

УДК 336:622.3

**Бакуев М.О.**

Московская финансово-промышленная академия, Москва, Россия, megabak@inbox.ru

## **АНАЛИЗ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ В НЕФТЯНОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ**

*Финансовый и инвестиционный анализ нефтяных компаний отличается от прочих отраслей. Очень значимую роль играют в этой связи точное определение составляющих денежного потока нефтяной компании, а, следовательно, подходы к управлению собственными и заемными средствами, и нахождение их оптимального сочетания.*

***Ключевые слова:** финансы, финансовый анализ, денежный поток, собственные и заемные средства, дебиторская и кредиторская задолженность.*

Деятельность организации порождает разнообразные потоки, которые можно классифицировать как материальные, финансовые и информационные.

В целях финансового анализа основными являются финансовые потоки, которые возникают при закупке предприятием материалов, товаров, услуг, в результате взаимоотношений предприятия с организациями, не связанными непосредственно с основной деятельностью (расчеты с бюджетом, продажа и переоценка имущества, уплата и получение штрафных санкций за невыполнение договорных обязательств, расчеты по договорам аренды и т. п.), а также в результате инвестиционной деятельности (приобретение основных средств, осуществление капитальных и финансовых вложений и др.).

Согласно Иванову В.В., финансовый поток – это поток расходов и доходов компании на протяжении определенного промежутка времени [Адрианов, 2008].

Более развернутое определение дано Крейниной М.Н. Согласно ее подходу, финансовые потоки — это оцененное в денежной форме движение (изменение) любых элементов имущества предприятия и любых источников его финансирования, а также имущества и источников финансирования в целом [Крейнина, 2001].

Следуя последнему определению, можно говорить о том, что движение финансовых и денежных потоков переплетено и взаимоувязано. В качестве примера можно привести, что в результате продажи произведенной продукции при условии оплаты покупателями через какое-то время после ее приобретения, возникает дебиторская задолженность (как элемент финансового потока). После погашения дебиторами задолженности она уменьшается, и, соответственно, растут денежные средства. Однако поступившие денежные средства не могут оставаться на счетах: предприятию надо оплачивать свои долги, поэтому денежные средства направляются на погашения кредиторской задолженности (другой элемент финансового и денежного потока).

Говоря о финансовых потоках нефтяной компании, следует отметить, что им присущ ряд особенностей, связанных, в первую очередь, с рыночными преобразованиями последних 20 лет. Первая особенность, присущая нефтяному российскому бизнесу - способ, при помощи которого компании получили нефтяные запасы в разработку. Так, разведочные работы относительно основного объема запасов, числящихся сегодня на балансе российских нефтяных компаний, проведены еще в период существования СССР. Результаты геологоразведочных работ достались «по наследству» нефтяникам практически бесплатно (безусловно, с учетом того момента, что компании обязаны платить налог на восстановление минерально-сырьевой базы в качестве компенсации). Однако часто данные запасы являются просто нерентабельными или на соответствующих месторождениях отсутствует инфраструктура для их разработки. Вторая особенность – та же самая «наследственность», но уже в части инфраструктуры: многие буровые, перерабатывающие комбинаты, оборудование, транспортные и логистические элементы – наследие из того же СССР. Возвращаясь к финансовым потокам нефтяной компании можно констатировать, что в нефтяном секторе скорее не запасы, а добыча нефти определяет реальный *денежный поток или поток наличных денег* Cash Flow (CF) компании, и именно этот параметр должен использоваться в целях финансового анализа. Однако при проведении ряда инвестиционных расчетов или же при определении стоимости компании показатель Cash Flow обладает тем недостатком, что для многих зарубежных нефтяных компаний может отражать лишь 30-50% бизнеса. Основной объем прибыли западные нефтяные компании генерируют в сфере реализации нефтепродуктов, реализации сжиженного газа и нефтехимии.

Обращает на себя внимание тот факт, что в существующих методиках все показатели денежного потока берутся в абсолютном выражении, без учета того, выгодны они предприятию или нет. Поэтому нам видится важным развивать подходы к определению содержания формулы CF в нефтяном бизнесе. Для этого, предлагается раскрыть экономическую суть некоторых из показателей.

