

СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА КАК КРИТЕРИЙ РАЗРАБОТКИ СТРАТЕГИИ РАЗВИТИЯ ЭНЕРГЕТИЧЕСКОЙ КОМПАНИИ

Разработаны варианты прогноза деятельности энергетической компании на основе максимизации критерия стоимости инвестированного капитала. Проанализировано влияние различных методов и способов расчета инвестированного капитала на величину стоимости инвестированного капитала. Даны рекомендации по повышению инвестиционной привлекательности энергетической компании с базовой отрицательной стоимостью бизнеса.

Ключевые слова: энергетический бизнес, методы оценки стоимости, инвестированный капитал.

Существенное повышение инвестиционной привлекательности энергетических компаний является одной из приоритетных задач реформирования энергетики и жилищно-коммунального хозяйства. В связи с этим особую актуальность приобретают вопросы оценки стоимости энергетического бизнеса с учетом отраслевых особенностей.

Сфера теплоснабжения – это регулируемая отрасль, ценообразование на рынке тепловой энергии подлежит государственному регулированию, поэтому компании, работающие в сфере теплоснабжения, постоянно сталкиваются с необходимостью выработки стратегии, позволяющей обеспечить жизнеспособность и развитие компании, несмотря на ограничение тарифов на тепловую энергию предельными индексами. Современная экономическая теория опирается на концепцию выработки стратегии предприятия на основе максимизации стоимости бизнеса, так как только этот

показатель позволяет оценить перспективы компании в долгосрочном периоде [1–4].

Общеизвестно [1, 2], что стоимость бизнеса действующих компаний рекомендуется определять преимущественно на основе доходного подхода, который базируется на дисконтировании будущих денежных потоков. Рассмотрим некоторые методы оценки стоимости компаний на основе доходного подхода.

1. Метод дисконтирования свободного денежного потока

Оценка стоимости компании методом дисконтированных денежных потоков основывается на показателе, называемом «свободный денежный поток» – *FCF*. Согласно [1] показатель *FCF* рассчитывается по выражению:

$$FCF = NOPLAT - \Delta IC, \quad (1)$$

где *NOPLAT* – чистая операционная прибыль после налогообложения, но до вычета процентов, причем при расчете налога на прибыль не учитывается уменьшение налогооблагаемой базы из-за уплаты процентов по заемным средствам, то есть выполняется соотношение: $NOPLAT = EBIT \cdot (1 - t)$, где

¹ Мунц Юлия Георгиевна – кандидат технических наук, доцент кафедры систем управления энергетикой и промышленными предприятиями Уральского федерального университета имени первого Президента России Б.Н. Ельцина; e-mail: Julia@rgaz.usg.ru

$EBIT$ – прибыль до уплаты процентов и налогов; t – ставка налога на прибыль;

ΔIC – изменение величины инвестированного капитала IC , или «чистые инвестиции».

Необходимо иметь в виду, что при расчете величины FCF по выражению (1) принимается, что амортизация полностью используется на воспроизводство основных средств, так что понятие «чистые инвестиции» – это инвестиции, производимые дополнительно, сверх амортизационных отчислений.

По методу FCF в общем случае стоимость капитала V компании определяется в виде

$$V = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{FCF_j}{(1 + WACC_j)^j}, \quad (2)$$

где $WACC_j$ – средневзвешенная стоимость инвестированного капитала компании в j -й год, которую в современных российских условиях целесообразно определять по выражению, учитывающему особенности налогообложения при уплате процентов за пользование заемными средствами:

$$WACC = k_d \cdot (1 - t) \cdot r_{d1} + k_d \cdot r_{d2} + k_p \cdot r_p + k_s \cdot r_s, \quad (3)$$

где k_d , k_p , k_s – доля в инвестированном капитале заемных средств, привилегированных акций и обыкновенных акций соответственно;

r_p , r_s – стоимость привлечения привилегированных акций и обыкновенных акций соответственно;

t – ставка налога на прибыль;

r_{d1} и r_{d2} – стоимость привлечения заемных средств (процентная ставка), уменьшающая и не уменьшающая налогооблагаемую базу соответственно. Необходимо отметить, что должно выполняться равенство: $r_{d1} + r_{d2} = r_d$, где r_d – общая стоимость привлечения заемных средств (процентная ставка).

Выражение (3) учитывает особенности налогообложения с учетом процентов по заемным средствам согласно Налоговому кодексу Российской Федерации [5].

