



ТРИБУНА МОЛОДЫХ УЧЕНЫХ

УДК 338.2:621.311

Е.Н. Хлебников

МОДЕЛЬ ДРАЙВЕРОВ РОСТА СТОИМОСТИ ТЕРРИТОРИАЛЬНЫХ ГЕНЕРИРУЮЩИХ КОМПАНИЙ

В статье представлены результаты исследования эффективности деятельности территориальных генерирующих компаний. Описаны ключевые факторы, влияющие на стоимость акций. Кратко описаны процесс и логика формирования модели драйверов роста стоимости. Проанализировано влияние драйверов на изменение стоимости в соответствии с разработанной моделью.

Ключевые слова: эффективность, драйверы роста стоимости, модель управления.

E.N. Khlebnikov

THE COST GROWTH DRIVERS MODEL OF TERRITORIAL GENERATING COMPANIES

The research results of territorial generating companies' activity efficiency are presented in the article. Key factors influencing the stock value are described. The process and logic of cost growth drivers' model formation are revealed. The analysis of drivers influence on the cost changes according to the elaborated model is conducted.

Key words: effectiveness, cost growth drivers, control model.

Введение. Российская энергетика является важнейшей структурной составляющей экономики, поэтому ее реформа была и остается важным фактором сохранения энергонезависимости России [4]. Предпосылками для реформирования стали высокий износ генерирующих мощностей, низкие показатели эффективности работы станций и отсутствие стимулов для их повышения, перебои с поставками электроэнергии и появление энергодефицитных регионов [3, с.6]. Для обеспечения надежности энергоснабжения экономики требовалось привлечение в отрасль инвестиций в объемах, которые не могли быть выделены из государственного бюджета и обеспечены тарифами.

Одним из ключевых аспектов реформы было привлечение средств финансирования инвестиций в модернизацию мощностей, которые, с одной стороны, должны были быть получены в результате приватизации, а с другой – в результате эффективной работы предприятий для возможности привлечения средств с помощью рынка ценных бумаг. Однако привлечение частных инвестиций было невозможно без изменения основных принципов организации отрасли – то есть без формирования конкурентной среды и реорганизации региональных вертикально интегрированных монополий, создания крупных специализированных компаний, стремящихся к максимизации прибыли в условиях новой системы эффективных рыночных отношений.

Проведенный в результате исследования анализ публичной отчетности энергетических компаний показал, что в послереформенный период работы (2008–2010 гг.) более стабильно достигают высокого положительного значения показателя чистой прибыли оптовые генерирующие компании, а также энергокомпании с контрольным пакетом акций, находящихся в государственной собственности, такие как РусГидро, Федеральная сетевая компания, холдинг «Межрегиональные распределительные сетевые компании», в отличие от территориальных генерирующих компаний (далее – ТГК).

На начало 2012 года большинство ТГК находятся на стадии модернизации устаревших производственных мощностей, продолжают процессы оптимизации численности персонала. Некоторые территориальные генерирующие компании не могут достигнуть положительного финансового результата (чистая прибыль) либо имеют незначительную прибыль после реформирования ОАО РАО «ЕЭС России»: ТГК-2, ТГК-6, ТГК-12 (ОАО «Кузбассэнерго»), ТГК-13 (ОАО «Енисейская ТГК»), ТГК-14. При этом стоимость акций ТГК на фондовом рынке также растёт незначительно или снижается.

Цель исследования. Определить факторы, влияющие на стоимость акций ТГК, и сформировать модель драйверов роста стоимости ТГК, то есть определить набор взаимосвязанных показателей и индикаторов, оказывающих влияние на стоимость акций ТГК.

Реализация цели предусматривала решение следующих задач:

