fjárfestingu í framtíðinni er að miða við að hún nemi ámóta fjárhæð og afskriftum. Hafa þarf í huga að ef reiknað er með auknum umsvifum þarf að auka hreint veltufé frá rekstri, sem er þá útstreymi á greiðslum.

Hvað varðar áætlun á virði rekstrarins í lok þess tíma sem áætlunin nær til er það venjulega leyst með því að gera ráð fyrir að sjóðstreymið haldist það sama og það er þá, a.m.k. næstu 10 til 15 ár eða jafnvel út í það óendanlega.

Ávöxtunarkrafa til núvirðingar á sjóðstreymi er vegið meðaltal kostnaðar fyrirtækisins af langvinnu fjármagni, langtímaskuldum og eigin fé. Tiltölulega auðvelt er að áætla vaxtakostnað af lánsfé en það þarf að gefa sér forsendur um kostnað af eigin fé, arðsemiskröfu. Því meiri áhætta sem talin er fylgja rekstrinum því hærri arðsemiskrafa er gerð til eigin fjár. Við ákvörðun á arðsemiskröfu eigin fjár er helst að leita fyrirmynda í sambærilegum rekstri. Arðsemiskrafa til eigin fjár hefur veruleg áhrif á niðurstöðuna. Sem dæmi má nefna að sé áætlað að rekstur skili 100 m.kr. árlegu sjóðstreymi um alla framtíð er virði hans allt að 1 milljarður kr. miðað við 10% arðsemiskröfu en einungis 500 m.kr. ef arðsemiskrafan er hækkuð upp í 20%.

Þegar fyrir liggur útreikningur á vegnum meðalkostnaði fjármagns (WACC), helstu framtíðarforsendur um rekstur og fjárfestingar hafa verið dregnar saman í rekstrar- og fjárfestingaráætlun og tekin hefur verið afstaða til hrakvirðis rekstrarins í lok áætlunartímans, er virði rekstrarins reiknað út frá núvirtu sjóðstreymi. Þetta má draga saman á eftirfarandi hátt:

$$\begin{array}{r} \text{Sjóðstreymi rekstrarins (Free cash flow)} \\ + \text{Áætlað hrakvirði (Terminal value)} \\ \hline \text{Núvirt miðað við vegið meðaltal fjármagnskostnaðar langvinns fjármagns} \\ \hline = \text{Heildarverðmæti eigna} \\ - \text{Langtímaskuldir} \\ \hline = \text{Virði eigin fjár} \\ \hline \end{array}$$

REKSTRARÁÆTLUN PÓSTS OG SÍMA 1997 TIL 2006

1. Rekstrarumhverfi

Á þeim tíma sem Póst- og símamálastofnuninni var breytt í hlutafélag var mikil óvissa um hvernig viðskiptaumhverfi fyrirtækisins yrði á komandi árum. Með frelsi á símamarkaði var gert ráð fyrir að erlend fyrirtæki myndu koma inn á íslenskan símamarkað og keppa við Póst og síma hf. Sérstaklega var gert ráð fyrir að samkeppni yrði í millilandasímtölum og GSM-þjónustu. Þetta voru þau svið sem framlegð var mest í og því óttuðust forsvarsmenn fyrirtækisins að þessi breyting gæti haft slæm áhrif á rekstrarafkomu fyrirtækisins.

Ákaflega lítið er til af upplýsingum og áætlunum á þessum tíma um sýn til framtíðar. Mjög erfitt var að spá fyrir um þá þróun sem yrði á fjarskiptamarkaði og í póstrekkstri. Við breytingu Póst- og símamálastofnunar í hlutafélag voru fram undan verulegar breytingar á umhverfi fyrirtækisins, samkeppni var yfirvofandi og bylting í tækniframförum.

Tæknibreytingar hafa verið ótrúlega hraðar í áranna rás. Ef lítið er yfir farinn veg má sjá að ógjörningur hefur verið að sjá allar þessar breytingar fyrir og hvaða áhrif þær hefðu á rekstur fyrirtækisins. Sem dæmi má nefna þegar jarðstöðvar tóku við flutningi símasambands við útlönd af koparstrengjum sem lagðir voru neðansjávar. Við þessa breytingu var jafnframt hægt að taka upp sjálfvirkt val til útlanda. Þessi breyting leiddi til miklu meiri aukningar millilandasímtala en nokkurn hafði órað fyrir. Svipað var uppi á teningnum þegar ljósleiðari var lagður um landið, veruleg viðskiptatækifæri urðu til með þeirri tækni.

Á þeim tíma sem hér um ræðir var mikil óvissa um hvort það tækist að auka flutningsgetu koparstrengja. Með því hefðu skapast veruleg tækifæri til tekjuöflunar af fjárfestingu sem var afskrifuð og sparast hefði umtalsverð fjárfesting í nýrri tækni.

Fram að formbreytingu Pósts og síma hafði áherslan í uppbyggingu fyrirtækisins fyrst og fremst verið fólgin í að koma upp grunnkerfi. Fyrirtækið átti erfitt með að mæta eftirspurn eftir annarri þjónustu því að ekki hafði verið lagt í nauðsynlega fjárfestingu. Um svipað leyti og formbreytingin átti sér stað var fjárfestingu í grunnkerfinu að ljúka

og þá gáfust tækifæri til að bjóða upp á aukna viðbótarþjónustu af ýmsu tagi með því að fjárfesta í henni.

Fram að formbreytingu byggðust ákvarðanir um fjárfestingu og gjaldskrá á pólitískum ákvörðunum. Ákvarðanir voru teknar í tengslum við gerð fjárlaga og gjarnan á pólitískum forsendum frekar en á grundvelli arðsemi. Þingmenn og fjármálaráðuneytið réðu miklu um fjárfestingu. Þá var gjaldskrá fyrirtækisins þannig að verðlagning einstakra þjónustupátta hafði mismikil áhrif á vísitölur og hafði það áhrif á gjaldskrárákvarðanir. Gjaldskrá Póst- og símamálastofnunar var ekki í samræmi við tilkostnað þjónustunnar. Stórnotendum var gert að greiða hærra gjald en þeim sem minni þjónustu keyptu. Stjórnendur fyrirtækisins áttu von á því að með tilkomu samkeppni myndu erlend símafyrirtæki koma inn á markaðinn með áherslu á að ná til stærstu og bestu viðskiptavinanna.

Í símarekstri hefur þróunin almennt verið sú að gjaldskrá lækkar nokkuð stöðugt með tímanum og notkun eykst. Spurningin hefur fyrst og fremst verið sú hversu hröð þessi þróun er. Þegar fjárfestingin fer að skila af sér umtalsverðum hagnaði þá er hún jafnan að miklu leyti afskrifuð.

Stjórnendur Pósts og síma gerðu ráð fyrir að markaðshlutdeild fyrirtækisins myndi minnka um allt að 30% við afnám einkaréttar. Gert var ráð fyrir að innlend og erlend fyrirtæki kæmu inn á markaðinn. Jafnframt var gengið út frá að markaðurinn myndi stækka og ný þjónusta koma til sem gerði að verkum að tekjur fyrirtækisins myndu nokkurn veginn haldast óbreyttar. Þetta er í takt við það sem gerst hefur annars staðar. Reynslan í Bandaríkjunum sýnir að við umbreytinguna á AT&T 1984 minnkaði markaðshlutdeild þess félags úr 95% í 60% á 10 árum. Í Bretlandi, sem var fyrst Evrópulanda til að opna fyrir samkeppni í fjarskiptarekstri, fékk Mercury leyfi til að keppa við BT 1983. Árið 1984 fékk Vodafone leyfi til að bjóða farsímaþjónustu í samkeppni við BT. Á árinu 1993 hafði Mercury náð 25% markaðshlutdeild í utanlandssímtölum en aðeins 7% af heildarmarkaðnum. Vodafone sem byrjaði jafnfætis BT í farsímarekstri var með 56% markaðshlutdeild á breska farsíamarkaðnum árið 1993.

Á þessum tíma var Ísland hluti af skilgreindum heimamarkaði norrænu símafyrirtækjanna. Búið var við samkeppni frá þeim enda fóru þau ekki dult með þessa skilgreiningu sína og áform.

Gjöld fyrir fjarskiptaþjónustu hafa allt frá upphafi verið að lækka. Stökkbreytingar hafa ekki orðið en lækkunin hefur verið samfelld. Þetta er þróun sem hefur átt sér stað um allan heim. Forsvarsmenn Póst- og símamálastofnunar töldu á þessum tíma að þessi þróun myndi halda áfram.

Póstrekstur stofnunarinnar hafði verið rekinn með umtalsverðum halla. Mörg pósthús, dreifð byggð og lág gjaldskrá ollu því fyrst og fremst. Í árslok 1996 hafði verið gerð áætlun um hvernig takast mætti að koma þessum rekstri í jafnvægi með umtalsverðri hagræðingu og hækkun póstburðargjalda.

