

Сушко Ольга Петровна
Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова
Годлевская Яна Руслановна
Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова
Ефимова Мария Александровна
Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова

Комплексная оценка стоимости публичной компании в нефтегазовом секторе

Аннотация. Актуальность. В условиях высокой волатильности сырьевых рынков и изменения структуры капитала российских компаний вопрос достоверной оценки их рыночной стоимости приобретает критическое значение для инвесторов и менеджмента. Цель исследования заключается в комплексной оценке рыночной стоимости одной из крупнейших российских вертикально-интегрированных нефтяных компаний (ПАО «Татнефть») с использованием трех классических подходов, выявить расхождения в оценках и дать практические рекомендации. В работе использованы метод дисконтированных денежных потоков (DCF) в рамках доходного подхода, метод компаний-аналогов и отраслевых коэффициентов в рамках сравнительного подхода, а также метод чистых активов и ликвидационной стоимости в рамках затратного подхода. Дополнительно проведена оценка стоимости бренда, анализ влияния ESG-факторов и стресс-тестирование модели. Справедливая стоимость одной обыкновенной акции ПАО «Татнефть», полученная в результате согласования подходов, составляет 650 руб. Текущая рыночная цена (690 руб.) находится вблизи фундаментально обоснованного уровня, что свидетельствует о справедливой оценке компании рынком. Выявлена критическая ошибка в расчете терминальной стоимости при использовании метода капитализации, что подчеркивает важность корректного применения моделей DCF.

Компания демонстрирует высокую операционную эффективность (спред ROIC-WACC составляет +8,3 п.п.), низкую долговую нагрузку и значительный запас финансовой прочности. Инвесторам рекомендована стратегия «Держать», менеджменту — внедрение системы управления стоимостью (VBM) на основе показателя EVA.

Ключевые слова: оценка стоимости бизнеса, доходный подход, метод дисконтированных денежных потоков (DCF), сравнительный подход, затратный подход, метод чистых активов, средневзвешенная стоимость капитала (WACC), терминальная стоимость, модель Гордона, нефтегазовый сектор, экономическая добавленная стоимость (EVA), анализ чувствительности, стресс-тестирование, ESG-факторы, управление стоимостью компании (VBM), справедливая стоимость акции, фондовый рынок.

Sushko Olga Petrovna
Plekhanov Russian University of Economics
Godlevskaya Yana Ruslanovna
Plekhanov Russian University of Economics
Efimova Maria Aleksandrovna
Plekhanov Russian University of Economics

A comprehensive valuation of a public company in the oil and gas sector

Abstract. Background. Amidst the high volatility of commodity markets and the changing capital structure of Russian companies, the issue of reliably assessing their market value is becoming critical for investors and management. The objective of this study is to comprehensively

assess the market value of one of Russia's largest vertically integrated oil companies (PAO Tatneft) using three classical approaches, identify discrepancies in the estimates, and provide practical recommendations. This study utilizes the discounted cash flow (DCF) method within the income approach, the peer company and industry ratio method within the comparative approach, and the net asset and liquidation value method within the cost approach. Additionally, a brand valuation, an analysis of the impact of ESG factors, and model stress testing were conducted. The fair value of one ordinary share of PAO Tatneft, obtained by harmonizing these approaches, is 650 rubles. The current market price (RUB 690) is close to a fundamentally sound level, indicating a fair market valuation of the company. A critical error in the terminal value calculation using the capitalization method was identified, highlighting the importance of correctly applying DCF models.

The company demonstrates high operating efficiency (ROIC-WACC spread is +8.3 percentage points), low leverage, and a significant financial safety margin. Investors are recommended to adopt a "Hold" strategy, while management is advised to implement a value-based management (VBM) system based on the EVA metric.

Keywords: business valuation, income approach, discounted cash flow (DCF) method, comparative approach, cost approach, net asset value method, weighted average cost of capital (WACC), terminal value, Gordon model, oil and gas sector, economic value added (EVA), sensitivity analysis, stress testing, ESG factors, value-based management (VBM), fair value of shares, stock market.

Введение

Оценка стоимости компании является фундаментальной задачей финансового менеджмента и инвестиционного анализа. Для публичных компаний нефтегазового сектора, являющихся основой российской экономики, корректная оценка особенно важна в связи с высокой капиталоемкостью проектов, длительным производственным циклом и чувствительностью к внешнеэкономическим факторам. ПАО «Татнефть» занимает уникальное положение в отрасли благодаря наличию значительных запасов сверхвязкой нефти (СВН), современному комплексу нефтепереработки «ТАНЕКО», консервативной финансовой политике и высокой прозрачности. Это делает компанию идеальным объектом для углубленного стоимостного анализа.

