

МИНОБРНАУКИ РОССИИ
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«САРАТОВСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ
Н.Г. ЧЕРНЫШЕВСКОГО»

Кафедра финансов и кредита

АВТОРЕФЕРАТ

на выпускную квалификационную работу (магистерскую работу)

по направлению 38.04.01 Экономика

профиль «Финансовое планирование»

Кузиной Дарины Владимировны

**Тема работы: «Оценка и управление стоимостью компаний
энергетического сектора»**

Научный руководитель:

зав. кафедрой финансов и кредита,

к.э.н., доцент

_____ О. С. Балаш

Зав. кафедрой финансов и кредита,

к.э.н., доцент

_____ О. С. Балаш

Саратов 2026

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. В условиях динамично меняющегося энергетического рынка и возрастающей конкуренции вопросы оценки и управления стоимостью предприятия приобретают особую актуальность. Современные экономические реалии, характеризующиеся высокой неопределенностью, волатильностью финансовых рынков и усилением роли нефинансовых факторов (ESG-повестка, цифровая трансформация), требуют от компаний энергетического сектора не только эффективного управления текущими операциями, но и разработки стратегических подходов к максимизации своей рыночной стоимости. ПАО «Т плюс», являясь одним из крупнейших игроков на российском рынке тепло- и электроэнергетики, нуждается в постоянном совершенствовании методов оценки и управления стоимостью для повышения своей инвестиционной привлекательности и обеспечения устойчивого развития.

Оценка бизнеса предприятий является важной процедурой, которая выявляет альтернативные подходы и определяет, какой из них обеспечит компании максимальную эффективность и более высокую рыночную цену. Однако, практика показывает, что применяемые сейчас методы оценки предприятий по стоимости их имущества несовершенны, поскольку они оценивают фактически лишь затраты на создание собственности. Вместе с тем, проведение оценки бизнеса предприятия требует использования всего многостороннего комплекса подходов к ней, с учетом затрат на создание предприятия, его будущей доходности и цен продажи капитала аналогичных предприятий на рынке.

Для того чтобы оценка стоимости предприятия была достоверной и точной, необходимо строго соблюдать технологию оценки. Технология включает в себя ряд последовательных этапов: определение цели и функции оценки, разработка плана оценки объекта, определение наилучшего и наиболее эффективного способа использования объекта, сбор и оценка

необходимой информации. Точность оценки стоимости предприятия зависит также и от правильности использования методов оценки.

Исследование рыночной оценки стоимости компании является актуальным в связи с увеличением конкуренции на рынках и необходимостью собственников компаний рассматривать перспективы дальнейшего роста. Выбор показателей эффективности организации и факторов, влияющих на нее, является одной из самых актуальных задач, стоящих перед собственниками и руководителями компаний. Концепция оценки стоимости предприятия становится одним из наиболее распространенных подходов к анализу систем управления.

Стоимость компании и ее изменение являются универсальным критерием эффективности деятельности компании в рыночной среде. Рыночная оценка стоимости компании характеризуется четкими критериями и ограничена жесткими финансовыми рамками, соответствует быстро меняющимся требованиям современного мира, учитывает не только фактическое положение дел, отраженное в финансовой отчетности, но и перспективы дальнейшего развития бизнеса.

Степень разработанности проблемы. Теоретической базой исследования послужили фундаментальные труды зарубежных и отечественных ученых в области корпоративных финансов и оценки активов. Существенный вклад в развитие теории рыночной оценки и структуры капитала внесли лауреаты Нобелевской премии: Ф. Модильяни, М. Миллер, У. Шарп, Дж. Тобин, а также М. Скоулз. Проблемы выбора факторов стоимости и разработки траекторий развития бизнеса подробно освещены в работах Г. Александера, Р. Каплана, С. Майерса, Т. Коупленда, Дж. Муррина, Д. Нортон, Ш. Пратта и Дж. Фишмена.

