

УДК 332.62

Оценка рыночной стоимости предприятия (на примере ОАО «Нижнекамсктехуглерод»)



Хазиахметова Г.А.

Кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Казанского государственного энергетического университета, доцент кафедры экономики производства Казанского (Приволжского) федерального университета, доцент кафедры химической технологии лаков, красок и лакокрасочных покрытий Казанского национального исследовательского технологического университета

Любые трансакции, сопровождающие бизнес предприятия, требуют оценки его стоимости. Статья посвящена практической реализации потенциала методического инструментария оценки стоимости предприятия на примере АО «Нижнекамсктехуглерод».

Ключевые слова: оценка стоимости предприятия, затратный, доходный, рыночный подходы к оценке стоимости предприятия.

Экономика современного предприятия претерпевает различные изменения: с одной стороны, расширяется производство продукции и услуг, определяющих качество жизни и достаток населения страны, что требует поиска источников финансирования инвестиций, с другой – научно-технический прогресс, обострение конкуренции, ситуация на международном рынке определяют необходимость выбора стратегии сокращения и фокусирования на отдельных сегментах рынка, что сопровождается ликвидацией или продажей части бизнеса. Все это требует оценки стоимости предприятия. Цель исследования состоит в оценке стоимости АО «Нижнекамсктехуглерод» (АО «НКТУ») для разработки мероприятий по его реорганизации.

АО «НКТУ» – крупнейшее российское предприятие по производству технического углерода. Компания входит в блок предприятий нефтехимического комплекса «Татнефть-Нефтехим» Группы «Татнефть», производя 14 марок технического углерода мировых стандартов качества общим объемом порядка 117 тыс. тонн в год и занимая 16 % российского рынка технического углерода.

Предприятие обеспечивает требуемые объемы производ-

ства, финансирует в увеличение производственных мощностей, проводит мероприятия по структурным и операционным изменениям, упрочению позиций на внешнем рынке технического углерода, направляя максимум усилий на улучшение значений финансово-экономических показателей своей деятельности. Только в 2016 г. АО выпустило товарной продукции в объеме 116,8 тыс. тонн на сумму 3190,4 млн. руб. (95,3 % от уровня 2015 г.); реализовало техническое углерода на сумму 3215,3 млн. руб. (см. рис. 1).

Основными потребителями предприятия являются ОАО «Нижнекамскшина», ОАО «РТИ-Каучук», ООО «Балаково РТИ», ОАО «Кварт», ОАО «Органический синтез», ОАО «Уральский завод РТИ». Из общего объема произведенной АО продукции порядка 53,5 % отгружается на шинные заводы



Рис. 1. Динамика результатов хозяйственной деятельности АО «НКТУ» за 2013-2016 гг., млн. руб.

ОАО «Татнефть», 28,5 % отправляется на экспорт и 18,0 % реализуется в РФ.

Реализуя миссию динамичного развития Общества с целью наиболее полного удовлетворения потребителей продукцией соответствующей высоким стандартам качества, менеджмент компании вправе использовать арсенал разнообразных инструментов, обеспечивающих привлечение источников финансирования инвестиционных проектов. Важным условием при этом является оценка рыночной стоимости акционерного общества, значение которой определяет инвестиционные решения хозяйствующих субъектов.

В целях оценки АО «НКТУ» в работе были использованы методы оценки чистых активов затратного подхода, отраслевых коэффициентов рыночного подхода и метод дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода. Источником информации при оценке стоимости предприятия были годовая бухгалтерская отчетность и интернет ресурсы.

Для расчета стоимости АО «НКТУ» методами затратного подхода используем метод определения стоимости чистых активов на основе данных бухгалтерского баланса на 31.12.2016 г., представленный в таблицу 1.

В результате проведенных расчетов методом балансовой стоимости чистых активов рыночная стоимость АО «НКТУ» составляет 1009895,0 тыс. руб.

Далее, реализуем оценочный потенциал сравнительного подхода.

В соответствии с теоретико-методическим аспектами оценки в основе рыночной стоимости

Таблица 1
Расчет рыночной стоимости АО «НКТУ»
методом чистых активов, тыс. руб.

Активы	Баланс на 31.12.2016 г.
Нематериальные активы	2,0
Результаты исследований и разработок	150,0
Основные средства	592151,0
Отложенные налоговые активы	106,0
Запасы	152930,0
Дебиторская задолженность	901880,0
Денежные средства	1236,0
НДС по приобретенным ценностям	1745,0
Всего активы	1650200,0
Обязательства	
Долгосрочные обязательства	53512,0
Кредиторская задолженность	550811,0
Оценочные обязательства	35982,0
Всего обязательств	640305,0
Собственный капитал	1009895,0

лежат конкретные трансакции, совершенные на рынке. Подход компании-аналога предусматривает использование информации по открытым компаниям, акции которых котируются на фондовом рынке. Анализируемое нами предприятие входит в состав нефтехимического комплекса «Татнефть» ОАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина, одной из 50 наиболее капитализированных компаний России – эмитентов акций, котирующихся на фондовом рынке. В то же время брать за базу для анализа данные по котировке акций указанной корпорации видится нецелесообразным, поскольку на 99,9 % курс акций ОАО «Татнефть» определяет деловая активность нефтедобывающей составляющей комплекса.

