

УДК 330.34; 622.276

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ И ЭФФЕКТИВНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ
СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА НЕФТЯНЫХ КОМПАНИЙ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

**ESTIMATION OF COST AND EFFICIENCY OF USE OF EQUITY
OF THE OIL COMPANIES OF THE RUSSIAN FEDERATION**

Гайфуллина М. М., Низамова Г. З.

**Уфимский государственный нефтяной технический университет,
г.Уфа, Российская Федерация**

M. M. Gayfullina, G. Z. Nizamova

**Ufa State Petroleum Technological University,
Ufa, Russian Federation**

e-mail: marina_makova@list.ru, gulya182004@list.ru

Аннотация. В статье представлены результаты анализа структуры и эффективности использования собственного капитала крупнейших нефтяных компаний Российской Федерации. Представлена динамика собственного капитала по крупнейшим нефтяным компаниям России: ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Лукойл», ОАО «Сургутнефтегаз», ПАО «Газпром нефть», ПАО «Татнефть», ПАО АНК «Башнефть». Проанализированы состав и структура всего капитала компаний, а также состав и структура собственного капитала нефтяных компаний. Результаты расчетов показали, что российские нефтяные компании ориентированы на высокую долю собственного капитала в источниках финансирования, хотя эта доля и различается по нефтяным компаниям. При этом у нефтяных компаний основным источником собственного капитала является нераспределенная прибыль.

Рассчитаны и проанализированы показатели эффективности использования собственного капитала нефтяных компаний. По результатам расчетов отмечено ухудшение оборачиваемости собственного капитала в 2016 году у большинства рассмотренных компаний, наличие проблем с собственным оборотным капиталом (за исключением ПАО «Татнефть» и ОАО «Сургутнефтегаз») и низкая рентабельность собственного капитала у компаний ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Лукойл», ОАО «Сургутнефтегаз» в 2015-2016 гг.

Проведена оценка собственного капитала нефтяных компаний на примере компании ПАО АНК «Башнефть» и компании ПАО «НК «Роснефть». Расчеты показали, что на конец 2016 г. акции обеих компаний были переоценены рынком.

Abstract. Results of the analysis of structure and efficiency of use of equity of the largest oil companies of the Russian Federation are presented in article. Dynamics of equity on the largest oil companies of Russia is presented: PJSC Rosneft, PJSC Lukoil, JSC Surgutneftegas, PJSC Gazprom Neft, PJSC Tatneft, PJSC ANC Bashneft. The structure and structure of all capital of the companies and also structure and structure of equity of the oil companies are analysed. Results of calculations have shown that the Russian oil companies are focused on a high share of equity in financing sources though this share and differs on the oil companies. At the same time the retained earnings act as the main source of equity of the oil companies.

Indicators of efficiency of use of equity of the oil companies are calculated and analysed. By results of calculations deterioration in turnover of equity in 2016 at most the considered companies, existence of problems with own working capital (except for PJSC Tatneft and JSC Surgutneftegas) and low profitability of equity at the PJSC Rosneft companies, PJSC Lukoil, JSC Surgutneftegas in 2015-2016 is noted.

The existing approaches to estimation of cost of equity are considered, including the method of dividends, a method of income (profitable approach), a

method of assessment of yield on financial assets on the basis of use of the CAMP model, model have arrived to one action, model of an award for risk.

Assessment of equity of the oil companies on the example of the PJSC ANC Bashneft company and the PJSC Rosneft company is carried out. Calculations have shown that for the end of 2016 of a stock of both companies have been overestimated by the market.

Ключевые слова: нефтяная компания, собственный капитал, структура собственного капитала, эффективность, оценка собственного капитала, акция, стоимость.

Key words: oil company, equity, structure of equity, efficiency, equity assessment, action, cost.

Капитал организации является важным экономическим ресурсом для возникновения и осуществления дальнейшей финансово-хозяйственной деятельности. Грамотно управляя капиталом предприятия на различных этапах его функционирования, организация обеспечивает себе необходимый уровень дохода и прибыли.

Капитал предприятия, и в первую очередь собственный капитал, определяет рыночную стоимость организации. С одной стороны собственный капитал предприятия характеризует общую стоимость принадлежащих ему на праве собственности средств, которые используются организацией для формирования определенной части активов – чистых активов организации. С другой стороны, собственный капитал – это аналог долговременной задолженности предприятия перед ее владельцами. Кроме того, размер собственного капитала предприятия одновременно характеризует потенциал возможного привлечения предприятием заемных средств [1]. В совокупности с другими факторами собственный капитал играет важное значение для успешного и

эффективного функционирования предприятия и формирует базу оценки его рыночной стоимости.

Важную роль в экономике Российской Федерации играют нефтяные компании. Капитал нефтяных компаний Российской Федерации характеризуется разнообразием его объема и структуры [2]. В таблице 1 представлены данные о составе, структуре и динамике капитала нефтяных компаний ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Лукойл», ОАО «Сургутнефтегаз», ПАО «Газпром нефть», ПАО «Татнефть», ПАО АНК «Башнефть».