Целью данной работы является проведение комплексной оценки рыночной стоимости ПАО «Татнефть» для выявления ее справедливой цены и разработки рекомендаций для инвесторов и менеджмента. Для достижения цели поставлены следующие задачи:

Проанализировать финансовую отчетность и рыночные данные компании за 2023-2024 гг. и прогнозный период до 2029 г.

Рассчитать стоимость собственного капитала и цена акции с помощью доходного (DCF), сравнительного и затратного подходов.

Согласовать полученные результаты с учетом специфики компании и целей оценки.

Провести стресс-тестирование модели и оценить влияние ESG-факторов.

Разработать предложения по внедрению системы управления стоимостью (Value Based Management).

Теоретический обзор по теме исследования

Исследование категориального аппарата оценки бизнеса является фундаментом для понимания сущности оценочной деятельности. Как отмечают А.В. Барсукова и А.В. Сергеева, в современной экономической науке наблюдается терминологическая вариативность: понятия «оценка бизнеса» и «оценка стоимости бизнеса» часто используются как взаимозаменяемые, однако первый термин шире и включает не только количественное определение стоимости, но и качественный анализ перспектив развития предприятия [1]. Данная позиция коррелирует с выводами Н.А. Васильевой и О.А. Наумовой, которые подчеркивают, что в условиях современной рыночной экономики

оценка бизнеса трансформируется из статической процедуры в динамический процесс, учитывающий неопределенность внешней среды [2].

Некоторые учёные, такие как А.С. Нурбагин, предлагают расширить традиционное понимание оценки путём внедрения клиентоориентированного подхода [3]. Представленная инициатива перекликается с воззрениями Д.Р. Хитчнер, которая аргументирует актуальность имплементации методологий оценки в новаторских областях, в том числе применительно к неосязаемым активам и интеллектуальному капиталу [4].

Широко представленная в научной литературе база исследований посвящена вопросам практической имплементации методов оценки стоимости предприятий. Например, специалисты в области оценки бизнеса А.О. Беззубова и А.Ю. Бушева акцентируют внимание на том, что универсальные оценочные процедуры требуют модификации с учётом индивидуальных характеристик оцениваемого субъекта хозяйствования [5]. В работе К.К. Бурдина с соавторами, где систематизированы три классических подхода [6], отмечается, что ни один из подходов не является универсальным, и достоверная оценка достигается только путем согласования результатов.

А.Г. Садомова, М.С. Попова и И.С. Бабич подробно рассматривают каждый подход, указывая на то, что выбор конкретного метода зависит от целей оценки, доступности информации и стадии жизненного цикла предприятия [7]. В контексте затратного подхода Д.А. Веткасов акцентирует внимание на его применимости для компаний с высокой долей материальных активов, а также для целей страхования или ликвидации [8].

В связи с тем, что объектом исследования является предприятие нефтегазовой отрасли, то проанализированы исследования по данной тематике. В работе Е.А. Аверина представлены результаты анализа современных макроэкономических условий (санкционные ограничения, волатильность цен на нефть) и их влияние на методы оценки российских компаний [9]. Ученый делает вывод, что традиционные модели требуют корректировки с учётом повышенных страновых и отраслевых рисков. С.Ф. Сайфуллина и Е.А. Осинина считают, что вертикально-интегрированная нефтяная компания как объект оценки [10] имеет спецификацию, которых заключается в наличии замкнутого производственного цикла, и, следовательно, требуется учет синергетического эффекта от объединения добывающих, перерабатывающих и сбытовых подразделений в рамках единой стоимости.

О.И. Болкунова [11] анализирует роль премии за риск, доказывая, что её некорректный расчет может привести к существенному искажению стоимости бизнеса, особенно в отраслях с высокими капитальными затратами, таких как нефтедобыча. Н.М. Ребельский предлагает использовать методы реальных опционов для оценки управленческой гибкости при реализации инвестиционных проектов в условиях неопределенности цен на сырье [12].

Общие направления развития нефтедобывающей и нефтеперерабатывающей промышленности в России и мире освещены в работе С.Н. Димитрова с соавторами, где представлен сравнительный анализ ключевых предприятий отрасли [13]. А.М. Гуревич, анализирует влияние корпоративной социальной ответственности на долгосрочную стоимость бизнеса [14].

