

Головань Софья Андреевна
Иркутский государственный университет путей сообщения (ИрГУПС)

**Методика добавленной стоимости для оценки инвестиционной
привлекательности компании**

Аннотация. В статье исследуется применение методики экономической добавленной стоимости (EVA) для комплексной оценки инвестиционной привлекательности компании на примере ПАО «Сургутнефтегаз» за период 2021–2023 гг. Автор проводит критический анализ традиционных показателей эффективности, обосновывая преимущества стоимостного подхода к управлению. В работе представлен поэтапный расчет EVA с детализацией методологических аспектов определения NOPAT, инвестированного капитала и WACC. Эмпирическая часть содержит анализ динамики ключевых финансовых показателей компании, выявляя разнонаправленные тенденции в их изменении. Научная новизна исследования заключается в верификации эффективности использования капитала компании в условиях волатильности макроэкономической среды. Результаты демонстрируют, что несмотря на наличие отдельных негативных тенденций в рентабельности, стабильно положительные значения EVA подтверждают способность компании создавать стоимость для акционеров и сохранять инвестиционную привлекательность.

Ключевые слова: Экономическая добавленная стоимость (EVA), инвестиционная привлекательность, средневзвешенная стоимость капитала (WACC), инвестированный капитал, рентабельность, финансовый анализ, ПАО «Сургутнефтегаз».

Golovan Sofia Andreevna
Irkutsk State University of Railway Transport (IrGUPS)

Value-added methodology for assessing the investment attractiveness of a company

Abstract. This article examines the application of the Economic Value Added (EVA) methodology to comprehensively assess a company's investment attractiveness using PJSC Surgutneftegas as an example for the period 2021–2023. The author provides a critical analysis of traditional performance indicators, substantiating the advantages of a cost-based approach to management. The paper presents a step-by-step calculation of EVA, detailing the methodological aspects of determining NOPAT, invested capital, and WACC. The empirical section analyzes the dynamics of the company's key financial indicators, identifying divergent trends in their change. The scientific novelty of the study lies in verifying the efficiency of the company's capital use in a volatile macroeconomic environment. The results demonstrate that, despite some negative trends in profitability, consistently positive EVA values confirm the company's ability to create value for shareholders and maintain investment attractiveness.

Key words: Economic value added (EVA), investment attractiveness, weighted average cost of capital (WACC), invested capital, profitability, financial analysis, PJSC Surgutneftegas.

Инвестиционная привлекательность представляет собой комплексную экономическую категорию, интегрирующую характеристики финансовой устойчивости, результативности деятельности, уровня риска, рыночной капитализации и параметры внешней среды. Данный синтез свойств формирует основу для оценки перспектив развития компании и определения параметров инвестиционных вложений.

Ключевым элементом управления экономическими системами выступает процесс разработки финансовой стратегии. В ее структуре выделяются долгосрочные целевые ориентиры финансовой деятельности, а также организационно-методический инструментарий, обеспечивающий их достижение. Эффективный механизм управления финансовыми ресурсами выступает не только гарантом текущей операционной устойчивости предприятия, но и детерминантой реализации его стратегических установок.

В современных финансовых стратегиях доминирующей парадигмой стала максимизация благосостояния акционеров, которое оценивается через совокупный доход от инвестиций, включающий дивидендные выплаты и прирост капитала. Детерминантой последнего выступает рыночная стоимость акций, формирующаяся под влиянием комплекса эндогенных и экзогенных факторов. В данном контексте финансовая информация служит ключевым инструментом для стейкхолдеров при оценке текущих результатов деятельности компании и формировании прогнозов.

Эмпирические исследования [1] свидетельствуют об отсутствии единого финансового показателя, способного адекватно объяснить вариативность благосостояния акционеров и степень долгосрочной инвестиционной привлекательности компании. В связи с этим, критерии для оценки инвестиционной привлекательностью должны обладать высокой корреляцией с указанным благосостоянием и быть устойчивыми к вероятностным рыночным колебаниям. Традиционные метрики, такие как чистая операционная прибыль до уплаты налогов и процентов, рентабельность инвестиций и рентабельность собственного капитала подвергаются критике в академической литературе за игнорирование полной стоимости капитала, что ставит под сомнение адекватность бухгалтерской прибыли как прогноза стоимости компании и индикатора эффективности.

