

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего
образования
«Южно-Уральский государственный университет
(национальный исследовательский университет)»
Высшая школа экономики и управления
Кафедра «Финансовые технологии»

РАБОТА ПРОВЕРЕНА

Рецензент, профессор кафедры
экономики, финансов и бух. учета
Челябинского филиала РАНХиГС, д.э.н.
_____ Т.И. Бухтиярова
« _____ » _____ 2019 г.

ДОПУСТИТЬ К ЗАЩИТЕ

Заведующий кафедрой, д.э.н.,
проф.
_____ И.А. Баев
« _____ » _____ 2019 г.

Оценка инвестиционной привлекательности компании

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА МАГИСТРА
ЮУрГУ – 38.04.08.2019.(301/602).ВКР

Руководитель работы,
д.э.н., профессор
_____ Е.Д. Вайсман
« _____ » _____ 2019 г.

Автор
студент группы ВШЭУ – 245
_____ Е.И. Никитина
« _____ » _____ 2019 г.

Нормоконтролёр, ст. преподаватель
_____ Е.Ю. Куркина
« _____ » _____ 2019 г.

АННОТАЦИЯ

Никитина Е.И. Оценка инвестиционной привлекательности компании. – Челябинск: ЮУрГУ, ЭУ-245, 192 с., 34 ил., 25 табл., библиограф. список – 33 наим., 4 прил.

Выпускная квалификационная работа выполнена с целью оценки инвестиционной привлекательности компании ПАО «НК «Роснефть».

В работе рассмотрены теоретико-методологические основы оценки инвестиционной привлекательности компании, методы оценки инвестиционной привлекательности компании, проведен анализ тенденций развития отрасли и финансового состояния компании ПАО «НК «Роснефть». В ходе работы была проведена оценка инвестиционной привлекательности ПАО «НК «Роснефть».

Для наглядности расчётные данные были систематизированы в таблицы, графики и диаграммы.

ANNOTATION

Nikitina E.I. Assessment of the investment attractiveness of the company. – Chelyabinsk: SUSU, EU-245, 192 pages, 34 drawings, 25 tables, bibliography – 33 names, 4 applications.

The goal of the graduate qualification work is to assess the investment attractiveness of the company Rosneft.

To achieve this goal in the course of the work, various methods for assessing investment attractiveness, an analysis of the oil and gas industry development in the Russian Federation, the characteristics of the company Rosneft, and the financial statements of the company were analyzed. Within the frame of the graduation qualification work an assessment was made of the investment attractiveness of Rosneft.

To visually illustrate the data calculated they are systematized in tables and shown as charts, graphs and diagrams.

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	8
INTODUCTION	10
1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ	
1.1 Корпорация: понятие и особенности функционирования	12
1.2 Понятие инвестиционной привлекательности корпораций, внутренние и внешние факторы, определяющие инвестиционную привлекательность, специфика	30
1.3 Методы оценки инвестиционной привлекательности корпораций, обзор зарубежной практики оценки инвестиционной привлекательности, выявление ключевых проблем	40
2 АНАЛИЗ ВНУТРЕННИХ И ВНЕШНИХ ФАКТОРОВ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОРПОРАЦИИ	
2.1 Краткая характеристика публичной компании	54
2.2 Анализ внутренних факторов, определяющих инвестиционную привлекательность компании	63
2.3 Анализ внешних факторов, определяющих инвестиционную привлекательность компании	85
3 ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ ПАО «НК «РОСНЕФТЬ»	
3.1 Оценка инвестиционной привлекательности на основе коэффициентов финансово-хозяйственной деятельности, семифакторной модели и экспертной оценки	102
3.2 Оценка инвестиционной привлекательности на основе подхода оценки стоимости предприятия	109
3.3 Результаты проведенной оценки инвестиционной привлекательности публичного акционерного общества «Нефтяная компания «Роснефть»	127
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	136
CONCLUSION	138
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК	140
ПРИЛОЖЕНИЯ	144

ВВЕДЕНИЕ

Инвестиционный процесс имеет колоссальное значение для развития экономики России. Центральным участником данного процесса является инвестор, для которого важно понимать, какие факторы инвестиционной привлекательности являются важными и на что необходимо обращать особое внимание при осуществлении вложений. При этом стоит отметить, что финансовый рынок России является достаточно молодым, что создает дополнительные трудности при принятии инвестиционных решений. Перед российским бизнесом сегодня стоят серьезные проблемы, которые существенным образом сказываются на инвестиционной привлекательности российских компаний. Зарубежные и российские инвесторы опасаются вкладывать средства в бизнес России, предполагая, что инвестиции не оправдают себя и не принесут должной отдачи. Таким образом, данная тема является актуальной для текущей экономической ситуации в России.

Предмет выпускной квалификационной работы – оценка инвестиционной привлекательности компании.

Объект выпускной квалификационной работы – одна из крупнейших российских представителей нефтегазовой отрасли – «Роснефть».

Цель выпускной квалификационной работы заключается в проведении оценки инвестиционной привлекательности ПАО «НК «Роснефть».

Данная цель определила следующие задачи:

- охарактеризовать понятие корпорация;
- рассмотреть методики оценки инвестиционной привлекательности компании;
- проанализировать внутренние и внешние факторы, определяющие инвестиционную привлекательность компании;
- произвести оценку инвестиционной привлекательности компании.

Для решения поставленных задач использованы труды российских и зарубежных ученых в области экономических дисциплин, статьи

периодической печати, данные Росстата, а также практические материалы и финансовая отчетность компаний нефтегазовой отрасли.

В процессе исследования были использованы следующие общенаучные методы: наблюдение, сравнение, обобщение, детализация, системно-комплексный подход, а также общие и специальные приемы экономического и статистического анализа.