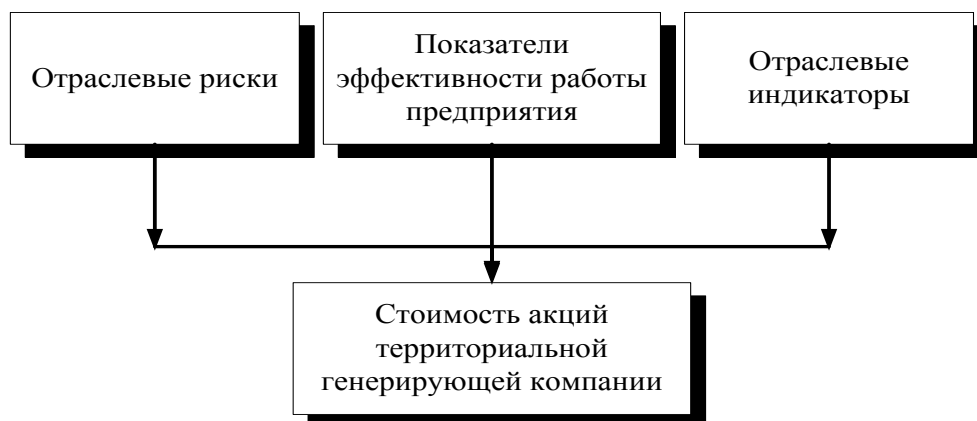
- исследование критериев эффективности работы и анализ показателей деятельности территориальных энергетических компаний;
- разработка в рамках модели управления эффективностью дерева драйверов роста операционной эффективности, то есть системы показателей деятельности, учитывающей отраслевую специфику и являющейся системой индикаторов проблемных областей в операционной деятельности ТГК;
- исследование отраслевых факторов, влияющих на стоимость акций территориальных генерирующих компаний;
- разработка модели драйверов роста стоимости территориальных генерирующих компаний, включающей показатели эффективности и отраслевые факторы, влияющие на стоимость акций.

Во главу угла исследования поставлено понятие эффективности деятельности компании. Понятие эффективности многоуровневое: от производительности труда конкретного рабочего до повышения рыночной стоимости компании. Эффективность – это процесс непрерывного достижения взаимосвязанных поставленных целей [2]. Венцом эффективности работы компании является ее рыночная стоимость – аналитический показатель, представляющий собою оценку стоимости компании с учётом всех источников её финансирования.

Для формирования модели драйверов роста стоимости необходимо было использование относительных показателей, так как ТГК имеют разные производственные мощности и, как следствие, разные финансовые обороты. Было сделано допущение, что цена акций – это показатель составной и приростный, то есть складывается за счет изменения других показателей, которые поэтому являются драйверами роста стоимости. За период анализа были взяты 2008–2010-е годы, так как именно к началу 2008 года была закончена приватизация территориальных генерирующих компаний. Стоит также подчеркнуть то, что разработанная модель драйверов роста стоимости подтверждает наличие прямой статистической закономерности между средневзвешенной ценой акций, которая складывается на конец календарного года и отражена на Фондовой бирже ММВБ, и входящими в ее состав показателями.

Модель драйверов роста стоимости ТГК, таким образом, имеет следующую логику построения. Результирующим показателем эффективности деятельности ТГК, а следовательно, и модели драйверов роста стоимости выбран показатель стоимости акций как показатель роста капитализации компании и высшей цели бизнеса. Определена группа показателей деятельности, влияющих на стоимость акций ТГК посредством корреляционно-регрессионного анализа. Данные показатели называются драйверами роста и изменения стоимости акций, поэтому менеджмент ТГК должен внимательно изучать, анализировать их изменение и по возможности управлять их динамикой в необходимом для повышения стоимости акций направлении.

В исследовании рассматривается набор показателей, изменение которых статистически имеет связь с изменением стоимости акций ТГК. Эти показатели были сгруппированы следующим образом (рис.).



Структура модели драйверов роста стоимости ТГК

Рассмотрим далее формирование модели драйверов роста стоимости ТГК. При исследовании стоимости акций стоит сказать о существующих подходах и методах ее определения. Классические методы фундаментального и технического анализа были разработаны специалистами, работающими на фондовом рынке, и для них предназначены. Данные специалисты, не работая во всех компаниях, чьи ценные бумаги обращаются на фондовом рынке, по сути его механизма коллективно решают, сколько будет стоить акция в тот или иной момент времени исходя, с одной стороны, из своих ожиданий, с другой – имея информацию о результатах деятельности [3]. Зачастую непонятно изменение и размерность изменения стоимости акций, которая может быть вызвана спекулятивными действиями. В стремительно меняющейся ситуации стандартные методы фундаментального анализа лишь частично описывают происходящее с акциями российских компаний.

Для сравнительной оценки компаний энергетике со среднеотраслевыми значениями и показателями предприятий-аналогов важнейшими показателями могут использоваться:

- показатель капитализация/установленная мощность;
- показатель капитализация/производство электро- и теплоэнергии;
- показатель рыночная цена акции на чистую прибыль на одну акцию;
- показатель капитализации к объемам продаж;
- показатель капитализации к собственному капиталу.