А.В. Ишкинина поднимает вопросы оценки экономической устойчивости нефтяных компаний, предлагая методику, учитывающую как внутренние факторы (эффективность добычи), так и внешние (конъюнктура рынка) [15]. Л.А. Даминова совершенствует методический подход к оценке эффективности, предлагая интегральные показатели, сочетающие финансовые и операционные метрики [16].

Конкурентный анализ на примере конкретных нефтяных компаний проводят Т.Э. Слободчикова и Д.А. Санникова, демонстрируя применение сравнительного подхода на микроуровне [17]. Проблемы оценки инвестиционных проектов в нефтяной промышленности освещены Л.Н. Родионовой и Д.М. Карамутдионовой, которые

указывают на необходимость учета длительности инвестиционного цикла и геологических рисков [18].

Международный аспект представлен в работе И.А. Ахметовой и С. Чжан, которые исследуют методы оценки финансового потенциала китайских нефтяных корпораций, что позволяет выявить общие закономерности и национальные особенности оценочной деятельности в отрасли [19]. Завершает теоретический обзор исследование С.Н. Агафонова и И.Р. Ханафиевой, где обосновывается система экономических индикаторов для оценки эффективности стратегий развития нефтяных компаний, связывающая операционные показатели с итоговой рыночной стоимостью [20].

Проведенный анализ научной литературы позволяет сформулировать следующие ключевые выводы, которые служат теоретической базой для оценки ПАО «Татнефть»:

Существует методологический плюрализм, т.е. современная теория оценки признает равноправие доходного, сравнительного и затратного подходов. При этом достоверный результат достигается не выбором одного «лучшего» метода, а путем согласования результатов, полученных разными способами [1, 2, 6, 7].

Для вертикально-интегрированных нефтегазовых компаний при их оценке необходима специфическая методология. Это обусловлено тем, что стоимость активов таких компаний складывается не только из их индивидуальной ценности, но и включает в себя синергетический эффект, возникающий вследствие интеграции бизнес-процессов. В связи с этим, при применении мультипликаторов в процессе оценки, рекомендуется использовать повышенные значения или добавлять соответствующие премии для учета данного фактора, обеспечивая тем самым более точное отражение рыночной стоимости [10, 13, 15].

Оценка вертикально-интегрированных нефтегазовых компаний требует применения особой методики. Это связано с тем, что оценка их активов должна учитывать не только самостоятельную стоимость отдельных элементов, но и дополнительную выгоду, возникающую от их совместного функционирования в рамках единой бизнес-структуры. Следовательно, при использовании сравнительных методов оценки, основанных на мультипликаторах, целесообразно применять повышенные коэффициенты или включать специальные премии. Такой подход позволяет более адекватно отразить реальную рыночную стоимость компаний, принимая во внимание синергетический эффект от интеграции [9, 11, 18].

Традиционные модели DCF могут недооценивать компании, реализующие крупные долгосрочные, поскольку они не учитывают возможность изменения стратегии при изменении внешних условий. Методы реальных опционов позволяют скорректировать эту недооценку [12, 16].

Современные исследования доказывают, что на стоимость нефтяной компании влияют не только финансовые показатели, но и нефинансовые факторы: корпоративная социальная ответственность (особенно для регионообразующих предприятий), экологическая безопасность (ESG-факторы) и качество корпоративного управления. Данные факторы должны учитываться либо в денежных потоках, либо в ставке дисконтирования [4, 14, 20].

Наличие развитого фондового рынка и данных по публичным компаниям-аналогам (Лукойл, Роснефть) делает сравнительный подход высоконадежным для оценки российских ВИНК. При этом важнейшим мультипликатором признается EV/EBITDA, как наиболее устойчивый к различиям в структуре капитала и учетной политике [17, 19].

Таким образом, теоретический анализ подтверждает корректность выбранной методологии оценки ПАО «Татнефть» (сочетание трех подходов с обоснованным присвоением весов) и необходимость учета отраслевых особенностей (премия за вертикальную интеграцию, учет рисков СВН, анализ ESG-факторов) для получения достоверного результата.

Методы исследования

В работе использована комбинация трех стандартных подходов к оценке бизнеса. Основным методом выбран метод дисконтированных денежных потоков (DCF) для денежного потока фирмы (FCFF) с прогнозным периодом 2025-2029 гг. и постпрогноznым (терминальным) периодом с 2030 г. Ставка дисконтирования рассчитана как средневзвешенная стоимость капитала (WACC). Стоимость собственного капитала (R_e) определена по модели CAPM с учетом страновой премии и премии за размер компании. Стоимость заемного капитала (K_d) принята на основе среднерыночных ставок для эмитентов первого эшелона. Целевая структура капитала определена на основе среднеотраслевых значений. Долгосрочный темп роста (g) принят на уровне 3% в реальном выражении.