Альтернативой выступают подходы к инвестиционной привлекательности, сфокусированные на стоимости (Value-Based Management), получившие распространение в последние два десятилетия в отечественной практике и более 30 лет в зарубежной. Одной из таких метрик, применяемой для оценки как внутренней, так и внешней эффективности, является показатель Economic Value Added (EVA), разработанный компанией Stern Stewart & Co. Сторонники EVA позиционируют его в качестве оптимального периодического индикатора эффективности, превосходящего традиционные учетные показатели в объяснении изменений благосостояния акционеров [2]. Эмпирические исследования подтверждают тезисы о том, что EVA способствует снижению агентских конфликтов, обладает более тесной связью с доходностью акций и добавляет информативности при объяснении их доходности. EVA определяется как остаточная стоимость, определяемая как разность между чистой операционной прибылью после налогообложения (NOPAT) и стоимостью всего задействованного капитала (Total Capital Employed), взвешенной по средней стоимости капитала (WACC). Таким образом, EVA представляет собой оценку экономической прибыли, превышающей минимально требуемую инвесторами норму доходности на капитал, инвестированный в компанию. Ключевым аспектом расчета является корректное определение стоимости капитала, в частности, стоимости собственного капитала, которая может оцениваться с помощью модели оценки капитальных активов (CAPM).

Рассмотренная литература может быть классифицирована по следующим ключевым тематическим направлениям:

1. Взаимосвязь EVA и доходности акций – наиболее репрезентативная категория научных подходов, включающая анализ потенциальной инвестиционной привлекательности.
2. Корреляция EVA и рыночной добавленной стоимости (MVA) – анализ EVA как прогноза для MVA и факторов стоимости.
3. Эффективность управленческих решений – изучение EVA в контексте агентской теории, систем вознаграждения менеджмента и управления результативностью.

Несмотря на критику традиционных метрик в виде анализа финансовых показателей для прогнозирования инвестиционной привлекательности, они все еще остаются частью предварительного анализа. По результатам проведенного анализа, систематизированным в таблице 1, выявлена положительная динамика большинства финансовых показателей ПАО «Сургутнефтегаз» в период 2021–2023 годов [3].

Таблица 1 – Динамика финансовых показателей ПАО «Сургутнефтегаз» за 2021- 2023 гг.

Наименование показателей	2021 г.	2022 г.	2023г.	Темп роста, %	
				2022/2021	2023/2022
Чистая прибыль (убыток), тыс. руб.	513 220 494	60 729 545	1 334 122 850	11,83	2 196,82
Рентабельность основной деятельности, %	20,92	22,46	16,83	-	-
Внеоборотные активы, тыс. руб.	3 969 629 764	3 946 197 533	6 174 269 556	99,41	156,46
Оборотные активы, тыс. руб.	1 871 563 149	2 730 653 483	2 131 856 098	145,9	78,07
Собственный капитал, тыс. руб.	5 435 155 890	6 156 291 884	7 473 479 551	113,27	121,39
Заемный капитал, тыс. руб.	406 037 023	520 559 132	832 646 103	128,2	159,95
Соотношение собственного и заемного капитала	13,39	11,83	8,98	88,34	75,9
Оборачиваемость оборотных активов	1,01	0,85	1,04	84,15	122,32
Рентабельность собственного капитала, %	9,44	0,99	17,89	10,48	1807,07

Динамика чистой прибыли характеризуется разнонаправленностью: в 2022 году наблюдалось сокращение на 452 490 949 тыс. руб., тогда как в 2023 году – существенный рост на 1 273 393 305 тыс. руб. Показатель рентабельности основной деятельности увеличился в 2022 году на 1,54 процентных пункта, но в 2023 году снизился на 5,63 процентных пункта. Коэффициент соотношения собственного и заемного капитала демонстрирует устойчивую отрицательную динамику на протяжении трехлетнего периода, что свидетельствует об опережающих темпах роста собственных средств относительно заемных источников финансирования.