2. Метод дисконтирования экономической добавленной стоимости (EVA)

По методу EVA (см., например, [1], [2]) стоимость инвестированного капитала компании рассчитывается по выражению:

$$V = IC_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{NOPLAT_j - WACC_j \cdot IC_{j-1}}{(1 + WACC_j)^j}. \quad (4)$$

Выражение $[NOPLAT - WACC \cdot IC]$ называется экономической добавленной стоимостью (EVA). В [1] и [2] при определении данного показателя не указывается, что в расчете стоимости компании необходимо учитывать величину инвестированного капитала за предыдущий период (IC_{j-1}), но равенство выражений (2) и (4) доказывается математически именно при этом предположении.

3. Метод дисконтирования чистого прироста инвестированного капитала

Данный метод можно отнести к разновидности метода EVA , но при некоторых условиях результаты оценки с использованием EVA и чистого прироста инвестированного капитала могут отличаться.

Выражение для расчета прироста инвестированного капитала в j -й год (ΔIC_j) записывается в следующем виде:

$$\Delta IC_j = EBIT_j - (EBIT_j - R_{1j}) \cdot t - D_j - R_j + CF_j^d + CF_j^p + CF_j^s, \quad (5)$$

где $R_{1j} = k_d \cdot r_{d1} \cdot IC_{j-1}$ – сумма процентов, уменьшающих налогооблагаемую базу для расчета налога на прибыль;

$Di = k_s \cdot r_s \cdot IC_{j-1}$ – сумма уплачиваемых дивидендов;

$R_j = kd \cdot rd \cdot IC_{j-1}$ – общая сумма процентов, подлежащих уплате (как уменьшающих, так и не уменьшающих налогооблагаемую базу);

CF_j^d – дополнительный денежный поток, сформированный за счет заемных средств и направленный на инвестиции;

CF_j^p – дополнительный денежный поток, сформированный за счет дополнительного выпуска привилегированных акций и направленный на инвестиции;

CF_j^s – дополнительный денежный поток, сформированный за счет дополнительного выпуска обыкновенных акций и направленный на инвестиции.

После ряда математических преобразований с учетом выражения (3) получим выражение для расчета прироста инвестированного капитала:

$$\Delta IC_j = NOPLAT_j - WACC_j \cdot IC_{j-1} + CF_j^d + CF_j^p + CF_j^s, \quad (6)$$

где $WACC_j$ – величина средневзвешенной стоимости капитала в j -й год.

Тогда величина свободного денежного потока с учетом (1) и (6) может быть записана в виде

$$FCF_j = WACC_j \cdot IC_{j-1} - CF_j^d - CF_j^p - CF_j^s. \quad (7)$$

В результате получим выражение для определения стоимости компании с использованием величины чистого прироста инвестированного капитала:

$$V = IC_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{\Delta IC_j - CF_j^d - CF_j^p - CF_j^s}{(1 + WACC_j)^j}. \quad (8)$$

Выражение (8) чрезвычайно удобно для оценки стоимости капитала компании при недостатке исходной информации, когда, например, исходные данные ограничиваются бухгалтерским

балансом компании, в частности, для проведения экспресс-оценки.

Рассмотрим процесс выработки стратегии развития предприятия, в основе которого находится принцип максимизации стоимости бизнеса, определенной в соответствии с описанными выше методами, на примере крупной теплоэнергетической компании, работающей на рынке теплоснабжения Свердловской области, в 11 муниципальных образованиях.

Результаты операционной деятельности компании в разрезе территориальных подразделений (филиалов) по итогам 2010 года представлены на рис. 1.

Очевидно, что филиал № 8 является абсолютно убыточным, так как операционная прибыль (выручка от реализации за вычетом переменных затрат и затрат на оплату труда производственного персонала) составляет отрицательную величину. Кроме того, показатель валовой прибыли (операционной прибыли за вычетом цеховых расходов) по филиалу № 1 также меньше нуля, то есть данный филиал не в состоянии внести какой-либо вклад в покрытие общехозяйственных (управленческих) затрат компании. Фактическая величина чистой прибыли компании по итогам 2010 года – отрицательна.

Для оценки жизнеспособности компании в долгосрочной перспективе произведен расчет стоимости ее инвестированного капитала при предположении, что базовые соотношения прибылей и убытков в динамике останутся неизменными и компания не будет привлекать какие-либо существенные инвестиционные ресурсы для повышения эффективности своей деятельности, за исключением инвестиций в размере амортизационных отчислений, необходимых для простого воспроизводства основных средств. В качестве исходной информации принято, что коэффициент инфляции в динамике снижается с 1 % годовых

в год с начала расчета до 6 % годовых, начиная с 5-го года. Процентная ставка по заемному капиталу – 16 % годовых, в том числе 14,85 % годовых – ставка, уменьшающая налогооблагаемую базу. 80 % чистой прибыли (при ее наличии) расходуется на выплату дивидендов, 20 % – на дополнительные инвестиции. Расчеты произведены тремя описанными выше методами двумя способами, а именно: 1) упрощенный – с применением «расчетного» налога на прибыль; 2) точный расчет.

