

УДК 336.74

*Provst T.A.,*

*студентка магистратуры 1 курса Института экономики и финансов*

*ФБГОУ ВО СГУ им. Питирима Сорокина*

*Россия, г. Сыктывкар*

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПАО «СУРГУТНЕФТЕГАЗ» НА  
ОСНОВЕ МОДЕЛИ EVA. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ С  
ПОКАЗАТЕЛЯМИ ОЦЕНКИ НА ОСНОВЕ ДОХОДНОГО ПОДХОДА**

**Аннотация:** В настоящей статьей описывается суть выбранного метода, условия применения, а также возможности и недостатки выбранной модели. Представлен расчет стоимости организации на основе данного метода, а также сравнение результатов расчетов на основе данной модели с полученными результатами на основе доходного подхода. По результатам сравнения была выявлена и обоснована разница между стоимостями, полученными при использовании методов доходного подхода и метода EVA. Предложены рекомендации для принятия управленческих решений по наращиванию стоимости исследуемой компании.

**Ключевые слова:** оценка стоимости бизнеса, экономическая добавленная стоимость, средневзвешенная стоимость капитала, стоимость привлеченных средств.

*Provst T.A.*

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

*«Syktyvkar State University named by Pitirim Sorokin»,*

*Russia, Syktyvkar*

**VALUATION OF PJSC «SURGUTNEFTEGAS» ON THE BASIS OF  
EVA MODEL. COMPARATIVE ANALYSIS WITH INDICATORS OF  
EVALUATION ON THE BASIS OF INCOME APPROACH**

*Annotation: this article describes the essence of the selected method, the conditions of use, as well as the possibilities and disadvantages of the selected model. The calculation of the cost of the organization on the basis of this method is presented, as well as a comparison of the results of calculations based on this model with the results obtained on the basis of the income approach. Based on the results of the comparison, the difference between the values obtained using the methods of the income approach and the EVA method was identified and justified. Recommendations for making management decisions to increase the value of the company under study are proposed.*

*Keywords:* the business valuation, economic value added, weighted average cost of capital, cost of funds raised.

Определение стоимости компании является одной из важнейших проблем, актуальных в настоящее время. Это обусловлено тем, что для полноценного развития в условиях нестабильности мировой экономики компаниям необходимы дополнительные источники финансирования, основой привлечения которых является высокая стоимость компании для акционеров и инвесторов. Оценка рыночной стоимости предприятия необходима не только для проведения расчета фактической стоимости, но и для определения эффективности принятия управленческих решений, основным критерием выбора которых является увеличение стоимости компаний.

В настоящее время существует большое количество методик оценки стоимости предприятия, которые, как правило, относятся к одному из трех подходов к оценке – доходному, сравнительному или затратному. Однако существуют и современные методы оценки стоимости.

Одним из наиболее известных современных подходов к оценке бизнеса является метод, основанный на оценке экономической добавленной стоимости (Economical Value Added, EVA), которая показывает добавленную за период стоимость с учетом альтернативных издержек и объем инвестиций, направленных на расширение, которые добавят стоимость в будущем.

Экономическая добавленная стоимость представляет собой стоимость, созданную компанией благодаря ее существующим инвестициям. Согласно концепции EVA, стоимость компании представляет собой ее балансовую стоимость, увеличенную на текущую стоимость будущих EVA. Экономическая добавленная стоимость является инструментом, показывающим, как измерить прибыльность, управлять ею и влиять на нее.

Следует отметить следующие основные возможности модели EVA в качестве инструмента оценки и управления стоимостью бизнеса:

— модель EVA позволяет оптимизировать работу бизнеса в будущем, т.е. реализовать принцип наиболее эффективного использования за счет комплексного управления ключевыми факторами стоимости компании;

- модель EVA выступает индикатором качества управлеченческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствуют об увеличении стоимости компании, отрицательная — о снижении.