Структура финансового потока нефтеперерабатывающего предприятия выглядит следующим образом:

- Аренда земельных недр (GR);
- Расходы на аренду или строительство капитальных сооружений (KR);
- Аренда или покупка оборудования (SR);
- Найм работников и выплата заработной платы (L);
- Дебиторская задолженность покупателей, государства и т.д. (DZ);
- Кредиторская задолженность банкам, инвесторам и государству и т.д. (KZ)

- Затраты на сырье, материалы, комплектующие, запчасти (M);
- Плата за кредиты (CR);
- Налоги и сборы (S);
- Выручка (T);
- Доходы от неосновных видов деятельности (D).

Учитывая эти компоненты, можно описать денежный поток (CF) нефтяной компании:

$$CF = T - GR - KR - SR - L - DZ + KZ - M - CR - S + D$$

Видимая простота этой формулы обманчива. Каждая составляющая формулы денежного потока подлежит тщательному учету, а для определения точной величины некоторых из них приходится пользоваться не только данными из отчетности, но производить дополнительные расчеты. Некоторые величины из составляющих денежного потока, на наш взгляд, стоит описать подробнее.

Не берясь в рамках статьи рассмотреть все составляющие денежного потока, остановимся на таких его составляющих как дебиторская (DZ) и кредиторская (KZ) задолженности.

В случае возникновения дебиторской задолженности предприятие вынуждено изымать капитал из оборота, что влечет за собой как следствие меньшего оборота упущенную для компании выгоду. Однако это не все. Возникновение дебиторской задолженности порой вынуждает производителей обращаться в финансовые структуры для получения кредита на финансирование текущей деятельности, что в свою очередь уже влечет за собой удорожание производственного процесса, поскольку указанный кредит предоставляется на условиях платности, а ставка по кредитам иногда превышает рентабельность ряда бизнес – линий производителя. Поэтому, на наш взгляд, поскольку возникновение дебиторской задолженности вызывает возможность увеличения заемных средств на предприятии, то она обладает стоимостью, а потому должна быть оценена со знаком «-» в момент ее возникновения. Однако обладание стоимостью означает наличие меры стоимости, в связи с чем, перед производителем встает закономерный вопрос, в сравнении с чем, стоит сравнивать дебиторскую задолженность?

Мы придерживаемся той точки зрения, что, поскольку при предоставлении кредита покупателям (возникновении дебиторской задолженности) производитель может оказаться в ситуации, вынуждающей его обратиться в банк за кредитом, то определять стоимость дебиторской задолженности стоит в сравнении со ставкой кредитования.

Тогда:

$$DZ_{opt} = \frac{DZ}{(1+i)^t}, \text{ где}$$

$DZ_{opt}$  - оптимизированная дебиторская задолженность, приведенная к текущему моменту с учетом ставки кредитования;

$i$  – ставка кредитования;

$t$  – период кредитования (год).

Поскольку предоставление дебиторской задолженности часто бывает на сроки меньшие, чем год, то формула расчета её стоимости с точностью до дня будет иметь вид:

$$DZ_{opt} = \frac{DZ}{\left(1 + \frac{i * n}{365}\right)^t}, \text{ где}$$

$n$  – срок дебиторской задолженности в днях.

Приведем пример. Согласно данным табл. 1 в 2004 г. дебиторская задолженность добывающих компаний составляла 548604 млн. рублей. Даже если предположить, что средний срок подобной задолженности равняется 30 дням, а процент по привлечению кредита равен 14%, то стоимость обслуживания такой задолженности для добывающих компаний составляет -6241 млн. руб. Эта величина (6241 млн. руб.) показывает чистый убыток добывающих предприятий, возникающий в силу предоставления дебиторской задолженности. Отметим, что если наличие дебиторской задолженности означает убыток для предприятия, то убыток запланированный, а значит – управляемый, то наличие просроченной дебиторской задолженности означает убыток неуправляемый, а значит, сравнение просроченной дебиторской задолженности должно происходить с повышающим коэффициентом (к примеру, с введением рискового коэффициента, учитывающего вероятности неплатежей).