Анализ структуры активов выявил рост внеоборотных активов: на 321 808 449 тыс. руб. в 2021 году и на 413 466 537 тыс. руб. в 2022 году; увеличение оборотных активов: на 377 651 185 тыс. руб. в 2021 году и на 173 861 118 тыс. руб. в 2022 году. Динамика капитала характеризуется ростом собственного капитала: на 703 953 756 тыс. руб. в 2021 году и на 446 117 497 тыс. руб. в 2022 году, диверсифицированной динамикой заемного капитала в виде снижения на 4 494 122 тыс. руб. в 2021 году с последующим ростом на 141 210 158 тыс. руб. в 2022 году.

Преобладание собственного капитала над заемным подтверждает стратегию финансирования деятельности компании преимущественно за счет собственных средств. Показатель оборачиваемости активов снизился в 2022 году на 0,16 пункта, но восстановился в 2023 году с приростом на 0,19 пункта, что коррелирует с динамикой выручки в соответствующие периоды. Рентабельность собственного капитала сократилась в 2022 году на 8,45%, однако в 2023 году зафиксирован значительный рост на 16,9%. Наблюдается неоднородная динамика внеоборотных активов: незначительное снижение в

2022 году (с 3 969,63 до 3 946,20 млн руб.) сменилось резким ростом в 2023 году до 6 174,27 млн руб., что может свидетельствовать о реализации масштабной инвестиционной программы и стратегии расширения бизнеса.

Визуализация динамики активов предприятия за анализируемый трехлетний период представлена на рисунке 1.

По результатам проведенного анализа динамики финансовых показателей можно констатировать следующее. Динамика оборотных активов демонстрирует выраженную нелинейность. В 2022 году зафиксирован их значительный прирост — с 1 871,56 млн руб. до 2 730,65 млн руб. Данное увеличение может быть обусловлено интенсификацией операционной деятельности, выразившейся в росте объемов продаж, либо в накоплении товарно-материальных запасов. Однако в 2023 году последовала коррекция показателя до уровня 2 131,86 млн руб., что, вероятно, является следствием реализации мероприятий по оптимизации структуры оборотных средств или снижения деловой активности.

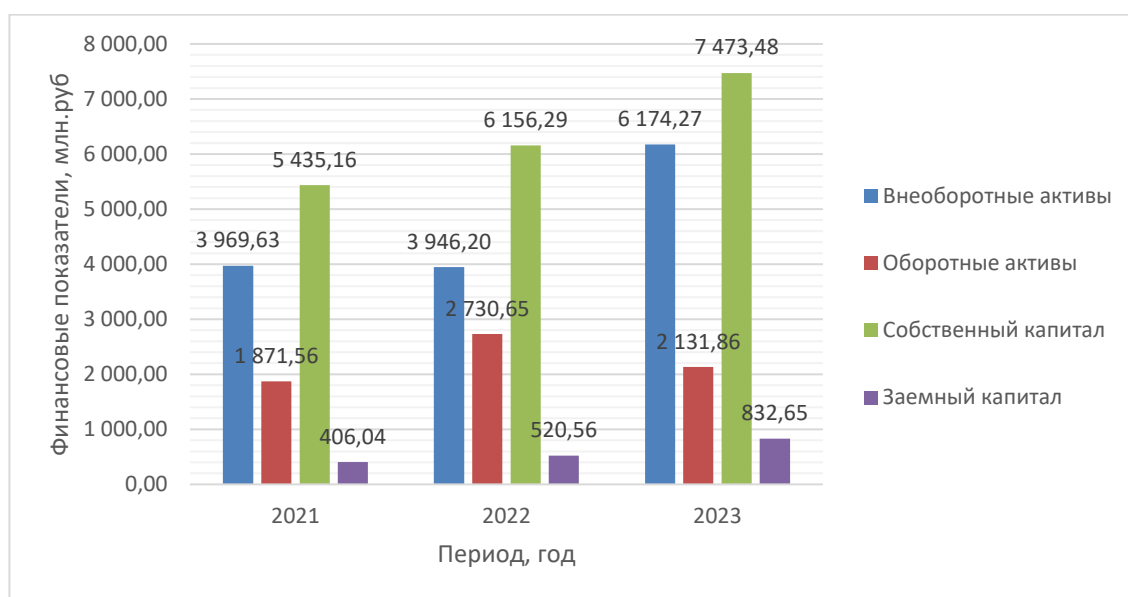


Рисунок 1 – Динамика имущества и источников имущества ПАО «Сургутнефтегаз» за 2021- 2023 гг.