2. Áætlunargerð og bókhald Póst- og símamálastofnunar

Áætlanir Póst- og símamálastofnunar voru ekki ítarlegar og fyrst og fremst gerðar í tengslum við fjárlagagerð. Formleg deildauppgjör voru ekki gerð og því liggja ekki fyrir upplýsingar um afkomu einstakra deilda stofnunarinnar. Útgjöld voru nokkuð sundurliðuð milli rekstrareininga en það sama var ekki að segja um tekjur, þar sem mun vandasamara var að sundurliða tekjur milli deilda en útgjöld. Aðgreining í bókhaldi milli póststarfsemi og símarekstrar lá ekki fyrir á þeim tíma sem stofnefnahagsreikningurinn var gerður.

Fjárfestingaráætlanir voru gerðar á þessum tíma, jafnan til fjögurra ára, en mikið misræmi var milli þeirra og ákvarðana um fjárfestingu. Áætlanirnar voru fyrst og fremst unnar af einstökum deildum fyrirtækisins og illa eða ekkert samræmdar af yfirstjórn stofnunarinnar fyrr en við fjárlagagerð.

Á þessum tíma var verið að breyta úr reikningsskilum ríkisins og BÁR-kerfinu yfir í reikningsskil sem tíðkast hjá einkafyrirtækjum.

Staða bókhalds Póst- og símamálastofnunar og skortur á sundurliðuðum upplýsingum um tekju- og kostnaðarliði veldur því að áætlunargerð vegna núvirðisreikninga er vandasamari en ella og leiðir til þess að forsendur byggja ekki á eins traustum grundvelli og æskilegt væri.

3. Almennar rekstrarforsendur

Starfshópurinn ákvað að gera rekstraráætlun til tíu ára þó að ljóst væri að forsendur til þess væru ekki traustar miðað við fyrirliggjandi upplýsingar og þá óvissu sem fyrirtækið bjó við á þessum tíma. Hins vegar má segja að allar forsendur til áætlunar til meira en tveggja til þriggja ára hafa verið háðar mikilli óvissu hjá Pósti og síma hf. og því ekki skipt miklu máli hvað áreiðanleika varðaði hvort sjö ár hefðu verið látin duga eða notast við tíu ár. Í ljósi þessa verður að telja skekkjumörk niðurstöðunnar umtalsverð og verður að skoða hana með tilliti til þess.

Við áætlunargerð Pósts og síma hf. fyrir árið 1997 var rekstur félagsins brotinn upp í nokkrar rekstrareiningar. Sama skipting var notuð við gerð áætlunar starfshópsins varðandi tekjur. Rekstrinum er skipt í tvennt, annars vegar rekstur símans og hins vegar rekstur póstpjónustu. Rekstri símans er síðan skipt upp í rekstur almenna símakerfisins (sú starfsemi fyrirtækisins sem bundin er einkarétti) og samkeppnisrekstur. Samkeppnisrekstrinum er svo skipt upp í farsímakerfi, gagnaflutninga og notendabúnað.

Áætlunin er að mestu leyti framsett með sama hætti og ársreikningar fyrirtækisins fyrir árin 1995 og 1996.

4. Rekstrartekjur

Í töflum 1–3 kemur fram hlutfallsleg skipting rekstrartekna í samræmi við ofangreinda skiptingu. Æskilegra hefði verið að skipta rekstrinum upp enn frekar og leggja ítarlegra mat á forsendur um tekjur og gjöld en það var ekki hægt vegna skorts á upplýsingum.

Tafla 1. Skipting rekstrartekna milli síma og pósts.

Hlutfall af heildarveltu fyrirtækisins í %.

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>
Pósttekjur	24	25	25	25	26	26	27	28	28	28
Símatekjur	76	75	75	75	74	74	73	72	72	72

Tafla 2. Skipting símatekna milli almenna símakerfisins og samkeppnisrekstrar.
Hlutfall af símatekjum í %.

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>
Almenna símakerfið	74	73	70	67	68	69	69	69	70	70
Samkeppnisrekstur	26	27	30	33	32	31	31	31	30	30

Tafla 3. Skipting tekna samkeppnisrekstrar.
Hlutfall af símatekjum í %.

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>
Farsími	19	20	23	26	25	24	23	23	22	22
Gagnaflutningar	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3
Notendabúnaður	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5

Almenna símakerfið

Eins og fram kemur í töflu 2 var áætlað að tekjur af rekstri almenna símakerfisins yrðu um 74% af símatekjum á árinu 1997 og lækkuðu í 70% á tímabilinu.

Almenna símakerfið er sá rekstur Pósts og síma hf. sem fram til ársins 1997 hafði verið rekinn í skjóli einkaleyfis frá stjórnvöldum. Á þessum tíma var ljóst að einkaréttur yrði afnuminn í ársbyrjun 1998 og fyrir lá að breytingin myndi hafa áhrif á tekjur félagsins. Tekjum í almenna símakerfinu má skipta upp í umferðartekjur, tekjur af stofn- og afnotagjöldum og aðrar tekjur. Umferðartekjur skiptast í innanlandssímtöl og millilandasímtöl.

Magnbreytingar milli ára eru sýndar í töflu 4 hér að neðan.

Tafla 4. Hlutfallsbreyting milli ára í almenna símkerfinu.
Í %.

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>Meðaltal</u>
Breyting rekstrartekna		4,3	1,1	0,5	3,7	1,4	(0,5)	(0,2)	1,1	4,0	1,7
Gjaldskrárbreyting, innanlandssímtöl	3,0	3,0	3,0	2,0	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,8
Gjaldskrárbreyting, millilandasímtöl	0,0	(8,0)	(8,0)	(3,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(3,1)
Markaðshlutdeild, innanlandssímtöl	100	97	95	91	88	85	81	78	75	75	86,5
Markaðshlutdeild, millilandasímtöl	100	95	80	70	68	65	63	60	60	60	72,1
Breyting á notkun pr. notanda innanlands	8	7	5	3	3	3	3	3	3	3	4
Breyting á notkun pr. notanda við útlönd	15	16	17	15	12	8	3	3	3	3	9,5%

Notendur

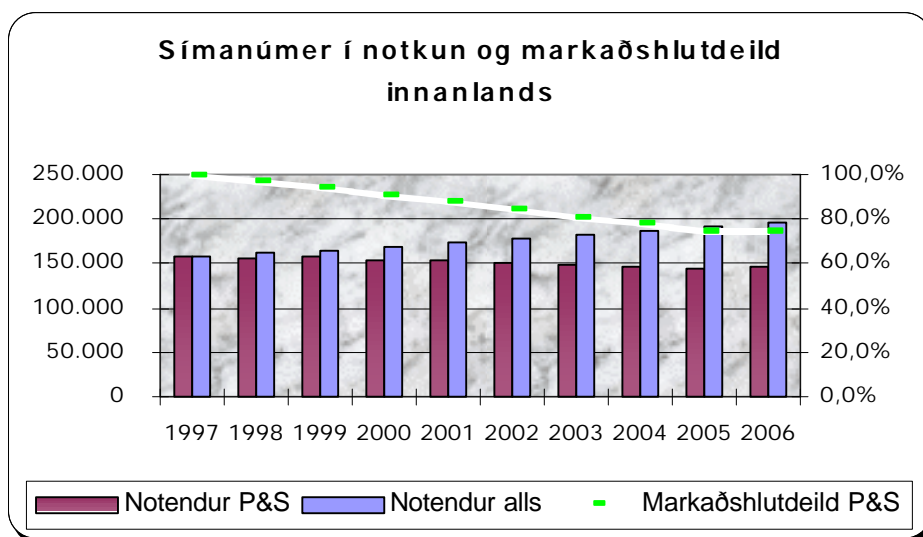
Á árunum 1993–1996 fjölgaði notendum í almenna símakerfinu um 4% að meðaltali á ári. Gert er ráð fyrir að notendum fjölgi um 2,5% á ári að meðaltali á árunum 1997–2006, en það jafngildir áætluðum hagvexti á þeim tíma. Á sama tíma er gert ráð fyrir að markaðshlutdeild Pósts og síma hf. í innanlandssímtölum lækki úr 100% í 75% og millilandasímtölum úr 100% í 60%. Gert er ráð fyrir að markaðshlutdeild skerðist fyrst og fremst á fyrirtækjamarkaði.

Notkun

Innanlandsútfærð

Símnotkun hvers notanda á árunum 1993–1996 jókst um 10% á ári að meðaltali. Gert er ráð fyrir að úr aukningunni dragi fram til ársins 2000 og hún verði eftir það 3% á ári. Þetta byggist á þeirri forsendu að notkun farsíma aukist á kostnað almenna símakerfisins. Þessu er nánar lýst í mynd 1.

