Мухаметшина Л.Ф.,
ассистент кафедры маркетинга КГФЭИ

Механизм формирования показателя инвестиционной привлекательности в отраслях энергетики

Энергетическая система стоит в центре политических и экономических интересов каждой страны, так как является важнейшей основой ее жизнеобеспечения и развития. Ежегодно в мире возрастает роль энергетической безопасности и способность стран оптимально использовать имеющиеся в наличии энергетические ресурсы, такие как нефть, природный газ, уголь, ядерная энергия, электричество, а также возобновляемые источники энергии.

Рост энергетического потребления в первую очередь связан со всемирным экономическим ростом, который прогнозируется на уровне 3,2 % ежегодно на период с 2006 по 2030 гг. Возрастающие энергетические потребности наиболее быстроразвивающихся стран, к которым следует отнести Китай, Индию и ряд других стран Азии, требуют постоянного поиска поставщиков энергетических ресурсов в больших объемах. Кроме того, в основе роста энергетического потребления лежит рост всемирного населения, который по предварительным прогнозам Всемирного Энергетического Обозрения достигнет 8 млрд. человек к 2030 году, при этом население развивающихся стран вырастет с 76 до 80 % в общем объеме.

Россия в свою очередь занимает одно из ключевых позиций на мировой арене производства энергетических ресурсов. Так, производство первичных топливно-энергетических ресурсов в России за январь-июль 2006 года, по данным Минпромэнерго РФ, составило 1024,3 млн. тут (тонн условного топлива), что на 2,6% больше, чем за аналогичный период 2005 года. За рассматриваемый период добыча газа возросла на 2,6%, нефти - на 2,3%.

Добыча нефти с газовым конденсатом за январь-июль 2006 года составила 276,7 млн. тонн, на 6,3 млн. тонн больше января-июля 2005 года. В июле добыто 40,92 млн. тонн (102,4% к июлю 2005 году), при росте среднесуточной добычи до 1320 тыс. тонн (июнь 2006 года — 1317 тыс. тонн).

В то же время, в январе-июле 2006 года в страны дальнего зарубежья и Балтии экспортировано (с учетом вывоза с терминалов НПЗ) 123,9 млн. тонн нефти, в страны СНГ — 21,5 млн. тонн. В июле 2006 года в дальнее зарубежье экспортировано 18,34 млн. тонн нефти, в страны СНГ - 2,8 млн. тонн, в том числе в Белоруссию поставлено 1,7 млн. тонн, в Украину - 0,9 млн. тонн, в Казахстан — 0,2 млн. тонн.[1]

Очевидно, что все возрастающие энергетические потребности требуют роста энергетического производства, как за счет экстенсивного, так и за счет интенсивного использования источников сырья. В связи с этим возрастает необходимость в дополнительных инвестициях. Однако очевидность прибыльности и быстрой окупаемости инвестиций в энергетическую отрасль не

[1] http://www.minprom.gov.ru/publication/energ

исключает рисков, связанных с данным инвестированием. К таким рискам можно отнести экономические, политические, законодательные и риски возникновения форс-мажорных обстоятельств. Подробнее риски представлены в таблице 1.

Таблица 1

Инвестиционные риски в энергетике[2]

Вид риска	Пример
Экономические риски	
Рыночные риски	Неадекватная цена и/или спрос, не способные покрыть производственные и инвестиционные затраты
	Рост затрат на производство
Конструктивные риски	Чрезмерное увеличение затрат при реализации инвестиционных проектов
	Препятствия при реализации инвестиционных проектов
Операционные риски	Недостаток запасов энергии, низкая производительность, отсутствие возможностей для стабильного функционирования, рост экологических затрат
Макроэкономические риски	Резкие изменения валютных курсов, процентных ставок и инфляция
Политические риски	
Регулятивные риски	Изменения, касающиеся контроля цен и обязательств по отношению к окружающей среде
	Обременительные административные барьеры
Риски передачи доходов	Конвертируемость валют и ограничения, накладываемые на перевод средств
Риски экспроприации и национализации	Изменения права собственности на активы
Законодательные риски	
Контрактные риски	Условия и юридическая сила контрактов, такие как закупка, кредитные условия, соглашения на предоставление займов, соглашения о безопасности
Юридические риски	Выбор юрисдикции, риски возможного юридического давления, отсутствие возможней урегулирования возникающих разногласий
Риски возникновения форс-мажорных обстоятельств	
	Стихийные бедствия, общественные беспорядки, войны, забастовки