Использование «расчетного» налога на прибыль – это идеальный способ расчета, предполагающий, что при возникно-

вании отрицательной налогооблагаемой прибыли возможно непосредственное и немедленное возмещение налога из бюджета денежными средствами (то есть величина налога на прибыль также отрицательна). Точный расчет предполагает в случае отрицательной налогооблагаемой прибыли, что текущий налог на прибыль равен нулю, а возмещение налога производится зачетом в счет будущих платежей в бюджет.

Результаты расчета стоимости инвестированного капитала компании в существующем состоянии приведены в таблице в виде характеристик «базового» варианта. При использовании «расчет-

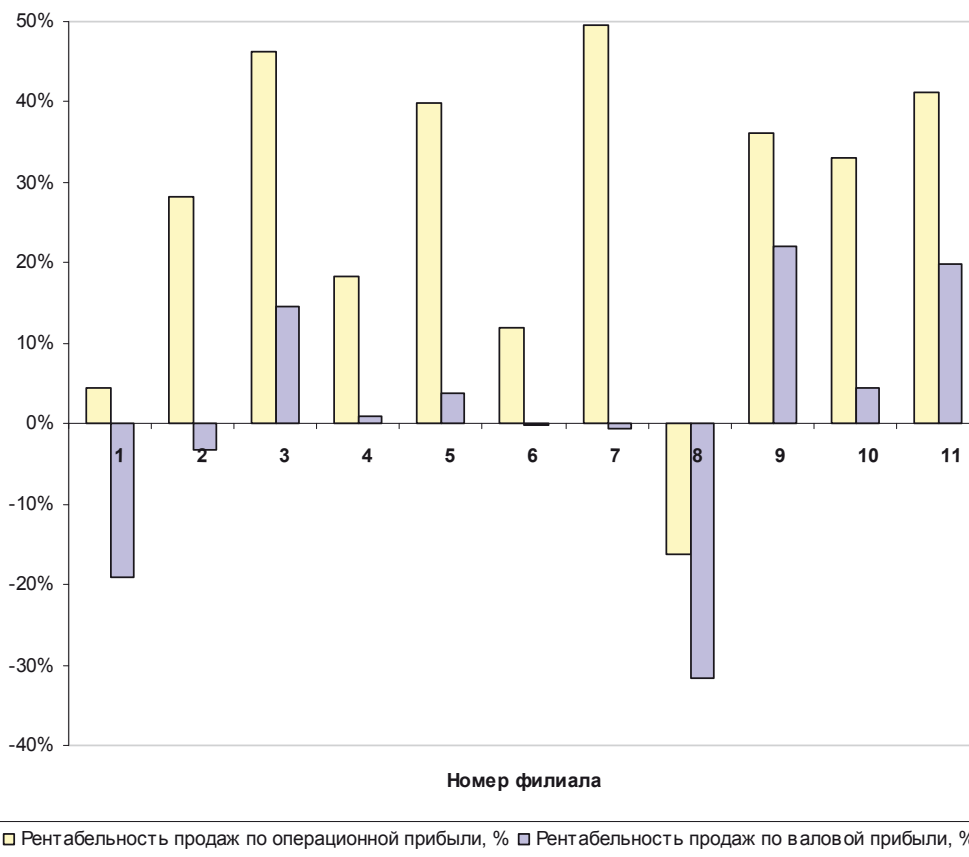


Рис. 1. Рентабельность работы филиалов теплоснабжающей компании в 2010 г.

Варианты реорганизации предприятия

Показатель / варианты	Базовый вариант	Вариант 1	Вариант 2	Вариант 3	Вариант 4
Характеристика варианта	Исходное состояние	Отказ от эксплуатации котельных в подразделениях 1 и 8	Реализация инвестиционной программы в подразделениях 1 и 8	Реализация инвестиционной программы в подразделении № 1, ликвидация подразделения № 8	Реализация инвестиционной программы в подразделении № 8, ликвидация подразделения № 1
Инвестиции, тыс.руб. без НДС	0	0	180 288	94 230	86 058
Величина внеоборотных активов в первый год реализации инвестиционной программы, тыс.руб.	403 530	403 530	584 413	497 760	489 756
Прибыль до налогообложения в первый год реализации инвестиционной программы, тыс.руб. без НДС	-65 219	-9 351	6 592	-6 688	3 929
Прирост рентабельности внеоборотных активов, % годовых	0	13,8	12,3	11,8	14,1
Стоимость инвестированного капитала компании (учет расчетного налога на прибыль), тыс.руб.	-83 518	400 677	391 467	393 641	406 217
Стоимость инвестированного капитала компании (расчет по 1 и 2 методам с учетом точного налога на прибыль), тыс.руб.	-42 364	395 950	385 443	387 844	403 080
Стоимость инвестированного капитала компании (расчет по 3 методу с учетом точного налога на прибыль), тыс.руб.	-135 848	398 493	385 473	389 291	404 432