Mynd 1.



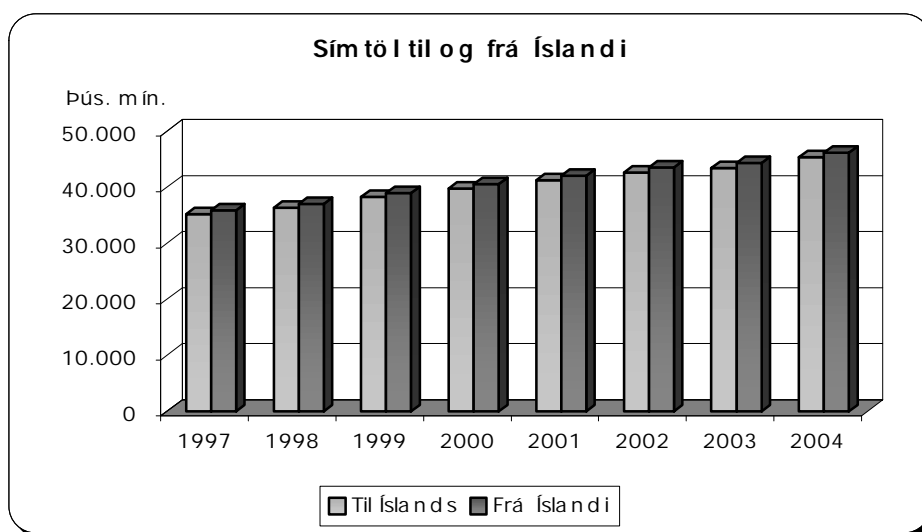
Millilandaútfærð

Stofnunin hafði yfirburðastöðu á markaðnum í upphafi tímabilsins sem hér um ræðir. Hins vegar var fyrirsjáanlegt að með frelsi myndi samkeppni verða á þessu sviði. Ástæða þess að vænta mátti samkeppni var að framlegð þessarar

þjónustu hafði verið umtalsverð og auðvelt og hagkvæmt var fyrir nýja aðila að koma inn á markaðinn. Þess var því vænst að bæði framlegð og markaðshlutdeild millilandasímtala færi lækkandi en á móti kæmi aukning heildarfjölda símtala við útlönd.

Á árunum 1993 til 1996 hafði verið um 11% meðaltalsaukning á mínútufjölda í millilandasímtölum. Í áætluninni 1997–2006 er gert ráð fyrir að millilandasímtöl pr. notanda haldi fyrst um sinn áfram að aukast umtalsvert til ársins 1999 en þá dragi úr aukningunni og hún verði 3% á ári frá og með 2003. Drifkraftur þessarar aukningar verði aukin samkeppni og lægra verð. Áætluð fjölgun símtala er sýnd á mynd 2.

Mynd 2.



Gjaldskrárbreyting

Gert er ráð fyrir að gjaldskrárhækkun nemi um 3% á ári á innanlandssímtölum fyrstu árin enda er nauðsynlegt að aðlaga álagningu breyttu rekstrarumhverfi, hækka gjaldskrá heimilissíma en lækka gjaldskrá stærri notenda. Seinni hluta tímabilsins er gert ráð fyrir minni hækkun á gjaldskrá innanlandssímtala. Kostnaður símnotenda við

símtöl innanlands hafði fram til þessa tíma verið lágur samanborið við það sem tíðkaðist í öðrum löndum. Gert er ráð fyrir að hækkun verði á þessari þjónustu enda svigrúm til að leiðrétta gjaldskrána þar sem ekki var fyrirsjáanleg umtalsverð samkeppni á þessu sviði.

Hins vegar er í ljósi harðnandi samkeppni í millilandasímtölum gert ráð fyrir að gjaldskrá þeirra muni lækka. Gert er ráð fyrir snarpri lækkun á gjaldskránni á árunum 1998–2000 en eftir það muni lækkunin verða minni til loka tímabilsins. Almennt var álitid að verð millilandasímtala myndi lækka á komandi árum. Þannig mátti til lengri tíma gera ráð fyrir að verð millilandasímtala stefndi í að verða það sama og verð innanlandssímtala enda jaðarkostnaður svipaður.

Miðað við þær forsendur sem hér hafa verið lagðar til grundvallar er spáð árlegri meðalhækkun rekstrartekna í almenna símakerfinu um 1,7% á tímabilinu 1997–2006.

Samkeppnisrekstur

Farsími

Tekjur af farsímakerfinu voru áætlaðar 14% af heildartekjum fyrirtækisins á árinu 1997. Mikil fjölgun hafði verið á notendum farsíma, þ.e. GSM, NMT og boðtækjum. Áætlunin byggir á upplýsingum um áætlaðan fjölda farsímanotenda á árunum 1997 og 1998 og mati starfshópsins á þróun mála eftir það. Farsímanotkun var í örum vexti og í árslok 1996 voru GSM-notendur um 28 þúsund og NMT-notendur 23 þúsund. Með aukinni samkeppni var gert ráð fyrir að 50% af nýjum notendum myndu skipta við Póst og síma auk þess sem einhver hluti eldri viðskiptamanna myndi flytja sig yfir til nýrra fyrirtækja á markaðnum. Áætlunin fyrir árin 1997–2006 byggir á eftirfarandi forsendum.

Tafla 5. Hlutfallsbreyting milli ára í farsímakerfinu.

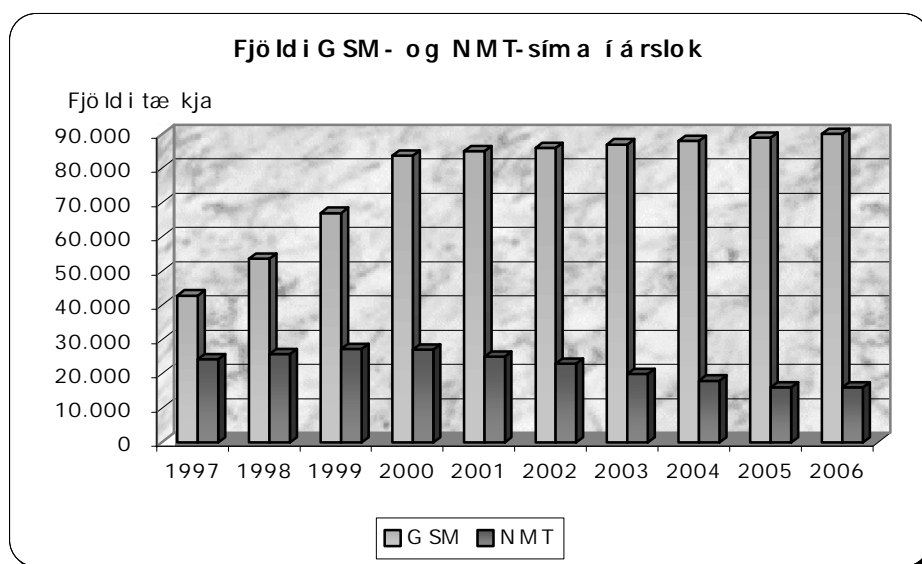
Í % nema fjöldi GSM-síma sem er í þús.

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>Meðaltal</u>
Breyting rekstrartekna		15,5	17,3	18,4	(2,1)	(2,1)	(3,0)	(1,1)	(1,1)	(0,8)	4,7
Fjöldi GSM-síma í árslok	42,8	53,5	66,9	83,7	85,0	86,0	87,0	88,0	89,0	90,0	77,2
Breyting á notkun pr. notanda		8,0	5,0	5,0	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,5
Gjaldskrárbreyting í farsímakerfi		(8,0)	(5,0)	(3,0)	(3,0)	(2,0)	(2,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(2,6)
Markaðshlutdeild	85,7	73,4	66,9	62,9	63,0	62,8	62,6	62,4	62,2	62,1	66,4

Notendur og notkun

Gert er ráð fyrir nokkrum vexti í farsímakerfinu og þar einkum horft til GSM-þjónustu fyrirtækisins. Almennt var talið að hátt verð símtækja myndi sporna nokkuð við vexti markaðarins fyrst um sinn. Á móti kom að gert var ráð fyrir að frjáls samkeppni hefði allnokkur áhrif á markaðshlutdeild Pósts og síma hf. Ýmislegt benti þó til þess að sú þróun yrði hægari en í millilandasímtölum þar sem talið var erfitt og dýrt fyrir nýja aðila að koma inn á markaðinn. Þá var Póstur og sími hf. fyrir á markaðnum með allnokkurn fjölda notenda og fremur lága gjaldskrá í samanburði við það sem var í öðrum löndum. Í áætluninni fyrir árin 1997–2006 er gert ráð fyrir að fjöldi GSM-notenda þrefaldist og að markaðshlutdeild fyrirtækisins lækki úr 100% í 62% og er það í takt við reynslu frá Bandaríkjunum og Bretlandi við svipaðar aðstæður. Breytingin er mismikil milli ára eins og fram kemur í mynd 3. Því er spáð að notendum NMT-síma og boðtækja fækki um þriðjung á sama tíma. Ekki er gert ráð fyrir að samkeppni verði í NMT-þjónustu.

