

Л.М. Гительман, канд. экон. наук, проф.,
г. Екатеринбург,
О.В. Бокова, соискатель,¹
г. Пермь

СТРАТЕГИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ СТОИМОСТИ ЭНЕРГЕТИЧЕСКОГО БИЗНЕСА

В статье представлена модель управления развитием для территориальной генерирующей компании ОАО «ТГК-9», позволяющая осуществлять стратегический анализ по всем ее центрам создания стоимости. На основе модельных расчетов получена информация для формирования стратегических паспортов кластеров, на которые разделена компания в процессе управления. Они являются основой аналитической базы для принятия управленческих решений по развитию или реструктуризации каждого кластера в целях наращивания стоимости бизнеса ОАО «ТГК-9».

Ключевые слова: стратегический анализ, энергетический бизнес, паспорт кластера, реструктуризация, управленческое решение.

При оценке любого бизнеса необходимо учитывать отраслевую специфику. Выделим основные особенности энергетических компаний, которые необходимо учитывать при оценке их стоимости:

- наличие государственного регулирования;
- постоянные изменения в законодательстве;
- высокий износ инфраструктуры;
- значительная потребность в инвестициях;
- региональный аспект (конкурентные преимущества компаний в различных регионах);
- устаревший состав генерирующего оборудования.

Для оценки стоимости акций энергетических предприятий часто используются специальные отраслевые коэффициенты, например стоимость компании на киловатт установленной мощности (EV/кВт). В Европе этот коэффициент имеет значение от 1200 долл. до 2400 долл. на кВт. На развивающихся рынках, в частности бразильском, стоимость энергетических компаний составляет около 800 долл. за кВт. Российские компании оцениваются в 350–550 долл. за кВт. Во многом разница стоимости активов объясняется низким коэффициентом полезного действия (КПД) производства электроэнергии в России (33–38 %), в то время как за рубежом – 50–55 %, а на новых парогазовых установках КПД достигает 58 % [1, 2].

Выделим два ключевых вопроса роста стоимости бизнеса во вновь созданных энергетических компаниях:

- 1) выбор бизнес-модели, или цепочки создания стоимости;
- 2) формирование системы управления компанией, нацеленной на рост стоимости бизнеса.

¹ Гительман Лариса Михайловна – кандидат экономических наук, профессор кафедры систем управления энергетикой и промышленными предприятиями Уральского федерального университета имени первого Президента России Б.Н.Ельцина; e-mail: 2stein@mail.ru
Бокова Ольга Викторовна – заместитель руководителя департамента по перспективному развитию филиала ЗАО «КЭС» «Генерация Урала»; e-mail: o.bokova2010@yandex.ru

Многие европейские энергетические компании считают необходимым при выборе бизнес-модели реализовывать следующие меры:

- управлять бизнесом на базе дивизионов, благодаря чему создается цепочка стоимости – производство тепловой и электрической энергии, трейдинг (коммерческая диспетчеризация и ведение торговли на оптовом рынке электроэнергии), розничные продажи электроэнергии, теплоэнергии и девелопмент (развитие генерирующих мощностей);
- создавать единую систему бюджетирования и контроля за потоком финансовых ресурсов компании;
- продавать непрофильные бизнесы и убыточные активы, не приносящие достаточные доходы;
- осуществлять слияния и поглощения с теми бизнесами, деятельность которых полностью перекрывают основные дивизионы, что, в конечном счете, укрепляет позицию компании в цепочках создания стоимости как на внутреннем, так и на внешнем рынках.

Российский энергетический холдинг «Комплексные энергетические системы» (КЭС-холдинг) начал реализацию перечисленных мер и в 2008 г. завершил формирование новой дивизиональной структуры. Были созданы шесть дивизионов по направлениям деятельности: «Генерация Урала», «Генерация Центра», «Генерация Волги», «Трейдинг», «Развитие мощностей» и «Ритейл». Новая модель бизнеса КЭС-холдинга включила в себя генерацию (производство электроэнергии и тепла, тепловые сети), трейдинг, ритейл – розничные продажи электричества, тепловой энергии, газа, а также строительство новых генерирующих мощностей [3].