Выпускная квалификационная работа состоит из введения, трех разделов, заключения, библиографического списка и приложений. В первой главе раскрываются теоретико-методологические основы оценки инвестиционной привлекательности компании, методы оценки инвестиционной привлекательности компании, отечественный и зарубежный опыт. Во второй главе проводится анализ внутренних и внешних факторов, влияющих на инвестиционную привлекательности компании ПАО «НК «Роснефть». В третьей главе проводится оценка инвестиционной привлекательности компании ПАО «НК «Роснефть».

Результаты выпускной квалификационной работы могут быть использованы аппаратом управления ПАО «НК «Роснефть» в целях выбора дальнейшего направления совершенствования собственной деятельности на основе полученных данных о инвестиционной привлекательности компании.

INTRODUCTION

The investment process is of paramount importance for the development of the Russian economy. The central participant in this process is the investor, for whom it is important to understand which factors of investment attractiveness are important and on which it is necessary to pay particular attention when making investments. It should be noted that the financial market of Russia is quite young, which creates additional difficulties in making investment decisions. Russian business today faces serious problems that significantly affect the investment attractiveness of Russian companies. Foreign and Russian investors are afraid to invest in the business of Russia, assuming that the investment will not be repaid and will not bring adequate returns. As can be seen from the above, this topic is relevant to the current economic situation in Russia.

Subject of research is to assess the investment attractiveness of the company.

Object of research is one of the largest Russian representatives of the oil and gas industry – Rosneft.

The goal of the graduate qualification work is to assess the investment attractiveness of the company Rosneft.

This goal has identified the following tasks:

- to describe the concept of a corporation;
- to consider methods for assessing the investment attractiveness of the company;
- to analyze the internal and external factors that determine the investment attractiveness of the company;
- to assess the investment attractiveness of the company.

In order to support business objectives, the works of Russian and foreign scientists in the field of economic disciplines, articles of the periodical press, Rosstat data, as well as practical materials and financial statements of companies in the oil and gas industry were used.

In the process of research, the following general scientific methods were used: observation, comparison, synthesis, detailing, a system-integrated approach, as well as general and special techniques of economic and statistical analysis.

The graduate qualification work consists of an introduction, three sections, conclusion, bibliography and applications. The first chapter reveals the theoretical and methodological foundations for assessing the investment attractiveness of a company, methods for evaluating the investment attractiveness of a company, and domestic and foreign experience. The second chapter analyzes the internal and external factors affecting the investment attractiveness of the company Rosneft. The third chapter assesses the investment attractiveness of the company Rosneft.

The results of the graduate qualification work can be used by the management of Rosneft in order to choose a further direction to improve their own activities based on the data obtained on the company's investment attractiveness.

1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

1.1 Корпорация: понятие и особенности функционирования

Прежде чем углубиться в изучение теоретико-методических основ оценки инвестиционной привлекательности предприятия, рассмотрим понятие корпорации. Ведь прежде чем оценивать инвестиционную привлекательность компании, нужно понимать ее функционирование и сущность в целом.

В настоящее время в российской и зарубежной экономической литературе существует множество интерпретаций понятия «корпорация». Однако существует определенный ряд признаков, определяющих корпорацию, в их числе: наличие статуса юридического лица, долевая собственность, наличие головного предприятия и дочерних организаций, согласованная деятельность[1].

Процесс становления корпораций в российской экономике является весьма специфичным в сравнении с зарубежными странами. Их возникновение было основано на процессе разгосударствления, обусловленный высоким уровнем монополизации советской экономики, а также острым дефицитом денежного капитала.

Множество факторов способствовало формированию акционерной формы собственности в индустриальной России, например, высокий уровень монополизации советской экономики, усиленный управлением из единого экономического центра. Дефицит денежного капитала, который невозможно было накопить в советский период, стал одной из причин поспособствовавшей становлению акционерной, а не индивидуальной, собственности на крупные объекты реального сектора.

Процесс преобразования отношений собственности осуществлялся путем приватизации объектов государственной собственности, главным способом которой стало акционирование бывших правительственных и неправительственных организаций (ПО и НПО), завершившееся

концентрацией крупных пакетов акций в руках заводского менеджмента приватизируемого предприятия. Часть акций была продана чековыми инвестиционными фондами, а также на денежных аукционах и конкурсах.

У акционирования был ярко выраженный номенклатурный характер. Директора приватизируемых предприятий получили реальную возможность стать собственниками. В процессе акционирования предусматривали несколько видов льгот для трудового коллектива, но большинство предпочло приобрести контрольный пакет акций без предоставления льгот.

Модель корпоративного управления в процессе акционирования российский предприятий собрала в себя черты и аутсайдерской, и инсайдерской модели. По инсайдерской модели акции сосредоточены внутри коллектива компании, а в точности должны быть рассеяны среди всех членов трудового коллектива. Но в ситуации сокращения реальных доходов населения в условиях гиперинфляции, а также административные меры, которые запрещали трудовому коллективу продавать акции аутсайдерам под угрозой увольнения, лишения пенсионных и других социальных выплат и неликвидность акций компании, так как фондовый рынок в России был недостаточно развит, все это способствовало консолидации крупного пакета акций в руках заводского менеджмента.

И напротив, денежный этап приватизации 1994–1997 гг. характеризовался активным участием аутсайдеров, представленных в основном финансовыми структурами. Формально данный этап приватизации должен был способствовать привлечению денежных средств в бюджет и инвестиций на предприятия, которые столкнулись с их острым дефицитом. Было проведено 12 залоговых аукционов [1].

По итогам денежного этапа приватизации, в России модель корпоративного управления сохранила черты инсайдерской модели, изменения заключались в появлении новых собственников. Они были представлены акционерами-аутсайдерами, сумевшими за короткий срок накопить денежный капитал посредством торговой и банковской

деятельности. Их доля увеличилась за счет сокращения доли менеджеров-инсайдеров. Консолидированный пакет акций в руках новых собственников-аутсайдеров сохранился и поныне.