В отечественной науке вопросы оценки и управления стоимостью с учетом специфики переходной экономики и отраслевых особенностей рассматриваются в работах таких исследователей, как И.А. Егерев, И.В. Ивашковская, М.А. Федотова, В.В. Григорьев и другие. Несмотря на глубокую

проработку общих вопросов, прикладные аспекты управления стоимостью именно в энергетическом секторе, с учетом современных вызовов (энергопереход, санкционные ограничения, цифровизация), требуют дополнительного изучения и актуализации.

Объект исследования — финансово-хозяйственная деятельность компаний энергетического сектора Российской Федерации (на примере ПАО «Т Плюс»). **Предмет исследования** — совокупность экономических и управленческих отношений, возникающих в процессе оценки и формирования механизмов управления стоимостью компаний энергетической отрасли.

Научная новизна исследования заключается в разработке комплексной методики оценки стоимости энергетической компании, учитывающей как традиционные финансовые показатели, так и специфические отраслевые детерминанты (износ мощностей, тарифное регулирование, реализация экологических программ), что позволяет сформировать более точный прогноз рыночной стоимости в условиях неопределенности.

Теоретическая значимость состоит в расширении научно-методического аппарата управления стоимостью компаний за счет адаптации концепции VBM к условиям энергетического рынка. **Практическая значимость** заключается в возможности применения разработанных рекомендаций руководством ПАО «Т Плюс» и других энергокомпаний для оптимизации структуры капитала, повышения инвестиционной привлекательности и обоснования стратегических управленческих решений.

Методологическая основа. В работе использованы общенаучные методы исследования: системный подход, сравнительный и статистический анализ, методы финансового моделирования, а также три классических подхода к оценке (затратный, доходный и сравнительный).

Нормативно-правовая база ВКР включает законодательство РФ об оценочной деятельности (ФЗ №135), Федеральные стандарты оценки (ФСО), нормативно-правовые акты в сфере электроэнергетики и теплоснабжения, а также международные стандарты финансовой отчетности (МСФО).

Практическая база исследования. Информационную основу работы составили данные бухгалтерской и управленческой отчетности ПАО «Т Плюс» за период 2020-2025, аналитические обзоры рынков энергии, данные Московской биржи и отраслевые статистические сборники.

Целью настоящего исследования является разработка комплекса стратегических направлений и мероприятий по повышению рыночной стоимости ПАО «Т плюс» на основе комплексной оценки его текущего состояния и сценарного анализа. Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи: провести критический анализ существующих теоретико-методологических подходов к оценке и управлению стоимостью предприятия, выявив их преимущества, недостатки и границы применимости в контексте энергетической отрасли. Определить и систематизировать ключевые макроэкономические, отраслевые и внутренние факторы, оказывающие влияние на рыночную стоимость ПАО «Т плюс». Осуществить комплексный анализ финансового состояния ПАО «Т плюс», выявив основные драйверы стоимости и факторы, сдерживающие ее рост. Провести оценку рыночной стоимости ПАО «Т плюс» с применением различных подходов (сравнительного, затратного, доходного) и осуществить согласование полученных результатов. Разработать стратегические направления и конкретные мероприятия по повышению рыночной стоимости ПАО «Т плюс», учитывающие специфику деятельности компании и современные тенденции развития энергетического сектора.

Работа состоит из введения, трех глав и заключения. Во введении обоснована актуальность темы исследования, описана методологическая и эмпирическая база исследования, поставлены цель и задачи. Первая глава посвящена теоретико-методологическим основам оценки и управления стоимостью предприятия в современных условиях. Во второй главе проводится анализ финансового состояния и комплексная оценка рыночной стоимости ПАО «Т плюс». В третьей главе разрабатываются стратегические направления и мероприятия по повышению рыночной стоимости ПАО «Т плюс».

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В первой главе «Методологические основы оценки стоимости предприятия» сформирован теоретико-методологический фундамент исследования, проведена адаптация классических подходов к оценке бизнеса с учетом специфики энергетического сектора, а также систематизированы ключевые факторы, детерминирующие рыночную стоимость компаний в условиях государственного регулирования и технологической трансформации.