Решение второго ключевого вопроса заключается в наличии системы управления компанией, нацеленной на рост стоимости бизнеса. В настоящее время широко используется метод *VBM* (Value Based Management). В рамках методологии *VBM* используется показатель экономической прибыли – *EVA* (Economic Value Added) [4, 5, 6]:

$$EVA = CE * (ROCE - WACC), \quad (1)$$

где *CE* – инвестируемый в компанию или проект капитал;

ROCE – рентабельность инвестируемого капитала;

WACC – средневзвешенные затраты на привлечение собственного и заемного капитала.

(*ROCE - WACC*) называют спредом эффективности. Последний является ключевым показателем ранжирования бизнес-единиц и реализуемых инвестиционных проектов по создаваемой стоимости.

Сам по себе рост инвестиций и выручки не создает стоимости и не может выступать самоцелью. Важен рост тех направлений инвестиций, которые обеспечивают более высокую доходность по сравнению с альтернативными вариантами инвестирования такого же уровня риска. На практике часто наблюдается зависимость эффективного роста, создающего стоимость, от превышения зарабатываемой доходности над среднеотраслевым уровнем.

Рост выручки и рентабельности капитала не всегда повышает стоимость компании. Важно принимать такие решения, чтобы спред эффективности становился положительной величиной. В противном случае можно утверждать, что компания управляется неэффективно.

В экономической литературе уточняется определение *VBM* – «это система управления, которая позволяет превратить потенциальные возможности получения экономической прибыли компании

в реальность» [7]. По сути это означает систематическое создание экономической прибыли путем реализации потенциала развития бизнеса.

подавляющее большинство энергетических компаний являются сложными системами, включающими множество связанных между собой бизнесов. Они являются центрами создания стоимости. В бизнес-модели КЭС-холдинга в качестве таких потенциальных центров выделяются:

- производственные генерирующие комплексы (электростанции и тепловые сети), функционирующие на локальных территориях и в различных тарифных, технологических, маркетинговых и политических условиях;
- сбытовые подразделения, имеющие на территориях и ориентированные на разные рынки сбыта;
- обслуживающие (вспомогательные) бизнес-подразделения, такие как трейдинг и девелопмент;
- прочие бизнес-единицы, входящие в холдинг.

В этой связи становится актуальным анализ, позволяющий увидеть, какие центры действительно создают стоимость компании, а какие «проедают» ее и их необходимо реструктурировать.

Основным бизнесом в КЭС-холдинге является генерация электроэнергии и тепла. Энергогенерирующая компания (с точки зрения системного подхода) – это бизнес-система, состоящая из связанных и управляемых элементов (энергетические объекты), производящая определенный продукт (тепловую и электрическую энергию и мощность) и потребляющая ресурсы (товары, услуги и капитал). Управляющие связи осуществляет менеджмент компании.

Эта бизнес-система обладает некоторым потенциалом развития. Потенциал развития мы предлагаем опреде-

лять оценочной величиной – приростом стоимости бизнеса на основе показателя *EVA*. Управление потенциалом развития бизнеса – это процесс, нацеленный на превращение потенциальных возможностей роста бизнеса в реальное увеличение его акционерной стоимости на каждом из этапов развития. Осуществить этот процесс можно в результате реализации определенных инвестиционных проектов.

Энергетическая компания – сложная система как технически, так и с позиций управления. Вследствие этого для принятия любых управленческих решений требуется «проигрывать» множество ситуаций, сценариев и последствий их реализации с учетом многообразия взаимодействий всех подсистем, составляющих эту сложную структуру. Наиболее приемлемым методом, позволяющим связать все элементы управления в единое целое, является системное управленческое моделирование [8, 9].

На рис. 1 представлена логическая схема управления потенциалом развития энергогенерирующей компании.