Следующий важный этап в развитии корпоративного сектора наметился в 2007 г. и охарактеризовался созданием в России крупных государственных корпораций (ГК). На основании Федерального закона от 12.01.1996 № 7-ФЗ «О некоммерческих организациях» государственной корпорацией «признается не имеющая членства некоммерческая организация, учрежденная РФ на основе имущественного вноса и созданная для осуществления социальных, управленческих или иных общественно полезных функций» [2]. В соответствии с законом имущество, переданное корпорации РФ, является его собственностью. Фактически собственностью распоряжается руководство госкорпорации. Однако использование данного имущества и осуществление какой-либо предпринимательской деятельности государственными корпорациями должны соответствовать целям их создания. По существу, это означает размывание прав собственности, когда корпорация является государственной, а имущество, переданное ей, перестает принадлежать государству. Спорным является вопрос и о некоммерческом характере государственных корпораций, функционирующих в реальном секторе и конкурирующих с частным сектором и, при этом, извлекающих прибыль.

Необходимо отметить, что из-за схожести определений государственных корпораций и госкомпаний, а также нечеткости их формулировок в вышеперечисленном ФЗ эти термины зачастую отождествляются. Однако это не совсем правомерно, т.к. государственные корпорации обладают широкими управленческими возможностями в отношении их имущества, тогда как государственные компании не всегда наделяются такими полномочиями. Согласно вышеупомянутому Федеральному закону «О некоммерческих организациях», имущество, переданное госкорпорации, является ее собственностью. В отличие от государственных корпораций госкомпаниям госимущество может передаваться либо в собственность, либо в

доверительное управление, т.е. для госкомпаний уточняются виды имущества, на которые право собственности не распространяется.

В различных странах мира существуют различные трактовки понятия «корпорация». Далее рассмотрим несколько вариантов понимания данного понятия.

Брейли и Майерс (2010) определяют корпорацию как фирму, принадлежащую держателям ее акций [3]. Отличительные признаки корпорации приведены на рисунке 1.1.

Отличительные признаки корпорации				
Отделение собственности от управления	Наличие совета директоров и исполнительного менеджмента корпорации	Ограниченный характер ответственности	Юридическая самостоятельность компании по отношению к ее владельцам	Коллективная собственность

Рисунок 1.1 – Отличительные признаки корпорации по Брейли и Майерс

То есть по сути, с их точки зрения, корпорация — это акционерное общество с ограниченной ответственностью. В качестве примеров корпораций Брейли и Майерс приводят General Motors, Bank of America, Microsoft, Unilever, Sony, Volkswagen, Nestle.

Как уже было отмечено, в различных странах мира существуют свое видение и понимание понятия «корпорации». В США, например, в научной литературе существует два подхода к определению корпораций:

1 Широкой подход понятие «корпорация» относит к самому широкому кругу юридических лиц. Согласно данному подходу корпорации могут быть публичными, полупубличными, предпринимательскими и

непредпринимательскими объединениями. Сюда входят акционерные общества, безакционерные корпорации, прибыльные и бесприбыльные корпорации.

2 Корпорация в США является собой акционерное общество и его различные модификации. Сюда не включаются другие виды учреждений [6].

Американская модель корпорации имеет две отличительные особенности:

1 Первая заключается в том, что только акционеры корпорации имеют право влиять на политику организации и принимать стратегические решения.

2 Вторая особенность — это высокая раздробленность пакета акций [4].

Английское законодательство подразделяет корпорации на несколько видов. Эти виды представляют собой единоличные корпорации и совокупность лиц. Последний вид, по своим характеристикам, может быть также определен как юридическое лицо. Совокупность лиц может быть также разделена на публичные и частные компании [5]. Континентальная модель корпорации, напротив, заключается в том, что в деятельности корпорации важную роль играют все заинтересованные группы лиц: менеджмент, акционеры, работники, представители государства. Также, отличительной чертой континентальной модели от американской является то, что в континентальной государстве владеет значительным пакетом акций корпорации. В американской — это является нежелательным моментом.

Рассмотрим более точно термин «корпорация». Все существующие трактовки понятия можно объединить в три группы определений корпорации:

- объединение нескольких фирм в целях совместного решения сложных задач бизнеса;
- крупная фирма или, в ряде случаев, холдинг, включающий несколько дочерних структур;
- политический субъект с унифицированной системой хозяйствования и принятия решений - на уровне города или даже государства.

Но чаще всего под корпорацией понимается именно холдинг либо объединение бизнесов, иногда - монополистических (например, в виде картелей). В связи этим разберем понятие «холдинг» более подробно:

1) форма предпринимательского объединения (промышленно-хозяйственный или финансовый комплекс), представляющая собой группу взаимосвязанных юридических лиц, в которой холдинговая компания (основное общество, головная компания) вправе управлять деятельностью других участников холдинговых отношений в силу преобладающего участия в их уставном капитале, либо в соответствии с договором, либо иным образом путем определения принимаемых такими обществами решений в целях выполнения общих задач и обеспечения эффективного функционирования всего холдинга (Белых В.С.);

2) группа участников предпринимательских отношений, связанных между собой так, что один из них имеет возможность в решающей степени влиять на деятельность других участников этой группы (С. Э. Жилинский);

3) производственно-технический комплекс, представляющий собой хозяйственную систему, звеньями которой выступают системообразующий центр (холдинговая компания) и коммерческие организации, согласованно выполняющие общие задачи по обеспечению эффективного функционирования системы (И. А. Лаптев);

4) форма предпринимательского объединения, в состав активов которого входят контрольные пакеты акций других предприятий. Деятельность холдинга определяется волеизъявлением основного (преобладающего) участника – холдинговой компании – и характеризуется рациональной организацией управления дочерними и зависимыми обществами, системой участия, отношениями экономической субординации и организационного контроля» (Кашин Н.А.) [7].

Корпоративные отношения между учредителями соответствующего хозяйствующего субъекта, а также их партнерами, обычно устанавливаются на уровне гражданско-правовых и трудовых соглашений. Чем более

эффективным будет юридическое обеспечение деятельности корпорации, тем более успешной она будет в бизнесе, во взаимодействии с конкурентами.