ного» налога на прибыль все три метода приводят к одинаковому результату: стоимость инвестированного капитала составляет отрицательную величину и равна (- 83 518 тыс. руб.). Учет точного налога на прибыль приводит к разным результатам: стоимость инвестированного капитала, рассчитанная по 1-му и 2-му методу и равная (-42 364 тыс. руб.), существенно превышает стоимость, рассчитанную по 3 методу (-135 848 тыс. руб.). Принимая за основу принцип пессимизма при определении стоимости бизнеса, необходимо отметить, что для компаний с низкой стоимостью, близкой к нулю, применение третьего метода (по приросту инвестированного капитала) будет приводить к более осторожной оценке величины стоимости, что является предпочтительным.

Учитывая убыточность и отрицательную стоимость компании, руководством и акционерами рассмотрены 4 стратегических варианта дальнейшей деятельности предприятия, три из которых направлены на полную или частичную ликвидацию убыточных подразделений компании, а четвертый ориентирован на сокращение операционных издержек и потерь, и сохранение всех филиалов.

Характеристика вариантов представлена в таблице. При оценке эффективности мероприятий принято, что управленческие затраты остаются неизменными и экономия затрат сохраняется в тарифах на тепловую энергию.

Зависимость стоимости инвестированного капитала компании от прироста рентабельности внеоборотных активов, возникающего в результате реализации того или иного варианта,

представлена на рис. 2. Очевидно, что эта зависимость не является прямой, то есть величина прироста рентабельности внеоборотных активов, хотя и является характеристикой эффективности того или иного варианта развития компании, не может использоваться в качестве критерия выбора оптимальной стратегии развития.

Из таблицы и рис. 2 следует, что, вне зависимости от метода и способа расчета величины стоимости, наиболее предпочтительным вариантом дальнейшего развития компании является вариант № 4, при котором филиал № 1 ликвидируется, а в филиале № 8 реализуется инвестиционная программа, необходимая сумма инвестиций составляет 86 058 тыс.руб. без НДС. Необходимо отметить, что при ограниченности или полном отсутствии инвестиционных ресурсов приоритетным является вариант № 1 (ликвидация обоих убыточных филиалов), реализация которого приводит также к существенному росту стоимости инвестированного капитала компании, и величина стоимости в этом случае всего на 1,5 % меньше, чем при выборе оптимального варианта № 4.

Анализ динамики средневзвешенной стоимости капитала показывает, что эта величина существенно изменяется с течением времени, принимая постоянный уровень только по истечении 150–200 лет с начала расчета, поэтому расчет постпрогнозных показателей должен производиться, начиная с соответствующего периода. Динамика средневзвешенной стоимости капитала для оптимального, с точки зрения величины стоимости варианта № 4, приведена на рис. 3.