Mynd 3.



Miðað er við að notendum fjölgi mest á árunum 1998–2001. Á því tímabili er reiknað með að notkun aukist meira en síðar. Í árslok 1996 náði GSM-dreifikerfið til rúmlega 80% landsmanna en stækkun var fyrirhuguð. Í áætluninni er gert ráð fyrir að notkun hvers notanda aukist um 5–8% á ári fyrstu árin en verulega dragi úr aukningunni eftir 2001.

Gjaldskrárbreyting

Gert er ráð fyrir að gjaldskrá félagsins lækki um 5–8% á ári fyrstu árin en síðan verði lækkunin minni, eða um 1–3% árlega. Það byggir á því að verð lækki skarpt í byrjun til að verjast samkeppni.

Gagnaflutningar

Við áætlun á tekjum af gagnaflutningum er miðað við einfalda forsendu um veltuaukningu á þeim þjónustupætti sem felur í sér bæði magn- og verðbreytingar á þjónustunni. Gert er ráð fyrir 5% árlegri meðaltalshækkun á tekjum af gagnaflutningum. Tekjur af gagnaflutningum voru um 1,7% af heildartekjum félagsins samkvæmt rekstraráætlun 1997 og hefur þessi liður því takmörkuð áhrif á heildarafkomu félagsins.

Notendabúnaður

Tekjur á þessu sviði felast fyrst og fremst í vörusölu en einnig er um að ræða tekjur af útseldri þjónustu. Alls voru tekjur af sölu notendabúnaðar um 3,8% af heildarveltu félagsins samkvæmt rekstraráætlun 1997. Með sama hætti og í forsendum um gagnaflutninga er notuð einföld forsenda um veltuaukningu annars vegar fyrir vörusölu og hins vegar aðra tekjuliði. Kostnaðarverð seldra vara er áætlað sem hlutfall af vörusölu og er álagning lækkuð á áætlunartímanum úr um 43% í 33% vegna væntinga um aukna samkeppni á markaðnum.

Í heild er áætlað að tekjur af símarekstri hækki að meðaltali um 2,4% árlega en til samanburðar liggja fyrir gögn frá Norðurlöndum þar sem spáð var lækkun heildartekna um 2,4% árlega að meðaltali.

Tekjur af pósthjónustu

Umtalsvert tap hafði verið á póstrekestri fyrir 1997 en í rekstraráætlun 1997 var gert ráð fyrir að tapið færi minnkandi. Við gerð áætlunarinnar nú er gert ráð fyrir að rekstri póstsins verði snúið í hagnað innan tveggja ára. Við áætlunina er gengið út frá því að forsvarsmenn félagsins snúi við rekstrinum þannig að afkoma pósthjónustunnar sé í jafnvægi og hafi ekki áhrif til lækkunar á verðmæti símarekstrarins. Þessum áhrifum er fyrst og fremst náð fram með hækkun á gjaldskrá auk þess sem gert er ráð fyrir

smávægilegri aukningu á fjölda póstsendinga. Gert er ráð fyrir verulegri hækkun gjaldskrár fyrstu árin, 10% árið 1997, 10% árið 1998, 3% árið 1999 og 1% eftir það. Meðaltalshækkun á gjaldskrá póstpjónustu nemur um 2,2% samkvæmt áætluninni og gert er ráð fyrir um 2,5% meðaltalsaukningu á póstsendingum. Samkvæmt þessum forsendum aukast tekjur póstsins um 4,7% á ári að meðaltali.

Tafla 6. Hlutfallsbreyting póstekna milli ára.

Í %.

	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>Meðaltal</u>
Breyting rekstrartekna	13,1	6,8	3,7	3,6	3,6	3,5	3,4	3,4	1,3	4,7
Gjaldskrárbreyting	10,0	3,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,2
Aukning póstsendinga	2,9	4,0	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	0,2	2,5

5. Rekstrarkostnaður

Rekstrarkostnaður félagsins er áætlaður á einstaka liði með hliðsjón af þeirri skiptingu rekstrargjalda sem fram kemur í áætlun fyrir árið 1997. Á þeim tíma lágu ekki fyrir nægilega ítarlegar upplýsingar um skiptingu kostnaðarliða til að meta með nákvæmum hætti skiptingu hans í fastan og breytilegan kostnað. Við áætlunargerðina var ákveðið að skipta rekstrarkostnaði í fjóra flokka. Þeir eru laun og tengd gjöld, aðkeypt þjónusta, annar rekstrarkostnaður og afskriftir.

Erfitt var að meta samspil tekna og gjalda með eins nákvæmum hætti og æskilegt hefði verið. Reynt var að meta þróun rekstrarkostnaðar í heild sinni m.a. út frá veltuhlutföllum og samanburði við önnur símafélög. Hlutfallstölur gjaldaliða og fleiri stærða í rekstrareikningi og efnahag fyrirtækisins eru sýndar í töflu 7.

Tafla 7. Kostnaður sem hlutfall af rekstrartekjum.

Í %.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Laun	33,1	33,5	33,2	33,1	33,3	33,8	34,7	35,5	36,0	36,2
Aðkeypt þjónusta	18,2	18,0	17,9	17,8	17,7	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
Annar rekstrarkostnaður	15,3	14,8	14,6	14,4	14,3	14,2	14,3	14,3	14,3	14,2
Afskriftir	13,6	14,4	15,6	16,8	18,2	18,7	20,0	20,7	17,2	15,3
Fjármagnsliðir	3,1	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	2,7	2,6
Reiknaðir skattar	4,5	4,3	4,2	4,0	3,6	3,5	2,8	2,3	3,3	4,0
Rekstrarafkoma	12,2	11,7	11,3	10,7	9,7	9,5	8,0	7,1	9,1	10,4
Rekstrarafkoma fyrir fjármagnsliði	19,8	19,3	18,8	18,0	16,5	16,1	13,8	12,2	15,2	17,1
Rekstrarafkoma f. afskriftir og fjármagnsliði	33,5	33,7	34,4	34,8	34,7	34,8	33,8	33,0	32,4	32,4
Rekstrarafkoma fyrir skatta	16,7	16,0	15,5	14,7	13,4	13,0	10,8	9,3	12,4	14,5
Fjárfesting	19,2	18,9	18,8	18,8	17,4	17,4	17,3	17,2	17,2	17,2
Hreint veltufé	13,4	12,4	11,6	10,7	9,9	9,0	9,0	8,9	8,9	8,9
Handbært fé frá rekstri	29,5	26,6	27,4	28,0	28,3	28,9	27,5	27,4	27,5	26,5

Laun og tengd gjöld

Laun og tengd gjöld hjá félaginu eru langstærsti gjaldaliðurinn en eins og sést í töflu 7 er launakostnaður 33–36% af heildartekjum félagsins. Við mat á þróun launa og tengdra gjalda er tekið tillit til fjölda starfsmanna hjá félaginu undanfarin ár og væntinga um launaþróun og starfsmannafjölda á næstu árum. Gert er ráð fyrir að fjöldi starfsmanna verði svipaður og verið hefur. Þá er gert ráð fyrir að laun þeirra sem vinna í símahluta fyrirtækisins hækki um 15% við formbreytingu, um 5% næstu tvö ár á eftir og síðan um 3% á ári. Laun póststarfsmanna hækki minna eða um 3% á ári.

Launahlutfall í símahluta rekstrarins er áætlað 27% af tekjum, sem er mjög sambærilegt við þær áætlanir sem gerðar voru í Noregi á þessum tíma.

Í ljósi þess að fjarskiptamarkaður var að opnast miða áætlanir um laun vegna símaþjónustu við þá auknu samkeppni um starfsfólk búist var við. Gera mátti ráð fyrir að ný fyrirtæki í símarekstri hér á landi myndu leita eftir starfsmönnum frá Pósti og síma og fyrirtækið yrði að bregðast við því með hækkun launa. Auk þess var ljóst að launakerfi félagsins myndi breytast frá því fyrirkomulagi sem tíðkast hjá ríkisfyrirtækjum og verða aðlagð því sem er hjá einkafyrirtækjum.

Gert er ráð fyrir að launatengd gjöld og annar kostnaður við starfsmannahald verði í sama hlutfalli og verið hefur.

Aðkeypt þjónusta

Aðkeypt þjónusta nemur 17–18% af heildarveltu félagsins samkvæmt áætluninni. Endastöðvagjöld síma og pósts eru rúmlega helmingur af aðkeyptri þjónustu. Þau eru greidd öðrum síma- eða póstoffyrirtækjum fyrir að móttaka símtal eða póstsendingu og sjá til þess að það komist til skila. Hér er um að ræða veltutengdan kostnað.