Финансисты выделяют несколько основных признаков, характеризующих корпорации. Среди них:

1) Наличие собственников или акционеров, которые могут владеть пакетами акций разного объема. Акционеры отделены от управления, однако, серьезные решения принимаются на совете директоров. Другими словами, никогда одна персона не может решать какие-то важные вопросы самостоятельно, этим занимается группа людей. Имеет место делегирование полномочий, то есть создаются несколько «узлов» принятия решений.

2) В состав корпорации входит сразу несколько предприятий различного характера. В данном случае деятельность корпораций специально ориентирована на разные виды бизнесов, чтобы распределить риски между ними.

3) Лидирующее положение на рынке. Уверенная позиция на рынке (например, строительном) позволяет корпорациям управлять данной структурой, производить и реализовывать продукцию, формировать рынок новых товаров.

4) Огромное число сотрудников, которое может достигать нескольких тысяч человек. Данный факт делает процесс управления сложным, поскольку необходимо налаживать четкий контроль и проверку качества работы.

5) Зачастую ошибочно считают, что корпорациями являются компании в той или иной отрасли. Однако это далеко не так, корпорации и компании значительно отличаются друг от друга. В частности, компании не имеют глобального влияния на рынок, в то время как корпорации способны организовывать новые рынки.

Классическая схема взаимоотношений между основными (преобладающими) и дочерними (зависимыми) организациями закреплена в законодательстве (ст. 67.3 ГК РФ, Федеральный закон «Об акционерных обществах» 208-ФЗ, Федеральный закон «Об обществах с ограниченной

ответственностью» 14-ФЗ, которые раскрывают явление холдинга через понятия дочернего и зависимого хозяйственных обществ) [8], [9].

Недостатком корпоративной организации бизнеса является ее двойное налогообложение. Как юридическое лицо корпорация уплачивает налог на прибыль (доход). Дивиденды акционеров как их личный доход также облагаются налогом. В России аналогичная ситуация. Корпорации уплачивают налог на прибыль как юридические лица, а дивиденды акционеров облагаются налогом на дивиденды. На практике существуют способы, позволяющие избегать двойного налогообложения.

В настоящее время на Западе корпорации функционируют в виде холдингов во всех отраслях хозяйства: промышленность, транспорт, связь, торговля, банковское дело и др. Это особый тип финансовой компании, которую создают для владения контрольными пакетами акций других фирм с целью контроля и управления их деятельностью. В современных условиях практически все крупнейшие корпорации США, Канады, Европейского экономического сообщества, Японии имеют холдинговую структуру. Холдинг имеет контрольные пакеты акций всех дочерних компаний. Существуют два типа холдинга: чистый холдинг, который выполняет только контрольно-управленческие и финансовые функции, и смешанный холдинг, который включает также предпринимательскую деятельность: производственно-торговую, кредитно-финансовую и др.

В России холдинг представляет собой корпорацию, которая управляет деятельностью или контролирует деятельность других организаций и структурных подразделений. Но в России холдинги пока не заняли всех отраслей хозяйства. Наиболее яркими представителями корпоративных структур выступают:

1) крупные промышленные организации, такие как Красноярский алюминиевый завод, Орско-Халиловский металлургический комбинат, "АвтоВАЗ", "КамАЗ";

2) транспортные корпорации - ОАО "РЖД" и др.

Особенностью формирования корпораций в России является их наиболее частое образование в сырьевых областях, связанных с газом (Газпром), нефтью (Роснефть) и другими природными ресурсами (лес, алмазы, редкоземельные металлы).

Кроме того, если в зарубежных корпоративных структурах государственное участие незначительное и в основном опосредованное, за исключением корпораций в военной отрасли, то в России предусмотрены меры по финансовой поддержке корпораций, как правило, в целях стимулирования их образования. В последние годы в западных странах наблюдается процесс объединения, слияния и поглощения одних компаний другими. Способы образования холдингов представлены на рисунке 1.2.

Способы образования холдингов				
Горизонтальная интеграция	Вертикальная интеграция	Последовательное присоединение и создание новых компаний	Деление больших компаний в процессе реструктуризации	Объединение холдингов между собой

Рисунок 1.2 – Способы образования холдингов

Большинство иностранных корпораций выполняют зарубежные операции и являются транснациональными компаниями (ТНК). В этом случае холдинговая форма бизнеса особенно необходима, поскольку контроль зарубежных филиалов затруднен. Поэтому головная компания выполняет может выполнять следующие функции (рисунок 1.3).

Функции головной компании холдинга				
Разработка финансовой и маркетинговой стратегии корпорации в целом	Координация финансовой и инвестиционной политики всех структурных подразделений	Проведение крупномасштабных научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ	Разработка и внедрение крупных инвестиционных проектов	Формирование крупных капиталов на базе объединения компаний

Рисунок 1.3 – Функции головной компании холдинга

В индустриально развитых странах (США, Японии, странах Евросоюза, Канаде и др.) корпорациями становятся по причине поисков новых рынков сбыта, источников сырья и энергетических ресурсов, новых технологий, диверсификации деятельности, путей повышения эффективности производства. Например, крупные компании стран с высокими производственными издержками перемещают свое производство туда, где эти издержки минимальные (низкие расходы на сырье, материалы, энергию, рабочую силу и т.п.). Корпорации США и Японии, производящие электронику, автомобили и другие товары, имеют сборочные производства в странах Азиатско-Тихоокеанского региона, Мексике и проч.

В России ТНК практически нет, за исключением газовых и нефтяных, которые были отмечены. Но и эти корпорации пока не активно перемещают свои производства в те страны, где наименьшие расходы производства. Что касается рынков сбыта готовой продукции, в последнее время наблюдается расширение диверсификации газовых и нефтяных потоков не только в сторону Европы, но и в сторону стран Юго-Восточной Азии, например, Китай и Индию. Начинается расширение и в сторону Латинской Америки, например, Бразилию.