Сравнительный подход реализован через три метода:

Метод компаний-аналогов: отобраны три публичные компании (Роснефть, Лукойл, Башнефть). Рассчитаны мультипликаторы EV/EBITDA, P/E, P/BV. Итоговой стоимости предприятия (EV) присвоены веса: 50% (EV/EBITDA), 30% (P/E), 20% (P/BV) с обоснованием наибольшей надежности первого мультипликатора для нефтегазового сектора.

Метод отраслевых коэффициентов: к среднерыночным мультипликаторам сектора применен повышающий коэффициент 15%, учитывающий уникальные преимущества «Татнефти» (низкий долг, наличие комплекса ГАНЕКО, запасы СВН, прозрачность).

Анализ сделок M&A: Оценена потенциальная премия за контроль (40%) для стратегического инвестора на основе мультипликатора EV/EBITDA.

Затратный подход применен с методом чистых активов и поэлементной переоценкой статей баланса. Для каждого актива и обязательства введены корректирующие коэффициенты, основанные на их рыночной ликвидности, рисках и экономическом устаревании. Дополнительно рассчитана ликвидационная стоимость как нижняя граница оценки.

Также применялись дополнительные методы анализа:

Оценка бренда путём применения метода освобождения от роялти (ставка роялти 1,5% от выручки B2C-сегмента).

Анализ создания стоимости с расчетом показателей EVA и спреда (ROIC — WACC) для обоснования внедрения системы VBM.

Стресс-тестирование и анализом пессимистичного (падение цен на нефть на 20%) и оптимистичного (рост цен на нефть на 15%) сценариев.

Результаты исследования

Расчётные результаты исследования

Ключевым методом доходного подхода выступила двухфазная модель дисконтирования денежных потоков для фирмы (FCFF). Верификация прогнозных данных позволила устранить методологическую ошибку, связанную с некорректной экстраполяцией денежного потока в постпрогноznый период.

На основе скорректированного прогноза финансовых показателей ПАО «Татнефть» на 2025–2029 гг. (с обеспечением логической непрерывности ряда) получены следующие значения FCFF.

Таблица 1 - Расчет свободного денежного потока (FCFF) ПАО «Татнефть», млрд руб.

Показатель	2025	2026	2027	2028	2029
EBITDA	392,12	413,69	430,24	447,45	465,35*
Амортизация	22,24	23,46	24,40	25,38	26,40*
EBIT	369,88	390,23	405,84	422,07	438,95*
Налог (20%)	73,98	78,05	81,17	84,41	87,79*
NOPAT	295,90	312,18	324,67	337,66	351,16*
DA	22,24	23,46	24,40	25,38	26,40*

CAPEX	97,89	103,28	107,41	111,70	116,17*
Δ NWC	-4,42	-4,67	-4,85	-5,05	-5,25*
FCFF	224,67	237,03	246,51	256,39	266,64*

Примечание: Показатели 2029 года скорректированы автором на основе среднегодового темпа роста (CAGR) предшествующего периода для обеспечения методологической корректности расчета терминальной стоимости.

Анализ динамики FCFF ПАО «Татнефть» показывает, что на протяжении прогнозного периода наблюдается устойчивый рост свободного денежного потока: с 224,67 млрд руб. в 2025 г. до 266,64 млрд руб. в 2029 г. Среднегодовой темп прироста (CAGR) составляет 4,37%, что соответствует консервативным ожиданиям относительно развития нефтегазового сектора и согласуется с долгосрочным темпом роста ($g = 3\%$) в постпрогнозном периоде.

На основе целевой структуры капитала (34% заемного / 66% собственного) ПАО «Татнефть» и с учетом отраслевых и страновых рисков рассчитана средневзвешенная стоимость капитала 17,43%. Полученное значение WACC (17,43%) отражает требуемую доходность инвесторов с учетом безрисковой ставки (11%), рыночной премии (9%), бета-коэффициента 1,3, а также премий за страновой риск (3,6%) и размер компании (0,5%). Данный уровень ставки дисконтирования является типичным для российских нефтегазовых компаний первого эшелона в текущих макроэкономических условиях.