[2] Fatih Birol. The investment implications of global energy trends // Oxford Review of Economic Policy. – 2005. - no. 1. - vol. 21. – p. 145 - 153

Как известно, инвестиционная привлекательность любого объекта характеризуется двумя основными параметрами: инвестиционным потенциалом и системой инвестиционных рисков, именно они в большей мере определяет инвестиционную активность, которую связывают с объемами и темпами роста инвестиций в объектах оценки. Значение рисков в энергетической отрасли многократно возрастает в связи с тем, что отрасль нетранспарентна, срок окупаемости инвестиций очень велик (15 лет и выше), прибыльность инвестирования невысока. Поэтому для энергокомпаний важно обладать высоким инвестиционным потенциалом, позволяющим преодолеть негативное влияние инвестиционных рисков.

Инвестиционная привлекательность предприятия зависит от множества различных факторов и является сложной многоплановой характеристикой предприятия энергетической системы. Помимо факторов, влияние которых характерно практически для всех предприятий (показатели эффективности работы предприятия, ликвидности, платежеспособности и финансовой устойчивости, перспективы его развития и возможности сбыта продукции, репутация (имидж) предприятия на рынке, рыночный курс акций, величина чистой прибыли, приходящаяся на одну акцию, и др.), также факторами инвестиционной привлекательности предприятий энергетической отрасли являются структура потребляемых компанией энергоносителей (гидроэнергии, газа, угля, нефти, прочих); зависимость компаний от монополий; размеры компании; участие компании в экспортных операциях.

В решении проблемы оценок энергетических предприятий значимую роль играет сложившаяся практика оценок рейтингового агентства Moody's, применяемая и отношении энергокомпаний России различными инвестиционными компаниями и рейтинговыми агентствами. Так, например, отдельные данные об энергокомпаниях публикуются в бюллетенях информационного агентства «АК&М».

Согласно методике информационного агентства «АК&М», при оценке энергетических предприятий используются три группы показателей. Первая группа показателей включает ежеквартальные и ежегодные данные об объемах валовой продукции, прибыли, затратах и т.д. Другая группа показателей отражает оценки собственности: размер уставного капитала, число акций, эмиссионную историю акционерных компаний, а в ряде случаев - состав собственников и долю участия в уставном капитале. Третья группа показателей (наиболее многочисленная) включает текущие цены акций (спрос и предложение), число акций, проданных в соответствующий день торгов на фондовой бирже.[3]

В большей мере решению проблем оценки деятельности энергокомпаний соответствует методика, применяемая в ИБГ «НИКОЙЛ».

Анализ, как принято, проводится по отдельным составляющим. К ним, в частности, относятся: информационная открытость эмитента; социально-экономическое положение в регионе; структура потребляемых компанией

[3] http://www.akm.ru/rus/rc/m12.htm

энергоносителей (гидроэнергии, газа, угля, нефти, прочих); прогнозируемые риски, зависимость компании от РАО «ЕЭС России»; способность компании самостоятельно удовлетворять энергетические потребности региона; размеры компании, участие компании в экспортных операциях, темпы изменения основных показателей деятельности компании; эффективность производства, характеристика задолженности компании; уровень себестоимости производимой электроэнергии; эффективность работы персонала; дивидендная политика компании; ликвидность акции, удобство перерегистрации акций.[4]

Перечисленное показывает, что авторами используемой в ИБГ «НИКОЙЛ» методики, выбран достаточно широкий круг не только показателей, но и отдельных экономических категорий.

Согласно этой методике при оценке компании по приведенным критериям ей присуждался определенный балл. Сумма баллов по каждой компании с учетом весовых коэффициентов учитывающих значимость того или иного критерия давала итоговый рейтинг энергопредприятий. Таким образом, именно в весовых коэффициентах, учитывающих значимость того или иного критерия, заключена главная проблема методологии, предложенной «НИКОЙЛом» Проблема эта связана с произвольным выбором указанных коэффициентов. В результате оценка компании имеет весьма субъективный характер.

Исследования инвестиционной привлекательности энергетических компаний России, проводимые в инвестиционной компании «Тройка-Диалог», проводятся по другой схеме.