Анализ структуры капитала выявляет устойчивую положительную динамику. Наблюдается стабильный рост собственного капитала: с 5 435,16 млн руб. в 2021 году до 6 156,29 млн руб. в 2022 году и до 7 473,48 млн руб. в 2023 году. Указанная тенденция свидетельствует о повышении уровня финансовой автономии и устойчивости компании, а также о её способности к аккумуляции реинвестируемой прибыли.

Параллельно отмечается увеличение объема заемного капитала: с 406,04 млн руб. в 2021 году до 520,56 млн руб. в 2022 году и до 832,65 млн руб. в 2023 году. Это указывает на активное привлечение компанией долговых инструментов для финансирования своей операционной и инвестиционной деятельности. Комплексная оценка позволяет сделать вывод о наличии положительной макроэкономической тенденции в развитии компании. Рост собственного капитала в совокупности с увеличением объема внеоборотных активов (как отмечено ранее) сигнализирует о реализации стратегии расширения бизнеса и укрепления его финансового потенциала.

Вместе с тем, наблюдаемое наращивание заемного капитала обуславливает необходимость проведения детальной оценки структуры обязательств, анализа условий их обслуживания и оценки долговой нагрузки на cash flow компании для минимизации потенциальных финансовых рисков. Так, исходя из данных бухгалтерского баланса, величина заемного капитала компании состоит преимущественно из кредиторской

задолженности, отложенных налоговых обязательств и оценочных обязательств. При этом отсутствуют заемные средства, привлеченные на стоимостной основе.

Расчет EVA для ПАО «Сургутнефтегаз» осуществлялся в данной работе по следующему алгоритму:

1. Определение прибыли до уплаты процентов и налогов (ЕВІТ);
2. Расчет чистой операционной прибыли после налогообложения (NORAT);
3. Оценка величины инвестированного капитала (ИК);
4. Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC);
4. Моделирование экономической добавленной стоимости (EVA).

Полученные данные по компании представлены в таблице 2.

Таблица 2 – Моделирование экономической добавленной стоимости (EVA)

Показатель	2021	2022	2023
ЕВІТ, млн., руб.	615 293 749	104 268 698	1 607 422 318
NORAT, млн., руб	492 234 999, 2	83 414 958, 4	1 285 937 854, 4
ИК , млн., руб	5 570 010, 4	6 410 353, 2	7 914 868,9
WACC, %	6,9	0,98	17,9
EVA, млн., руб	491 850 668, 2	82 786 743,9	1 284 521 092,9

Положительное значение EVA свидетельствует о том, что доходность на инвестированный капитал превышает требуемую инвесторами норму отдачи, что в конечном итоге детерминирует рост рыночной стоимости компании. Показатель экономической добавленной стоимости (EVA) выполняет функцию информационного инструмента для инвестора, раскрывая структуру финансирования компании и объем капитала, необходимый для генерации целевой прибыли. EVA позволяет дифференцировать стратегии использования инвестированного капитала: реинвестирование в развитие или максимизацию текущей доходности.

За анализируемый период показатель NORAT значительно снижался в 2022 году на фоне санкционного давления и снижения выручки от продаж (рис.2). Он представляет собой более точный и методологически корректный показатель для оценки операционной эффективности и создания экономической стоимости чем показатель чистой прибыли, так как он учитывает налоговые расходы, но исключает искажающее влияние финансового рычага. При этом иногда трактовка данного показателя искажается при сравнении разных компаний из одной отрасли при использовании налоговых льгот [4].