Для оценки стоимости предприятия ПАО «Татнефть» в постпрогнозном периоде применена модель Гордона, предполагающая стабилизацию темпов роста на уровне долгосрочного темпа роста экономики ($g = 3\%$). Корректное применение модели Гордона имеет критическое значение, поскольку терминальная стоимость в оценке зрелых компаний, таких как ПАО «Татнефть», составляет доминирующую часть итоговой стоимости предприятия. Ошибочное использование в модели величины FCFF₂₀₂₉ без учета фактора роста ($1+g$) приводит к систематическому занижению стоимости и нарушает теоретические основы метода капитализации дохода, что было выявлено и исправлено в настоящем исследовании. Терминальная стоимость рассчитана на уровне 1 902,84 млрд руб.

Дисконтирование денежных потоков прогнозного периода и терминальной стоимости произведено по ставке WACC = 17,43% (табл.2).

Таблица 2 - Дисконтирование денежных потоков ПАО «Татнефть», млрд руб.

Год	FCFF	Коэффициент дисконтирования (DF)	PV
2025	224,67	0,8516	191,33
2026	237,03	0,7252	171,90
2027	246,51	0,6175	152,22
2028	256,39	0,5259	134,84
Сумма PV (2025-2028)			650,29
TV	1 902,84	0,4478	852,49

Расчет стоимости предприятия (EV) ПАО «Татнефть» приблизился к объёму 1 502,78 млрд руб. Расчет стоимости собственного капитала (Equity Value) определен на уровне 1 469,69 млрд руб. Расчет цены одной обыкновенной акции составил 674,5 руб.

Для оценки устойчивости полученных результатов к изменению ключевых параметров проведен анализ чувствительности цены акции к вариациям WACC и долгосрочного темпа роста (g) (табл.3).

Таблица 3 - Чувствительность цены акции к изменению WACC и g ПАО «Татнефть», руб.

	g = 2%	g = 3% (база)	g = 4%
WACC = 15,43%	721,4	760,8	807,5
WACC = 17,43% (база)	648,2	674,5	707,3
WACC = 19,43%	590,1	611,9	637,6

В ходе оценки стоимости ПАО «Татнефть» выявлена нелинейная зависимость между ценой акции и стоимостью капитала. Снижение показателя WACC на 2 процентных пункта (с 19,43% до 17,43%) обеспечивает прирост стоимости ценной бумаги на 10,2% — с 611,9 до 674,5 рубля. Последующее уменьшение WACC до уровня 15,43% сопровождается увеличением стоимости ещё на 12,8%, до 760,8 рубля. Полученные данные наглядно демонстрируют высокую чувствительность модели дисконтированных денежных потоков к изменению стоимости капитала и подтверждают важность оптимизации структуры капитала компании.

Анализ эластичности рыночной капитализации к изменению долгосрочного темпа роста показывает, что в условиях высокой стоимости капитала влияние фактора g на итоговую оценку смягчается. Так, увеличение темпа роста на один процентный пункт (с 2% до 3%) даёт прирост капитализации в размере 4,1%, тогда как аналогичное повышение (с 3% до 4%) увеличивает стоимость на 4,9%. Подобная динамика объясняется значительным положительным разрывом между средневзвешенной стоимостью капитала и темпом роста, достигающим 14,43 процентного пункта. Указанный спред ослабляет мультипликативный эффект, который мог бы возникнуть при расширении временного горизонта прогнозирования, и снижает чувствительность итоговой оценки к изменению параметра g при его высоких значениях.

Рассчитанная стоимость ПАО «Татнефть» на уровне 656 рублей за акцию демонстрирует близость к текущим рыночным котировкам (690 рублей) и результатам сравнительного анализа (693 рубля), что даёт основания для следующих обобщений:

Отечественный фондовый рынок, функционирующий в условиях внешних ограничений, сохраняет способность к адекватной оценке фундаментальных характеристик высоколиквидных эмитентов.

Превышение оценки, полученной методом отраслевых коэффициентов (1669 млрд рублей), над результатом метода прямых аналогов (1517 млрд рублей) свидетельствует о необходимости учёта конкурентных преимуществ компании — наличия комплекса «ТАНЕКО», запасов сверхвязкой нефти и низкой долговой нагрузки — в качестве факторов, повышающих инвестиционную привлекательность.

Результат затратного подхода (546,8 рубля за акцию) формирует нижнюю границу стоимости, ниже которой компания не может быть оценена при гипотетическом прекращении деятельности и реализации активов. Превышение текущей рыночной цены над этой оценкой более чем на 25% отражает уверенность участников рынка в сохранении компании как действующего бизнеса.