Таблица 1. Состав, структура и динамика капитала крупнейших нефтяных компаний России

Источник капитала	Сумма средств на конец года, млрд. руб.			Структура средств, %		
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
ПАО «НК «Роснефть»						
Собственный капитал	1355,81	1434,43	1533,09	17,41	15,18	15,40
Заемный капитал	6432,34	8015,44	8420,02	82,59	84,82	84,60
Итого	7788,15	9449,87	9953,10	100,00	100,00	100,00
ПАО «Лукойл»						
Собственный капитал	3049,54	3231,37	3227,66	64,35	64,36	64,36
Заемный капитал	1689,41	1789,23	1787,01	35,65	35,64	35,64
Итого	4738,95	5020,61	5014,67	100,00	100,00	100,00
ОАО «Сургутнефтегаз»						
Собственный капитал	2823,17	3503,36	3352,75	93,58	94,57	94,70
Заемный капитал	193,72	201,12	187,62	6,42	5,43	5,30
Итого	3016,89	3704,48	3540,36	100,00	100,00	100,00
ПАО «Газпром нефть»						
Собственный капитал	252,67	231,98	351,84	21,55	16,56	23,97
Заемный капитал	919,66	1168,56	1115,72	78,45	83,44	76,03
Итого	1172,33	1400,54	1467,56	100,00	100,00	100,00
ПАО «Татнефть»						
Собственный капитал	485,09	545,33	624,42	84,04	85,37	85,74
Заемный капитал	92,15	93,49	103,88	15,96	14,63	14,26
Итого	577,24	638,82	728,30	100,00	100,00	100,00
ПАО АНК «Башнефть»						
Собственный капитал	126,625	162,051	176,296	30,01	40,21	38,62
Заемный капитал	295,347	240,940	280,161	69,99	59,79	61,38
Итого	421,972	402,991	456,457	100,00	100,00	100,00

Источник: расчеты авторов по данным отчетности, представленной на официальных сайтах компаний: <http://www.bashneft.ru>, <https://www.rosneft.ru>, <http://www.lukoil.ru/>, <http://www.surgutneftgas.ru/>, <http://www.tatneft.ru>, <http://ir.gazprom-neft.ru/>

Данные таблицы 1 свидетельствуют о следующих параметрах и тенденциях в динамике и структуре капитала нефтяных компаний России:

- ПАО «НК «Роснефть» - снижение доли собственного капитала, существенное превышение доли заемного капитала над собственным (в 5,5 раз на конец 2016 г.), самая маленькая доля собственного капитала среди рассмотренных компаний (15,4 % в 2016 г.);

- ПАО «Лукойл» - стабильная структура капитала с высокой долей собственного капитала (64,4 % в 2014-2016 гг.);

- ОАО «Сургутнефтегаз» - абсолютное превосходство собственного капитала, почти все имущество компании финансируется за счет собственных средств (94,7 % на конец 2016 года), рост доли собственного капитала (с 93,6 % в 2014 г. до 94,7 % в 2016 г.);

- ПАО «Газпром нефть» - рост доли собственного капитала, превышение заемного капитала над собственным в 3,2 раза;

- ПАО «Татнефть» - существенное превосходство доли собственного капитала над долей заемного капитала (85,74 %), рост доли собственного капитала;

- ПАО АНК «Башнефть» - преобладание доли заемного капитала.

Таким образом, преобладание собственного капитала над заемным капиталом наблюдается у таких нефтяных компаний как ОАО «Сургутнефтегаз», ПАО «Татнефть», и ПАО «Лукойл» (рисунок 1).

Лидером по данному показателю является компания ОАО «Сургутнефтегаз», у которой собственный капитал более чем в 17 раз превосходит заемный капитал.

Собственный капитал предприятия включает такие источники его формирования как уставный, добавочный и резервный капитал, а также средства от переоценки внеоборотных активов, нераспределенную прибыль, целевые финансирования и поступлений. Структура собственного капитала рассматриваемых в работе нефтяных компаний приведена в таблице 2.

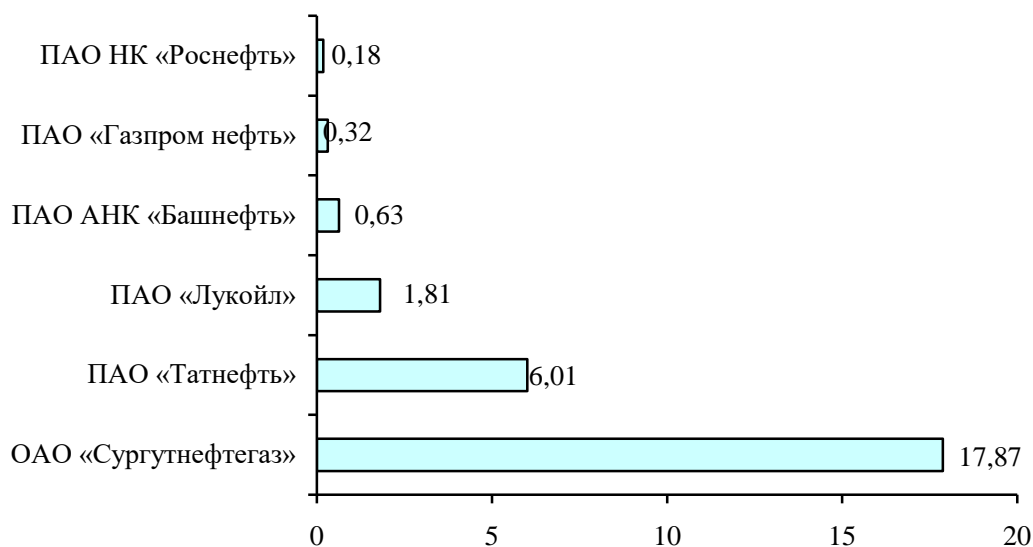


Рисунок 1. Соотношение собственного и заемного капитала у нефтяных компаний Российской Федерации, раз