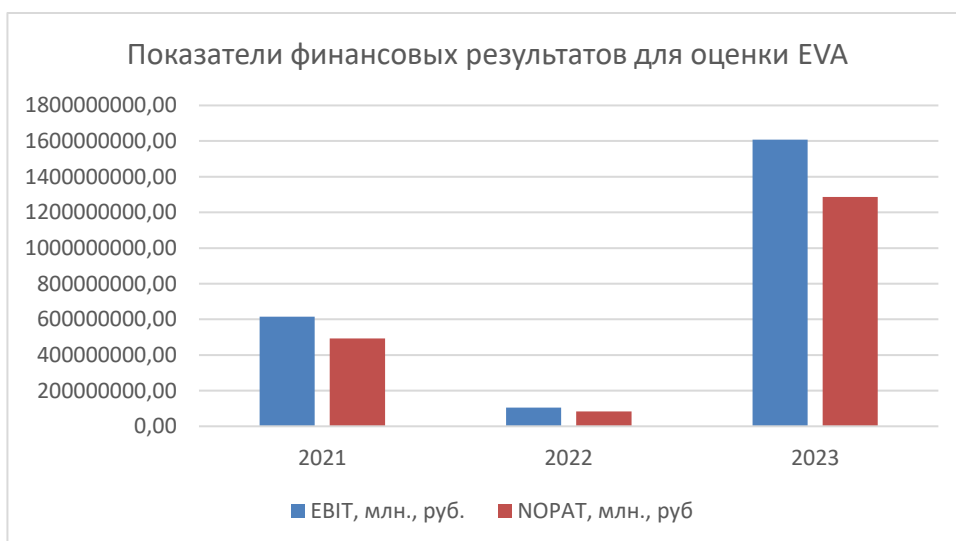


Рисунок 2 – Динамика показателя ЕВІТ и NORAT ПАО «Сургутнефтегаз» за 2021-2023 гг.

На рисунке 3 представлена динамика инвестированного капитала за 2021-2023 гг. Инвестированный капитал – денежный капитал, определяющий потребности предприятия в финансировании своей основной деятельности и расширенного воспроизводства. За анализируемый период компания постепенно наращивала инвестированный капитал даже в 2022 году при снижении остальных финансовых показателей.

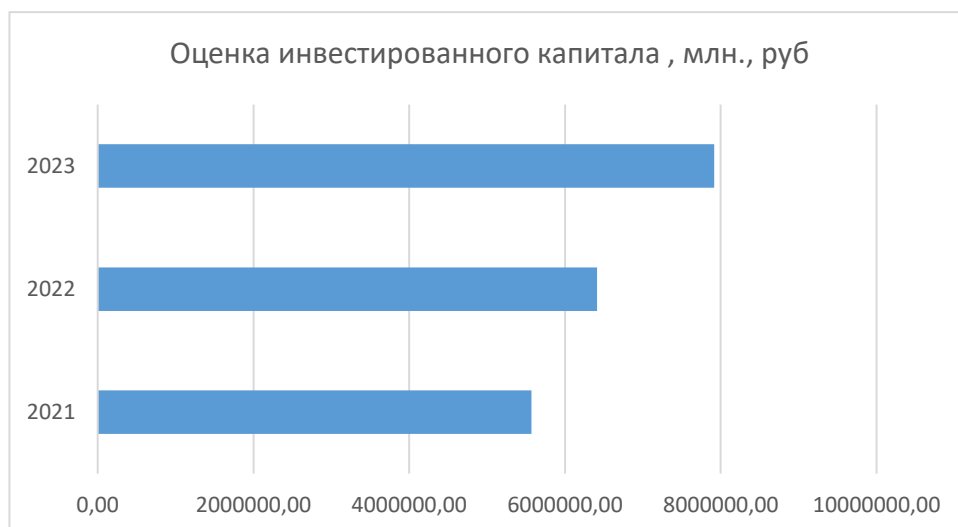


Рисунок 3 – Динамика инвестированного капитала ПАО «Сургутнефтегаз» за 2021-2023 гг.

Следующим показателем для моделирования EVA является показатель средневзвешенной стоимости капитала. За анализируемый период в структуре заемного капитала компании отсутствовали заемные средства на стоимостной основе (кредиты, займы, эмитированные долговые ценные бумаги), что объясняет отсутствие процентов к уплате в структуре расходов компании. Таким образом, за 3 года средневзвешенная стоимость капитала для анализа экономической добавленной стоимости полностью совпадала со стоимостью собственного капитала компании. На рисунке 4 представлена итоговая величина показателя экономической добавленной стоимости. На основании полученных данных можно сделать вывод, что компания демонстрирует значительные положительные значения EVA на протяжении всего анализируемого периода, что свидетельствует об эффективном использовании капитала и создании добавленной стоимости. Несмотря на существенную волатильность ставки WACC (по причине колебания стоимости собственного капитала) и абсолютных значений прибыли, способность генерировать положительную EVA указывает на устойчивость операционной модели и эффективное управление капиталом.