Научная интерпретация полученных результатов

Полученная результаты имеют следующее научно-методологическое значение:

Подтверждение гипотезы о справедливой рыночной оценке. Так, рассчитанная стоимость лишь незначительно (на 2,3%) отклоняется от текущей рыночной капитализации (1 503,51 млрд руб., или 690 руб./акция). Данный результат эмпирически подтверждает гипотезу о том, что российский фондовый рынок, несмотря на санкционное давление и геополитические риски, способен эффективно выполнять ценообразующую функцию в отношении высоколиквидных бумаг первого эшелона.

Верификация адекватности модели DCF свидетельствует о том, что заложенные в модель допущения (прогноз денежных потоков, структура капитала, ставка

дисконтирования, долгосрочный темп роста) адекватно отражают ожидания участников рынка и фундаментальные факторы стоимости компании.

Количественная оценка премии за вертикальную интеграцию. Сопоставление результатов DCF (674,5 руб.) с результатами сравнительного подхода по методу прямых аналогов (693 руб.) и методом отраслевых коэффициентов с премией позволяет сделать вывод о том, что рынок частично, но не полностью, учитывает синергетический эффект от наличия у компании современных перерабатывающих мощностей и уникальных запасов сверхвязкой нефти.

Для обеспечения методологической валидности полученные результаты DCF сопоставлены с оценками, полученными в рамках сравнительного и затратного подходов (табл.4). Расхождение между DCF и сравнительным подходом составляет 2,7%, что находится в пределах допустимой погрешности и подтверждает конвергентную валидность результатов. Значительное расхождение между доходным и затратным подходами (23,4%), можно обосновать методологически: затратный подход не учитывает способность бизнеса генерировать будущие доходы и служит для определения нижней границы стоимости. Схожесть результатов DCF и сравнительного подхода к рыночной капитализации свидетельствует о том, что рынок рационально оценивает фундаментальные факторы стоимости компании.

Таблица 4 - Сравнение результатов различных подходов к оценке

Метод оценки	Стоимость собственного капитала, млрд руб.	Цена акции, руб.
Доходный подход (DCF)	1 469,69	674,5
Сравнительный подход (согласованный)	1 509,94	693,0
Затратный подход (чистые активы)	1 191,10	546,8
Текущая рыночная капитализация	1 503,51	690,0

Для оценки устойчивости компании к неблагоприятным изменениям внешней среды проведено стресс-тестирование модели по двум сценариям (табл.5). При текущей рыночной цене 690 руб. и справедливой стоимости по DCF 674,5 руб. запас прочности отрицательный и составляет -2,3%.

Таблица 5 – Сравнение сценариев устойчивости компании ПАО «Татнефть»

Пессимистичный сценарий (падение цен на нефть на 20%)	Оптимистичный сценарий (рост цен на нефть на 15% + рост переработки)
Снижение выручки и EBITDA пропорционально падению цен (на 20%) Рост WACC до 20% вследствие увеличения страновой и отраслевой премии за риск Снижение долгосрочного темпа роста g до 1%	Рост выручки и EBITDA на 15% Снижение WACC до 15% (улучшение макроэкономической ситуации) Увеличение g до 4%
Результат: цена акции снижается до 430–450 руб. (диапазон), что на 35–38% ниже текущего уровня	Результат: цена акции возрастает до 850–900 руб., что на 23–30% выше текущего уровня

Заключение

Проведенное комплексное исследование стоимости ПАО «Татнефть» с применением триангуляции трех классических подходов к оценке бизнеса позволяет сформулировать ряд теоретических и прикладных выводов, имеющих значение как для развития методологии оценки в нефтегазовом секторе, так и для принятия обоснованных инвестиционных решений.

1. Критическое значение имеет корректный расчет терминальной стоимости. В ходе исследования была выявлена и исправлена типовая методологическая ошибка, связанная с некорректной экстраполяцией денежного потока в постпрогнозный период. Исходный расчет, где FCFF 2029 года был ошибочно принят за терминальную стоимость без учета темпа роста (g), привел к занижению стоимости предприятия более чем в 4 раза. Данный казус подчеркивает высокую чувствительность модели Гордона к корректности входных параметров и необходимость тщательной верификации прогнозных данных, на что неоднократно указывали Л.Н. Родионова и Д.М. Карамутдинова (2015) в контексте оценки инвестиционных проектов в нефтяной промышленности.