Таблица 1

**Дебиторская задолженность предприятий промышленности в 2004 г. (млн. руб.)<sup>1</sup>**

	Дебиторская задолженность	в том числе задолженность покупателей	Просроченная дебиторская задолженность	в том числе задолженность покупателей
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	548604	338249	95282	66139

<sup>1</sup> [http://www.gks.ru/bgd/regl/b08\\_48/Main.htm](http://www.gks.ru/bgd/regl/b08_48/Main.htm)

Удобство такого исчисления состоит еще и в том, что для каждого кредитора возможно просчитать свою стоимость дебиторской задолженности, а следовательно, это позволит более точно определять рентабельность работы с каждым клиентом в будущем.

Касательно кредиторской задолженности все обстоит с точностью до наоборот. Предприятию выгодно как можно дольше не расплачиваться по своим долгам<sup>2</sup>. Однако сравнивать кредиторскую задолженность рекомендуется уже не со ставкой кредитования (поскольку речь не идет о займе), а с некоей нормой доходности, которую производитель имеет возможность заработать на поставщике. В качестве такой нормы доходности можно предложить минимально возможную доходность, предлагаемую на рынке – доходность банковского депозита, либо, если производитель имеет более амбициозные планы, а кредиторская задолженность действительно значимая, то средний уровень доходности по предприятию.

Кредиторская задолженность будет иметь вид:

$$KZ_{opt} = KZ * \left(1 + \frac{j * m}{365}\right)^t, \text{ где}$$

$KZ_{opt}$  - оптимизированная кредиторская задолженность приведенная к текущему моменту с учетом ставки банковского депозита;

$j$  – ставка банковского депозита/ средней доходности бизнеса;

$t$  – период кредитования (год).

$m$  – срок кредиторской задолженности в днях.

Согласно данным табл. 2 и принимая ставку банковского депозита равной 10%, а средний срок кредиторской задолженности равной 20 дням получаем чистый доход от наличия кредиторской задолженности добывающих предприятий равной 3856 млн. руб. Тем самым из данных условного примера можно сделать вывод, что происходит дисбаланс в величине и сроках дебиторской задолженности и кредиторской задолженности, а следовательно, стоит либо уменьшать сроки и величину дебиторской задолженности, либо увеличивать сроки и величину кредиторской задолженности.

Стоит в этой связи учесть также тот факт, что финансирование, возникающее в момент появления кредиторской задолженности, увеличивает долю заемного капитала (краткосрочного характера) и должно быть направлено на рост устойчивости компании и ее инвестиционных проектов, которое может быть охарактеризовано применяемыми на

---

<sup>2</sup> - подобный подход, однако, не означает изменение структуры собственного и заемного капитала и отказа от финансовой стабильности. Но если речь идет о возможности наращивания кредиторской задолженности, то стоит это иметь в виду. Обычно финансовые менеджеры стараются избегать лишних долгов, в то время как их стоит оптимизировать по структуре, не допуская превышения соотношения длинных и коротких долгов ни в большую, ни в меньшую стороны.

практике стандартными показателями (коэффициент самофинансирования компании, коэффициент собственности, коэффициент уровня заемных средств и пр.).

Таблица 2

**Кредиторская задолженность предприятий промышленности в 2004 г. (млн. руб.)<sup>3</sup>**

	Кредиторская задолженность	Просроченная кредиторская задолженность
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	703849	122996

Таким образом, поскольку одной из важных задач в планировании инвестиционных решений является выбор стратегии сочетания собственных и заемных средств, то в подобном анализе следует уделять пристальное внимание возникающим задолженностям [Ковалёв, 2004].

Экономическая сущность проблемы заключается в том, что, увеличивая «рычаг капитала» (к примеру, долю заемных средств путем увеличения кредиторской задолженности), менеджеры тем самым увеличивают финансовый риск. В этом случае акционеры и кредиторы требуют более высоких выплат, компенсирующих их риск инвестирования или премию за риск, так как компания может стать банкротом из-за неспособности рассчитаться с долговыми обязательствами, что действительно часто происходит, когда «рычаг капитала» достигает высокого уровня.