Исходное состояние бизнеса характеризуется множеством параметров (факторов стоимости $\{F_{i, \text{факт}}\}$) и стоимостью бизнеса в исходном состоянии – E_0 . На вход процесса управления подаются управляющие воздействия ΔF_i – изменение факторов стоимости i . В результате управляющих воздействий ΔF_i происходит изменение стоимости бизнеса на величину ΔE . Новое состояние бизнеса характеризуется множеством прогнозных факторов стоимости ($\{F_{i, \text{прогноз}}\}$) и новой стоимостью бизнеса ($E_0 + \Delta E$).

Для практической реализации логической схемы нами разработана модель управления развитием энергогенерирующей компании (далее МУРЭК). При формировании модели используются выявленные при предварительном анализе факторы стоимости и сце-

нарии для ряда базовых экзогенных переменных. МУРЭК позволяет оценить, насколько выявленные факторы стоимости компании при различных сценарных вариантах повлияют на рост ее капитализации.

МУРЭК – это аналитическая модель, связывающая факторы стоимости энергогенерирующей компании с итоговым показателем – стоимостью ее бизнеса и учитывающая внешние условия ее деятельности.

Факторы стоимости в МУРЭК – это основные параметры деятельности, которыми компания может управлять и ко-

торые определяют ее текущую и потенциальную стоимости.

Внешние условия – основные параметры изменений внешней среды, ресурсы и ограничения, которыми компания управлять не может и которые являются существенными для формирования ее стоимости.

МУРЭК разработана для энергогенерирующей компании с преобладающим типом генерации – когенерация, или для территориальных генерирующих компаний (ТГК). В процессе реформирования энергетики в состав ТГК вошли следующие объекты – ТЭЦ, котельные и тепло-