В параграфе 1.1 «Понятие, цель и задачи финансового анализа» обоснована концепция финансового анализа как предиктивного инструмента в системе управления стоимостью. Автором доказано, что в контексте оценки бизнеса финансовый анализ трансформируется из ретроспективного контроля показателей в информационную базу для прогнозирования будущих денежных потоков.

Особое внимание уделено специфике задач анализа для предприятий энергетики, характеризующихся сверхвысокой капиталоемкостью. В работе аргументировано, что традиционные коэффициенты ликвидности и рентабельности требуют корректировки на структуру внеоборотных активов (генерирующих мощностей и тепловых сетей). Выявлено, что ключевым объектом анализа в энергетике должен выступать операционный рычаг и структура затрат, где доминирующую роль играют расходы на топливо и техническое обслуживание фондов. Таким образом, параграф подводит к выводу, что финансовое состояние энергокомпании является производным от её технологической эффективности и инвестиционной активности.

В параграфе 1.2 «Характеристика отрасли в целом» представлен системный анализ электроэнергетической отрасли РФ как специфического объекта инвестирования. Автором выделен ряд фундаментальных особенностей, определяющих границы стоимостной оценки:

1. Естественно-монопольный характер и социальная значимость: деятельность компаний (в частности, ПАО «Т Плюс» как единой

теплоснабжающей организации) неразрывно связана с обеспечением энергетической безопасности регионов, что накладывает обязательства по поддержанию резервных мощностей.

2. Высокая степень государственного регулирования: обосновано, что выручка компаний лимитирована тарифными решениями регулятора, что делает бизнес-модель менее гибкой по сравнению с другими отраслями, но более предсказуемой для инвесторов.
3. Технологическая трансформация: отрасль находится в фазе масштабного обновления в рамках программ ДПМ и ДПМ-2 (договоров о предоставлении мощности), перехода к цифровым системам управления (SCADA, MES) и внедрения концепции «интеллектуальных сетей».

В работе подчеркивается, что высокая фондоемкость отрасли создает значительные барьеры для входа новых игроков, что позволяет рассматривать текущие компании сектора как устойчивые активы с долгосрочным горизонтом планирования.

В параграфе 1.3 «Методические подходы к оценке рыночной стоимости предприятия: преимущества, недостатки и границы применимости» выполнен критический анализ трех классических методологических подходов применительно к субъектам энергетики.

1. Затратный подход: выявлено, что в силу уникальности и низкой ликвидности энергетических объектов (ТЭЦ, магистральные сети), рыночная стоимость чистых активов часто не отражает реальную ценность бизнеса как «действующего предприятия» (going concern). Однако подход признан необходимым для установления «нижней границы» стоимости в сделках M&A.

2. Сравнительный подход: автором раскрыта проблематика подбора компаний-аналогов на узком российском рынке. Обосновано использование специфических отраслевых мультипликаторов, таких как EV/EBITDA и EV/Installed Capacity (отношение стоимости компании к установленной

мощности), что позволяет более точно сопоставить масштабы бизнеса вне зависимости от различий в амортизационной политике.

3. Доходный подход: аргументирован как наиболее релевантный методологический инструментарий. В работе доказано, что только метод дисконтирования денежных потоков (DCF) позволяет адекватно учесть будущие капитальные затраты (CAPEX) на модернизацию и специфические притоки от программ государственного субсидирования инвестиций. Автор делает акцент на необходимости точного прогнозирования терминальной стоимости с учетом физического и морального износа оборудования.

В параграфе 1.4 «Факторы, влияющие на рыночную стоимость предприятия: систематизация и методы учета» разработана и представлена авторская классификация драйверов стоимости, структурированная по уровням влияния и возможности контроля.

К внешним факторам отнесены макроэкономическая конъюнктура, динамика цен на энергоносители и, прежде всего, регуляторная среда. Исследовано влияние перехода к модели «альтернативной котельной» на капитализацию теплоснабжающих организаций.

К внутренним факторам отнесены операционная эффективность (минимизация потерь в сетях), уровень цифровизации бизнес-процессов (внедрение систем MRP и JIT для оптимизации запасов) и финансовая устойчивость (соотношение Чистый долг / EBITDA).