Таблица 2. Состав, структура и динамика собственного капитала крупнейших нефтяных компаний России

Источник капитала	Сумма средств на конец года, млрд руб.			Структура средств, %		
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
ПАО «НК «Роснефть»						
Уставный капитал	0,106	0,106	0,106	0,01	0,01	0,01
Добавочный капитал	113,261	113,245	113,279	8,35	7,89	7,39
Переоценка внеоборотных активов	0	0	0	0,00	0,00	0,00
Резервный капитал	0,005	0,005	0,005	0,00	0,00	0,00
Прочие резервы и фонды	-398,110	-471,888	-348,012	-29,36	-32,9	-22,7
Нераспределенная прибыль	1640,545	1792,963	1767,709	121,00	124,99	115,3
Итого	1355,81	1434,43	1533,09	100,00	100,00	100,0
ПАО «Лукойл»						
Уставный капитал	1,151	1,151	1,151	0,04	0,04	0,04
Собственные акции, выкупленные у акционеров	-158,615	-241,615	-241,615	- 5,20	-7,48	-7,49
Облигации с правом обмена на акции	-83	0	0	- 2,72	0	0
Добавочный капитал	128,846	129,403	129,514	4,23	4,00	4,01
Прочие резервы	93,454	104,15	28,975	3,06	3,22	0,90
Нераспределенная прибыль	3055,542	3229,379	3302,855	100,20	99,94	102,33
Неконтролирующая доля	12,164	8,906	6,784	0,40	0,28	0,21
Итого	3049,54	3231,37	3227,66	100,00	100,00	100,00
ОАО «Сургутнефтегаз»						
Уставный капитал	43,43	43,43	43,43	1,54	1,24	1,30
Добавочный капитал	192,51	192,51	192,51	6,82	5,50	5,74
Переоценка внеоборотных активов	482,26	490,61	513,79	17,08	14,00	15,32
Резервный капитал	6,51	6,51	6,51	0,23	0,19	0,19

Источник капитала	Сумма средств на конец года, млрд руб.			Структура средств, %		
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
Нераспределенная прибыль	2098,45	2770,30	2596,50	74,33	79,08	77,44
Итого	2823,17	3503,36	3352,75	100,00	100,00	100,00
ПАО «Газпром нефть»						
Уставный капитал	0,008	0,008	0,008	0,003	0,003	0,002
Добавочный капитал	7,808	7,808	7,808	3,090	3,366	2,219
Резервный капитал	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Нераспределенная прибыль	244,852	224,167	344,021	96,907	96,631	97,779
Итого	252,67	231,98	351,84	100	100	100
ПАО «Татнефть»						
Уставный капитал	2,33	2,33	2,33	0,48	0,43	0,37
Добавочный капитал	0,25	0,44	0,32	0,05	0,08	0,05
Переоценка внеоборотных активов	9,80	10,55	11,29	2,02	1,93	1,81
Резервный капитал	1,34	1,36	1,33	0,28	0,25	0,21
Нераспределенная прибыль	471,37	530,65	609,15	97,17	97,31	97,55
Итого	485,09	545,33	624,42	100,00	100,00	100,00
ПАО АНК «Башнефть»						
Уставный капитал	0,180	0,178	0,178	0,14	0,11	0,10
Собственные акции, выкупленные у акционеров	-5,402	0,000	0,000	-4,27	0,00	0,00
Переоценка внеоборотных активов	4,937	4,885	4,746	3,90	3,01	2,69
Резервный капитал	0,034	0,034	0,036	0,03	0,02	0,02
Нераспределенная прибыль	126,876	156,954	171,336	100,20	96,85	97,19
Итого	126,63	162,05	176,29	100,00	100,00	100,00

Источник: расчеты авторов по данным отчетности, представленной на официальных сайтах компаний: <http://www.bashneft.ru>, <https://www.rosneft.ru>, <http://www.lukoil.ru/>, <http://www.surgutneftegas.ru/>, <http://www.tatneft.ru>, <http://ir.gazprom-neft.ru/>

Данные таблицы 2 свидетельствует о следующих параметрах и тенденциях в динамике и структуре собственного капитала нефтяных компаний России:

- ключевая роль в структуре собственного капитала нефтяных компаний принадлежит нераспределенной прибыли, при этом у компаний ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл» она превосходит общую сумму собственного капитала;

- у компаний ПАО «Газпром нефть», ПАО «Татнефть», ПАО АНК «Башнефть» на долю нераспределенной прибыли приходится свыше 97 %;

- второе место в структуре собственного капитала приходится на переоценку внеоборотных активов (ОАО «Сургутнефтегаз»,

ПАО «Газпром нефть», ПАО «Татнефть», ПАО АНК «Башнефть») или добавочный капитал (ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Лукойл»);

- у компании ОАО «Сургутнефтегаз» структура собственного капитала более дифференцирована: 15,3 % занимает переоценка внеоборотных активов, 5,7 % – добавочный капитал и 77,4 % приходится на нераспределенную прибыль;

- на долю добавочного капитала приходится от 2,2 % (ПАО «Газпром нефть» до 7,4 % (ПАО «НК «Роснефть»), при этом в структуре собственного капитала нефтяной компании ПАО АНК «Башнефть» добавочный капитал отсутствует.

