

Оценка инвестиционной привлекательности акций компании в условиях трансформации экономики (на примере ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина)

В.В. Казаева

студент 4 курса бакалавриата НИЯУ МИФИ, Москва

М.Д. Парфенова

к.э.н., доцент кафедры финансового менеджмента НИЯУ МИФИ, Москва

Email: mdparfenova@mephi.ru

Аннотация: В статье проводится анализ инвестиционной привлекательности акций нефтяной компании через призму ее дивидендной политики и расчетов справедливой стоимости ценных бумаг. Рассматриваются методы оценки, используемые для определения справедливой стоимости акций, включая затратный, рыночный и доходный подходы. Проанализированы ключевые аспекты, влияющие на привлекательность инвестиций в акции компании, что позволяет инвесторам принимать более осознанные решения.

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность, справедливая стоимость акции, ценовые мультипликаторы, дивидендная доходность, затратный подход, рыночный подход, доходный подход

Assessment of investment attractiveness of the company's shares in the conditions of economic transformation (on the example of PJSC Tatneft im. V.D. Shashina)

V.V. Kazaeva

4st year bachelor's student at NRNU MPhI, Moscow

M.D. Parfenova

Ph.D., Associate Professor department of financial management

NRNU MPhI, Moscow

Email: mdparfenova@mephi.ru

Abstract: The article analyzes the investment attractiveness of oil company shares through the prism of its dividend policy and calculations of the fair value of securities. The article considers valuation methods used to determine the fair value of shares, including cost, market and income approaches. The key aspects affecting the attractiveness of investment in the company's shares are analyzed, which allows investors to make more informed decisions.

Keywords: investment attractiveness, fair value of a share, price multipliers, dividend yield, cost approach, market approaches, income approach

Изменяющиеся условия экономики и растущая роль фондового рынка актуализируют исследование инвестиционной привлекательности ценных бумаг компаний и их внутренней стоимости. Качество ценных бумаг определяется множеством факторов, оказывающих влияние на их оценку, и отражает потенциал доходности и риски, связанные с вложением средств в конкретную компанию. Одним из ключевых индикаторов, позволяющих оценить инвестиционную привлекательность, является справедливая стоимость акций, которая сопоставляется с текущими рыночными ценами. Это дает возможность инвестору принимать взвешенные решения о покупке или продаже акций, основываясь на объективных данных и прогнозных оценках. Важным аспектом данного исследования является также анализ дивидендной политики компании, который предоставляет дополнительную информацию о ее финансовом состоянии и перспективах. Такой анализ ориентирует инвесторов на долгосрочные вложения, так как базируется на исследовании складывающихся на рынке долгосрочных тенденций и закономерностях.

Акции ПАО «Татнефть» [4] представлены на российском и международном фондовых рынках более 25 лет и являются одними из наиболее ликвидных инструментов рынка ценных бумаг. В торгах ПАО «Московская биржа» участвуют обыкновенные и привилегированные акции, представленные в котировальных списках Первого уровня. Акции ПАО «Татнефть» включены в состав базы расчета индексов Мосбиржи (IMOEX) и РТС (RTSI), являющихся главным индикатором российского фондового рынка. С 2021 года акции ПАО «Татнефть» участвуют в торгах на ПАО «Санкт-Петербургская биржа» без включения их в котировальные списки.

Анализ дивидендной политики

ПАО «Татнефть» признаёт дивиденды одним из ключевых индикаторов инвестиционной привлекательности компании, что обусловлено стремлением инвесторов к постоянному увеличению размера дивидендов в соответствии с последовательным ростом прибыли. В этой связи компания формирует условия, направленные на стимулирование заинтересованности как менеджмента, так и акционеров в повышении уровня её прибыльности, а также в увеличении долгосрочной стоимости.