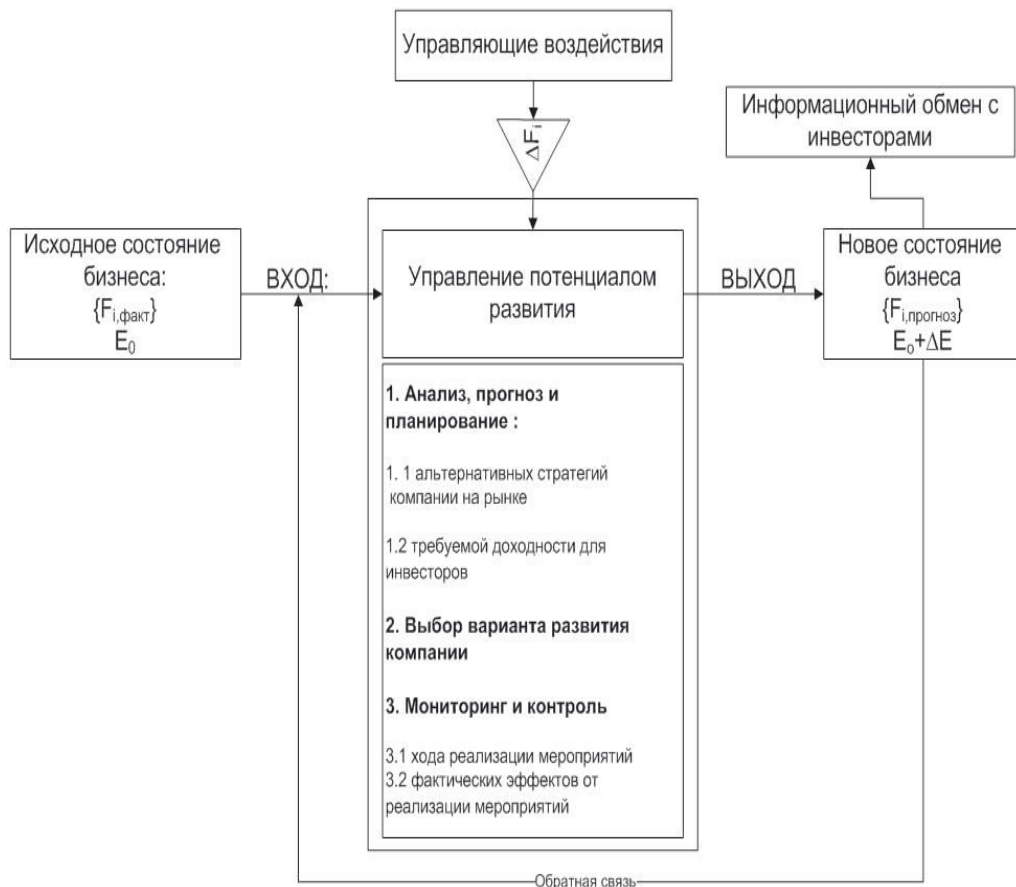


Рис. 1. Логическая схема управления потенциалом развития энергогенерирующей компании

сетевое хозяйство (тепловые сети, насосные станции).

Необходимо отметить общие особенности, характерные для созданных в процессе реформирования ТГК:

- значительная территориальная разобщенность производственных, финансовых и других инфраструктурных подразделений;
- необходимость решать управленческие задачи в различных условиях региональной специфики, отличающихся правовыми системами, традициями и другими особенностями ведения бизнеса.

Вследствие этого для дальнейшего анализа все активы ТГК-9 сгруппированы по кластерам. Кластер – набор объектов, совместно выполняющих общую функцию с большей, чем единичный объект, эффективностью и управляемый как единое целое.

Применительно к энергетической отрасли данное определение кластера можно сформулировать следующим образом. Кластер – совокупность энергетических объектов, объединенных единой сетью (тепловой и/или электрической), вследствие чего изменения, произведенные на одном объекте, существенным образом влияют на работу других объектов кластера. Таким образом, основным принципом формирования кластеров в энергетике является работа на едином рынке, объекты которого связаны сетевой инфраструктурой.

Особенности энергетических кластеров требуют осуществлять единое стратегическое и операционное управление объектами кластера и постоянный мониторинг их взаимного влияния. Степень влияния активов из одного кластера друг на друга может быть различна. При принятии стратегических решений необходимо учитывать взаимовлияние объектов данного кластера друг на друга и на соседние кластеры. Только в этом

случае максимизируется суммарная эффективность.

Применительно к ТГК-9, учитывая локальность тепловых рынков, в качестве кластеров рассматриваются тепловые узлы. Особенности, которые при этом накладывает электрический рынок, также учитываются при анализе конкретного кластера. В настоящее время в ТГК-9 выделено 17 кластеров, включающих в себя 35 производственных площадок.

Еще один актуальный аспект стратегического анализа стоимости бизнеса для ТГК – это формирование новых подходов к среднесрочному инвестиционному планированию. Для всех производственных площадок (станции, теплосетевые предприятия) формируется инвестиционная программа, состоящая из некоторого множества мероприятий или инвестиционных проектов. Каждый из проектов, входящих в программу, влияет на технико-экономические показатели объекта, и степень этого влияния определяет целесообразность реализации проекта.

Оценка эффективности совокупной инвестиционной программы и соответствующая ей финансовая модель, учитывающая влияние всего комплекса инвестиционных решений на технико-экономические показатели объекта в среднесрочной перспективе, прежде, как правило, отсутствовала. Можно выделить два основных минуса такого подхода:

- не проводилась оценка изменения стоимости компании с учетом комплексных инвестиционных решений;
- отсутствовала возможность мониторинга фактического достижения заявляемых эффектов от реализации проектов. Разные проекты могут влиять на одни и те же факторы стоимости объекта разнонаправлено.

Предлагаемый нами подход позволяет оценить интегральный эффект как прирост стоимости бизнеса за счет реализации различных мероприятий.