Undir þennan lið fellur einnig markaðskostnaður og hvers konar önnur þjónusta sem fyrirtækið kaupir að. Gert er ráð fyrir að 20% aðkeyptrar þjónustu sé fastur kostnaður.

Annar rekstrarkostnaður

Annar rekstrarkostnaður nemur 14–15% af tekjum og er gert ráð fyrir að helmingur hans sé fastur. Um er að ræða vörukaup, gjaldfærð eignakaup, flutningar, orkukaup, viðhald og viðgerðir og ýmis önnur aðföng til rekstrarins.

Afskriftir

Afskriftir eru 13–21% af heildarveltu félagsins. Við mat á afskriftum er miðað við endurmetið stofnverð eins og það var í stofnefnahagsreikningi félagsins. Helstu afskriftarforsendur eru þær að yfirteknar eignir eru afskrifaðar í samræmi við fyrningarskýrslu stofnunarinnar en ný eignakaup eru afskrifuð um 10% á ári að meðaltali. Fjárfesting í varanlegum rekstrarfjármunum sem fellur til á tímabilinu sem áætlunin nær til er afskrifuð um 10% á ári en um 5% á kaupári.

6. Fjármunatekjur og fjármagnsgjöld

Fjármunatekjur félagsins eru reiknaðar af verðbréfaeign og handbæru fé. Reiknaðir eru 6% vextir á verðbréfaeign og 3% vextir á handbært fé. Að öðru leyti er gengið út frá að veltufjármunir séu án vaxta.

Fjármagnsgjöld eru fyrst og fremst vegna langtímaskulda félagsins og vísast í umfjöllun um langtímaskuldir hér á eftir hvað það varðar. Reiknaðir eru 3% vextir á innlánsreikninga póstgírós en vextir á skammtímaskuldir eru ekki reiknaðir að öðru leyti.

7. Reiknaðir skattar

Í áætluninni er miðað við þau skattalög sem voru í gildi í árslok 1996 en í því felst að tekjuskattsprósentan var 33% í stað 30% eins og nú er og arður til hluthafa, allt að 7% af hlutafé, var frádráttarbær frá tekjum en enginn slíkur frádráttur er leyfður í dag. Eignarskattur er reiknaður 1,45% af hreinni eign félagsins. Tekið er tillit til annarra opinberra gjalda í áætluninni um rekstrarkostnað, svo sem launaskatta og veltuskatta.

8. Aðrar forsendur við áætlunargerðina

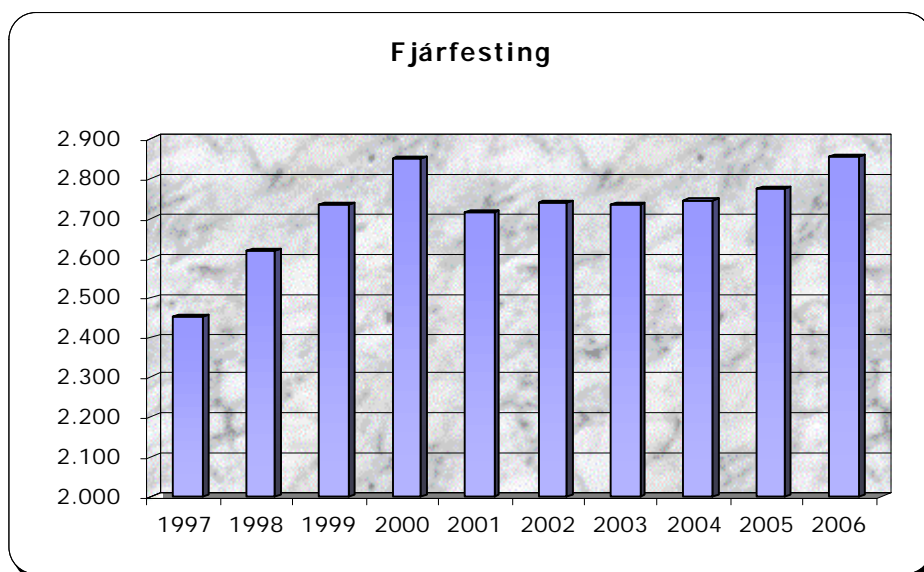
Hér á eftir er fjallað um helstu forsendur sem snúa að stærstu liðum efnahagsreikningsins.

Fjárfesting

Áætlun um fjárfestingu er einn mikilvægasti þátturinn í framtíðaráætlunum hvers félags. Í þessari áætlun er gert ráð fyrir að fjárfesting félagsins vegna símarekstrar sé um 20% af heildarveltu í þeim hluta rekstrarins en samsvarandi hlutfall í póstreksstrinum er áætlað 10%. Þó er gert ráð fyrir að fyrstu fjögur rekstrarár félagsins verði hún nokkru meiri þar sem framundan er umtalsverð fjárfesting í upplýsingakerfum og breiðbandstækni. Í þessu sambandi var stuðst við sögulegar upplýsingar um samband fjárfestingar og veltu nokkur ár á undan áætluninni. Einnig var stuðst við viðmiðun erlends símafyrirtækis í þessu sambandi en þar var horft til þess hversu mikil fjárfesting var sem hlutfall af heildarveltu. Fjárfesting alþjóðlegra fjarskiptafyrirtækja er mjög breytileg sem hlutfall af veltu en þekkt viðmið í greininni er um 20% af tekjum.

Fjárfesting einstakra fyrirtækja er mjög breytileg á hverjum tíma. Í könnun sem gerð var árið 1994 kom í ljós að fjárfesting var allt frá 8% og upp í 45% af tekjum ársins 1993. Meðaltalið var 22%. Könnunin náði til tíu símafyrirtækja í Evrópu og Bandaríkjunum.

Mynd 4.



Hreint veltufé og verðbréfaeign

Í áætluninni er gert ráð fyrir að viðskiptakröfur lækki úr sem svarar tveggja mánaða veltu í eins og hálf mánaðar veltu í lok ársins 2002. Á sama hátt er gert ráð fyrir að viðskiptaskuldir og ógreiddur kostnaður endurspegli um mánaðar greiðslufrest við lánadrottna. Miðað við þessar forsendur er fjárbinding í hreinu veltufé um 9% af heildarveltu. Gert er ráð fyrir að birgðir aukist lítillega á tímabilinu.

Langtímaskuldir

Samkvæmt stofnefnahagsreikningi félagsins skuldar félagið um 6,7 milljarða kr. í langtímalánum. Um er að ræða 6 milljarða kr. lán tilkomið vegna uppgjors á skuldbindingu gagnvart Lífeyrissjóði starfsmanna ríkisins. Ákvörðun um uppgjórið var tekin í árslok 1996 þegar stærsta hluta bókfærðrar lífeyrisskuldbindingar var breytt í 25 ára verðtryggt lán með 6% föstum vöxtum. Lánið er tryggt með veði í sambandakerfi félagsins. Til viðbótar þessu láni eru lán í erlendri mynt hjá Norræna fjárfestingarbankanum. Erlendu lánin eru tryggt með ríkisábyrgð og lýkur uppgreiðslu þeirra á árinu 2000.

Í árslok 1996 var ávöxtunarkrafa 25 ára húsbrefa 5,8%. Sé horft til fjármagnsmarkaðar á þessum tíma og fjárhagsstöðu félagsins má gera ráð fyrir að

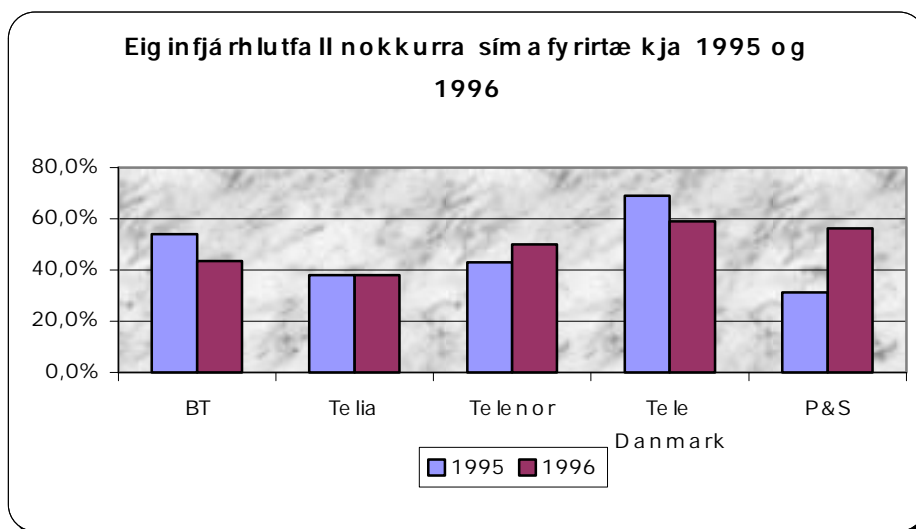
lánakjör þess á markaði án ríkisábyrgðar væru 70 punktar yfir ávöxtunarkröfu húsbréfa eða sem nemur 6,5% vöxtum. Við útreikning á vegnum fjármagnskostnaði félagsins og útreikningum á markaðsverðmæti innlendra langtímaskulda félagsins þykir rétt að miða við þessa vexti.