В рамках параграфа предложен методический подход к учету нефинансовых факторов в стоимости бизнеса через корректировку ставки дисконтирования. В частности, обоснована значимость ESG-профиля компании: экологические риски (выбросы CO₂) и социальная стабильность напрямую влияют на кредитный рейтинг и стоимость привлечения заемного капитала (WACC), что в конечном итоге определяет рыночную капитализацию энергетического гиганта.

В завершении главы сделан вывод о том, что эффективная система управления стоимостью в энергетике должна базироваться на симбиозе

доходного подхода и непрерывного мониторинга отраслевых драйверов эффективности, что создает методологическую базу для практических расчетов во второй и третьей главах работы.

Во второй главе «Анализ финансового состояния и оценка рыночной стоимости предприятия на примере ПАО «Т Плюс» осуществлена практическая апробация разработанного в первой главе методологического инструментария. В рамках главы проведен комплексный финансовый анализ, рассчитана рыночная стоимость компании с применением различных подходов и выполнено их согласование для определения итоговой стоимости объекта оценки.

В параграфе 2.1 «Общая характеристика и стратегические приоритеты деятельности ПАО «Т Плюс» в контексте развития энергетического сектора» представлена детальная характеристика ПАО «Т Плюс» как одного из ведущих частных игроков на рынке тепло- и электроснабжения Российской Федерации. В ходе исследования определены ключевые стратегические приоритеты компании, направленные на повышение ее инвестиционной привлекательности и устойчивости. К ним относятся:

1. Масштабная программа модернизации генерирующих мощностей в рамках Договоров о предоставлении мощности (ДПМ-1, ДПМ-2), обеспечивающая долгосрочную гарантированную выручку.

2. Переход на целевую модель рынка тепла («альтернативная котельная»), создающая предпосылки для стабильного тарифного роста и привлечения инвестиций в развитие теплосетевой инфраструктуры.

3. Активное внедрение ESG-принципов, выражающееся в экологической модернизации оборудования, снижении удельных выбросов и повышении энергоэффективности.

4. Цифровизация операционных процессов, включая внедрение систем класса SCADA, MES и цифровых двойников, направленная на оптимизацию производственных затрат и повышение надежности энергоснабжения.

Данный анализ послужил фундаментом для понимания долгосрочных перспектив и рисков, учитываемых при стоимостной оценке.

В параграфе 2.2 «Оценка финансового состояния предприятия» проведен комплексный ретроспективный анализ финансово-хозяйственной деятельности ПАО «Т Плюс». Исследование охватило ключевые финансовые показатели, характеризующие ликвидность, финансовую устойчивость, платежеспособность, деловую активность и рентабельность компании.

В процессе анализа выявлено:

1. Доминирование внеоборотных активов в структуре баланса, что обусловлено высокой капиталоемкостью отрасли и масштабными инвестициями в основные фонды.

2. Значительная долговая нагрузка, типичная для инвестиционно активных энергетических компаний, при этом динамика показателя «Чистый долг / EBITDA» находилась под контролем менеджмента.

3. Тенденция к повышению операционной эффективности за счет оптимизации расходов на топливо и ремонтные работы, что оказало позитивное влияние на динамику операционной прибыли.

Результаты финансового анализа позволили идентифицировать сильные стороны и уязвимости ПАО «Т Плюс», что стало основой для формирования адекватных прогнозных предпосылок в модели дисконтирования денежных потоков и определения специфических рисков.

В параграфе 2.3 «Оценка рыночной стоимости предприятия» выполнен расчет стоимости ПАО «Т Плюс» на дату оценки с применением трех классических подходов, каждый из которых был адаптирован к отраслевой специфике энергетического сектора:

1. Доходный подход: построенная модель дисконтированных денежных потоков (DCF) учитывала долгосрочный горизонт прогнозирования, обусловленный циклом реализации инвестиционных программ (ДПМ). Ставка дисконтирования (WACC) была рассчитана с учетом специфических

отраслевых рисков и особенностей структуры капитала. Ориентировочная стоимость, полученная доходным подходом, составила 199 831 млн руб.