Анализ отчетной информации и обращение к Интернет ресурсам позволило определить перечень компаний-конкурентов, акции которых не котируются на открытом фондовом рынке. Поэтому в данном случае можно реализовать метод рыночного мультипликатора, если в качестве базы для оценки использовать показатели зарубежных компаний – производителей технического углерода (см. табл. 2).

Согласно представленным данным, значение оценочного мультипликатора для компаний отрасли находится в диапазоне от 23,2 до 30,3, поэтому усредненное значение показателя примем равным 25,9. Согласно данным бухгалтерской отчетности о динамике значения чистой прибыли предприятия и учитывая планы руководства компании относительно увеличения производственной мощности предприятия в 2017 г. до 143 тыс. тонн продукции в год, прогнозируемой следует принять величину чистой прибыли в размере 50 млн. руб.

Стоимость АО «НКТУ» на основе метода рыночного мультипликатора составит 50 млн. руб. * 25,9 = 1295 млн. руб.

Далее реализуем потенциал доходного подхода к оценке рыночной стоимости АО «НКТУ», используя метод дисконтированных денежных потоков.

Представим прогноз доходов и расходов предприятия на ближайшие три года. В основу определе-

Таблица 2
Расчет оценочного мультипликатора
по зарубежным компаниям

№	Наименование компании	Цена, млн.долл.	Оценочный мультипликатор (Цена/прибыль)
1	Aditya Birla Group	1526	30,3
2	Cabot Corporation	867	25,3
3	Orion engineered Carbons	930	24,0
4	Jiangxi Black Cat Carbon Black Co	901	23,2
5	China Synthetic rubber Corp.	927	26,7

ния обоснованной прогнозной модели доходов нами были положены следующие посылы:

– объем производства технического углерода в 2016 г. составил 116,8 тыс. тонн. Реализуя стратегическую цель предприятия в обеспечении лидерства на российском рынке, менеджмент АО намерен ежегодно наращивать объемы производства и производственных мощностей. В 2017 г. АО намерено нарастить производство до 120 тыс. тонн, в 2018 г. – до 125 тыс. тонн, в 2019 г. – до 134 тыс. тонн;

– средневзвешанная цена 1 тонны технического углерода на уровне 2016 г. составляет 27317,6 руб. Анализ рынка технического углерода показал, что средняя цена за 1 тонну продукции у производителей составляет 33,0 тыс. руб. Для обеспечения конкурентоспособности продукции АО примем среднюю цену равной 32,0 тыс. руб., в 2017 и 2018 гг. учтем инфляционный рост цен на уровне 10 % годовых;

– затраты на производство 1 тонны продукции в 2016 г. составили 26568 руб. 64 коп., на реализацию – 25077 руб. 14 коп., в том числе переменная часть составила 73 %, постоянная – 27 %. Для формирования прогноза расходов используем значения постоянных затрат на реализацию продукции 2016 г., увеличенные на темп инфляции, прогнозируемый в 2017 г. (10 %) и значения переменных затрат, скорректированные на прогнозируемый объем реализации продукции;

– инвестиционные расходы согласно планов менеджмента предприятия в 2017, 2018 и 2019 гг. составят порядка 80 млн. руб.;

– сумму расходов на управление, осуществляемое со стороны УК «Татнефть-Нефтехим», примем на уровне 2016 г. (168444 тыс. руб.) с учетом ежегодного ее удорожания на 10 %;

– потребность в оборотном капитале рассчитана с учетом изменения объемов производства и сложившейся кредитной политикой предприятия;

– при расчете амортизационных отчислений учтем введение в 2016-2018 гг. основных средств ежегодно в среднем на сумму 64 млн. руб. и усредненную норму амортизации в 10 %.

Далее в таблице 3 представим денежный поток АО за 2016-2018 гг.

В-третьих, определим ставку дисконта – ожидаемую ставку дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки. Для этого используем

методику кумулятивного подхода, которая основана на экспертной оценке инвестиционных рисков (от 0 до 5 %: низкий – высокий) (см. табл. 4).

В-четвертых, реализуем процедуру дисконтирования денежных потоков и представим результат в таблице 5.

В-пятых, определим остаточную стоимость бизнеса. Для этого воспользуемся моделью Гордона:

$$OC = I / (R - d), \quad (1)$$

где I – денежный поток доходов за первый год послепрогнозного периода;

R – коэффициент капитализации, равный разнице между ставкой дисконта и величиной долгосрочных темпов роста денежного потока;

Таблица 3
Прогноз движения денежных средств
АО «НКТУ», тыс. руб.