Как пишут авторы данной методики, оценка включает собственно анализ и рейтинговую оценку. Для проведения анализа используется информация о производственной деятельности компании, ее финансовом положении и рыночных характеристиках: «Анализ энергокомпаний проводится по следующим направлениям: общие сведения; рынки сбыта; тарифы; мощность и производство; передача и распределение; затраты и прибыль; развитие и планы; корпоративные события; финансовые результаты; инвестиционная привлекательность».[5]

При этом степень инвестиционной привлекательности энергокомпаний определяется на основе расчета ряда показателей (отношение рыночной капитализации к мощности, отношение рыночной капитализации к выручке от реализации, рентабельность активов, рентабельность собственных средств и др.). Из приведенного перечня следует, что оценка проводится по основным показателям деятельности предприятия при минимальном использовании экспертных значений.

Проведем сравнительную оценку перечня показателей, используемых различными компаниями при оценке предприятий энергетической системы России в табл.2.

---

[4] http://www.nikoil.ru/
[5] http://www.troika.ru/

Таблица 2

Сравнительная оценка показателей инвестиционной привлекательности энергетических компаний, применяемая аналитическими агентствами

Показатели	«АК&М»	ИБГ «НИКОЙЛ»	«Тройка-Диалог»	Общие для всех показатели
1	2	3	4	
Уставный капитал		+		
Доля УК, принадлежащая монополии		+	+	
Установленная мощность		+	+	
Региональный фактор		+	+	
Структура сбыта			+	
Топливная база		+	+	
Состояние имущества			+	
Производство энергии	+	+	+	+
Отпуск электроэнергии	+	+	+	+
Отпуск теплоэнергии	+	+	+	+
Выручка от реализации	+	+	+	+
Себестоимость	+	+	+	+
Валовая наличность		+		
Прибыль (убыток) от реализации	+		+	
Прибыль (убыток) от финансово-хозяйственной деятельности	+			
Балансовая прибыль	+	+	+	+
Чистая прибыль	+	+	+	+
Рентабельность активов			+	
Текущие активы /заемные средства			+	
Дебиторская задолженность	+	+		
Кредиторская задолженность	+	+		
Нетто задолженность		+		
Собираемость платежей		+		
Курсовая стоимость акций	+	+	+	+
Количество акций		+		
Котировки депозитарные расписок	+		+	
D/P	+		+	

P/E	+	+	+	+
EPS	+		+	
Выручка от реализации/ персонал		+		
Балансовая прибыль/персонал		+		
Чистая прибыль/персонал		+		
Установленная мощность/персонал		+		
Отпуск энергии/персонал		+		

Из таблицы 2 видно, что аналитические агентства сходятся во мнении лишь в очень ограниченном числе случаев: единодушно признается необходимость использования таких показателей как производство и отпуск энергии, выручки от реализации, себестоимость, балансовой и чистой прибыли, курсовой стоимости акций.

Таким образом, совокупность показателей, характеризующих деятельность энергокомпаний, представленная в аналитических исследованиях не дает всесторонней и взаимосвязанной информации об инвестиционной привлекательности предприятий энергетики.

В этой связи возникает вопрос – можно ли создать единый комплексный критерий, который однозначно или с очень высокой степенью вероятности дифференцировал бы предприятия по инвестиционной привлекательности? Допустим, такой критерий есть, как, например, предложенный Е.Г. Жолудевой в исследовании, посвященном рейтинговой оценке энергокомпаний.

В основе оценки инвестиционной привлекательности согласно данной методики лежит система моделей экспертных оценок, которая включает четыре основных направления:

1) оценка уровня концентрации производства:

$$R = \left(\frac{P_i - \overline{P}}{\overline{P}} \right) \times 100 \quad , \qquad (1.1)$$

где P_i - объем реализованной продукции по i-той компании в исследуемой группе, $\overline{P}$ - среднеарифметическое значение стоимости реализованной продукции по исследуемой группе.

2) оценка уровня доходности (прибыльности) энергокомпании по показателям абсолютного и относительного уровня прибыльности:

$$Ràá = \left(\frac{D_i - \overline{D}}{\overline{D}} \right) \times 100 \quad \text{и} \quad Rîò = \left(\frac{\frac{D_i}{P_i} - \frac{\overline{D}}{\overline{P}}}{\frac{\overline{D}}{\overline{P}}} \right) \times 100 \quad , \qquad (1.2.) \text{ и } (1.3)$$

где D_i - объем валовой прибыли по i-той компании в исследуемой группе, $\overline{D}$ - среднеарифметическое значение валовой прибыли по исследуемой группе.