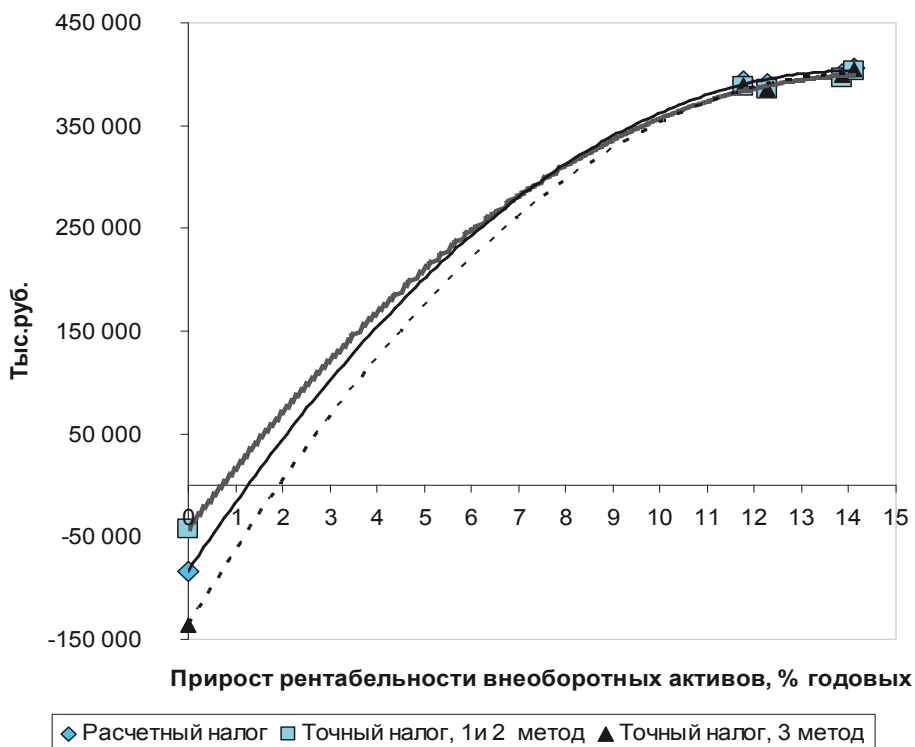


Рис. 2. Стоимость рентабельности внеоборотных активов, % годовых

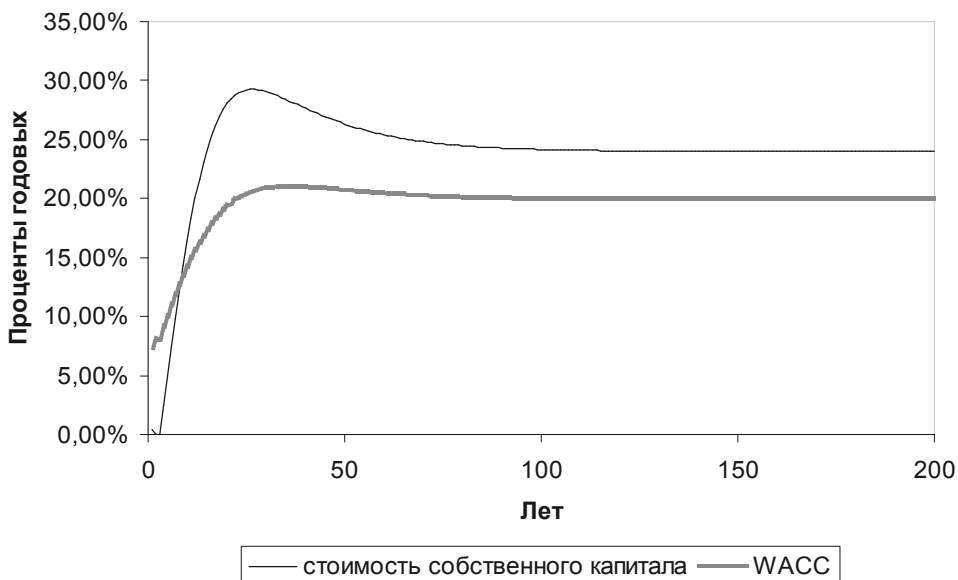


Рис. 3. Динамика стоимости капитала (вариант 4)

Список использованных источников

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: ЗАО «Олимп-бизнес», 2004. 576 с.
2. Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2004. 736 с.
3. Эванс Ф.Ч., Бишоп Д.М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 332 с.
4. Мунц Ю.Г. Особенности оценки стоимости энергетического бизнеса при расширении деятельности // Вопросы управления энергетикой и промышленными предприятиями в условиях реформирования: сб. докл. Екатеринбург: УГТУ-УПИ, 2006. 312 с.
5. Налоговый кодекс Российской Федерации // СПС КонсультантПлюс.
6. Гительман Л.Д., Бокова О.В. Стратегический анализ стоимости энергетического бизнеса // Вестник УрФУ. Серия экономика и управление. 2011. № 2.
7. Елисеева К.П., Семериков М.А., Семериков С.А. Использование конкурентной среды для развития электросетевой компании // Вестник УрФУ. Серия экономика и управление. 2011. № 3.
8. Мунц Ю.Г. Концептуальная модель реформирования системы теплоснабжения региона // Вестник УрФУ. Серия экономика и управление. 2011. № 5.
9. Половнев С.В. О формировании целевых интересов в сфере обеспечения энергетической безопасности // Вестник УрФУ. Серия экономика и управление. 2011. № 1.
10. Ключев Ю.Б., Джаманбалин Б.К. Выбор организационно-финансовой формы предприятий электроэнергетики // Вестник УГТУ-УПИ. Серия экономика и управление. 2010. № 6.