Дивидендная политика компании «Татнефть» предполагает выплачивать не менее 50% чистой прибыли в соответствии с международными стандартами финансовой отчётности (МСФО) или российскими стандартами бухгалтерского учёта (РСБУ), в зависимости от того, какое значение оказалось выше. При этом для обыкновенных и

привилегированных акций предусмотрено равенство дивидендных выплат. Важно отметить, что дивиденды распределяются среди акционеров трижды в год: за промежуток полугодия, а также по итогам третьего и четвертого кварталов. Значительная доля дивидендных выплат, приходящихся на нефтегазовый сектор, обусловлена как высокими доходами, так и значительными потребностями в дополнительных инвестициях.

В первую очередь была проанализирована динамика чистой прибыли и дивидендных выплат по привилегированным и обыкновенным акциям за период с 2020 по 2030 год, представленная на рисунке 1.

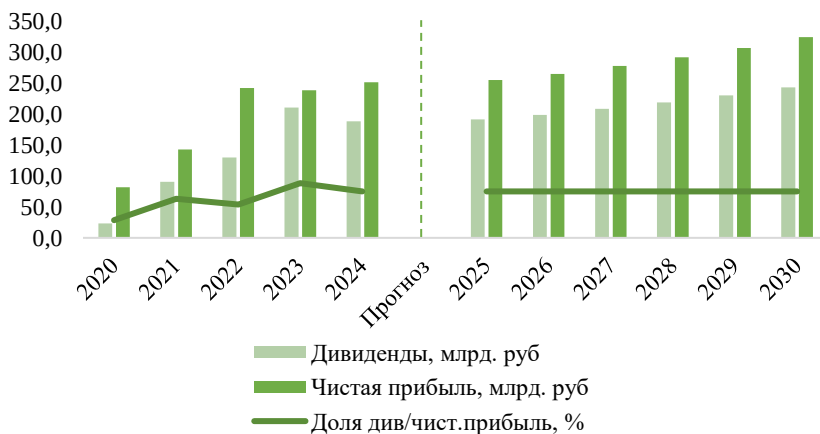


Рисунок 1 – Чистая прибыль и дивидендные выплаты за период с 2020 по 2030 год

Следует отметить, что уровень дивидендных выплат в период с 2020 по 2023 год превышал 50% от чистой прибыли компании. На графике видно, что в 2020 и 2021 годах прибыль значительно сократилась, и размеры дивидендных выплат достигли минимального уровня, установленного уставом компании. Такая ситуация может указывать на риск снижения дивидендов в случае ухудшения финансовых показателей компании. Однако в 2023 году процент выплат снова поднялся до высоких показателей и составил 88% от чистой прибыли. В 2024 году компания предприняла меры по уменьшению дивидендов.

Последующий прогноз финансовой модели был разработан с условием 75% уровня дивидендных выплат.

Высокий уровень дивидендной доходности в 2023 году мог привлечь дополнительное внимание инвесторов, однако снижение в 2024 году подчеркивает необходимость более глубокого анализа структуры распределения прибыли компании. Общая доходность акционеров увеличилась в 2024 году за счет повышения капитальной доходности. Капитальная доходность изменилась в положительную сторону поскольку

темп роста нераспределенной прибыли быстрее роста собственного капитала.

Данные представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Расчет общей доходности акционеров по балансовому методу

Показатель	2024 год	2023 год	2022 год
Прибыль на акцию, руб	0,12	0,11	0,11
Дивиденды на акцию, руб	89,33	100,27	61,62
Коэффициент капитализации прибыли, %	25,50	11,83	46,36
Дивидендная доходность, %	20,25	23,44	16,46
Капитальная доходность, %	6,93	3,15	14,23
Общая доходность, %	27,18	26,59	30,68

Общая доходность акционеров по рыночному расчету демонстрирует нестабильные показатели, что связано с высокой волатильностью стоимости акций компании «Татнефть». Такие колебания стоимости обусловлены значительными изменениями цен на нефть на мировом рынке, которые напрямую влияют на финансовое состояние и перспективы компании. Кроме того, внешние факторы, такие как геополитическая ситуация, изменения в налоговой политике и колебания валютных курсов, также влияют на рыночную стоимость акций и, соответственно, на показатели доходности для акционеров. В результате инвестиции в «Татнефть» в текущих условиях сопровождаются повышенной неопределенностью и требуют тщательного анализа рисков и потенциальных доходов.