2. Разработанная и примененная в работе система весов (40% – доходный подход, 40% – сравнительный подход, 20% – затратный подход) базируется на теоретических рекомендациях и специфике объекта оценки. Высокий вес сравнительного подхода обоснован наличием развитого рынка публичных аналогов в российском нефтегазовом секторе (Лукойл, Роснефть). Доминирование доходного подхода продиктовано стабильностью денежных потоков ВИНК и наличием детализированного прогноза до 2029 года. Низкий вес затратного подхода объясняется его ограниченной применимостью для оценки действующего бизнеса, однако его включение в модель критически важно для определения нижней границы стоимости (*margin of safety*).

3. Расчет экономической добавленной стоимости ($EVA = 90,3$ млрд руб.) и спреда эффективности ($ROIC - WACC = +8,27$ п.п.) подтвердил, что ПАО «Татнефть» не просто генерирует бухгалтерскую прибыль, а создает фундаментальную стоимость для акционеров, превышающую стоимость привлеченного капитала. Данный показатель является более надежным индикатором долгосрочного благополучия компании, чем традиционная чистая прибыль, и должен быть положен в основу системы мотивации менеджмента, что согласуется с концепцией Value Based Management, развиваемой в трудах Коупленда и Стюарта.

Научная новизна работы заключается в том, что на количественную оценку оказывает влияние синергетический эффект вертикальной интеграции для российской нефтяной компании. Разработана и апробирована методика учета ESG-факторов в рамках традиционной модели DCF посредством корректировки темпов роста (g) и ставки дисконтирования ($WACC$), что позволяет интегрировать нефинансовые риски в стоимостную оценку. Представлена эффективность применения метода реальных опционов (в концептуальном плане) для оценки управленческой гибкости при разработке запасов сверхвязкой нефти, что расширяет методологический арсенал оценки инновационных проектов в сырьевом секторе.

Полученные результаты имеют непосредственную практическую ценность:

определен справедливый ценовой диапазон акций ПАО «Татнефть» (630–760 руб. в зависимости от макроэкономического сценария), а также отрицательный запас прочности (-6%), который сигнализирует об отсутствии «скидки ко входу», и отсутствии пузыря;

на основе полученных результатов необходимо разработать рекомендации по увеличению акционерной стоимости в результате оптимизация структуры капитала (увеличение доли заемного финансирования до целевых 34% для снижения $WACC$), внедрения KPI на основе EVA и ROIC, а также повышения прозрачности в части экономики проектов по добыче нефти.

Перспективы наших дальнейших исследований лежат в следующих плоскостях:

Применение многомерных моделей оценки (например, модель Ольсона) для верификации полученных результатов и снижения зависимости от субъективных допущений при прогнозировании денежных потоков.

Углубленный количественный анализ влияния ESG-факторов на стоимость российских ВИНК с использованием эконометрических методов и панельных данных.

Разработка специализированных отраслевых мультипликаторов для российского нефтегазового сектора, учитывающих налоговый режим, экспортную пошлину и специфику трудноизвлекаемых запасов.

Таким образом, проведенное исследование не только решило прикладную задачу определения справедливой стоимости ПАО «Татнефть», но и внесло вклад в развитие методологии оценки вертикально-интегрированных структур в сырьевом секторе экономики, подтвердив необходимость комплексного учета отраслевых, структурных и нефинансовых факторов стоимости.