3) оценка тарифной политики:

$$R_{\partial} = \left(\frac{\frac{D}{Ç}_i - \frac{\overline{D}}{\overline{Ç}}}{\frac{\overline{Ç}}{\overline{P}}} \right) \times 100 \quad , \qquad (1.4)$$

где $З_i$ - себестоимость продукции в i-той компании в исследуемой группе, $\overline{Ç}$ - среднеарифметическое значение себестоимости по исследуемой группе.

4) оценка системы управления долговыми обязательствами.

- уровень кредиторской задолженности:

$$R_{ê} = \left(\frac{\frac{Í_{Ê}}{Ç}_i - \frac{\overline{Í_{Ê}}}{\overline{Ç}}}{\frac{\overline{Í_{Ê}}}{\overline{Ç}}} \right) \times 100 \qquad (1.5)$$

- уровень дебиторской задолженности:

$$Rä = \left(\frac{\frac{Íä}{Ç}_i - \frac{\overline{Íä}}{\overline{Ç}}}{\frac{\overline{Íä}}{\overline{Ç}}} \right) \times 100 \qquad (1.6)$$

- общий уровень финансовых обязательств:

$$Rîáù = \left(\frac{\frac{Íä}{Íê}_i - \frac{\overline{Íä}}{\overline{Íê}}}{\frac{\overline{Íä}}{\overline{Íê}}} \right) \times 100 \quad , \qquad (1.7)$$

где *Нк* и *Нд* - сумма соответственно кредиторской и дебиторской задолженности в i-той компании в исследуемой группе,

$\overline{Íê}$ и $\overline{Íä}$ - среднеарифметическое значение кредиторской и дебиторской задолженности по исследуемой группе энергокомпаний.[6]

Сводный рейтинговый показатель Е.Г. Жолудевой предлагается определить как среднее арифметическое из вышеперечисленных энергетических оценок. Таким образом, Е.Г. Жолудевой предложена методика формирования единого сводного рейтингового показателя энергетических компаний на основе технико-экономических показателей, направленная непосредственно на оценку их инвестиционной привлекательности.

Предположим, что указанный показатель и есть единый комплексный критерий, который однозначно или с очень высокой степенью вероятности

---

[6] Жолудева Е.Г. Методы формирования рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности электроэнергетических компаний России.: Дис…канд.экон.наук: 08.00.05/ Жолудева Е.Г. –Москва, 2004. – 191 с.

дифференцировал бы предприятия по инвестиционной привлекательности. Но в этом случае, руководствуясь им, все участники фондового рынка стремились бы покупать наиболее привлекательные акции и продавать наименее привлекательные, инвесторы предпочитали бы одни и те же прибыльные проекты и компании. Отсюда вывод: нет и не может быть единого интегрированного показателя, который позволял бы четко дифференцировать акции по инвестиционной привлекательности. Существует лишь набор факторов, зачастую противоречивых, требующих анализа. Имея на руках одни и те же данные о финансовом положении компании, ее производительности и экономическом потенциале, участники рынка могут прийти к разным выводам и, преследуя разные цели инвестирования, встретиться на рынке в качестве контрагентов:

- стратегические инвесторы, стремясь войти в бизнес компании, обратят внимание на рыночную и реальную стоимость установленных генерирующих мощностей, степень их износа и оценку затрат на реконструкцию, а также оценку будущего рынка сбыта, условия производства и налоговое законодательство;
- пенсионные фонды будут оценивать будущий свободный денежный поток и возможность на протяжении долгих лет получать стабильные дивиденды от прибыли;
- портфельные инвесторы, скорее всего, будут заинтересованы не столько в получении дивидендов, сколько в росте рыночной цены акций на фоне увеличивающегося спроса на них со стороны других участников рынка.

Тем не менее, на наш взгляд, необходимо стремиться к поиску, выработке таких оценочных показателей, которые бы давали наиболее полную и объективную картину инвестиционной привлекательности, с тем условием, что модели оценки инвестиционной привлекательности необходимо строить исходя из цели инвестирования отдельных групп участников рынка.