Таблица 2 – Расчет общей доходности акционеров по рыночному методу

Показатель	2024 год	2023 год	2022 год
Цена акции на конец года	688,90	710,00	348,50
Цена акции на начало года	703,50	328,80	499,70
TSR	10,62%	146,43%	-17,93%

Дивидендная политика «Татнефти» демонстрирует прозрачность и последовательность в подходе к выплатам, что в свою очередь поддерживает доверие инвесторов и содействует формированию положительного имиджа компании на финансовых рынках. Компания придерживается агрессивной дивидендной политики, при которой практически вся прибыль идет на выплату акционерам. Из этого следует то, что в приоритете менеджмента компании находится повышение инвестиционной привлекательности компании путем выплаты значительных дивидендов своим акционерам, а не стратегическое развитие.

Оценка справедливой стоимости акции

Фундаментальная стоимость акции представляет реальный экономический потенциал компании, в отличие от рыночной стоимости акции, которая отражает соотношение спроса и предложения. При расчете

справедливой стоимости ценных бумаг ПАО «Татнефть» использованы три основных метода оценки:

1. затратный подход;
2. рыночный подход;
3. доходный подход.

Затратный подход в оценке справедливой стоимости акции

Одним из способов определения справедливой (фундаментальной) стоимости акции является оценка NAV per Share – стоимости чистых активов на акцию, основанный на затратном подходе в оценке [3]:

$$NAV \text{ per Share} = \frac{A_{MV} - L_{PV}}{Q},$$

где NAV – стоимость чистых активов, A_{MV} - рыночная стоимость активов, L_{PV} - текущая стоимость обязательств, Q – количество акций в обращении.

Таблица 3 – Оценка справедливой стоимости акции на основе метода стоимости чистых активов на 31.12.2024.

Показатель	Значение
Активы, млн. руб.	1 493 118
Обязательства, млн. руб.	500 987
Стоимость чистых активов, млн. руб.	992 131
Количество акций в обращении, млн. шт	2 178
NAV per Share, руб.	455,31
Рыночная цена акции, руб.	680,3

На основании данного подхода можно сделать вывод, что акции переоценены на данный момент, поскольку их рыночная цена выше справедливой стоимости акции.

Рыночный подход в оценке справедливой стоимости акции

Для оценки справедливой стоимости акции с использованием сравнительного подхода необходимо провести расчёт основных ценовых мультипликаторов для компаний-аналогов.

В качестве конкурентов для ПАО «Татнефть» выступают ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Газпром нефть», ПАО «Сургутнефтегаз», ПАО «НК «Роснефть». В рамках исследования были использованы три ключевых мультипликатора: отношение цены к выручке, отношение цены к прибыли и отношение цены к балансовой стоимости. Данные для расчёта были взяты из консолидированной финансовой отчётности этих компаний за отчетный год, составленной в соответствии с международными стандартами финансовой отчётности. Расчет средних значений мультипликаторов представлен в таблице 4.

Таблица 4 – Значение мультипликаторов компаний-аналогов в отчетном году

Мультипликатор	ПАО «Татнефть»	ПАО «ЛУКОЙЛ»	ПАО «Газпром нефть»	ПАО «Сургутнефтегаз»	ПАО «НК «Роснефть»	Среднее значение мультипликатора
P/S	0,74	1,20	0,73	0,60	0,62	0,78
P/E	4,87	5,76	5,95	1,02	3,70	4,26
P/BV	0,68	0,53	0,49	0,17	0,30	0,43

Используя средние значения трех мультипликаторов и финансовую базу ПАО «Татнефть», была рассчитана стоимость компании по каждому мультипликатору, которая представлена в таблице 5.