Fjármagnsskipan

Ein af meginforsendum útreikninga á verðmæti út frá frjálsu sjóðstreymi er að hlutfallið milli eigin fjár og skulda haldist nokkuð stöðugt til að ekki verði verulegar skekkjur á vegnum fjármagnskostnaði sem notaður er við núvirðisútreikninginn.

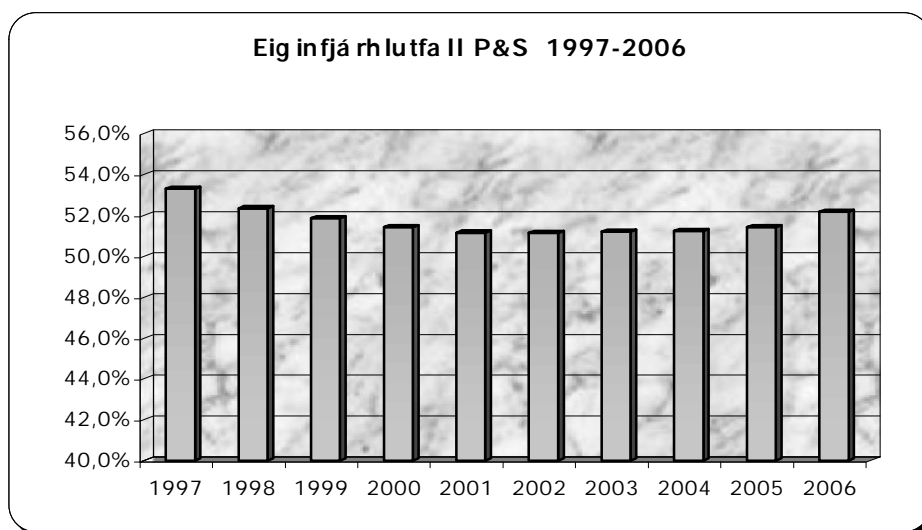
Eiginfjárhlutfall Pósts og síma hf. miðað við stofnefnahagsreikninginn er um 56%. Það er í hærri kantinum sé miðað við ýmis erlend símafyrirtæki sbr. mynd 5. Við samanburð sem þennan verður þó að hafa í huga að Póstur og sími hf. rekur pósthjónustu en erlendu félögin sinna eingöngu símarekstri. Eðlilegt er að félag eins og Póstur og sími hf. hafi eiginfjárhlutfall í hærri kantinum vegna þessa og í ljósi þeirra markaðsaðstæðna sem félagið býr við. Fram undan var afnám einkaréttar og búist var við allnokkurri samkeppni. Einnig var fyrirsjáanlegt að vöxtur yrði á þeim markaði sem félagið starfar á, sérstaklega fjarskiptamarkaði, og því nauðsynlegt að eiginfjárstaða félagsins væri sterk til að auðvelda uppbyggingu þess. Í áætluninni er miðað við að eiginfjárhlutfall félagsins haldist stöðugt í kringum 51%. Í samræmi við þetta er gert ráð fyrir að fjárfesting frá og með árinu 1997 sé fjármögnuð í sama hlutfalli með langtímalánum. Að öðru leyti er miðað við að fjárfesting sé greidd með rekstrarfé.

Mynd 5.



Arðgreiðslur miðast við að þetta markmið um eiginfjárhlutfall náist. Á mynd 6 sést þróun eiginfjárhlutfalls á áætlunartímanum.

Mynd 6.



Í gögnum sem nefndin fór yfir kom fram að í athugun á eiginfjárhlutfalli 30 fjarskiptafyrirtækja á árinu 1994 var meðaltal eiginfjárhlutfalls 40%.

9. Verðlagsforsendur

Áætlunin er miðuð við fast verðlag.

VERÐMAT

1. Sjóðstreymi

Gerð hefur verið grein fyrir mikilvægustu forsendum sem liggja til grundvallar 10 ára rekstrarþá fyrirtækisins. Þær hafa verið dregnar saman og settar fram í rekstrar-, sjóðstreymis- og efnahagsáætlun og fylgir hún sem viðauki með skýrslunni. Það er enn og aftur ítrekað að um spá er að ræða sem byggist á faglegu mati út frá þeim gögnum sem fyrir liggja um rekstur og rekstrarhorfur fyrirtækisins í árslok 1996 og þeim upplýsingum sem nefndin hefur aflað sér um rekstrarþár annarra fjarskiptafyrirtækja á þessum tíma.

Það er ítrekað að óvissumörk eru mjög mikil.

- Í fyrsta lagi eru þau mikil vegna þess að það liggur í eðli aðferðafræðinnar, þ.e. að spá fyrir um líklega þróun til langs tíma.
- Í öðru lagi eru þau mikil vegna þess að rekstrarumhverfi félagsins var á tímamótum vegna fyrirsjáanlegs afnáms einkaréttar.
- Í þriðja lagi eru þau mikil þar sem tækninýjungar og breytingar á þjónustu fjarskiptafyrirtækja voru fyrirsjáanlega miklu meiri en almennt gerist í annarri atvinnustarfsemi.
- Í fjórða og síðasta lagi eru þau mikil vegna þess að ekki lá fyrir langtímarekstraráætlun fyrir félagið í árslok 1996. Við lagasetningu um formbreytingu félagsins var lítill tími gefinn til að vinna að nauðsynlegri áætlunargerð til grundvallar mati samkvæmt núvirtu sjóðstreymi. Í þeim gögnum sem nefndin hefur undir höndum kemur fram að aðdragandi formbreytingar ríkissímafyrirtækisins í Noregi í hlutafélag var miklu lengri og undirbúningur ítarlegri en hér var gert ráð fyrir.

Niðurstöður áætlunarinnar um sjóðstreymi 1997–2006 eru þessar:

<i>Í milljónum króna.</i>	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>
Sjóðstreymi frá rekstri	4.099	4.018	4.353	4.627	4.788	4.952	4.731	4.756	4.813	4.763
Fjárfesting	2.451	2.619	2.737	2.851	2.713	2.742	2.736	2.746	2.776	2.856
Friðst sjóðstreymi	1.648	1.399	1.616	1.776	2.075	2.210	1.995	2.010	2.037	1.907

2. Hrakvirði

Eins og fram hefur komið er nauðsynlegt að leggja mat á verðmæti félagsins í lok áætlunartímans út frá áætluðu sjóðstreymi á þeim tímapunkti. Sjóðstreymi frá rekstrinum árið 2006 er framlengt út í hið óendanlega og núvirt með sömu ávöxtunarkröfu og notuð er á áætlunartímanum. Hrakvirðið er reiknað með eftirfarandi formúlu:

$$FCF / (WACC-g)$$

FCF - Frjálst sjóðstreymi félagsins á árinu 2006.

WACC- Veginn fjármagnskostnaður félagsins, þ.e. sama prósentu og notuð er við núvirðingu sjóðstreymis á áætlunartímabilinu 1997–2006.

g - Vöxtur á framtíðarsjóðstreymi félagsins. Gert hefur verið ráð fyrir að framtíðarvöxtur félagsins verði í samræmi við áætlaðan hagvöxt eftir 2006. Miðað er miðað við að fjárfesting í varanlegum rekstrarfjármunum eftir 2006 verði jöfn afskriftum.

Niðurstaða útreikninga um hrakvirði er að það er 42% af verðmæti félagsins. Til samanburðar má geta þess að hrakvirði sem hlutfall af heildarverðmæti var 37–40% í þeim núvirðisútreikningum sem gerðir voru í Noregi 1994 og 1996 og áður hefur verið vitnað til.

3. Núvirðing sjóðstreymis — ávöxtunarkrafa

Við mat á ávöxtunarkröfu eigin fjár er stuðst við svo kallað CAPM-módel þar sem reynt er að ákvarða kröfuna út frá frammistöðu félagsins miðað við markaðinn sem það starfar á fremur en sögulega frammistöðu félagsins sjálfs. Útreikningurinn byggir á eftirfarandi breytum:

$$\text{Ávöxtunarkrafa} = RF + RP (\text{BETA})$$

RF — Áhættulaus ávöxtun

Hér er miðað við ávöxtun 10 ára verðtryggðra spariskírteina sem var í árslok 1996 um 5,8%.

