

**ОЦЕНКА БИЗНЕСА НА ОСНОВЕ МОДЕЛИ ДОБАВЛЕННОЙ
СТОИМОСТИ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА (SVA)
(НА ПРИМЕРЕ ПАО «ТАТНЕФТЬ»)**

Аннотация: настоящая статья посвящена оценке стоимости компании нефтедобывающей отрасли ПАО «Татнефть». В последнее время наблюдается растущий интерес к концепции управления стоимостью компании, или VBM-подходу. Показатель SVA определен как наиболее точный метод данного подхода.

Ключевые слова: оценка стоимости бизнеса, модель добавленной акционерной стоимости, инвестированный капитал, средневзвешенная стоимость капитала, прогнозирование.

Odintsova A.L.,

master's student 1 course of the Institute of Economics and Finance

«Syktyvkar State University named by Pitirim Sorokin»,

Russia, Syktyvkar

**BUSINESS VALUATION BASED ON THE EQUITY VALUE
ADDED MODEL (SVA) (ON THE EXAMPLE OF JSC «TATNEFT»)**

Annotation: this article is devoted to assessing the valuation of the company in the oil industry of PJSC «Tatneft». Recently, there has been a growing interest in the company's value management concept, or VBM approach. The SVA indicator is defined as the most accurate method of this approach.

Keywords: business valuation, model of added shareholder value, invested capital, weighted average cost of capital, forecasting.

Для оценки стоимости бизнеса на практике используют три основных метода: доходный, затратный (имущественный) и

сравнительный (рыночный), при этом каждый из них содержит в себе совокупность собственных специальных методов. Наряду с этими методами оценки в современных условиях принято выделять концепцию, направленную на управление компанией по стоимости или Value Based Management (VBM) - подход.

В последнее время наблюдается растущий интерес к этой концепции. VBM - подход основан на однозначном и точном измерении акционерной стоимости как основополагающем подходе для принятия решений в организации. Он охватывает все уровни компании и, таким образом, способствует принятию грамотных решений, повышающих рыночную стоимость компании. Стоимость определяется с помощью дисконтированных будущих свободных денежных потоков. Главным отличием VBM-подхода от классических моделей управления является цель увеличения стоимости компании, а не текущей прибыли.

Показатель EVA считается классическим методом VBM-подхода. По мнению ученых Р. Морину и Ш. Джареллу, показатель SVA определен как наиболее точный. Зарубежные исследователи отдают ему предпочтение, так как он позволяет увеличивать стоимость компании, показывая необходимый уровень оптимальной величины инвестиционного капитала.

Показатель акционерной добавленной стоимости (SVA) является зарегистрированной торговой маркой консалтинговой компании «L.E.K. Consulting». В частности, автором показателя SVA принято считать А. Раппапорта.

Показатель SVA представляет собой капитализированное изменение текущей стоимости операционного денежного потока, скорректированное на текущую стоимость инвестиций во внеоборотный и оборотный капитал, вызвавших данное изменение.

Существует два метода расчета добавленной стоимости акционерного капитала:

- $SVA = \text{Изменение стоимости инвестированного капитала за период}$, где Стоимость инвестированного капитала определяется как сумма Накопленной текущей стоимости денежного потока и Текущей стоимости остаточной стоимости;

- $SVA = \text{Текущая стоимость остаточной стоимости} - \text{Текущая стоимость стратегических инвестиций}$, где Остаточная стоимость равна Капитализированному изменению чистой прибыли, Текущая стоимость стратегических инвестиций равна Текущей стоимости изменения инвестированного капитала.

Рассмотрим основные предпосылки, используемые при осуществлении расчетов с помощью метода SVA:

- срок жизни бизнеса компании бесконечен;
- прогнозный период ограничен периодом конкурентных преимуществ;
- величина амортизации равна величине текущих (нестратегических) капитальных вложений;
- стоимость, добавленная новыми инвестициями, учитывается в том же году, в который данная инвестиция была осуществлена;
- первоначальный инвестированный капитал при расчете стоимости бизнеса фиксируется по рыночной оценке.

Напомним, что в качестве объекта оценки выступает российская вертикально-интегрированная компания нефти и газа ПАО «Татнефть».

Основным источником данных для оценки стали Бухгалтерский баланс и Отчет о финансовых результатах за последние 5 лет, опубликованные на официальном сайте ПАО «Татнефть». Также отметим, что оценка стоимости компании производится на 31.12.2018.