В таблице 3 приведены показатели эффективности использования собственного капитала нефтяных компаний.

Таблица 3. Показатели эффективности использования собственного капитала крупнейших нефтяных компаний России

Показатель	2015 г.	2016 г.	2015 г., % к 2016 г.
ПАО «НК «Роснефть»			
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	2,7	2,6	96,5
Коэффициент обеспеченности источниками финансирования	-0,9	-1,6	184,3
Коэффициент маневренности собственного капитала	-263,4	-341,5	129,6
Рентабельность собственного капитала, %	17,2	6,7	39,0
ПАО «Лукойл»			
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	1,83	1,62	88,4
Коэффициент обеспеченности источниками финансирования	-0,5	-0,4	89,2
Коэффициент маневренности собственного капитала	-17,8	-16,5	92,4
Рентабельность собственного капитала, %	9,27	6,40	69,1
ОАО «Сургутнефтегаз»			
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	0,31	0,29	93,6
Коэффициент обеспеченности источниками финансирования	0,76	0,77	101,2
Коэффициент маневренности собственного капитала	18,4	18,8	102,6
Рентабельность собственного капитала, %	23,75	-3,06	-12,9
ПАО «Газпром нефть»			
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	5,25	4,23	80,5
Коэффициент обеспеченности источниками финансирования	-0,4	-0,5	106,9
Коэффициент маневренности собственного капитала	-255,2	-188,5	73,9
Рентабельность собственного капитала, %	6,40	69,07	1078,7
ПАО «Татнефть»			
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	0,90	0,83	92,5

Показатель	2015 г.	2016 г.	2015 г., % к 2016 г.
Коэффициент обеспеченности источниками финансирования	0,47	0,49	105,6
Коэффициент маневренности собственного капитала	15,0	16,1	107,7
Рентабельность собственного капитала, %	16,50	17,92	108,6
ПАО АНК «Башнефть»			
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	3,61	2,81	77,9
Коэффициент обеспеченности источниками финансирования	-1,2	-1,0	89,6
Коэффициент маневренности собственного капитала	-79,9	-81,0	101,4
Рентабельность собственного капитала, %	34,71	25,57	73,7

Источник: расчеты авторов по данным отчетности, представленной на официальных сайтах компаний: <http://www.bashneft.ru>, <https://www.rosneft.ru>, <http://www.lukoil.ru/>, <http://www.surgutneftegas.ru/>, <http://www.tatneft.ru>, <http://ir.gazprom-neft.ru/>

Данные таблицы 3 свидетельствует о следующих параметрах эффективности использования собственного капитала нефтяных компаний России:

- наилучшая оборачиваемость собственного капитала у нефтяных компаний ПАО «Газпром нефть», ПАО АНК «Башнефть» и ПАО «НК «Роснефть»;

- у всех рассматриваемых компаний в 2016 г. произошло ухудшение оборачиваемости собственного капитала;

- менее одного оборота в год оборачивается собственный капитал у компании ОАО «Сургутнефтегаз» (0,29 в 2016 г.) и ПАО «Татнефть» (0,83), при этом у компании ПАО «Татнефть» наблюдается наилучшее использование собственного капитала с точки зрения других критериев;

- компании ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Лукойл», ПАО «Газпром нефть», ПАО АНК «Башнефть» имеют проблемы с собственным оборотным капиталом, то есть оборотные активы полностью финансируются за счет заемного капитала;

- наилучшее значение рентабельности собственного капитала наблюдается у компании ПАО АНК «Башнефть» (34,7 % в 2015 г. и 25,6 % в 2016 г.);

- у компаний ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Лукойл», ОАО «Сургутнефтегаз», ПАО АНК «Башнефть» в 2016 г. произошло

снижение рентабельности собственного капитала; при этом у компаний ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл» незначительная рентабельность собственного капитала (менее 7 % в 2016 г.), а у компании ОАО «Сургутнефтегаз» собственный капитал вообще нерентабелен по причине чистого убытка компании по итогам 2016 года;

– рост рентабельности собственного капитала в 2016 г. отмечается у компаний ПАО «Газпром нефть» (до 69 %) и ПАО «Татнефть» (17,92 %);

Важное место в исследованиях собственного капитала принадлежит оценке собственного капитала. Основные методы оценки стоимости собственного капитала – это метод дивидендов, доходный метод, метод оценки доходности финансовых активов на основе ценовой модели капитальных активов (СAMP), модель прибыли на одну акцию, модель премии за риск.

По методу дивидендов цена собственного капитала представляет собой отношение прогнозируемого размера дивиденда на акцию к текущей рыночной цене акции.

По методу доходов цена собственного капитала представляет собой отношение прибыли, приходящейся на одну акцию, и рыночной цены акции. Модифицированным подходом является отношение чистой прибыли за год к среднегодовой стоимости собственного капитала.

Модель СAMP предполагает оценку стоимости собственного капитала через учет ставки доходности по безрисковым вложениям, среднерыночную доходность обыкновенной акции и уровень риска вложений в акции данного предприятия.

Модель прибыли на одну акцию, рассматриваемая в работах Е.В. Ворониной, которая предлагает оценивать стоимость собственного капитала через процентное соотношение доли чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов за определенный период, и средней стоимостью собственного капитала [3]. Основным недостатком данного подхода при оценке стоимости собственного капитала является отсутствие

учета в расчетах текущей рыночной цены акций компании. При этом, как правило, доля чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, не является фиксированной величиной, характеризуется изменчивостью по годам [4]. В некоторых случаях компания вообще может не выплачивать дивиденды, тогда, по результатам расчетов стоимость собственного капитала приобретает абсурдную нулевую величину [5, 6].