В процессе управления финансами руководство корпорации может ставить перед собой различные задачи, например, максимизацию прибыли, увеличение рыночной стоимости корпорации или увеличение доходов акционеров. Некоторые западные экономисты придерживаются мнения, что основная задача менеджеров корпорации заключается в максимизации прибыли, а не богатства акционеров. Но в условиях несовершенства рынка нередко неизвестны будущие доходы и расходы, поэтому прибыль можно ожидать с условной долей вероятности. Точно определить максимальную прибыль в этом случае не представляется возможным. Текущую рыночную стоимость акционерного капитала можно определить с высокой степенью достоверности, поскольку известна цена акций на фондовом рынке.

Российские экономисты ставят подобные задачи максимизации прибыли, рыночной стоимости корпорации и богатства акционеров. Однако в этом процессе приходится учитывать не только несовершенство самого рынка, то и степень его развития в стране, поскольку сравнимыми западные и российские фондовые рынки назвать нельзя. В промышленно развитых странах в роли институциональных инвесторов выступают корпорации, которые учитывают прежде всего объективные факторы финансового рынка на макро- и микроуровнях.

В России финансовый рынок является объектом государственного регулирования. Государство воздействует напрямую путем использования законов и косвенно, используя денежно-кредитную, налоговую, внешнеэкономическую политику и другие меры. На российском финансовом рынке ощущается преобладание двух монополистов: Московской межбанковской валютной биржи и Российской торговой системы. Осуществление финансовых операций в основном значительными пакетами акций выполняется небольшим числом крупных корпораций-эмитентов (голубых фишек): Газпром, Лукойл, Сургутнефтегаз, Норильский никель, Ростелеком и др.

В настоящее время сформировались три основные модели управления финансами корпораций в структурных подразделениях: англо-американская, японская и немецкая модели (рисунок 1.4).

Основные модели управления финансами корпорации		
Англо-американская модель (США, Великобритания)	Японская модель (Япония)	Немецкая модель (Германия, Нидерланды, Канада, Австралия, Скандинавские страны, Франция, Бельгия, Новая Зеландия)

Рисунок 1.4 – Основные модели управления финансами корпорации и где они распространены

Первой модели присущи наличие индивидуальных акционеров и постоянно растущее число независимых и не связанных с головной компанией акционеров (аутсайдеров), а также четко разработанная законодательная база, определяющая права и обязанности участников. Ключевыми участниками такой системы управления финансами являются управляющие, директора, акционеры, биржи, правительство. Структура владения акциями распределяется в соотношении: институциональные инвесторы - 65%, индивидуальные инвесторы - 35%. В состав Совета директоров входят инсайдеры (лица, работающие в корпорации либо тесно с ней связанные); и аутсайдеры (лица, напрямую связанные с корпорацией). В составе совета директоров от 13 до 15 человек. Законодательная база, например, в США представлена федеральными законами; законами штатов; комиссией по ценным бумагам и биржам.

В Великобритании - это парламентские активы, коллегия по ценным бумагам и инвестициям. Что касается требований к раскрытию информации,

то в США предусмотрены квартальный отчет, годовой отчет, включающий информацию о директорах, владении ими акциями, заработной плате; данные об акционерах, владеющих более 5% акций; сведения о возможных слияниях и поглощениях. В Великобритании предусмотрены полугодовые отчеты. С одобрения акционеров выполняется избрание директоров, назначение аудиторов, выпуск акций, слияния, поглощения, поправки к Уставу.

В США акционеры не имеют права голосовать по размеру дивидендов, в Великобритании этот вопрос выносится на голосование. Акционеры могут осуществлять свое право голоса по почте или по доверенности, не присутствуя на собрании акционеров. Институциональные инвесторы следят за деятельностью корпорации, могут быть созданы институциональные фонды, выполняться рискованные инвестиции.

Второй модели присущ высокий процент банков и различных корпораций в составе акционеров по схеме "банк - корпорация". Законодательство, промышленность активно поддерживают группу корпораций, объединенных совместным владением заемными средствами и собственным капиталом. Ключевыми участниками являются банки и финансово-промышленная сеть, правление, правительство. Банк предоставляет своим корпоративным клиентам кредиты и услуги, связанные с выпуском облигаций, акций, ведением счетов и консалтингом. Взаимодействие направлено на установление контактов. Взаимные акционеры практически не в состоянии влиять на корпорацию.

Акции целиком находятся в руках финансовых организаций и корпораций.

Страховые компании владеют 50% акций, корпорации - 25%, иностранные инвесторы - 5%. Совет директоров практически полностью состоит из внутренних участников. Государство также может назначить своего представителя. Количество директоров в совете до 50 человек. Законодательная база практически скопирована с американской модели. Правительство традиционно оказывает влияние на деятельность корпораций через своих представителей.

Требования к раскрытию информации следующие: полугодовой отчет, сообщающий информацию о структуре капитала, членах совета директоров, сведения о предполагаемых слияниях, поправках в Устав. Сообщается список десяти крупнейших акционеров корпорации. С одобрения акционеров выплачиваются дивиденды, осуществляются выборы совета директоров, назначаются аудиторы, вносятся изменения в Устав, доводятся сведения о слияниях и поглощениях. Корпорация заинтересована в долгосрочных и аффилированных лицах. Ежегодные собрания акционеров носят формальный характер.