Работа с моделью выполняется по следующему алгоритму:

- по каждой из 35 производственных площадок ТГК-9 формируются отдельные финансовые модели, включающие в себя один обязательный и некоторое количество альтернативных сценариев;
- модели по производственным площадкам, входящим в один кластер, объединяются в одну модель кластера;
- модели по кластерам консолидируются в единой модели ТГК-9;
- для конкретных оценок по сценариям формируется расчетная модель.

Представим модель для одного из рассматриваемых сценариев развития в кластере i :

$$\left\{ \begin{aligned} PB_i &= \left(\sum_{t=1}^T \frac{EVA_{i,t}}{(1+WACC_i)^{t-0,5}} \right) + \frac{EVA_{i,T} \cdot (1+g)}{(1+WACC_i)^T - g} \rightarrow \max, \\ CE_{i,t} &= CE_{i,t,разв} + CAPEX_{i,t} \text{ на поддержание} \end{aligned} \right. \quad (2)$$

где $EVA_{i,t}$ – экономическая добавленная стоимость за год t в кластере i ;

$WACC_{i,t}$ – средневзвешенная стоимость капитала в год t в кластере i ;

$CE_{i,t}$ – вложенный капитал в год t в кластере i ;

$CE_{i,t,разв}$ – инвестиции в развитие в год t в кластере i ;

$CAPEX_{i,t}$ на поддержание – инвестиции на поддержание в год t в кластере i ;

T – последний год периода прогнозирования;

g – долгосрочные темпы роста EVA за периодом прогнозирования T .

На рис. 2 показано девять взаимосвязанных блоков, из которых состоит расчетная модель для каждого сценария развития.

Одним из ключевых элементов разработанной модели МУРЭК является матрица факторов стоимости ТГК. Найденные факторы стоимости используются в расчетной модели в качестве переменных, определяющих текущую стоимость бизнеса в кластере и потенциал развития. Поиск факторов происходит в процессе анализа конкурентной позиции компании на рынке. В основе анализа лежит система целей верхнего уровня или ключевые ориентиры развития компании, принятые собственником бизнеса.

Для практического непрерывного использования модели МУРЭК предлагается формировать информационную базу данных о кластерах, необходимую для целостного и комплексного управления развитием компании. В качестве основного носителя такой информации выбрана форма стратегического паспорта кластера.

Стратегический паспорт кластера – постоянно действующий документ, состоящий из нескольких базовых разделов периодически обновляемой информации, необходимой заинтересованным лицам (менеджменту, Совету директоров, акционерам) для принятия взвешенных стратегических решений по развитию ТГК.

Разработанный нами стратегический паспорт кластера включает 6 разделов.

1. Описание кластера: состав и краткая характеристика активов.
2. Диагностика текущего состояния активов в кластере по факторам стоимости.
3. SWOT-анализ создания стоимости в кластере.
4. Позиция кластера в портфеле энергетических активов компании.
5. Сценарии развития активов в кластере.
6. Базовый вариант развития.

В настоящее время такие паспорта сформированы по некоторым кластерам

ТГК-9 и продолжается их разработка для всех кластеров.

Итак, кластерный подход и комплексный учет совокупности инвестиционных решений принципиально улучшают методологию управления развитием энергетической компании за счет:

- применения методов системного анализа и экономико-математического моделирования, позволяющих описать сложные перекрестные взаимозависимости при одновременном анализе всех инвестиционных проектов по выделенным кластерам;
- учета влияния широкого перечня внешних условий при расчете эффективности проектов развития;

- оценки влияния различных факторов на капитализацию компании.

Для ТГК-9 стратегический анализ в таком ракурсе проводится впервые. Его результаты позволяют создать аналитическую базу:

во-первых, для ежегодного формирования и корректировок пятилетних и годовых инвестиционных программ;

во-вторых, для принятия решений по управлению стоимостью бизнеса компании по кластерам и перспективам развития существующих мощностей;

в-третьих, для периодического мониторинга эффектов от реализации инвестиционных программ компании.