Несмотря на преимущества, следует отметить ряд недостатков:

во - первых, на величину показателя EVA существенно влияет первоначальная оценка инвестированного капитала (если она занижена, то созданная добавленная стоимость высокая, если завышена, то наоборот низкая). При этом автором данной модели (Bennet Stuart) предлагается ряд корректировок балансовой величины инвестированного капитала, что также может принести дополнительный субъективизм в расчеты и не отражение реальной рыночной ситуации;

во – вторых, основная часть добавленной стоимости в рамках модели EVA приходится на постпрогнозный период, что представляет собой “корректировку” – на “неучет” реальной стоимости инвестированного капитала в добавленных стоимостях прогнозного периода.

Концепция EVA зачастую применяется как наиболее совершенный инструмент измерения эффективности деятельности подразделений в отличие от чистой прибыли в связи с тем, что показатель EVA оценивает не

только конечный результат, но и то, какой ценой он был получен, то есть какой объем капитала и по какой цене использовался. Если показатель EVA выбран организацией в качестве критерия оценки эффективности своей деятельности, то задача состоит в том, чтобы повысить значение этого показателя.

Немаловажным является и то, что данная концепция предлагает учитывать ресурсы, именуемые «эквивалентами собственного капитала» в составе капитала организации, и это предполагается делать с помощью специальных корректировок капитала организации. Использование «эквивалентов собственного капитала» позволяет показателю EVA учитывать полную стоимость организации. Прибыль компании должна соответствовать активам, которыми она генерируется, следовательно, помимо корректировок капитала предусматриваются соответствующие коррекции, учитывающие изменения в прибыли компании, вызванные «неучтенным» капиталом за рассматриваемый период. В результате проводимых коррекций (капитала и прибыли фирмы) показатель доходности инвестированного капитала (ROCE) в концепции EVA существенно отличается от одноименного бухгалтерского показателя.

Однако основная цель при внедрении концепции экономической добавленной стоимости должна заключаться не в наиболее точном расчете этого показателя, а в построении более эффективной системы управления организацией, стимулирующей менеджеров увеличивать стоимость бизнеса.

В соответствии с формулой, представленной ниже, рыночная стоимость организации может превышать или быть меньше балансовой стоимости чистых активов в зависимости от будущих прибылей организации:

$$\text{Рыночная стоимость организации} = \text{Чистые активы (по балансовой стоимости)} + EVA \text{ будущих периодов, приведенная к настоящему моменту времени}$$

Существует три варианта взаимоотношений значения показателя EVA с поведением собственников:

1)  $EVA = 0$ , т.е. рыночная стоимость организации равна балансовой стоимости чистых активов. В данном случае рыночный выигрыш собственника при вложении в данную организацию равен нулю, поэтому он равно выигрывает, продолжая операции в данной организации или вкладывая средства в банковские депозиты;

2)  $EVA > 0$  означает прирост рыночной стоимости организации над балансовой стоимостью чистых активов, что стимулирует собственников к дальнейшему вложению средств в организацию;

3)  $EVA < 0$  ведет к уменьшению рыночной стоимости организации. В этом случае собственники теряют вложенный в организацию капитал за счет потери альтернативной доходности.

Из зависимости между рыночной стоимостью организации и значениями EVA следует то, что организация должно планировать будущие значения EVA для направления действий собственников по инвестированию своих средств. Ожидание будущих значений EVA оказывает существенное влияние на рост цены акций организации. Если ожидания противоречивы, будет колебаться цена акций, и в краткосрочном плане невозможно будет провести четкую зависимость между значениями EVA и ценой акций организации.

Основная идея и экономический смысл показателя EVA заключается в том, что капитал организации должен работать с такой эффективностью, чтобы обеспечить норму доходности, требуемую инвестором, акционером или другим собственником на вложенный капитал. Норма доходности инвестора - установлена инвестором (акционером, собственником) барьерная ставка дохода, требуемая на вложенный капитал с учетом соответствующего инвестиционного риска компании. Именно такую ставку доходности смог бы заработать инвестор, если бы он использовал предоставленный капитал в альтернативных областях бизнеса, но с тем же уровнем риска.