Третьей модели присущи следующие черты: банки являются долгосрочными акционерами корпораций, и их представители выбираются в состав совета директоров на постоянной основе. Большинство немецких фирм предпочитает банковское кредитование акционерному финансированию. Структура управления смещена в сторону контактов банков и корпораций. Ключевыми участниками являются банки, корпорации, которые сами являются акционерами и могут иметь вложения в неаффилированных компаниях. Рабочие входят в состав управления по законодательству. Структура владения акциями такая: банки - 30% акций; корпорации - 45%; пенсионные фонды - 3%; индивидуальные акционеры - 12%. Двухпалатный совет директоров: наблюдательный совет и правление. Наблюдательный совет назначает и распускает правление, утверждает решения руководства и дает рекомендации правлению. Правление состоит исключительно из сотрудников корпорации. В наблюдательный совет обязательно входят представители рабочих и акционеров. Количество членов наблюдательного совета - от 9 до 20 человек, количество членов совета устанавливается законодательно. Законодательная база представлена федеральными и местными законами, федеральным агентством по ценным бумагам. С одобрения акционеров выполняются распределение доходов, утверждение решений наблюдательного совета и правления, выборы наблюдательного совета. Большинство акций немецких корпораций - это акции на предъявителя. Банки

с согласия акционеров распоряжаются голосами согласно своему усмотрению. Невозможность заочного голосования требует или личного присутствия на собрании, или передоверия этого права банку. Основным источником инвестирования является банковское финансирование.

В России использование моделей управления финансами корпораций происходит с учетом особенностей различных видов экономической деятельности.

В процессе реализации схем управления финансами структурных подразделений корпораций целесообразно учитывать экономические взаимоотношения этих обществ с материнской компанией, механизмы перераспределения доходов и капиталов. Среди базовых принципов схем управления финансами структурных подразделений корпораций предусматривается возможность обеспечения их безубыточной деятельности, например, без использования механизма перекрестного субсидирования внутри головной компании. С точки зрения применения схем управления финансами структурных подразделений корпораций по перераспределению финансовых ресурсов возможно несколько вариантов. Некоторые из этих схем успешно применяются за рубежом.

Рассмотрим классификацию видов финансового обеспечения схем управления финансами структурных подразделений корпораций на примере управления инвестициями дочерних обществ (рисунок 1.5).

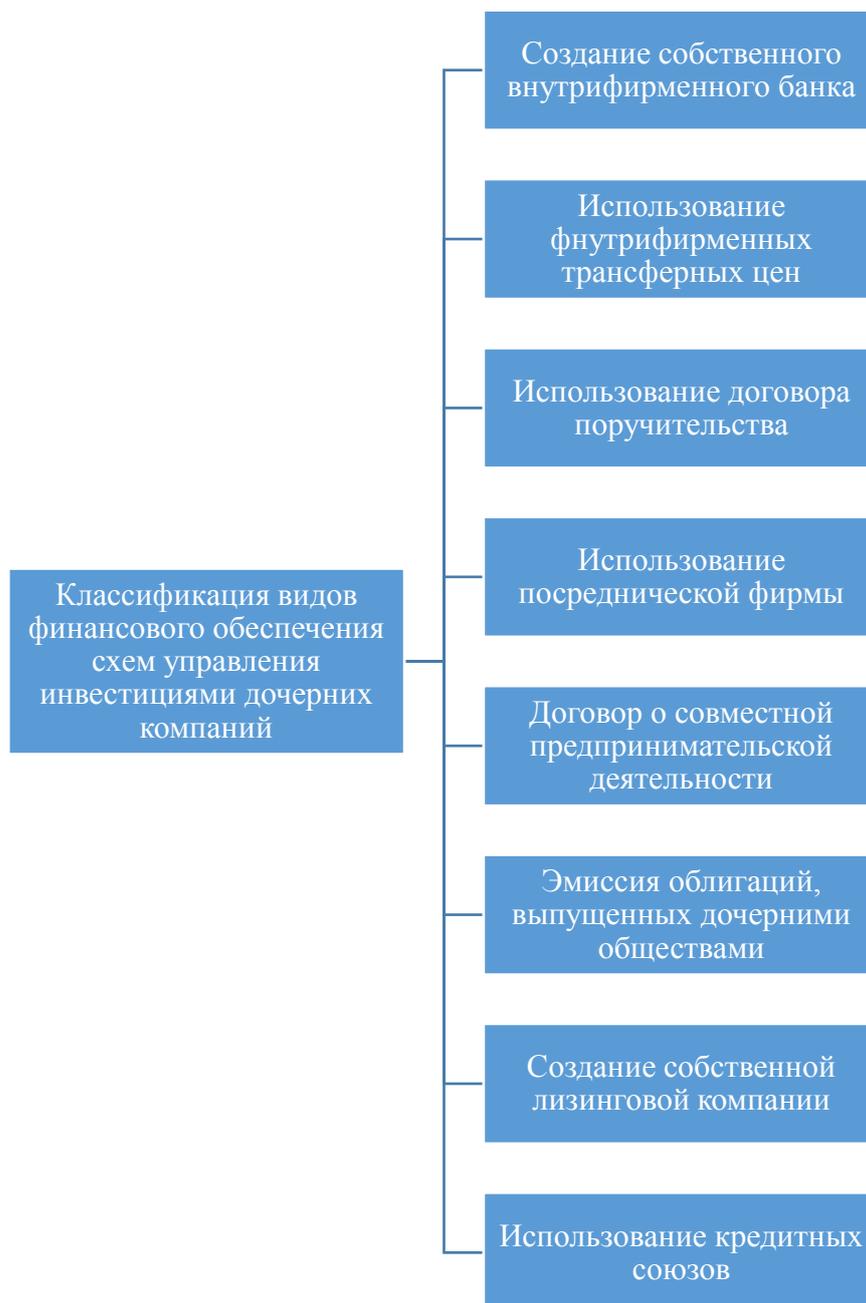


Рисунок 1.5 – Классификация видов финансового обеспечения схем управления инвестициями дочерних обществ

Наиболее эффективным способом управления структурными подразделениями по перераспределению финансовых и инвестиционных ресурсов внутри корпорации является создание собственного внутрифирменного банка, имеющего лицензию с ограниченным числом операций. Наличие такого банка, во-первых, позволит сосредоточить свободные денежные средства структурных подразделений в едином центре, что, в свою очередь, позволит обеспечить целевыми кредитами отдельные

филиалы материнской компании. Во-вторых, внутрифирменный банк дает возможность максимально ускорить взаимные платежи и расчеты между отдельными структурными подразделениями корпорации. В-третьих, внутрифирменный банк позволил бы внедрить вексельное обращение между структурными подразделениями (дочерними обществами).