Рисунок 4 – Динамика экономической добавленной стоимости ПАО «Сургутнефтегаз» за 2021- 2023 гг.

Стабильно высокая EVA позиционирует компанию как привлекательный объект для инвестиций, ориентированных на компании с подтвержденной способностью к созданию стоимости. Ключевым отличием является учет альтернативной стоимости капитала, что позволяет оценить не только явные, но и неявные (вмененные) издержки. Показатель EVA обеспечивает синхронизацию финансовых целей собственников и инвесторов. Проведенный анализ инвестиционной привлекательности ПАО «Сургутнефтегаз» выявил неоднозначную динамику. С одной стороны, отмечается снижение чистой прибыли и ухудшение показателей оборачиваемости активов в 2022 году, а также снижение показателя рентабельности собственного капитала. При этом в аналогичном году к снижению рентабельности привел значительный рост собственного капитала за счет нераспределенной прибыли прошлых лет на фоне одновременного снижения чистой прибыли, что нельзя характеризовать как однозначно негативный показатель. Стабильно высокие положительные значения EVA свидетельствуют о том, что доходность инвестированного капитала компании систематически превышает требуемую норму, создавая предпосылки для роста ее рыночной стоимости.

Таким образом, несмотря на наличие отдельных негативных тенденций, ПАО «Сургутнефтегаз» сохраняет инвестиционную привлекательность, обусловленную способностью эффективно создавать стоимость для акционеров, что подтверждается методологией EVA. Совокупность показателей инвестиционной привлекательности отдельных компаний, определяемый структурой капитала, влияет на общий инвестиционный климат в стране [5;6]. Для формирования обоснованных инвестиционных решений необходим дальнейший мониторинг финансовых рисков и углубленный анализ в разрезе отраслевых и макроэкономических факторов [7].

Список источников

1. Tortella B. D., Brusco S. The Economic Value Added (EVA): an analysis of market reaction // *Advances in Accounting*. – 2003. – Т. 20. – С. 265-290.
2. Sharma A. K., Kumar S. Economic value added (EVA)-literature review and relevant issues // *International journal of economics and finance*. – 2010. – Т. 2. – №. 2. – С. 200-220.
3. Официальный сайт ПАО «Сургутнефтегаз»: [сайт]. – URL: https://www.surgutneftegas.ru/investors/essential_information/reporting/ (дата обращения: 07.03.2025).
4. Головань, С. А. Налоговое стимулирование благотворительности: оценка эффективности льгот на примере банковского сектора / С. А. Головань // *Baikal Research Journal*. – 2016. – Т. 7, № 2. – С. 6. – DOI 10.17150/2411-6262.2016.7(2).6. – EDN VREKRZ.
5. Бородавко, Л. С. Инвестиционный климат России / Л. С. Бородавко // *Экономика и бизнес: теория и практика*. – 2020. – № 12-1(70). – С. 108-115. – DOI 10.24411/2411-0450-2020-11027. – EDN BLOSEQ.
6. Дугар-Жабон Р. С., Сенотрусова П. К. Теория управления структурой капитала компании // *Вестник Ангарского государственного технического университета*. – 2018. – №. 12. – С. 249-253.
7. Головань, С. А. Теоретические подходы к определению рисков стартап проектов / С. А. Головань, В. В. Беднарж // *Актуальные вопросы современной экономики*. – 2022. – № 11. – С. 351-357. – EDN JBXSAE.

Сведения об авторах

Головань Софья Андреевна – к.э.н., доцент, зав. кафедрой «Финансовый и стратегический менеджмент», Иркутский государственный университет путей сообщения, г. Иркутск, Россия

Information about the authors

Golovan Sofia Andreevna - Candidate of Economic Sciences, Head of Department of Financial and Strategic Management, Irkutsk State Transport University, Irkutsk, Russia