Недостатком данных моделей является их оценочный характер, то есть что ни одна из моделей не может точно предсказать истинную стоимость собственного капитала, при этом расчеты по разным моделям, как правило, приводят к разным результатам [7, 8, 9].

Выполним оценку собственного капитала на примере нефтяных компаний ПАО АНК «Башнефть» и ПАО «НК «Роснефть» (в октябре 2016 г. ПАО «НК «Роснефть» приобрела контрольный пакет акций ПАО АНК «Башнефть»).

Выполним оценку стоимости элементов собственного капитала ПАО АНК «Башнефть». Найдем стоимость обыкновенных акций:

$$k = \frac{164}{3358} + 0,0451 = 0,0939 * 100 = 9,39\% . \quad (1)$$

Найдем стоимость привилегированных акций ПАО АНК «Башнефть»:

$$C_{пр} = \frac{D_{пр}}{R_{кпр}} = \frac{164}{2351} * 100 = 6,98\% . \quad (2)$$

Расчет стоимости собственного капитала нефтяной компании ПАО АНК «Башнефть» приведен в таблице 4.

Таблица 4. Расчет стоимости собственного капитала нефтяной компании ПАО АНК «Башнефть»

Наименование	Y_i , % (доля в 2015 г.)	C_i (стоимость)
2. Акции привилег. –147846, 489 тыс. руб.	0,09	6,98
3 Акции обыкновенные – 29788,012 тыс. руб.	0,02	9,39
4. Нераспределенная прибыль – 171335698 тыс. руб.	99,9	9,39
Итого	100	

Источник: расчеты авторов по данным отчетности, представленной на официальном сайте компании: <http://www.bashneft.ru>.

Средневзвешенная стоимость собственного капитала для ПАО АНК «Башнефть»

$$ССК = 0,0009 * 6,98 + 0,0002 * 9,39 + 0,999 * 9,39 = 9\%$$

Таким образом, стоимость собственного капитала компании ПАО АНК «Башнефть» составляет 9,39 %.

Выполним оценку стоимости элементов собственного капитала нефтяных компаний. Найдем стоимость обыкновенных акций ПАО «НК «Роснефть»

$$k = \frac{11,75}{319,2} + 0,0526 = 0,0894 * 100 = 8,94\% . \quad (11)$$

Расчет стоимости собственного капитала нефтяной компании ПАО «НК «Роснефть» приведен в таблице 5.

Таблица 5. Расчет стоимости собственного капитала нефтяной компании ПАО «НК «Роснефть»

Наименование	Y_i , % (доля в 2016 г.)	C_i (стоимость)
1. Акции обыкновенные – 63 325, 106 тыс. руб.	0,004	8,94
2. Нераспределенная прибыль – 1 767 708 786 тыс. руб.	99,996	8,94
Итого	100	

Источник: расчеты авторов по данным отчетности, представленной на официальном сайте компании: <https://www.rosneft.ru>.

Средневзвешенная стоимость собственного капитала:

$$ССК = 0,00004 * 8,94 + 0,99996 * 8,94 = 7\%$$

Таким образом, стоимость собственного капитала компании ПАО «НК «Роснефть» составляет 9 %, что ниже стоимости ПАО АНК «Башнефть» (7%).

Компания ПАО АНК «Башнефть» представила самые сильные результаты по итогам 2015 г. среди компаний сектора: темп роста EBITDA и добычи нефти были самыми высокими в отрасли – 27 % и 12 % соответственно, что стало следствием развития относительно новых добывающих активов (месторождения им. Требса и Титова и Бурнефтегаза) и оптимизации корзины нефтепродуктов за счет удаления из

нее низкомаржинального вакуумного газойля и существенного сокращения выпуска мазута. Компания снизила чистый долг за год на 15 % до 98 млрд руб, а соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» сократилось с 1,11 до 0,75. Единственным негативным моментом стало двукратное падение свободного денежного потока из-за эффекта высокой базы (признание аванса в 2014 г.) и влияния девальвации рубля на CAPEX.

У ПАО «НК «Роснефть» в 2015 г. соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» составило 1,36 против 2,33 по сравнению с 2014 г., компания имеет средства для погашения предстоящих платежей, что, на наш взгляд, является комфортной ситуацией с точки зрения финансовой устойчивости. Дивиденды Роснефти по итогам 2015 г. составили 11,75 руб. на акцию, из расчета 35 % от чистой прибыли по МСФО – компромиссный вариант Минэнерго и Минэкономразвития РФ.

Проведем расчет стоимости собственного капитала ПАО АНК «Башнефть» методом дисконтирования денежных потоков. В таблице 6 приведен расчет средневзвешенной стоимости капитала ПАО АНК «Башнефть».

Таблица 6. Определение средневзвешенной стоимости капитала ПАО АНК «Башнефть»

Показатель	ПАО АНК «Башнефть», %
Стоимость собственного капитала	9,0
Доля собственного капитала в структуре источников средств	38,6
Стоимость заемных источников	9,5
Доля долга (рыночная стоимость)	61,4
Ставка налога на прибыль	20
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)	8,1

Источник: расчеты авторов по данным отчетности, представленной на официальном сайте компании: <http://www.bashneft.ru>.