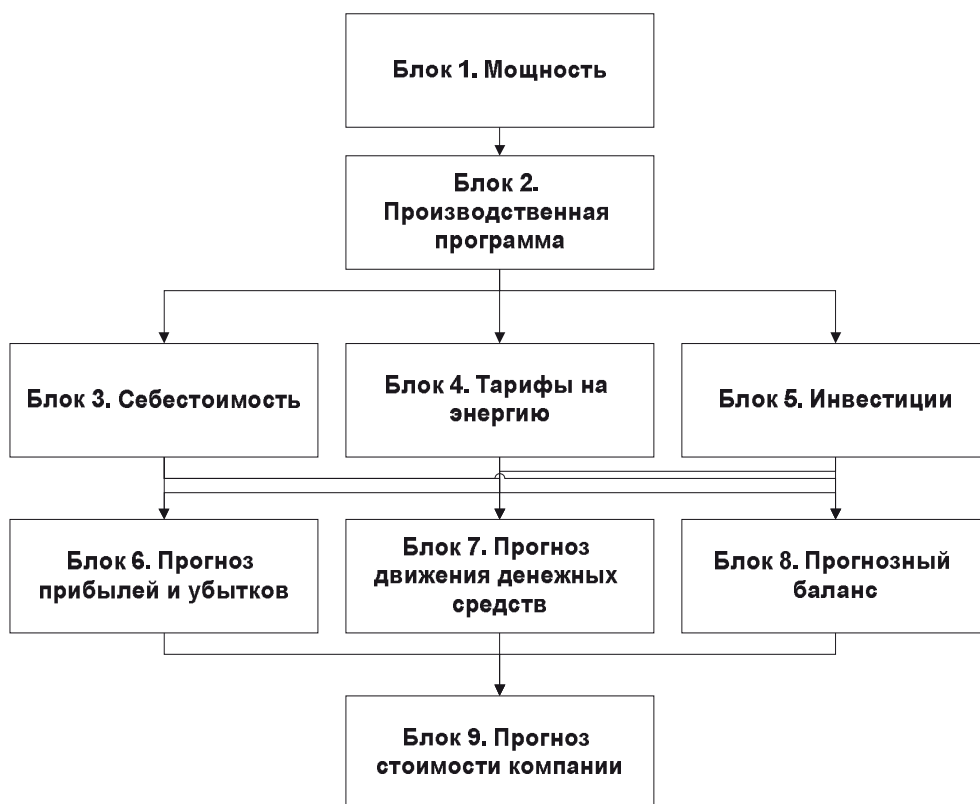


Рис. 2. Блоки расчетной модели

Список использованных источников

1. Цанев С.В., Буров В.Д., Ремезов А.Н. Газотурбинные и парогазовые установки тепловых электростанций: учебное пособие для вузов / под ред. С.В. Цанева. М.: МЭИ, 2002. 584 с.
2. Ольховский Г.Г. Масштабы и особенности применения газотурбинных и парогазовых установок за рубежом // Теплоэнергетика. 2002. № 9. С. 72–77.
3. Ефремова Л. Выбор оптимальной модели бизнеса // Новая энергетика. 2008. № 1. С. 17–19.
4. Пайк Р., Нил Б. Корпоративные финансы и инвестирование. 4-е изд. / Пер. с англ. СПб.: Питер, 2006. 784 с.
5. Рош Дж. Стоимость компании: от желаемого к действительному / Пер. с англ.; науч. ред. П.В. Лебедев. Минск: Гревцов Паблицер, 2008. 352 с.
6. Щербакова О.Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости // Финансовый менеджмент. 2003. № 3. С. 10–15.
7. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании – вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4. С. 113–132.
8. Гительман Л.Д., Ратников Б.Е. Эффективная энергокомпания: Экономика. Менеджмент. Реформирование. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002. 544 с.
9. Романов В.С. Выбор стратегии роста компании на основании критерия максимизации ее стоимости // Системы управления и информационные технологии. 2006. № 2.1(24). С. 184–187.