Использование этих коэффициентов имеет смысл только при сравнении их с показателями других компаний, а также при анализе их динамики. Лишь на основе расчета коэффициентов невозможно сказать, что та или иная компания недооценена или переоценена рынком. При оценке компаний с помощью сравнительного анализа коэффициентов рыночной стоимости необходимо учитывать такие факторы, как финансовая устойчивость, рентабельность, перспективы роста.

Представленные показатели формируют лишь относительную картину успешности энергокомпаний. Проведенное исследование показывает, что существуют конкретные индикаторы, оказывающие статистически значимое влияние на изменение стоимости акций энергокомпаний.

Драйверы роста стоимости стоит разрабатывать, рассматривая основные приоритеты и проблемы развития компании, среди которых руководство ТГК выделяют следующие:

- снижение себестоимости производимой энергии с целью повышения конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности компании;
- модернизация и техническое перевооружение производства;
- увеличение рыночной стоимости компании;
- укрепление лидирующего положения на рынке электрической и тепловой энергии, расширение доли рынка;
- социальная ответственность бизнеса.

Управление первыми двумя и последними двумя приоритетами развития может обеспечиваться правильно выстроенной финансовой моделью с выделенными операционными драйверами роста эффективности и в связи с системой сбалансированных показателей, включающих в себя нефинансовые показатели эффективности. Приоритет «увеличение рыночной стоимости» может иметь решение в разработанной стратегической модели управления стоимостью компании, в которой однозначно определяются показатели и факторы, влияющие на рыночную стоимость компании [1, с.15].

В рамках исследования были рассмотрены следующие отраслевые индикаторы в регионах присутствия ТГК:

- индекс промышленного производства;
- индекс цен производства и распределения электроэнергии, газа и воды;
- объем отгруженных товаров по виду экономической деятельности "Производство и распределение электроэнергии, газа и воды";
- рост тарифов на энергию;
- потребление электроэнергии.

Также были проанализированы следующие показатели эффективности работы предприятия, использованные для формирования модели драйверов роста стоимости:

- рентабельность чистых активов;

- коэффициент прибыли на установленную мощность;
- выработка на установленную мощность;
- коэффициент прибыли на акцию;
- коэффициент соотношения инвестиций к выручке;
- коэффициент эффективности производственных мощностей;
- драйвер роста операционной эффективности по топливной составляющей;
- средняя стоимость выработанного 1 МВт/час энергии;
- драйвер роста операционной эффективности по уровню инвестиций;
- стоимость единицы условного топлива;
- стоимость расхода топлива на 1 МВт/час энергии.

Данные показатели эффективности работы предприятия были сформированы в финансовую модель с выделением операционных драйверов роста эффективности, которая имеет следующий вид:

$$RONA_j = RNOA_j \cdot \frac{NOA_{j-1}}{NA_{j-1}} + RFA_j \cdot \frac{FA_{j-1}}{NA_{j-1}},$$

$$RONA_j = (((1 - K_j^C - K_j^M - K_j^A - K_j^T) + OOPM_j) \cdot \left(\frac{1}{KE^{NCA} + KE^C + KE^W} \right)) \cdot \frac{NOA_{j-1}}{NA_{j-1}} + RFA_j \cdot \frac{FA_{j-1}}{NA_{j-1}},$$

где RONA – рентабельность чистых активов;
 RNOA – рентабельность чистых операционных активов;
 RFA – рентабельность финансовых активов;
 NA – чистые активы;
 NOA – чистые операционные активы;
 FA – финансовые активы;
 OPM – маржа операционной прибыли;
 ATO – оборачиваемость активов;
 K^C – коэффициент себестоимости продаж;
 K^M – коэффициент коммерческих расходов;
 K^A – коэффициент управленческих расходов;
 K^T – эффективность управления налогами;
 OOPM – маржа прочей операционной прибыли;
 KE^{NCA} – капиталоемкость по внеоборотным активам;
 KE^C – по денежным средствам;
 KE^W – по неденежным элементам рабочего капитала.

Для массива данных по представленным отраслевым индикаторам и показателям эффективности работы ТГК была проведена процедура корреляционно-регрессионного анализа и построена модель зависимости изменения стоимости акций ТГК от перечисленных показателей с использованием пакета Statistica 8.0.