Для расчета экономической добавленной стоимости (EVA) бухгалтерский показатель "Чистая прибыль" должен быть скорректирован на величину «эквивалентов собственного капитала» и поправки к бухгалтерским показателям с точки зрения их рыночной оценки:

$$EVA = NOPAT - Capital = NOPAT - WACC * CE,$$

где NOPAT (Net Operationg Profit After Tax) - чистая прибыль, полученная после уплаты налога на прибыль и за вычетом суммы процентов, уплаченных за пользование заемным капиталом, то есть это чистая прибыль по данным финансовой отчетности (по Отчету о прибылях и убытках) с учетом необходимых корректировок;

Capital (Cost Of Capital) - стоимость капитала организации;

WACC (Weight Average Cost Of Capital) - средневзвешенная стоимость капитала (измеряется в относительных величинах - в %);

CE (Capital Employed) - инвестированный капитал, который представляет собой капитал, определяемый с учетом стоимости ресурсов, не включенных в баланс, рассчитывается путем коррекции данных финансовой отчетности на величину "эквивалентов капитала владельцев".

Из формулы экономической добавленной стоимости можно вывести относительный показатель "Доходность инвестированного капитала" (Return on Capital Employed, ROCE). Экономический смысл данного показателя заключается в том, что экономическая добавленная стоимость (EVA) возникает в организации в том случае, если за данный период времени удалось создать доходность инвестированного капитала (ROCE) выше, чем норма доходности инвестора (WACC). Инвесторы (собственники, акционеры) не будут считать себя удовлетворенными, если доходность их капитала, созданная организацией, не достигла установленной ими барьерной ставки доходности.

Этот принцип формирования стоимости организации выражается в следующем представлении показателя экономической добавленной стоимости (EVA):

$$EVA = Spread * CE = (ROCE - WACC) * CE,$$

где Spread - разница между доходностью инвестированного капитала и средневзвешенной стоимостью капитала. Спред представляет собой экономическую добавленную стоимость в относительном выражении (в %);

СЕ - инвестированный капитал;

ROCE – рентабельность задействованного капитала, которая определяется по формуле:

$$ROCE = \frac{NOPAT}{CE}$$

Важность показателя ROCE заключается в том, что он выступает ориентиром для оценки целесообразности привлечения организацией заемный средств под определенный процент. Если процент по кредиту выше, чем рентабельности задействованного капитала, это значит, что организация не сможет использовать кредит настолько эффективно, чтобы отработать проценты по нему. Поэтому имеет смысл брать только те кредиты, процент по которым ниже рентабельности задействованного капитала.

Если Spred положительный, то компанией заработка доходность, превышающая доходность, требуемую инвесторами. В этом случае доходность капитала, вложенного в компанию, выше альтернативной доходности для инвестора, ведь все альтернативы оценены и учтены в показателе средневзвешенных затрат на капитал (WACC). Следовательно, конечный результат - возникновение экономической добавленной стоимости означает прирост стоимости капитала за данный период.

Рассмотрим методику оценки бизнеса компании ПАО «Сургутнефтегаз» на основе EVA и порядок анализа полученных значений показателей. Общие исходные данные для проведения расчета EVA – Бухгалтерский Баланс и Отчет о финансовых результатах.

Таблица 1. Расчет стоимость ПАО «Сургутнефтегаз» на основе показателя EVA, млн.руб.