2. Сравнительный (рыночный) подход: осуществлен подбор компаний-аналогов из российского энергетического сектора, имеющих сопоставимый вид деятельности и масштаб. Расчет базировался на использовании мультипликаторов EV/EBITDA и EV/Installed Capacity, скорректированных на различия в объемах бизнеса, географии присутствия и эффективности управления. Ориентировочная стоимость, полученная сравнительным подходом, составила 131 827,83 млн руб.

3. Затратный подход: произведена корректировка балансовой стоимости активов и обязательств с учетом их рыночной стоимости. Особое внимание уделялось переоценке основных фондов (зданий, сооружений, оборудования ТЭЦ и сетей) с учетом их физического и морального износа, а также инфляционных процессов. Ориентировочная стоимость, полученная затратным подходом, составила 215 896,74 млн руб.

В параграфе 2.4 «Согласование результатов и вывод по оценке стоимости бизнеса ПАО «Т Плюс» автором применен метод средневзвешенного согласования полученных стоимостных оценок. Процесс согласования был основан на оценке каждого подхода по критериям применимости, адекватности информации, способности отражать мотивацию типичного инвестора, учету рыночной конъюнктуры и специфических факторов объекта.

В результате оценки подходов были присвоены следующие баллы: сравнительному – 240 баллов, затратному – 220 баллов, доходному – 240 баллов. Общая сумма баллов составила 700.

Исходя из этого, весовые коэффициенты для подходов распределились следующим образом:

1. Сравнительный подход: 0,34
2. Затратный подход: 0,32
3. Доходный подход: 0,34

Вклад каждого ориентира в общую стоимость составил: сравнительный подход – 44 821,46 тыс. руб.; затратный подход – 69 086,96 тыс. руб.; доходный подход – 67 942,54 тыс. руб.

Таким образом, согласованная величина рыночной стоимости ПАО «Т Плюс» на дату оценки была определена в размере 181 850 960 тыс. руб. (181,85 млрд руб.). Данная оценка отражает справедливую стоимость бизнеса с учетом всех его фундаментальных характеристик, отраслевых особенностей и перспектив развития в регулируемой среде.

В третьей главе «Разработка стратегических направлений и мероприятий по повышению рыночной стоимости ПАО «Т Плюс» сформирован и обоснован комплекс практических рекомендаций, направленных на преодоление выявленных барьеров роста и максимизацию фундаментальной стоимости компании. Основной акцент сделан на переходе от операционного управления к системе управления стоимостью (Value-Based Management, VBM), интегрирующей технологическую модернизацию, финансовую оптимизацию и цифровизацию бизнес-процессов.

В параграфе 3.1 «Идентификация ограничений роста стоимости и проблемных зон» представлен критический анализ внутренних и внешних факторов, сдерживающих инвестиционную привлекательность ПАО «Т Плюс». На основе проведенного исследования автором детально раскрыты следующие проблемные области:

1. Высокая чувствительность операционной маржи к волатильности цен на газ и уголь. Установлено, что топливная составляющая является основной статьей переменных затрат, а механизмы тарифного регулирования не всегда позволяют оперативно транслировать рост цен на энергоносители в конечную стоимость тепловой энергии, что создает риск «тарифного разрыва».

2. Неоптимальная структура и высокая стоимость обслуживания долгового капитала. В условиях жесткой денежно-кредитной политики и высокой ключевой ставки Банка России нагрузка по обслуживанию

кредитного портфеля ПАО «Т Плюс» оказывает существенное давление на чистую прибыль и показатели рентабельности собственного капитала (ROE).

3. Проблема высокого физического износа распределительных сетей и генерирующего оборудования. Выявлено, что текущие темпы амортизационных отчислений недостаточны для обеспечения темпов реновации, что ведет к росту операционных рисков и внеплановых затрат на аварийно-восстановительные работы.

4. Низкая эффективность управления оборотным капиталом в части складских запасов. Существенные объемы иммобилизованных средств в неликвидных запасах запчастей и материалов снижают показатель свободного денежного потока (FCFF), являющегося ключевым драйвером стоимости в доходном подходе.