Таблица 5 – Оценка стоимости ПАО «Татнефть» сравнительным методом по ценовым мультипликаторам

Мультипликатор	Среднее значение мультипликатора	Финансовая база ПАО «Татнефть», млн. руб	Стоимость ПАО «Татнефть», млн. руб
P/S	0,78	2 030 371	1 575 785
P/E	4,26	308 929	1 315 730
P/BV	0,43	2 204 909	954 432

Для определения степени значимости каждого мультипликатора требуется оценить степень их отклонений от среднего значения по компаниям-аналогам. Путем экспертного анализа можно предположить и распределить весовые коэффициенты таким образом, что наиболее значимым будет мультипликатор с наименьшим отклонением от среднего значения и наоборот. Оценка степени значимости мультипликаторов представлена в таблице 6.

Таблица 6 – Оценка степени значимости мультипликаторов

Мультипликатор	ПАО «Татнефть»	Среднее значение мультипликатора	Отклонение, %	Степень значимости, %
P/S	0,74	0,78	-4,79	60
P/E	4,87	4,26	12,10	30
P/BV	0,68	0,43	36,53	10

На основании анализируемых данных можно утверждать, что наиболее репрезентативным ценовым мультипликатором является соотношение цены акции к чистой прибыли, тогда как наименее значимым показателем выступает соотношение цены к выручке.

Для вычисления итоговой стоимости акции посредством сравнительного подхода требуется умножить степень значимости каждого мультипликатора на соответственно рассчитанную стоимость компании по каждому из этих коэффициентов, после чего суммировать полученные результаты. Расчеты представлены в таблице 7.

Таблица 7 – Итоговая стоимость ПАО «Татнефть»

Мультипликатор	Степень значимости, %	Стоимость ПАО «Татнефть», млн. руб	Итого, млн. руб
P/S	60	1 575 785	945 471,11
P/E	30	1 315 730	394 718,92
P/BV	10	954 432	95 443,21
Итого	100	X	1 435 633

В результате проведённого исследования была определена стоимость компании ПАО «Татнефть», которая составила 1 435 633 млн рублей. Для определения справедливой стоимости акции необходимо разделить полученное значение на количество обыкновенных акций, находящихся в обращении. В исследуемой компании количество обыкновенных акций в обращении составляет 2 178 млн штук. Таким образом, справедливая стоимость акции на 2024 год равна 682,66 рубля. Данная ситуация указывает на то, что текущая справедливая цена практически не отличается от сложившейся на 31.12.2024 года биржевой цены акции 680,3 рубля. То есть акции компании были оценены справедливо.

Доходный подход в оценке справедливой стоимости акции

Основой для расчета стоимости акции методом дисконтированных денежных потоков является финансовая модель компании, разработанная с использованием прогнозных данных финансовой отчетности ПАО «Татнефть».

Прогнозный период составляет 3 года. Выбранная длительность прогнозирования позволяет учесть всевозможные перспективы развития ПАО «Татнефть». Постпрогнозный период начинается с 1 января года, следующего за прогнозным периодом и длится до бесконечности. В этом случае, для определения суммы дисконтированных денежных потоков в постпрогнозном периоде, применяется формула Гордона.

Прогноз выручки до 2030 года основан на ожидаемой динамике спроса и цен на нефть марки Urals, указанных в публикуемых расчетах Минэкономразвития России в документе «Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2036 года». Динамика выручки представлена на рисунке 2.

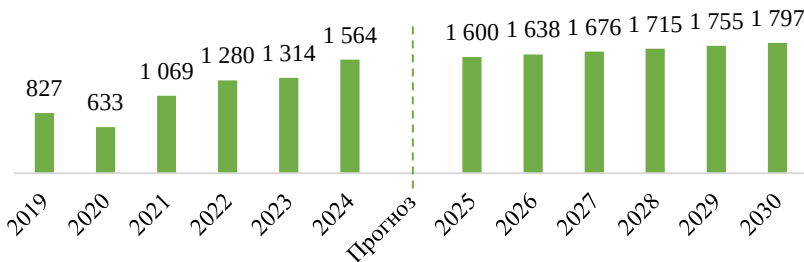


Рисунок 2 – Динамика выручки ПАО «Татнефть» в млрд руб.