Однако есть определенные недостатки такой системы управления по перераспределению финансовых ресурсов. Создание или приобретение банка связано с высокими издержками, поэтому такой вариант управления финансовыми ресурсами, возможно, будет доступен по истечении определенного времени.

Другим вариантом схем управления финансами структурных подразделений корпораций по перераспределению финансовых, инвестиционных и материальных потоков является договор о совместной предпринимательской деятельности.

По этому договору участники предоставляют финансовые, инвестиционные и материальные ресурсы для организации предпринимательской деятельности. Управление остается за материнской компанией. Доходы распределяются на основе договора. Материнская компания может иметь несколько таких договоров, которые могут перезаключаться в зависимости от поставленных целей и задач на длительный период, например, более трех лет. С целью снижения расходов материнская компания может распределять издержки между структурными подразделениями (дочерними обществами), используя при этом внутрифирменные трансфертные цены. Эти цены служат для расчетов между дочерними обществами и могут применяться при перераспределении активов внутри корпорации, а также в бартерных сделках. Такие цены могут быть использованы для внутрифирменных платежей и расчетов.

Еще одной формой схем управления финансами структурных подразделений корпораций является эмиссия облигаций, выпущенных дочерними обществами. Материнская компания покупает эти ценные бумаги,

осуществляя процесс финансирования структурных подразделений. Помимо финансирования материнская компания может инвестировать средства в дочерние общества, например, путем внесения ценных бумаг в уставный капитал этих обществ. Такое инвестирование может быть последовательным для всех дочерних обществ, входящих в головную компанию, поскольку уставный капитал увеличивается при этом во всех обществах. Помимо ценных бумаг в уставный капитал можно вносить материальные и нематериальные активы.

Управление финансами структурных подразделений корпораций по перераспределению и эффективному использованию финансовых ресурсов внутри корпорации или холдинга может выполняться на основе договоров поручений. Поручитель оплачивает только производственные услуги. По договору поручения могут выполняться торговые, расчетные операции, а также операции купли - продажи продукции и оказания услуг.

С целью эффективного управления финансами структурных подразделений корпораций может быть создана собственная лизинговая компания. Она может оказывать услуги всем дочерним обществам внутри головной корпорации. Лизинговые платежи относятся на себестоимость продукции или услуг. Создание такой лизинговой компании уменьшает налоговые платежи, однако ее приобретение также связано с высокими затратами, как и свой банк. Головная компания может использовать дочерние общества для выполнения операций по купле - продаже прав собственности на посредническую фирму, которая имеет на своем балансе недвижимость, ценные бумаги, материальные ценности.

Управление финансами структурных подразделений корпораций по рациональному применению финансовых, инвестиционных и материальных ресурсов может осуществляться с помощью кредитных союзов, которые являются инструментом налогового и финансового планирования для руководителей структурных подразделений или головной корпорации.

Кредитный союз головной компании и структурных подразделений может быть эффективнее банковских услуг по кредитованию.

Таким образом, в данном пункте главы мы разобрали понятие корпорации, ее виды, функционирование и управления финансами в корпорациях. Следующим этапом будет определение понятия инвестиционной привлекательности корпорации и разбор факторов, влияющих на нее.

1.2 Понятие инвестиционной привлекательности корпораций, внутренние и внешние факторы, определяющие инвестиционную привлекательность, специфика

Для наиболее эффективной и продуктивной деятельности корпорации в долгосрочной перспективе, а также высоких темпов ее стратегического развития и повышения конкурентоспособности в условиях рыночной экономики значительно зависит от уровня инвестиционной активности предприятия, его инвестиционной деятельности и инвестиционной привлекательности.

Инвестиционная привлекательность предприятия – настолько многогранное понятие, так как каждая его грань, с одной стороны, находится под воздействием внешних и внутренних факторов, а, с другой стороны, участвует в формировании инвестиционной привлекательности объекта в целом. Все подходы, основанные на оценке инвестиционной привлекательности предприятия, базируются на изучении как количественных, так и качественных факторов, характеризующих инвестиционную привлекательность отдельных сегментов инвестиционного рынка. Факторы повышения инвестиционной привлекательности предприятия - это движущие силы, под воздействием которых изменяется уровень инвестиционной привлекательности предприятия.

Понятие инвестиционной привлекательности корпорации главным образом охватывает совокупность характеристик эффективности,

отображающие рентабельность денежных вложений в развитие корпорации. А ключевым показателем является предсказуемый и стабильный доход. Также детально должно быть продуман бизнес-план, учитывая все нюансы предприятия и отрасли в целом, просчитав все необходимые финансовые показатели. В это случае будет высокий шанс, в условиях конкуренции получить дополнительное финансирование.

Мнения авторов об инвестиционной привлекательности во многом расходятся:

1) Г. Бирмана и С.Шмидта представляют инвестиционную привлекательность совокупностью показателей, которые характеризуют финансовое состояние предприятия [10].

2) И.А. Бланк утверждал, что инвестиционная привлекательность состоит в непосредственной связи со стадиями жизненного цикла предприятия [11].

3) А.Б. Крутик, Д.А. Ендовицкий, и Г. Никольская сходятся во мнении, что инвестиционной привлекательностью является общая характеристика всех недостатков и преимуществ рассматриваемого предприятия [12;13].

4) М.Н. Крейнина считает, что инвестиционная привлекательность заключается во множественности фундаментальных и фондовых показателей объекта инвестирования [14].

5) С. Бухдрукер представлял ее как интегральную характеристику анализируемого объекта с позиций доходности инвестиций, перспективности развития объекта и существующего уровня инвестиционных рисков [15].

6) В.В. Бочаров рассматривал термин с позиции рынка ценных бумаг и определил инвестиционную привлекательность надежностью ценных бумаг, которые выпускает данное предприятие [16].