Таким образом, средневзвешенная стоимость капитала ПАО АНК «Башнефть» равна 8,1 %. Прогноз денежных потоков ПАО АНК «Башнефть» до 2020 года приведен в таблице 7.

Таблица 7. Прогноз денежных потоков ПАО АНК «Башнефть», млрд руб.

Показатель	2016 год	2017 год	2018 год	2019 год	Постпрогнозный период
Прибыль до выплаты налогов и процентов	51,89	62,27	74,72	89,67	107,60
Налог на прибыль	10,38	12,45	14,94	17,93	21,52
Чистая операционная прибыль	41,51	49,82	59,78	71,73	86,08
Капитальные затраты	28,23	28,79	29,66	30,55	31,46
Амортизация	14,12	17,55	19,47	21,21	22,88
Изменение оборотного капитала	12,88	13,20	13,90	14,20	15,30
Свободный денежный поток	14,52	25,37	35,69	48,20	62,19
Коэффициент дисконтирования, в долях ед.	1	0,93	0,86	0,79	ДДП за 2016-2020 гг.
Дисконтированный денежный поток	14,52	23,47	30,55	38,16	106,69

Источник: расчеты авторов по данным отчетности, представленной на официальном сайте компании: <http://www.bashneft.ru>.

Расчет стоимости ПАО АНК «Башнефть» по модели Гордона с учетом прогнозируемого экспертами компании «Велес Капитал» среднегодового роста компании на уровне 2,4 % приведен в таблице 8.

Таблица 8. Расчет стоимости ПАО АНК «Башнефть»

Показатель	Значение
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC), %	8,1
Ожидаемый среднегодовой темп роста доходов и стоимости компании, %	2,4
Дисконтированный денежный поток (за 2016-2019 гг.), млрд руб.	106,69
Денежный поток в первый год постпрогнозного периода, млрд руб.	62,19
Дисконтированная остаточная стоимость компании в постпрогнозный период, млрд руб.	266,72
Стоимость компании, млрд руб.	373,41

Источник: расчеты авторов по данным отчетности, представленной на официальном сайте компании: <http://www.bashneft.ru>.

Таким образом, стоимость компании ПАО АНК «Башнефть» по методу дисконтированных денежных потоков равна 373,41 млрд руб.

Общее количество акций компании ПАО АНК «Башнефть» 177634501 шт. (обыкновенных – 147846489 шт., привилегированных – 29788012 шт.).

Стоимость капитала компании ПАО АНК «Башнефть» на одну акцию составляет

$$CKa = \frac{CK}{n} = \frac{3734100000 \text{ руб.}}{177634501} = 2102,13 \text{ руб.}$$

Стоимость компании ПАО «Роснефть» согласно произведенным аналогичным расчетам составила 2219,6 млрд руб. Уставный капитал компании представлен 10 598 177 817 обыкновенными акциями.

Стоимость капитала компании ПАО «Роснефть» на одну акцию составляет (n – общее количество акций компании)

$$CKa = \frac{CK}{n} = \frac{2219600000 \text{ руб.}}{1059817781} = 209,4 \text{ руб.}$$

Сравнительная оценка стоимости капитала на одну акции и курса акций компании ПАО «НК «Роснефть» и ПАО АНК «Башнефть» приведена на рисунке 2.

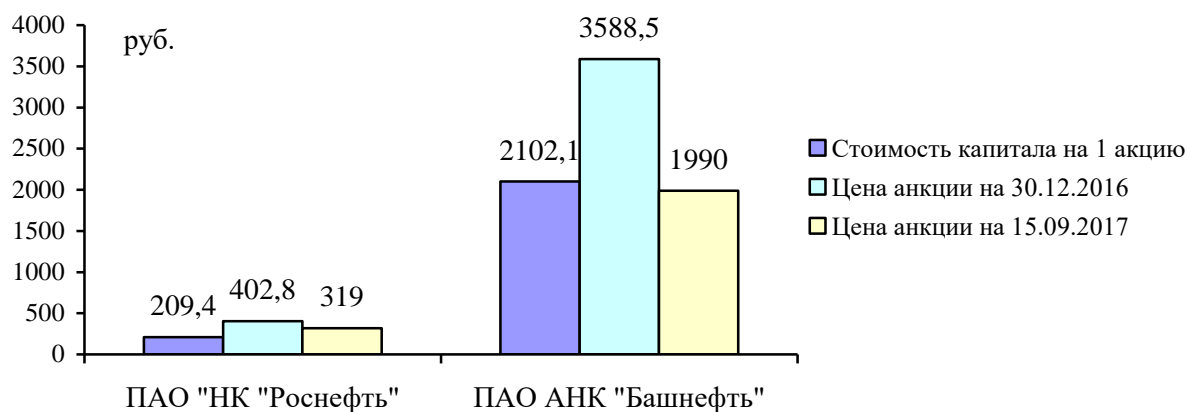


Рисунок 2. Стоимость капитала на акцию и курс акций компаний ПАО «НК «Роснефть» и ПАО АНК «Башнефть»

Источник: расчеты авторов по данным отчетности, представленной на официальных сайтах компаний: <http://www.bashneft.ru>, <https://www.rosneft.ru> и материалов <https://investfuture.ru/securities>.