Показатель	2019	2020	2021	2022	2023	Постпрогнозный период
Выручка от реализации	1511505	1642448	1773391	1904334	2035277	2166220
Себестоимость реализованной продукции	1038706	1129007	1219308	1309609	1399910	1490211
Валовая прибыль	472799	513441	554083	594725	635367	676009
Прибыль до уплаты процентов и налогов	472799	513441	554083	594725	635367	676009
Проценты к получению	106160	106160	106160	106160	106160	106160
Проценты к уплате	0	0	0	0	0	0
Прочие доходы	2040068	2040068	2040068	2040068	2040068	2040068
Прочие расходы	1530426	1530426	1530426	1530426	1530426	1530426
Прибыль до налогообложения	1089451	1130077	1170703	1211329	1251955	1292581
Налоги (относительная налоговая нагрузка)	862615	937344	1012073	1086802	1161532	1236261
Чистая прибыль (NOPAT)	226836	192733	158630	124527	90423	56320
Инвестированный капитал, СЕ	4457557	4754345	5051133	5347920	5644709	5941496
WACC сарм	1,53%	1,53%	1,53%	1,53%	1,53%	1,53%
Рентабельность задействованного капитала, ROCE	0,050888	0,040538	0,031405	0,023285	0,016019	0,009479
Экономическая добавленная стоимость, EVA	-584885,13	-673033,22	-761181,32	-849329,23	-937478,51	-1025626,42
Коэффициент дисконтирования, r	0,985	0,970	0,955	0,941	0,927	0,913

Показатель	2019	2020	2021	2022	2023	Постпрогнозный период
Текущая (дисконтированная) стоимость экономической добавленной стоимости, EVA <sub>PV</sub>	-294662,77	-173406,41	-101796,99	-59828,80	-35292,06	-
Сумма текущих стоимостей EVAPV				-664987,0327		
Стоимость будущих инвестиций, рассчитанная по EVA в постпрогнозный период					-1123454,576	
Текущая величина экономической добавленной стоимости в постпрог. период					-22928,30329	
Прирост стоимости компании за счет реализации инвестиционных проектов					-687915,3359	
Стоимость ранее инвестированного капитала				4 376 016		
<b>Стоимость компании на основе показателя EVA</b>					<b>3 688 101</b>	

В исследуемой организации EVA < 0, это означает, что за определенный период наблюдается уменьшение стоимости организации. Организация неэффективно использует имеющийся в ее распоряжении капитал (как собственный, так и заемный).

Значения ROCE > WACC, следовательно, организации удалось заработать добавочную стоимость компаний за анализируемый период.

Компания заработала доходность, превышающую доходность, требуемую инвестором (имеет место положительный спред доходности).

Таким образом, в данной работе была произведена оценка стоимости компании ПАО «Сургутнефтегаз». Итоговая стоимость компании методом EVA на дату оценки (31.12.2018 г.) составила 3 688 101 млн.руб., в то время как стоимость компании доходным подходом составила 4 588 324,73 млн.руб.

На разницу между стоимостями оказывает влияние выбранного метода оценки собственного капитала, который напрямую связан с расчетом WACC.

WACC (Weight average cost of capital) – это средневзвешенная стоимость капитала, показатель используется при оценке необходимости инвестирования в различные ценные бумаги, проекты и дисконтировании ожидаемых доходов от инвестиций и измерении стоимости капитала компаний. Рассчитывается данный показатель по следующей формуле:

$$WACC = k_s * w_s + k_d * w_d,$$

где Ks - стоимость собственного капитала (%);

Ws - доля собственного капитала (%);

Kd - стоимость заемного капитала (%);

Wd - доля заемного капитала (%).

В качестве базовых подходов к оценке стоимости собственного капитала могут быть выделены следующие:

- 1) метод дивидендов;
- 2) метод доходов (доходный подход);
- 3) метод оценки доходности финансовых активов на основе использования модели CAPM (Capital Assets Pricing Model).

Доходный подход предполагает, что вся будущая прибыль будет распределена среди акционеров, что является весьма грубым приближением. Кроме того, при использовании данного подхода сильно упрощаются полученные значения, поэтому в данной работе этот подход не применим.