Список источников

1. Барсукова, А. В. Исследование понятий «оценка бизнеса», «оценка стоимости бизнеса» / А. В. Барсукова, А. В. Сергеева // Вестник Тульского филиала Финуниверситета. – 2024. – № 1. – С. 221-223.
2. Vasilyeva, N. A. The problem of assessing the business valuation in a modern market economy / N. A. Vasilyeva, O. A. Naumova // Экономика и предпринимательство. – 2021. – №. 5(130). – P. 687-689. – DOI 10.34925/EIP.2021.130.5.135.
3. Нурбацин, А. С. Оценка стоимости бизнеса: метод корпоративных оценок на основе клиента / А. С. Нурбацин // Вестник науки. – 2019. – Т. 1, № 6(15). – С. 170-173.
4. Новые сферы использования методов оценки стоимости бизнеса : Монография / Д. Р. Хитчнер, В. М. Рутгайзер, Л. И. Лопатников, О. В. Куракина. – Москва : Маросейка, 2009. – 358 с. – ISBN 978-5-903271-17-7. – EDN SUSWPL.
5. Беззубова, А. О. Проведение оценки стоимости бизнеса на предприятии / А. О. Беззубова, А. Ю. Бушева // Вестник науки. – 2018. – Т. 4, № 6(6). – С. 23-27.
6. Бурдин, К. К. Классификация основных подходов к оценке стоимости бизнеса (предприятия) / К. К. Бурдин, Л. А. Мартиросян, А. Ю. Пышков // Аллея науки. – 2020. – Т. 1, № 4(43). – С. 147-152.
7. Садомова, А. Г. Подходы к оценке стоимости бизнеса / А. Г. Садомова, М. С. Попова, И. С. Бабич // Russian Economic Bulletin. – 2020. – Т. 3, № 4. – С. 16-19.
8. Веткасов, Д. А. Применение затратного подхода к оценке стоимости бизнеса / Д. А. Веткасов // Научный вестник аспирантуры и магистратуры : Сборник статей. – Казань : Российский университет кооперации, 2025. – С. 361-367.
9. Аверина, Е. А. Особенности оценки стоимости бизнеса в современных условиях развития экономики России / Е. А. Аверина // Экономика и социум. – 2020. – № 7(74). – С. 76-78.
10. Сайфуллина, С. Ф. Вертикально-интегрированная нефтяная компания как особый объект оценки стоимости бизнеса / С. Ф. Сайфуллина, Е. А. Осинина // Academy. – 2018. – № 5(32). – С. 34-36.
11. Болкунова, О. И. Роль и значение премии за риск при расчете ставки дисконтирования в оценке стоимости бизнеса / О. И. Болкунова // Интерэкспо Гео-Сибирь. – 2025. – Т. 6. – С. 29-35. – DOI 10.33764/2618-981X-2025-6-29-35.
12. Ребельский, Н. М. Использование методов реальных опционов в оценке стоимости бизнеса / Н. М. Ребельский // Финансовый менеджмент. – 2022. – № 3. – С. 68-74.
13. Димитров, С. Н. Нефтедобывающая и нефтеперерабатывающая промышленность Российской Федерации и ведущих стран мира / С. Н. Димитров, М. Г. Арсланов, И. Н. Федоров // Труды 25 ГосНИИ МО РФ. – 2016. – № 57. – С. 96-103.
14. Гуревич, А. М. Корпоративная социальная ответственность предприятий нефтеперерабатывающего комплекса / А. М. Гуревич // Государственное и муниципальное управление. Ученые записки. – 2024. – № 3. – С. 246-251. – DOI 10.22394/2079-1690-2024-1-3-246-251.

15. Ишкинина, А. В. Методики оценки экономической устойчивости нефтяной компании и методика оценки факторов / А. В. Ишкинина // *Colloquium-Journal*. – 2019. – № 12-8(36). – С. 10-13.
16. Даминава, Л. А. Совершенствование методического подхода к оценке эффективности деятельности нефтяной компании / Л. А. Даминава // *Вестник молодого ученого УГНТУ*. – 2024. – № 1(25). – С. 211-222.
17. Слободчикова, Т. Э. Оценка конкурентоспособности финансово-экономической деятельности ООО "Иркутская нефтяная компания" и АО "Верхонскнефтегаз" и пути ее повышения / Т. Э. Слободчикова, Д. А. Санникова // *Global and Regional Research*. – 2019. – Т. 1, № 3. – С. 310-317.
18. Родионова, Л. Н. Проблемы оценки эффективности инвестиций нефтяной промышленности / Л. Н. Родионова, Д. М. Карамутдинова // *Современные тенденции развития науки и технологий*. – 2015. – № 3-3. – С. 90-93.
19. Ахметова, И. А. К вопросу оценки финансового потенциала китайской национальной нефтяной корпорации / И. А. Ахметова, С. Чжан // *Агентство "Слияния и Поглощения"*. – 2023. – № 3(18). – С. 17-21.
20. Агафонов, С. Н. Экономические индикаторы для оценки эффективности стратегий развития нефтяных компаний / С. Н. Агафонов, И. Р. Ханафиева // *Вестник экономики и менеджмента*. – 2017. – № 1. – С. 5-11.

Сведения об авторах

Сушко Ольга Петровна, д.э.н., профессор, ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова», г. Москва, Россия

Годлевская Яна Руслановна, студент ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова», г. Москва, Россия

Ефимова Мария Александровна, студент ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова», г. Москва, Россия

Information about the authors

Sushko Olga Petrovna, Doctor of Economics, Professor, Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia

Godlevskaya Yana Ruslanovna, Student, Russian University of Economics, Moscow, Russia

Efimova Maria Aleksandrovna, Student, Russian University of Economics, Moscow, Russia