В параграфе 3.2 «Разработка программы повышения операционной и инвестиционной эффективности» автором предложен авторский комплекс стратегических мероприятий, направленных на нейтрализацию выявленных проблем и создание условий для роста капитализации. Программа структурирована по четырем ключевым векторам:

1. Технологическая модернизация и цифровая трансформация производства. Обосновано внедрение интеллектуальных систем диспетчерского управления SCADA и производственных исполнительных систем MES. Данные технологии позволяют создать «цифровой двойник» энергообъектов, оптимизировать режимы горения топлива и снизить удельный расход условного топлива (УРУТ) на выработку единицы энергии, что напрямую ведет к росту EBITDA.

2. Оптимизация логистических процессов и складской политики. Предложен переход на современные системы планирования потребности в материалах (MRP) и логистическую концепцию «точно в срок» (Just-in-Time, JIT). Это позволит минимизировать объем неликвидов, сократить затраты на хранение и высвободить денежные средства из состава оборотного капитала, увеличив тем самым FCFF.

3. Совершенствование механизмов финансирования и управления рисками. В качестве инструмента снижения средневзвешенной стоимости капитала (WACC) автором предложено активное использование «зеленых» облигаций и механизмов проектного финансирования. Учитывая высокий ESG-рейтинг ПАО «Т Плюс», привлечение целевого льготного финансирования под экологические проекты модернизации позволит снизить ставку заимствования по сравнению с рыночными кредитами.

4. Трансформация инвестиционной и дивидендной политики. Предложено внедрение жестких критериев отбора инвестпроектов на основе показателей NPV (чистый приведенный доход) и EVA (экономическая добавленная стоимость). В части взаимодействия с акционерами обоснован переход к прозрачной дивидендной формуле, базирующейся на величине свободного денежного потока, что снижает неопределенность для инвесторов и способствует росту рыночных котировок.

В параграфе 3.3 «Оценка эффективности предложенных мероприятий и прогноз динамики стоимости» осуществлена количественная верификация разработанных рекомендаций с применением метода сценарного моделирования до 2032 года. Автором проведено сопоставление фактических показателей 2025 года, параметров базового (инерционного) сценария и целевого сценария, учитывающего внедрение предложенного комплекса мер.

В ходе моделирования установлены следующие прогнозные тренды к 2032 году:

1. Выручка компании в целевом сценарии достигнет уровня 720–750 млрд руб. Рост относительно базового сценария (690–710 млрд руб.) составит от 3,0% до 5,6%, что обусловлено повышением надежности поставок и реализацией потенциала «альтернативной котельной».

2. Показатель EBITDA в целевом сценарии прогнозируется в диапазоне 105–115 млрд руб., что на 10,5–15,0% превышает уровень базового сценария. Данный эффект достигается преимущественно за счет цифровой оптимизации топливных затрат и снижения операционных расходов (OpEx).

3. Свободный денежный поток (FCFF) демонстрирует наиболее высокую динамику роста — от 25,0% до 33,3% относительно базового сценария, достигая значений 50–60 млрд руб. Основным драйвером здесь выступает высвобождение капитала из запасов (MRP/ЛТ) и оптимизация графика CAPEX.

4. Чистая прибыль к 2032 году в рамках реализации авторских рекомендаций составит 35–40 млрд руб., что на 16,7–25,0% выше инерционного прогноза (30–32 млрд руб.).

Итоговая сравнительная оценка рыночной стоимости ПАО «Т Плюс» подтвердила высокую эффективность предложенной стратегии. Прогнозная рыночная стоимость компании к 2032 году в целевом сценарии определена в диапазоне 230–310 млрд руб. против 200–250 млрд руб. в базовом сценарии. Таким образом, реализация разработанных мероприятий обеспечивает дополнительный прирост стоимости бизнеса в размере 15,0–24,0%. Результаты моделирования доказывают, что предложенный комплекс мер позволяет существенно улучшить финансовую устойчивость и инвестиционный профиль ПАО «Т Плюс», создавая долгосрочную базу для роста акционерной стоимости.

В заключении сделаны выводы и предложения.