RP — Áhættuálag markaðar

Við mat á áhættuálagi er gjarnan horft til sögulegra upplýsinga um ávöxtun hlutabréfa umfram ávöxtun ríkisverðbréfa. Þeir þættir sem taldir eru hafa hvað mest áhrif á áhættuálagið eru þættir eins og efnahagsástand, pólitísk áhætta og verðbréfamarkaður. Ekki liggur fyrir neinn sögulegur samanburður héraðs á ávöxtun hlutabréfa og skuldabréfa og hefur því verið horft til annarra landa í því sambandi. Gjarnan er stuðst við tölur frá Bandaríkjunum þar sem notaðar eru sögulegar upplýsingar árána 1926–1990 en þar nam áhættuálag um 8,4% að meðaltali á þessu tímabili. Fyrir liggja einnig aðrar viðmiðanir þar sem áhættuálagið er talið liggja á bilinu 5 til 9%. Það áhættuálag sem tíðkast hefur að nota héraðs hefur verið á bilinu 6 til 8% og virðist vera eðlilegt séu hafðir í huga þeir þættir sem áhrif hafa á álagið og þær sögulegu tölur sem liggja fyrir erlendis frá. Í útreikningum á ávöxtunarkröfu hér er notað 7% álag.

BETA — Beta-gildi

Beta-gildi er áhættustuðull sem ætlað er að mæla verðsveiflur á verði hlutabréfa félags í samanburði við verðsveiflur allra hlutabréfa á markaðnum. Ef verð hlutafélags sveiflast í takt við verðsveiflur á markaðnum væri beta-gildi viðkomandi félags 1. Ef sveiflurnar eru minni þá er gildið innan við 1 og að sama skapi er gildið herra en 1 ef sveiflurnar eru meiri en almennt á markaðnum. Þeir þættir sem hafa mest áhrif á beta-gildi eru sveiflur í rekstri viðkomandi félags, hlutfall eigin fjár og skulda og hlutfall fasts kostnaðar af heildarkostnaði. Hér hefur verið tekið mið af því beta-gildi sem notað var við útreikninga á ávöxtunarkröfu við sambærilega útreikninga erlendis á svipuðum tíma, 1,2. Gildið er grundvallað á samanburði við fjarskiptafyrirtæki bæði í Evrópu og Bandaríkjunum. Aðlagð að fjárhagsskipan liggja þau gildi á bilinu 1,18 til 1,25.

Af þessu leiðir að ávöxtunarkrafa eigin fjár sem notuð er við útreikning á verðmæti félagsins er 14,2% á eigið fé (= 5,8% + 7,0% x 1,2).

Ávöxtunarkrafa langtímalána er reiknuð út frá álagi á áhættulausa vexti í árslok 1996. Eins og áður hefur komið fram voru vextir af 10 ára ríkisskuldabréfum 5,8% á þeim tíma. Eðlilegt áhættuálag er metið 70 punktar yfir þá kröfu. Ávöxtunarkrafa innlendra langtímalána er því metin 6,5%. Þar sem krafan er hærri en þeir vextir sem voru af lánnum félagsins við stofnun er markaðsvirði skuldanna lægra út frá sjónarhóli utanaðkomandi fjárfestis en bókfært verð þeirra og er mismunurinn um 172 m.kr., þar af eru 170 m.kr. vegna skuldabréfs sem gefið var út í tengslum við uppgjör á lífeyrisskuldbindingu Póst- og símamálastofnunar. Tekið er tillit til þessa í útreikningi á verðmæti eigin fjár félagsins.

Niðurstaðan samkvæmt þessu var að nota 11% ávöxtunarkröfu í heild sem er vegið meðaltal ávöxtunarkröfu eigin fjár og langtímalána út frá skuldsetningu. Til samanburðar var miðað við 10% ávöxtunarkröfu í Noregi bæði árið 1994 og árið 1996. Hér á eftir er yfirlit yfir samsetningu heildarávöxtunarkröfu og samanburður við einstök gildi í erlendum útreikningum.

	P&S	Noregur	Aðrir
Áhættulaus ávöxtun	5,8%	5,5%	5,5 - 6,0%
Áhættuálag	7,0%	8,4%	6,0%
Beta-gildi	1,2	1,2	1,2 - 1,5
Ávöxtunarkrafa eigin fjár	14,2%	15,6%	15,5%
Ávöxtunarkrafa langtímaskulda	6,4%	6,4%	7,4%
Vegið meðaltal ávöxtunarkröfu (WACC)	11,0%	10,1%	10,4%

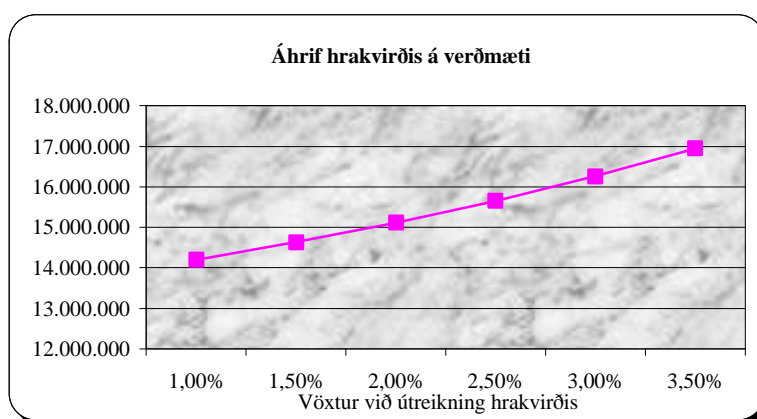
4. Niðurstöður útreikninga og næmnigreining

Miðað við þær forsendur og með þeim fyrirvörum sem hér hafa verið rakin fæst út að samkvæmt núvirðingu á áætluðu sjóðstreymi hafi heildarverðmæti eigna félagsins verið 20,4 milljarðar kr. í árslok 1996, markaðsverðmæti langtímaskulda 6,6 milljarðar kr. og virði eigin fjár 13,8 milljarðar kr. miðað við sjóðstreymi rekstrar. Þar að auki kemur til verðmæti viðbótareigna sem ekki tilheyra almennum rekstri að fjárhæð 1,3 milljarðar kr. þannig að heildarverðmæti eigin fjár er alls 15,1 milljarður

kr. Til samanburðar voru heildareignir samkvæmt stofnefnahagsreikningi 1. janúar 1997 metnar á 18,1 milljarð kr., langtímaskuldir voru 6,8 milljarðar kr. og eigið fé var 11,3 milljarðar kr. Við þennan samanburð eru skammtímaskuldir dregnar frá hreinum veltufjármunum til að fá sambærilega framsetningu fjárhæða.

Niðurstaðan er mjög næm fyrir breytingum á forsendum. Þannig breytist verðmæti eigin fjár um rúma 2,7 milljarða kr. ef forsendu um áætlaðan vöxt (g) eftir lok áætlunartímabilsins er breytt á skalanum frá 1,0 til 3,5%. Þetta er sýnt nánar á mynd 7.

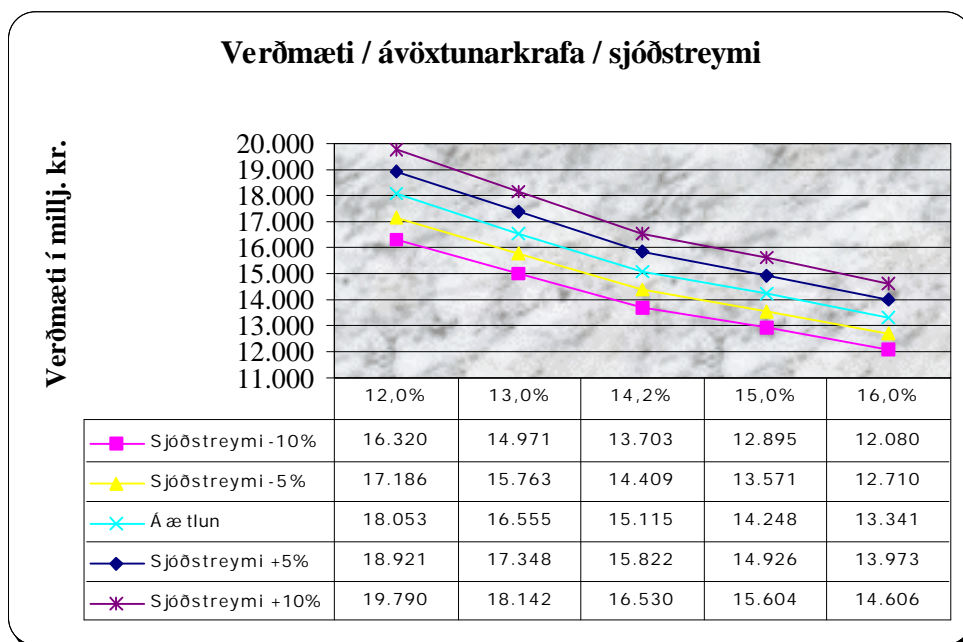
Mynd 7.