На первом этапе для расчета стоимости Татнефти на основе SVA-модели перед нами стояла задача спрогнозировать показатели отчета о финансовых результатах. В качестве примера расчета прогнозных и

постпрогнозных значений требуемых показателей (выручка от продаж, себестоимость, коммерческие и управленческие расходы и т.д.) в таблице 1 представлен расчет выручки от продаж ПАО «Татнефть» на 2019-2023 гг. и на остаточный период.

Таблица 1. Предварительные расчеты уравнения выручки для нахождения прогнозных значений выручки от продаж ПАО «Татнефть»

№ периода	Год	Выручка факт. (млн.руб.)	t^2	$t*y$
t	n	Y		
1	2014	392 357,7	1	392 357,7
2	2015	462 962,1	4	925 924,2
3	2016	486 176,3	9	1 458 528,9
4	2017	581 536,9	16	2 326 147,6
5	2018	793 237,2	25	3 966 186,0
Итого	15	n=5	55	9 069 144,4

По результатам вспомогательных расчетов, отраженных в таблице 1, было найдено следующее уравнение, в нашем случае, уравнение выручки от продаж:

$$Y = 267\,153,9 + 92\,033,4*t \quad (a)$$

На основе уравнения формулы (a) были детерминированы значения выручки от продаж за прогнозные и постпрогнозный периоды (таблица 2).

Таблица 2. Прогнозные значения показателей отчета о финансовых результатах ПАО «Татнефть» на 2019-2023 гг. и остаточный период (млн.руб.)

Показатели	2019	2020	2021	2022	2023	Остат. период
Выручка продаж	819 354,2	911 387,6	1 003 421,0	1 095 454,0	1 187 488,0	1 279 521,0
Себест-ть	471 547,2	502 518,5	533 489,9	564 461,3	595 432,6	626 404,0
Коммерч. расходы	51 365,9	55 784,0	60 202,1	64 620,2	69 038,3	73 456,4
Управленч. расходы	9 508,8	11 714,8	13 920,9	16 126,9	18 333,0	20 539,0
Прочие доходы	41 149,4	38 733,7	36 318,0	33 902,26	31 486,5	29 070,8
Прочие расходы	37 181,3	33 046,2	28 911,2	24 776,1	20 641,05	16 506,0
Проценты к получению	5 266,0	4 764,7	4 263,3	3 762,0	3 260,6	2 759,2
Проценты к уплате	2 796,4	4 824,3	4 980,3	5 136,3	5 292,3	5 448,3
ЕВИТ	296 166,5	351 822,5	407 478,2	463 133,7	518 790,2	574 445,6

Требуемый показатель прибыли до выплаты процентов и уплаты налогов (ЕВІТ) был найден посредством вычитания из выручки от продаж себестоимости, коммерческих и управленческих расходов, прочих доходов и прибавления прочих доходов, а также процентов к получению (аналогичное значение можно получить путем добавления к прибыли до налогообложения процентов к уплате).

Следующим шагом необходимо было рассчитать прогнозные значения NOPAT, или чистую операционную прибыль после налогообложения. Формула расчета показателя NOPAT имеет следующий вид:

$$\text{NOPAT} = \text{ЕВІТ} * (1-t),$$

где t – ставка налога на прибыль

После нахождения NOPAT был произведен расчет инвестированного капитала ІС. Размер инвестированного капитала представляет собой сумму собственного капитала и долгосрочных обязательств (или суммарные активы за вычетом краткосрочных обязательств). Прогнозные значения были получены аналогично расчету показателей отчета о финансовых результатах.

Далее были произведены дополнительные вспомогательные расчеты, а именно расчет изменения инвестированного капитала DІС и изменения NOPAT.

Также нам необходимо было учесть фактор времени посредством приведения стоимости прогнозных значений CF_t и $CF_{(t+1)}$ к текущему периоду. Для этого нам следовало обосновать применяемую ставку дисконтирования.

В модели SVA ставка дисконтирования рассчитывается по методу средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Классическая формула WACC представляет следующее выражение:

$$\text{WACC} = K_d * W_d * (1-t) + K_s * W_s, \text{ где}$$

Kd - цена заемного капитала (%);

Wd - доля заемного капитала;

Ks - цена собственного капитала (%);

Ws - доля собственного капитала.

Как нам известно, WACC представляет собой средневзвешенное значение стоимости собственного капитала и стоимости заемного капитала. Данные весовые коэффициенты пропорциональны величине собственного и заемного капитала, оцениваемые по рыночной стоимости. Поэтому при изменении соотношения собственного и заемного капитала WACC будет меняться.