Для каждой компании существует свой оптимальный уровень соотношения собственных и заемных средств, который определяется ситуацией на рынке кредиторов и капиталов, рыночной конъюнктурой, конкурентоспособностью, стратегией риска менеджеров. Так, слишком маленькая доля заемных средств для одной компании будет являться признаком стабильности, а для другой – следствием неэффективного управления капиталом. Поскольку заемный капитал обычно стоит дешевле собственного, то для крупных компаний именно привлечение заемного капитала, в т.ч. и появление большой кредиторской задолженности, является возможностью для осуществления инвестиций, увеличения оборота, финансирования проектов с отложенными сроками осуществления платежа (финансируемых из бюджетных средств, к примеру).

Для малого бизнеса привлечение заемных средств, напротив, может быть опасным, поскольку еще неотлаженные бизнес–процессы не дают возможность гарантировать поступление денежных средств в должном запланированном объеме.

<sup>3</sup> [http://www.gks.ru/bgd/regl/b08\\_48/Main.htm](http://www.gks.ru/bgd/regl/b08_48/Main.htm)

Надежность инвестиционных проектов является вторым основным принципом их разработки и привлечения инвестиций.

Возвращаясь к теме определения составляющих денежного потока нефтяной компании необходимо учитывать также тот факт, что расчет CF будет проходить в определенной очередности:

$$CF = ((T - GR - KR - SR - L - DZonm + KZonm - M - CR + D) - S) + S', \text{ где}$$

$S'$  – возвращенные налоги и сборы (например, в части возврата экспортного НДС при совершении экспортных операций), а расходы на аренду или строительство капитальных сооружений (KR) могут отсутствовать.

Таким образом, сочетая различные варианты стратегий платежей, финансирования, инвестирования и реинвестирования, нефтяные компании могут увеличить доходность своих капиталов, повысить прибыли и достичь устойчивого финансового положения на рынке. При этом одним из главных критериев успешности инвестиционной и производственно-хозяйственной деятельности в рыночных условиях является повышение ценности (рыночной стоимости) компании.

Подытоживая сказанное, видится важным отметить следующие моменты: управление финансами в нефтяной промышленности в ряде случаев становится более сложной задачей, поскольку приходится учитывать факторы, при прочих равных не возникающих в других отраслях. При этом финансовый менеджмент определяет и характеризует все стороны деятельности в нефтяной промышленности, а отдельные компоненты анализа – будь то денежные потоки, инвестиции или прибыль – взаимосвязаны и взаимообусловлены.

### Литература

*Андреанов А.Ю.* Инвестиции. - М.: ПРОСПЕКТ, 2008.

*Крейнина М.Н.* Финансовый менеджмент. – М.: Дело и сервис, 2001.

*Ковалёв В.В.* Финансовый учёт и анализ: концептуальные основы. – М.: Финансы и статистика, 2004.

Федеральная служба государственной статистики: банк государственных данных – промышленность - [http://www.gks.ru/bgd/regl/b08\\_48/Main.htm](http://www.gks.ru/bgd/regl/b08_48/Main.htm)

**Рецензент:** Ильинский Александр Алексеевич, доктор экономических наук, профессор.

**Bakuev M.O.**

Moscow Financial-Industrial Academy, Moscow, Russia, megabak@inbox.ru

## **ANALYSIS OF CASH FLOWS IN PETROLEUM INDUSTRY**

*A financial and investment analysis of oil companies differs from other industry branches. In this connection the precision definition of cash flow components of oil companies and hence the approaches to management of equity and loan means and also finding their optimum combination is of great importance.*

**Key words:** *finance, finance analysis, cash flows, equity and loan means, debtor and creditor debts.*

### **References**

Andrianov A.Û. Investicii. - M.: PROSPEKT, 2008.

Krejnina M.N. Finansovyj menedžment. – M.: Delo i servis, 2001.

Kovalëv V.V. Finansovyj učët i analiz: konceptual'nye osnovy. – M.: Finansy i statistika, 2004.

Federal'naâ služba gosudarstvennoj statistiki: bank gosudarstvennyh dannyh – promyšlennost' - [http://www.gks.ru/bgd/regl/b08\\_48/Main.htm](http://www.gks.ru/bgd/regl/b08_48/Main.htm)

© Бакуев М.О., 2010