Применение модели нулевого роста и модели постоянного роста для расчета стоимости собственного капитала ПАО «Сургутнефтегаз» несколько ограничено, так как для этого темпы роста прибыли компании должны быть стабильными, что нереально в настоящее время для российских эмитентов.

Модель CAPM базируется на подходе, учитывающем оценку риска. В соответствии с концепцией соотношения риска и доходности большинство инвесторов на рынке действуютrationally, являются противниками риска, то есть за больший риск требуют и большую доходность. Однако существует проблема применения данной модели: бета - коэффициенты нестабильны с течением времени. Этот факт создает трудности, когда бета - коэффициенты, полученные по историческим данным, используются для расчета стоимости капитала при оценке будущих денежных потоков. Бета - коэффициенты должны изменяться по мере изменения фундаментальных принципов и структур капитала. Несмотря на это, данный метод можно использовать при расчете стоимости собственного капитала рассматриваемой организации, однако средневзвешенная стоимость капитала с использованием данной модели очень высока, что значительно снижает стоимость организации.

В соответствии с дивидендным подходом цена собственного капитала определяется текущей стоимостью дивидендов, которые акционеры либо получают, либо желают получить от предприятия, а также ожидаемыми изменениями курсовой стоимости акций. Однако компаниям, у которых наблюдается медленный, нестабильный рост дивидендов, не следует использовать данный подход к оценке.

В среднем темпы роста дивидендов ПАО «Сургутнефтегаз» стабильны (рис.1), следовательно, использование данного подхода при оценке собственного капитала исследуемой организации целесообразно.



Рис.1 Размер дивидендных выплат по годам, млн.руб.

Стоимость собственного капитала в рамках дивидендного подхода рассчитывается следующим образом:

$$k = \frac{D}{P} * 100\%$$

Где k — норма дивиденда на акцию (цена собственного капитала);

D — размер дивиденда на акцию;

P — текущая рыночная цена акции.

Размер дивиденда на акцию в среднем составляет 0,65 руб, рыночная цена акции 40,11 руб. Стоимость собственного капитала ПАО «Сургутнефтегаз» составляет 1,62%.

Таким образом, значение WACC = 1,53% и значительно отличается от полученных значений вышеперечисленными методами.

Можно сделать вывод о том, что для целей управления стоимостью компании может использоваться несколько подходов к оценке и, соответственно, несколько показателей стоимости. Эти показатели не подлежат интегрированию - они анализируются отдельно, сравниваются друг с другом и служат для принятия различных управленческих решений. Нередко результаты, полученные при использовании одного из подходов, проверяются с помощью других подходов.

Для усиления позиций на рынке, а также развития и наращивания стоимости ПАО «Сургутнефтегаз» можно дать следующие рекомендации:

1. Так как у компаний нефтегазового сектора наибольшую долю имущества составляют активы, целесообразно провести мероприятия, направленные на рост стоимости активов. Также следует провести мероприятия, направленные на освобождение от избыточных активов.

2. Повышение производительности путём вложений в обновление оборудования, работающего на месторождениях, и производственных мощностей нефтеперерабатывающих заводов. Для этого следует провести анализ целесообразности привлечения кредита, учитывая влияние увеличения доли заемного капитала на изменение уровня рисков организации.

#### ***Использованные источники:***

1. Бродунов А.Н., Жукова К.В. Модель экономической добавленной стоимости (eva) как метод управления стоимости бизнеса // Электронный ресурс // Вестник Московского университета имени С.Ю. Витте. Серия 1. Экономика и управление, №1(24), 2018. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/model-ekonomiceskoy-dobavlennoy-stoimosti-eva-kak-metod-upravleniya-stoimosti-biznesa/viewer> (дата обращение 25.04.2020)
2. Докукина С.М. Оценка стоимости бизнеса. Учебное пособие: текстовое научное электронное издание на компакт – диске, 2018
3. Официальный сайт ПАО «Сургутнефтегаз» // Электронный ресурс // URL: <https://www.surgutneftegas.ru/> (дата обращения: 02.05.2020)