Цена заемного капитала (Kd) может быть рассчитана по следующей формуле:

$$Kd = \text{Проценты к уплате/Заемные средства} \cdot (1 - T / \text{Прибыль до налогообложения}) = 0,013 \text{ или } 1,3\%$$

Для расчета цены собственного капитала существует большое количество методов. Однако базовыми считаются следующие:

1. Метод доходов (доходный подход): **Цена капитала = Чистая прибыль / Собственный капитал;**

2. Метод оценки доходности финансовых активов на основе использования модели CAPM: $CAPM = k_{rf} + \beta \cdot (k_m - k_{rf}) + S1 + S2 + C$;

3. Дивидендный подход: $k = (D / P) \cdot 100\%$.

У каждого подхода к определению цены капитала есть свои возможности и ограничения, условия использования. С учетом этого, нам нужно определиться на какой из них мы будем полагаться при расчете WACC.

Метод доходов определяет эффективность использования капитала, инвестированного собственниками компании. У применения этого метода есть ограничения. Доход появляется не от активов, а от продаж. На его основе нельзя оценить эффективность бизнеса. Кроме того, большинство

компаний используют весомую долю заемного капитала. Данный метод предполагает, что вся будущая прибыль будет распределена среди акционеров, что является весьма грубым приближением.

САРМ-модель – одна из самых используемых моделей в оценке бизнеса. В ее основе лежит постулат о росте стоимости капитала по мере роста риска – «чем более рискованный проект, тем больше должна быть его доходность». Несмотря на огромную популярность, САРМ имеет свои недостатки. Один из таких недостатков - значение бета-коэффициента не является постоянным, оно изменяется с течением времени. Поэтому некоторыми специалистами модель САРМ подвергается критике. Однако все же она помогает инвесторам определить, какой прибыли они заслуживают за то, что рискуют своими деньгами.

В соответствии с дивидендным подходом к определению стоимости собственного капитала, цена собственного капитала определяется текущей стоимостью дивидендов, которые акционеры либо получают, либо желают получить от предприятия, а также ожидаемыми изменениями курсовой стоимости акций. Данный подход применим при условии, что темпы роста прибыли постоянны и регулярно выплачиваются дивиденды владельцам акций. Что касается нашего объекта оценки, то по данным отчета о финансовых результатах, ПАО «Татнефть» имеет постоянно возрастающие темпы роста и выплата дивидендов производится согласно положению о дивидендной политике.

Таким образом, при расчете по первой формуле цена собственного капитала получилась равной 30%, по второй – 23%, по третьей – 17%.

Затем рассчитав доли собственного и заемного капитала и подставив рассчитанные значения в формулу, получаем:

- WACC на основе метода доходов = 23,6%;
- WACC на основе модели САРМ = 17,7%;
- WACC на основе дивидендного подхода = 13,5%.

Учитывая специфику WACC, а именно то, что нам необходимо добиваться снижения цены капитала, особенности рассмотренных подходов, а также самой компании, цена собственного капитала будет рассчитываться дивидендным подходом и, следовательно, WACC составит 13,5%.

Далее производим расчет коэффициентов дисконтирования по следующей формуле: $1/(1+WACC)^n$.

Затем рассчитываем:

- приведенную стоимость изменения инвестированного капитала путем умножения изменения инвестированного капитала на соответствующий коэффициент дисконтирования;
- капитализацию изменения нераспределенной прибыли путем деления изменения NOPAT на полученную WACC;
- приведенную стоимость капитализации путем умножения капитализации изменения нераспределенной прибыли на соответствующий коэффициент дисконтирования.

Сделав предварительные расчеты для нахождения стоимости компании, рассчитываем показатель SVA. Для этого нам достаточно использовать ранее найденные значения, а именно приведенную стоимость капитализации разделить на приведенную стоимость изменения инвестированного капитала.

На последнем этапе необходимо рассчитать стоимость инвестированного капитала на момент оценки. Для этого нам нужно разделить NOPAT на WACC.

После того, как были получены все необходимые данные, перейдем к непосредственно расчету добавленной стоимости акционерного капитала ПАО «Татнефть». Ниже представлена обобщенная таблица 3.