Согласно разработанной финансовой модели для расчета свободного денежного потока, инвестированный капитал был рассчитан как сумма собственного и заемного капитала на начало года.

Значения инвестированного капитала на начало отчетного года и прогнозных периодов представлены на рисунке 3.

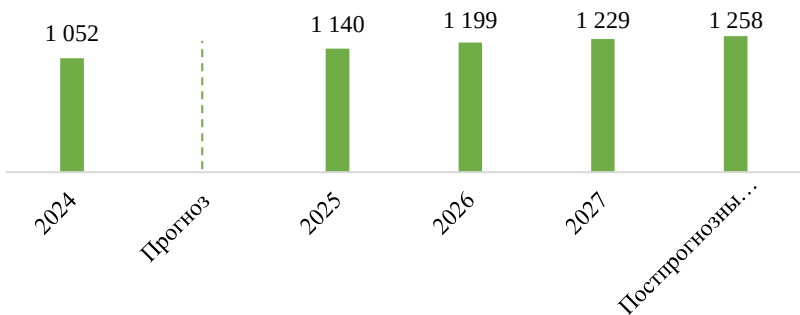


Рисунок 3 – Динамика инвестированного капитала на начало года, млрд руб.

Свободный денежный поток представлен в таблице 8 и рассчитан по формуле [1]:

$$FCF = IC \times (ROIC - g),$$

где IC – инвестированный капитал, ROIC – рентабельность инвестированного капитала, g – устойчивый темп роста.

Рентабельность инвестированного капитала определяется как отношение чистой прибыли до вычета процентов к инвестированному капиталу на начало года.

Ставка дисконтирования денежных потоков принимается за среднерыночный показатель для данной отрасли, который опубликован на ресурсе Damodaran.online [5] и равен 17%.

Таблица 8 – Дисконтированный свободный денежный поток на прогнозные периоды с 2025 по 2027 год, в млн руб.

Показатели	2025 год	2026 год	2027 год
Свободный денежный поток (FCF)	208 017	240 940	252 319
Дисконтированный FCF	177 792	176 010	157 541

Стоимость акционерного капитала компании с учетом поправок на долг составляет 1 459 млрд руб. Данная величина, разделенная на количество акций в обращении, является справедливой стоимостью акции компании на основе доходного метода. Оцененная стоимость акции ПАО «Татнефть» была определена на уровне 648 рублей. На Московской бирже, по состоянию на 31 декабря 2024 года, рыночная цена акции составила 680,3 рубля, что указывает на её переоцененность.

Наивысшую оценку компании показал сравнительный подход, что свидетельствует о её высокой конкурентоспособности. В то же время, результаты затратного и доходного подходов указали на переоцененность акций ПАО «Татнефть» на рынке. Это может быть обусловлено несколькими факторами: во-первых, стабильной дивидендной политикой, которая привлекает инвесторов и создает впечатление надежности компании; во-вторых, устойчивостью компании в глазах инвесторов, которая поддерживает доверие к её финансовым показателям; и в-третьих, рыночной волатильностью, которая может способствовать завышению цен на акции в условиях неопределенности.

Список использованных источников:

1. Донских Д.В., Парфенова М.Д. Исследование методов управления стоимостью компании // Форум молодых ученых. 2018. № 6-1 (22). с. 1004-1012.
2. Кадырова А.С., Парфенова М.Д. Анализ инвестиционной привлекательности компании для разработки эффективной финансовой политики на примере ПОА «РУСГИДРО» // Форум молодых ученых. 2018. № 7 (23). с. 468-472.
3. Парфенова М.Д. Использование основных подходов оценки стоимости бизнеса на примере ПАО «ГМК «Норильский никель»» // Экономика и социум. 2019. №2 (57). с. 244-257.
4. Официальный сайт ПАО «Татнефть» им. Шашина [Электронный ресурс] – режим доступа: <https://www.tatneft.ru/> (дата обращения: 18.05.2025).
5. Damodaran.online [Электронный ресурс] – режим доступа: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения: 19.05.2025).