Таким образом, стоимости акций ПАО АНК «Башнефть» и ПАО «НК «Роснефть» на бирже ММВБ-РТС на конец 2016 г. была завышена.

Стоимости акций обеих компаний по состоянию на 15 сентября 2017 г. занижена, т.е. меньше стоимости капитала компании, приходящейся на 1 акцию.

Выводы

Среди теоретиков и практиков финансового менеджмента до сих пор отсутствует единое мнение относительно соотношения заемных и собственных средств в структуре капитала. При этом считается, что предприятия, ориентированные на использование в большей степени собственного капитала, более финансово устойчивы [10, 11, 12].

Проведенные расчеты показывают, что нефтяные компании в разной степени ориентированы на использование собственного капитала в качестве преобладающего источника финансирования активов компании [13]. Преобладание собственного капитала над заемным капиталом наблюдается у таких нефтяных компаний как ОАО «Сургутнефтегаз», ПАО «Татнефть», и ПАО «Лукойл». При этом компания ОАО «Сургутнефтегаз» отличается практически отсутствием заемных источников в структуре капитала и характеризуется устойчивым положением. Значительно низкая доля собственных средств у компании ПАО «НК «Роснефть» существенно увеличивает зависимость компании от кредиторов, увеличивает риск финансовой неустойчивости компании, особенно при неблагоприятном ценовом факторе на нефть.

Таким образом, даже в рамках одной отрасли, компании придерживаются своих стратегий в вопросе формирования структуры капитала исходя из экономических, политических и других факторов [14].

Методы оценки стоимости капитала являются взаимосвязанными и дополняют друг друга в комплексной оценке нефтяных компаний. Нефтяные компании самостоятельно определяют наиболее подходящие методы оценки. Так, для менеджеров информация о стоимости капитала позволяет обеспечить эффективное управление капиталом компании и

принять оптимальные управленческие решения. Владельцы заинтересованы в деривативах стоимости собственного капитала с точки зрения получения дивидендов или увеличения имущества.

Выводы

По результатам оценки элементов собственного капитала установлено, что стоимость собственного капитала компании ПАО «НК «Роснефть» составляет 7%, что ниже стоимости ПАО АНК «Башнефть» на 2%. Это связано с тем, что по итогам 2015 г. у ПАО АНК «Башнефть» темп роста EBITDA и добычи нефти были самыми высокими в отрасли – 27 % и 12 % соответственно, что стало следствием развития относительно новых добывающих активов (месторождения им. Требса и Титова и Бурнефтегаза) и оптимизации корзины нефтепродуктов за счет удаления из нее низкомаржинального вакуумного газойля и существенного сокращения выпуска мазута.

При сравнении стоимости собственного капитала, приходящейся на одну акцию, с ценой акции на бирже ММВБ-РТС установлено, что акции компании ПАО «НК «Роснефть» на конец 2016 года переоценены почти в 2 раза, на текущий момент (15 сентября 2017 г.) – в 1,5 раза. Акции компании ПАО АНК «Башнефть» на конец 2016 года были переоценены в 1,7 раза, на текущий момент (15 сент. 2017 г.) – в целом соответствуют рыночной стоимости.

Список используемых источников

1 Ходыревская В. Н. Методологические аспекты управления собственным капиталом организации с использованием критерия стоимости // AUDITORIUM: Курский государственный университет. 2014. №2. С. 66-70.

2 Хуснуллина Г. З., Макова М. М. Повышение эффективности инвестиционной деятельности предприятий. Уфа: Изд-во УГНТУ, 2007.

3 Воронина Е. В. Оценка стоимости собственного капитала нефтегазовых корпораций // Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2012. № 3. С. 48–54.

4 Низамова Г. З., Чеботарев Е. И. Формирование оптимальной структуры источников финансирования инвестиционных проектов в нефтегазовой отрасли // Науковедение: интернет-журнал. 2016. Т.8. №2(33).

5 Валиахметова А. Ю., Низамова Г. З. Управление затратами // 63-я научно-техническая конференция студентов, аспирантов и молодых ученых УГНТУ: сб. матер.конф. Уфа: Изд-во УГНТУ, 2012. С. 226-227.

6 Чеботарев Е. И., Низамова Г. З. Взаимосвязь рисков и форм финансирования инвестиционных проектов // Вестник экономики и менеджмента. 2015. №1. С. 25-29.

7 Анализ уровня и динамики финансовых результатов (на примере ПАО АНК «Башнефть») Г. З. Низамова, А. А. Максимова, К. В. Миронова, У. В. Стрельцова // Вестник экономики и менеджмента. 2016. №4. С.31-35.

8 Александрова О. А., Низамова Г. З. Оценка эффективности инвестиционных проектов в нефтегазовой отрасли с использованием механизмов государственно-частного партнерства // Науковедение: интернет-журнал. 2017. Т.9. №2 (39).

9 Хакимова Н. И. Источники финансирования инвестиционных проектов предприятий нефтеперерабатывающей промышленности // Современные тенденции в экономике и управлении. 2013. №18. С. 152-155.

10 Гайфуллина М. М. Интегральный подход к оценке устойчивого развития предприятия // Вестник ВЭГУ. 2013. №6. С. 27-35.

11 Сафина А. А., Гайфуллина М. М. Оценка устойчивого развития малых нефтяных компаний // Нефтегазовое дело: электрон. науч. журн./УГНТУ. 2015. № 1. С. 364-381. URL: http://ogbus_1_2015_p364-381_SafinaAA_ru.pdf. (дата обращения: 01.09.2017).