Таблица 3. Расчет добавленной стоимости акционерного капитала компании ПАО «Татнефть»

Название показателя	Прогнозные значения, млн.руб.					
	2019	2020	2021	2022	2023	Остат. период
Выручка	819 354,20	911 387,60	1 003 421,0	1 095 454,0	1 187 488,0	1 279 521,0
Себестоимость	471 547,20	502 518,50	533 489,90	564 461,30	595 432,60	626 404,00
Коммерч. расходы	51 365,90	55 784,00	60 202,10	64 620,20	69 038,30	73 456,40
Управленч. расходы	9 508,80	11 714,80	13 920,90	16 126,90	18 333,0	20 539,00
Прочие доходы	41 149,40	38 733,70	36 318,0	33 902,26	31 486,50	29 070,80
Прочие расходы	37 181,30	33 046,20	28 911,20	24 776,10	20 641,05	16 506,0
Проценты к получению	5 266,00	4 764,70	4 263,30	3 762,00	3 260,60	2 759,20
Проценты к уплате	2 796,40	4 824,30	4 980,30	5 136,30	5 292,30	5 448,30
ЕВИТ	296 166,50	351 822,50	407 478,20	463 133,70	518 790,20	574 445,60
NOPAT	236 933,20	281 458,00	325 982,56	370 506,96	415 032,16	459 556,48
Инвестированный капитал, IC	851 724,86	917 991,86	984 258,86	1 050 525,86	1 116 792,86	1 183 059,86
Изменение инвестированного капитала, DIC	24 823,16	66 267,00	66 267,00	66 267,00	66 267,00	66 267,00
Изменение NOPLAT, DNOPLAT	25 068,48	44 524,80	44 524,56	44 524,40	44 525,20	44 524,32
WACC	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Коэффициент дисконтирования, R,	0,881	0,776	0,684	0,603	0,531	0,468
Приведенная стоимость изменения инвестированного капитала	21 872,78	51 450,70	45 335,49	39 947,10	35 199,16	-
Капитализация изменения нераспределенной прибыли	185 846,63	330 087,18	330 085,40	330 084,22	330 090,15	-
Приведенная стоимость капитализации	163 757,68	256 284,68	225 822,55	198 981,52	175 334,57	-
Показатель SVA	141 884,90	204 833,98	180 487,06	159 034,42	140 135,41	-
Стоимость инвестированного капитала на момент оценки	1 756 518,00					-
Стоимость компании						2 582 893,77

Таким образом, итоговая стоимость компании ПАО «Татнефть» на основе модели SVA равна 2 582 893,77 млн. рублей (2,6 млрд.рублей).

В отношении развития и наращивания стоимости ПАО «Татнефть» на основе модели SVA можно провести следующие мероприятия:

- 1) Ускорение роста доходности бизнеса (увеличение дохода, экономия, оптимизация текущих издержек);
- 2) Снижение текущей стоимости стратегических инвестиций (оптимизация затрат на капитал).

Использованные источники:

1. Бухгалтерская отчетность ПАО «Татнефть» за 2014-2018 гг. [электронный ресурс]. URL: <https://www.tatneft.ru/aktsioneram-i-investoram/raskritie-informatsii/godovie-otcheti/?lang=ru> (дата обращения: 22.04.2020);
2. Докукина С.М. Оценка стоимости бизнеса: учебное пособие / С. М. Докукина. - Сыктывкар: Изд-во СГУ им. Питирима Сорокина, 2018. - 181 с.;
3. Назарова В.В., Бирюкова Д.С. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологические менеджмент». 2014 [электронный ресурс]. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/stoimostnye-metody-otsenki-effektivnosti-menedzhmenta-kompanii> (дата обращения: 17.05.2020);
4. Пронина О.В. Модели оценки стоимости компании // Инновационная наука. 2019. №5 [электронный ресурс]. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/modeli-otsenki-stoimosti-kompanii-1/viewer> (дата обращения: 17.05.2020)
5. Рухляда Н.О., Гаджиев М.М., Бучаев Я.Г. Система контроллинга, ориентированная на создание акционерной добавленной стоимости // Управление экономическими системами: электр.научн.журнал. 2014. [электронный ресурс]. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sistema-kontrollinga-orientirovannaya-na-sozдание-aktsionernoy-dobavlennoy-stoimosti> (дата обращения: 16.05.2020)
6. Официальный сайт ПАО «Татнефть» [электронный ресурс]. URL: <https://www.tatneft.ru/> (дата обращения: 10.05.2020).
7. Официальный сайт Московской биржи [электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 10.05.2020).