№	Показатель	2017 г.	2018 г.	2019 г.
1	Выручка от реализации продукции	3 840 000,0	4 400 000,0	5 188 480,0
2	Затраты на реализацию продукции	3 293 051,9	3 733 110,2	4 325 712,5
3.	Чистый операционный доход	546 948,1	666 889,8	862 767,5
4.	Управленческие расходы	168 444,0	185 288,4	203 817,2
5.	Налогооблагаемая прибыль	378 504,1	481 601,4	658 950,2
6.	Налог на прибыль	75 700,8	96 320,3	131 790,0
7.	Чистая прибыль	302 803,3	385 281,1	527 160,2
8.	Чистая прибыль	302 803,3	385 281,1	527 160,2
9.	Увеличение оборотного капитала	19 823,5	55 698,6	71 986,1
10.	Капитальные вложения	-80 000,0	-80 000,0	-80 000,0
11.	Амортизация	70 973,0	77 373,0	83 773,0
12.	Чистый денежный поток	313 599,9	438 352,7	602 919,3
13.	Кумулятивный денежный поток	313 599,9	751 952,6	1 354 871,9

Таблица 4
Оценка ставки дисконта

№	Фактор риска	Ставка, %
1	Ключевые фигуры в руководстве	3,0
2	Размер компании	2,0
3	Финансовая структура	4,0
4	Товарная и территориальная диверсификация	4,0
5	Диверсификация клиентуры – низкая.	4,0
6	Доходы: рентабельность и предсказуемость	3,0
7	Экологические риски	1,0
8	В качестве безрисковой примем среднюю процентную ставку по валютным вкладам в банках первой категории надежности, которая по состоянию на август 2017 года составила 1%.	1,0
	Итого	22

d – долгосрочные темпы роста.

Полученную, таким образом, реверсивную стоимость бизнеса на конец прогнозного периода приведем к текущим стоимостным показателям.

Начиная с 2019 г. денежный поток АО «НКТУ» с учетом возросших производственных мощностей, стабилизируется на уровне 602919,3 тыс. руб. Коэффициент капитализации примем равным ставке дисконта (22 %). Тогда остаточная стоимость АО «НКТУ» будет равна:

$$602919,3 / 0,22 = 2740542,1$$

Приведем полученный результат к текущей стоимости:

$$2740542,1 / ((1-0,22)^4) = 1237078,2$$

Таким образом, стоимость АО «НКТУ», определенная доходным подходом, составит:

$$883593,6 + 1237078,2 = 2120671,8 \text{ тыс. руб.}$$

Итак, применение затратного подхода позволило оценить стоимость АО «НКТУ» в 1009,9 млн. руб.; сравнительного – в 1295 млн. руб.; доходного – в 2120671,8 млн. руб. Логическое взвешивание полученных значений обосновало результат, полученный при использовании метода дисконтирования доходного подхода – 2120671,8 млн. руб.

Таблица 5

Дисконтирование денежных потоков АО «НКТУ»

№	Показатель	2017 г.	2018 г.	2019 г.
1	Чистый денежный поток	313 599,9	438 352,7	602 919,3
2	Кумулятивный денежный поток	313 599,9	751 952,6	1 354 871,9
3	Ставка дисконта, %	22,0		
4	Фактор дисконтирования	0,820	0,672	0,551
5	Текущая стоимость денежного потока	257 049,1	294 512,7	332 031,8
6	Кумулятивная стоимость денежного потока	257 049,1	551 561,8	883 593,6

Литература:

1. Бухгалтерский баланс АО «Нижнекамсктехуглерод» за 2013-2016 гг. – URL: www.nktu.tatneft.ru
2. Годовой отчет по результатам работы АО «Нижнекамсктехуглерод» за 2014 г., 2015 г. – URL: www.nktu.tatneft.ru
3. Инфляция в России в 2017 году (прогноз): уровень и индекс инфляции. – URL: <http://altaempresa.ru>
4. Приказом Министерства финансов РФ и Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг от 29 января 2003 г. № 10н/03-6/пз «Порядок оценки стоимости чистых активов акционерных обществ, утвержденный». – URL: <http://online.zakon.kz/Document>
5. Габдуллина Г.К., Хазиахметова Г.А. Система показателей экономической оценки функционирования корпорации // Энергетика Татарстана. – 2014. – №1 (33). – С. 58-62.
6. Financial times. – URL: <http://im.ft-static.com/content/images/4d147738-3c90-11e4-a6ce-00144feabdc0.pdf>

Assessment of Enterprise's Market Value (as Exemplified by OAO "Nizhnekamsktechuglerod")

G.A. Khaziakhmetova
Kazan State Power Engineering University ,
Kazan National Research Technological University,
Kazan (Volga Region) Federal University

Any transactions accompanying the enterprise's activities require assessment of its value. In this regard the article is devoted to the practical realization of the potential of methodological tools for assessment of enterprise value on the example of joint-stock companies "Nizhnekamsktechuglerod".

Key words: the valuation of the company; cost, income, market approaches to the accuracy of the enterprise value.