12 Гайфуллина М. М., Маков В. М. Оценка развития нефтеперерабатывающего сектора Российской Федерации // Нефтегазовое дело. 2016. Т. 14, № 4. С. 208-214.

13 Гайфуллина М. М., Низамова Г. З. Проблемы и перспективы устойчивого развития стран-членов ОПЕК // Нефтегазовое дело: электрон. науч. журн./УГНТУ. 2015. № 2. С. 339-356.

14 Фролов В. Е., Маков В. М., Земцова В. Д. Экономическая сущность и виды кадровых рисков нефтегазового предприятия // Вестник молодого ученого УГНТУ. 2015. № 2. С. 66-72.

References

1 Hodyrevskaja V. N. Metodologicheskie aspekty upravlenija sobstvennym kapitalom organizacii s ispol'zovaniem kriterija stoimosti // AUDITORIUM: Kurskij gosudarstvennyj universitet. 2014. №2. S. 66-70. [in Russian].

2 Husnullina G. Z., Makova M. M. Povyshenie jeffektivnosti investicionnoj dejatel'nosti predpriyatij. Ufa: Izd-vo UGNTU, 2007. [in Russian].

3

4 Voronina E. V. Ocenka stoimosti sobstvennogo kapitala neftegazovyh korporacij // Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Jekonomika. 2012. № 3. S. 48–54. [in Russian].

5 Nizamova G. Z., Chebotarev E. I. Formirovanie optimal'noj struktury istochnikov finansirovanija investicionnyh proektov v neftegazovoj otrasli // Naukovedenie: internet-zhurnal. 2016. T.8. №2(33). [in Russian].

6 Valiahmetova A. Ju., Nizamova G. Z. Upravlenie zatratami // 63-ja nauchno-tehnicheskaja konferencija studentov, aspirantov i molodyh uchenyh UGNTU: sb. mater.konf. Ufa: Izd-vo UGNTU, 2012. S. 226-227. [in Russian].

7 Chebotarev E. I., Nizamova G. Z. Vzaimosvjaz' riskov i form finansirovanija investicionnyh proektov // Vestnik jekonomiki i menedzhmenta. 2015. №1. S. 25-29. [in Russian].

8 Nizamova G. Z., Maksimova A. A., Mironova K. V., Strel'cova U. V. Analiz urovnja i dinamiki finansovyh rezul'tatov (na primere PAO ANK «Bashneft'») // Vestnik jekonomiki i menedzhmenta. 2016. №4. S.31-35. [in Russian].

9 Aleksandrova O. A., Nizamova G. Z. Ocenka jeffektivnosti investicionnyh proektov v neftegazovoj otrasli s ispol'zovaniem mehanizmov gosudarstvenno-chastnogo partnerstva // Naukovedenie: internet-zhurnal. 2017. T.9. №2 (39). [in Russian].

10 Hakimova N. I. Istochniki finansirovanija investicionnyh proektov predpriyatij neftepererabatyvajushhej promyshlennosti // Sovremennye tendencii v jekonomike i upravlenii. 2013. №18. S. 152-155. [in Russian].

11 Gajfullina M. M. Integral'nyj podhod k ocenke ustojchivogo razvitija predpriyatija // Vestnik VJeGU. 2013. №6. S. 27-35. [in Russian].

12 Safina A. A., Gajfullina M. M. Ocenka ustojchivogo razvitija malyh neftjanyh kompanij // Neftegazovoe delo: jelektron. nauch. zhurn./UGNTU. 2015. № 1. S. 364-381. URL: http://ogbus_1_2015_p364-381_SafinaAA_ru.pdf. (data obrashhenija: 01.09.2017). [in Russian].

13 Gajfullina M. M., Makov V. M. Ocenka razvitija neftepererabatyvajushhego sektora Rossijskoj Federacii // Neftegazovoe delo. 2016. T. 14, № 4. S. 208-214. [in Russian].

14 Gajfullina M. M., Nizamova G. Z. Problemy i perspektivy ustojchivogo razvitija stran-chlenov OPEK // Neftegazovoe delo: jelektron. nauch. zhurn./UGNTU. 2015. № 2. S. 339-356. [in Russian].

15 Frolov V. E., Makov V. M., Zemcova V. D. Jekonomicheskaja sushhnost' i vidy kadrovyyh riskov neftegazovogo predpriyatija // Vestnik molodogo uchenogo UGNTU. 2015. № 2. S. 66-72. [in Russian].

Сведения об авторах

About the authors

Гайфуллина М. М., канд. экон. наук, доцент кафедры экономики и управления на предприятии нефтяной и газовой промышленности, ФГБОУ ВО «УГНТУ», г. Уфа, Российская Федерация

M. M. Gayfullina, Candidate of Economics, Associate Professor of the Chair “Economics and Management of Oil and Gas Industry”, FSBEI HE «USPTU», Ufa, Russian Federation

e-mail: marina_makova@list.ru

Низамова Г. З., канд. экон. наук, доцент кафедры экономики и управления на предприятии нефтяной и газовой промышленности, ФГБОУ ВО «УГНТУ», г. Уфа, Российская Федерация

G. Z. Nizamova, Candidate of Economics, Associate Professor of the Chair “Economics and Management of Oil and Gas Industry”, FSBEI HE «USPTU», Ufa, Russian Federation

e-mail: gulya182004@list.ru