С помощью корреляционного анализа была установлена статистическая связь и между изменением средневзвешенной цены акций ТГК на конец года (ΔP) и следующими показателями:

- изменение коэффициента инвестиции на выручку ($\Delta KИВ$);
- изменение коэффициента прибыли на установленную мощность ($\Delta KПUM$);
- изменение потребления электроэнергии в регионах присутствия ТГК ($\Delta ЭП$).

Таким образом, данные показатели оказывают статистически существенное влияние на изменение стоимости акций ТГК, то есть являются драйверами роста стоимости акций. Опишем далее каждый из них.

Коэффициент инвестиции на выручку ($\Delta KИВ$). Территориальные генерирующие компании имеют сложные корпоративные связи собственности. Довольно сложно оценить их возможности финансирования значительных инвестиционных проектов только исходя из уровня полученной прибыли, которая влияет на возможность привлечения заемных средств и часть которой идет в фонд возмещения стоимости, а зачастую прибыль ТГК имеет отрицательную. Поэтому оценку реализации инвестиционной программы необходимо делать в сравнении с показателем полученной выручки от продаж, так как только это соотношение показывает масштаб инвестиции и в перспективе сроки реализации инвестиционной программы с учетом корпора-

тивных возможностей холдинговых структур, частью которых является ТГК. Это соотношение также позволяет понять серьезность намерений собственников, что положительно влияет на стоимость ТГК.

Коэффициент прибыли на установленную мощность (ΔКПУМ). Универсальный показатель для сравнения предприятий энергетического сектора, используемый участниками фондового рынка.

Потребление электроэнергии в регионах присутствия ТГК (ΔЭП). Показатель, оценивающий перспективность промышленного роста регионов, в которых присутствуют ТГК.

Построенное уравнение множественной регрессии и, соответственно, модель драйверов роста стоимости территориальных генерирующих компаний имеет следующий вид:

$$\Delta P = 0,47677 + 1,55152 \times \Delta KIB + 0,10644 \times \Delta KПУМ + 9,72595 \times \Delta ЭП .$$

Обязательной является проверка качества построенной модели, заключающаяся в следующем. Сравнивая расчетную t-статистику коэффициентов уравнения с табличным значением, заключаем, что все коэффициенты регрессии при переменных значимы. Коэффициенты уравнения показывают количественное воздействие каждого фактора на результативный показатель при неизменности других. Множественный коэффициент корреляции построенной модели (Multiple R) $R = 0,86$ – высок, что говорит о сильной связи между исследуемыми факторами.

Коэффициент детерминации (R Square) $R^2 = 0,73$, что говорит о том, что 73% вариации переменной средневзвешенной цены акций ТГК (ΔP) объясняется вариацией остальных переменных, а 25% приходится на долю других неучтенных факторов. Критическое (табличное) значение критерия Фишера превышает расчетное.

Выводы. Цена акций – показатель сложносоставной и связан с большой неопределенностью рынка в целом. Поэтому при анализе изменения стоимости акции должна использоваться вся доступная информация о компании. В первую очередь изучается финансовая отчетность: баланс, отчет о финансовых результатах и отчет о движении наличных средств. На основе данных финансовой отчетности рассчитываются важнейшие показатели деятельности компании, включенные в разработанную модель драйверов роста стоимости. Большое внимание стоит уделить анализу сильных и слабых сторон компании, изучению рынков сбыта и сравнению с конкурентами, оценке качества управления и других факторов, способных оказать влияние на состояние предприятия и, как следствие, на его инвестиционную привлекательность. Зная ключевые индикаторы роста и показатели эффективности предприятия, включенные в разработанную модель драйверов роста стоимости, можно успешно выполнять поставленные задачи операционного и стратегического уровня.

Литература

1. Волков Д.Л. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компании: проблема совместимости // Вестн. Санкт-Петерб. ун-та. – 2004. – №3. – С.3–36
2. Каплан Р.С., Нортон Д.П. Организация, ориентированная на стратегию: пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2003. – 416 с.
3. Коттл С., Мюррей Р.Ф., Блок Ф.Е. Анализ ценных бумаг: пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – 704 с.
4. Основные положения (концепция) технической политики в электроэнергетике России на период до 2030 г. – М., 2008. – URL: http://www.rao-ees.ru/ru/invest_inov/concept_2030.pdf.