Ef forsenda um ávöxtunarkröfu eigin fjár er hækkuð um 0,8%, úr 14,2% í 15%, lækkar markaðsverðmæti eigin fjár um 867 m.kr. Ef ávöxtunarkrafan er hins vegar lækkuð úr 14,2% í 13% eða um 1,2% hækkar markaðsverðmætið um 1.440 m.kr.

Ef áætlað sjóðstreymi er aukið um 5%, miðað við óbreytta ávöxtunarkröfu, hækkar markaðsverðmæti eigin fjár um 707 m.kr., ef það er lækkað um sama hlutfall lækkar verðmætið um 706 m.kr. Ef miðað er við 10% frávik í sjóðstreymi til hækkunar eða lækkunar er bilið milli hæsta og lægsta gildis 2.827 m.kr. Þetta má sjá nánar á mynd 8.

Mynd 8.



Eins og áður sagði gefur útreikningur samkvæmt núvirtu sjóðstreymi þá niðurstöðu að markaðsvirði eigin fjár hafi verið 15,1 milljarðar kr. miðað við þær forsendur sem gefnar hafa verið. Miðað við óvissuna í aðferðafræðinni er ekki óvarlegt að áætla að eðlileg frávíksmörk séu frá 13 til 17 milljarðar kr. og er þá miðað við +/- 1% frávik í ávöxtunarkröfu eigin fjár og +/- 5% frávik í áætluðu sjóðstreymi.

5. V/H-hlutfall

Eins og getið var um í kaflanum um skilgreiningu á virði er algengt og nauðsynlegt að líta til fleiri aðferða en einnar þegar lagt er mat á verðmæti fyrirtækja. Ef til staðar er virkur hlutabréfamarkaður er algengt að horfa á V/H-hlutfall sambærilegra fyrirtækja sem skráð eru á markaði til að sannreyna niðurstöður annarra aðferða. Ekkert fjarskiptafyrirtæki var skráð á innlendum hlutabréfamarkaði á árinu 1996 og er ekki enn. Erfitt er að finna hliðstæðu á erlendum mörkuðum sem er marktæk þar sem Póstur og sími hf. er lítið fyrirtæki í samanburði við alþjóðleg fjarskiptafyrirtæki og samsetning og uppbygging þess er allt önnur vegna pósthjónustunnar. Enn fremur ber að líta til þess að sú aðgerð að skrá félag á virkum hlutabréfamarkaði hefur gjarnan

þau áhrif að V/H-hlutfall þrýstist upp. V/H-hlutfall félagsins er 10 samkvæmt þeirri áætlun sem gerð hefur verið um reksturinn en það er nokkuð lágt miðað við það sem tíðkaðist á þessum tíma hjá stórum erlendum fjarskiptafyrirtækjum. Ef hins vegar er litið til Noregs kemur í ljós að V/H-hlutfall í þeim áætlunum sem gerðar voru við formbreytinguna þar 1994 var 4,7 í meginhluta rekstrarins en 9,3 í þeim hluta sem þegar var rekin í sjálfstæðum hlutafélögum. Í sambærilegri norskrí áætlun 1996 var V/H-hlutfall 9,9.

6. Hreint veltufé

Við stofnun Pósts og síma hf. var til staðar hreint veltufé að fjárhæð 2,3 milljarðar kr. Veltufjárhlutfall var tæplega 2. Það er mat okkar að þetta sé umfram það sem nauðsynlegt var í rekstrarlegum tilgangi. Því er gert ráð fyrir í útreikningum að strax á fyrsta ári í áætluninni sé umtalsverðum hluta þessa umframfjár úthlutað sem arði til hluthafa. Viðbótararðgreiðsla á árinu 1997 er áætluð 1.000 m.kr. og kemur sú fjárhæð til hækkunar á matsvirði eigin fjár félagsins.

7. Óarðbærar rekstrareiningar og eignir sem ekki tengjast rekstri

Þar sem útreikningar á verðmæti út frá núvirtu sjóðstreymi grundvallast á virði eigna út frá framlagi þeirra til rekstrarins, er nauðsynlegt að líta til þess hvort félagið hafi haft yfir að ráða eignum sem ekki voru nauðsynlegar í rekstrarlegum tilgangi og hvort hægt hefði verið að selja einstakar rekstrareiningar sem ekki skiluðu arði og auka með því verðmæti félagsins. Áður hefur komið fram að pósthjónustan hafði verið rekin með umtalsverðu tapi. Sú forsenda var valin að gera ráð fyrir að rekstur hennar yrði réttur af þannig að hún hefði ekki óeðlileg áhrif á heildarverðmæti félagsins. Félagið átti á þessum tíma land í Vatnsendahvarfi og á Rjúpnahæð, alls 160 ha, land í Gufunesi, um 12 ha, og land að Gufuskálum á Snæfellsnesi. Þessar eignir voru að óverulegu leyti tengdar tekjuöflun og því hefði utanaðkomandi fjárfestir hugsanlega getað reiknað með að selja þær. Í upphaflegu mati, sem gert var í tengslum við gerð stofnefnahagsreiknings, voru fasteignir og lönd hækkuð um 556 m.kr. frá bókfærðu verði og má ætla að hæfilegt tillit hafi verið tekið til fyrrgreindra landareigna í þeirri

hækkun. Í áætluninni er gert ráð fyrir að lönd og lóðir í eigu félagsins verði seldar fyrir 300 m.kr. og kemur sú fjárhæð til hækkunar á verðmæti eigin fjár félagsins.

8. Viðskiptavild

Ef niðurstaða á verðmæti félagsins út frá núvirtu sjóðstreymi leiðir til herra verðmats eigna í heild en miðað var við í stofnefnahagsreikningi getur það þýtt annars vegar að eignir hafi verið vanmetnar eða að til staðar sé viðskiptavild sem ekki hefur verið tekið tillit til í mati eignanna sjálfra á sínum tíma. Það hefur ekki efnisleg áhrif á niðurstöðuna hvort umframverðmæti, ef það er talið vera til staðar, er fært til hækkunar á verðmæti eigna í stofnefnahagsreikningi eða sem sjálfstæður eignaliður, viðskiptavild.

9. Niðurstaða

Núvirt sjóðstreymi er fræðilega séð góð aðferð til að meta verðmæti fyrirtækja að því gefnu að hægt sé að áætla sjóðstreymi af ásættanlegri nákvæmni. Ef óvissa er mikil kann aðferðin að vera miður heppileg til að ákvarða verðmæti í stofnefnahagsreikningi.

Svo virðist sem verðmat á eignum félagsins í stofnefnahagsreikningi hafi verið í lægri kantinum en nokkur vafi leiki á hvort það var utan ásættanlegra skekkjumarka. Er þá meðal annars horft til þess fráviks sem fékkst við sambærilegan samanburð á stofnefnahagsreikningi og verðmæti samkvæmt núvirtu sjóðstreymi þegar norska ríkissímafyrirtækinu var breytt í hlutafélag. Að öllum gögnum virtum og miðað við eðlilega varfærni er það mat starfshópsins að virði félagsins hafi verið 15.100 m.kr. hinn 1. janúar 1997. Telur starfshópurinn að matsverðið sé það mikið yfir hreinu verðmæti samkvæmt stofnefnahagsreikningi Pósts og síma hf. að nauðsynlegt sé að gera breytingar á reikningum félagsins.

Til samanburðar má geta þess að samkvæmt stofnefnahagsreikningi Pósts og síma hf. var eigið fé fyrirtækisins 11.300 m.kr. Auk þess kemur fram í áliti samkeppnisráðs nr. 6/1999 að fastafjármunir fyrirtækisins hafi verið vanmetnir og að viðskiptavild hafi

ekki verið metin og feli það í sér vanmat á stofnefnahagsreikningi fyrirtækisins um a.m.k. 10.000 m.kr. eða sem jafngildir hreinni eign að fjárhæð a.m.k. 21.300 m.kr.

Það er álit starfshópsins að allar breytingar sem gerðar verði skuli færðar í reikningum Landssíma Íslands hf. Ástæða þess er að forsendur þær sem starfshópurinn ákvað til grundvallar útreikningum á verðmatinu miðuðust við að jákvæð afkoma væri af póstreksstrinum sem leiðir til þess að óverulegur munur er á milli mats starfshópsins og þess mats sem lagt var á Íslandspóst hf. við stofnun hans í ársbyrjun 1998. Matsbreytingin telst því öll tilheyra símareksstrinum.

Reykjavík, 8. apríl 2000

Heimir Haraldsson

Hjörleifur Pálsson

Skarphéðinn B. Steinarsson

VIÐAUKI. ÚTPRENTUN Á LÍKANI