7) С.П. Конторович полагал, что под инвестиционной привлекательностью можно понимать систему экономических отношений между хозяйствующими субъектами относительно эффективности развития бизнеса и поддержания конкурентоспособности бизнеса [17]. Эти отношения включают показатели эффективности аспектов деятельности предприятия, которые включают в себя

формальные и неформальные показатели. Первые рассчитываются на основе данных финансовой отчетности, вторые же не имеют определенного набора исходных данных, поэтому оцениваются экспертным путем.

8) Л.Ф. Мухаметшина определила инвестиционную привлекательность как самостоятельную экономическую единицу, представляющую собой совокупную характеристику показателей инвестиционного потенциала предприятия, отражающую эффективное использование активов предприятия, существующий уровень инвестиционных рисков. Эта совокупная характеристика обеспечивает надежное достижение целей инвестора [18].

Исходя из определений данных авторов, были сделаны выводы, что в целом они дают объективную оценку, но не охватывают все значимые факторы, характеризующие инвестиционную привлекательность корпорации. Необходимо сформировать понятие инвестиционной привлекательности с точки зрения инвесторов. Таким образом, инвестиционная привлекательность предприятия – это система внешних и внутренних факторов, обладающих количественным и качественным составом, характеризующая финансово – экономическое состояние предприятия, уровень его инвестиционных рисков, и отражающая платежеспособный спрос предприятия на инвестиции.

Для получения наиболее полного представления о деятельности предприятия необходимо проанализировать факторы внешнего и внутреннего воздействия на данное предприятие. Любое предприятия, как самостоятельный субъект хозяйственной деятельности, подвержен прямому и косвенному влиянию факторов внутренней и внешней среды. Под факторами внешней среды принято понимать такие факторы, которые не зависят от деятельности хозяйствующего субъекта. К внутренним факторам принято относить такие факторы, которые непосредственно зависят от результатов деятельности предприятия.

Внешние факторы инвестиционной привлекательности состоят из трех больших групп, включающих в себя инвестиционную привлекательность страны, инвестиционную привлекательность региона, а также

инвестиционную привлекательность отрасли, в которой находится хозяйствующий субъект. Оценкой инвестиционной привлекательности государств, регионов, а также предприятий занимаются такие рейтинговые агентства, как Moody's, Standard & Poors, Fitch, Эксперт РА.

Инвестиционная привлекательность страны оценивается совокупностью следующих факторов:

1) Социально – политическая стабильность страны. Этот фактор подразумевает собой способность государственной власти, используя имеющиеся материальные ресурсы, к контролю и регулированию внутренней социально – политической ситуации, определению грамотного курса по отношению к субъектам федерации и его центру при возникновении критических обстановок.

2) Экономическая стабильность. Данный фактор представляет собой интеграцию таких показателей, как устойчивый рост национальной валюты, ежегодный рост ВВП страны, уменьшение расходов государственного бюджета.

3) Развитость кредитно – финансовой системы. Система методов формирования, перераспределения и расходования фондов денежных средств, как государства, так и предприятия, и система их кредитования.

4) Правовое поле. Оно характеризуется системой существующих норм права в государстве.

5) Уровень коррупции. Степень злоупотребления своими должностными обязанностями в целях личной выгоды.

6) Налоговая политика. Совокупность процедур, проводимых государством в сфере налогообложения, построенная с соблюдением баланса интересов между государством и плательщиков налога.

7) Технологический прогресс. Фактор, отражающий непрерывное развитие науки, технологии и техники, показывает уровень технологического развития страны.

8) Государственное регулирование экономики. Проявляется в системе законодательных, контролирующих и исполнительных мер для стабилизации и адаптации социально – экономической системы к меняющейся обстановке.

9) Развитость фондового рынка. Характеризует экономическую мобильность в стране и возможность ее адаптации к изменяющимся условиям.

Инвестиционная привлекательность региона характеризуется набором таких факторов, как:

1) Экономическое развитие региона. Количественные и качественные изменения в экономике, производительных сил, а также факторов роста и развития науки, образования, культуры повышения уровня и качества жизни населения.

2) Социальное положение региона. Определяется совокупностью объективных факторов, таких как, позиция региона в общественном разделении труда, географическое положение, наличие природных ресурсов, отраслевая структура, и субъективных факторов, примером могут быть методы регионального управления.

3) Демографическая ситуация. Показатели половозрастной структуры, рождаемости, миграции, смертности, разводов и браков населения.

4) Налоговые льготы. Совокупность специальных налоговых положений для региона.

Последняя группа факторов, характеризующая внешние факторы, это инвестиционная привлекательность отрасли. Ее составляющими является:

1) Емкость рынка. Отражает предельно допустимое количество реализованных товаров или услуг, при заданном уровне цен.

2) Конкуренция в отрасли. Характер конкуренции и количество конкурирующих между собой предприятий.

3) Барьеры вхождения в отрасль. Совокупность определенных обстоятельств, препятствующие новому предприятию конкурировать с предприятиями, которые находятся в отрасли.

4) Эластичность цен отрасли. Отражает уровень чувствительности спроса при изменении цены на товар.

5) Капиталоемкость отрасли. Наличие отраслей, имеющих большую часть основных фондов в структуре активов.

6) Доступность ресурсов. Наличие и легкий доступ к ресурсам, в том числе и специализированным ресурсам в регионе.

7) Амортизационная политика. Особенности управления амортизационными отчислениями.

8) Технологии в отрасли. Определение ведущей технологии в отрасли, например, машиностроение, приборостроение, нефтедобыча и т.п.

Совокупность всех вышеперечисленных внешних факторов формируют инвестиционный климат предприятия. Инвестиционный климат определяет качество коммерческой инфраструктуры, эффективность и целесообразность инвестирования, а также уровень риска, связанных с потерей средств при вложении денег.

Внутренние факторы инвестиционной привлекательности принято подразделять на семь групп, включающих в себя:

- 1) факторы, характеризующие финансовое положение;
- 2) производственные факторы;
- 3) оценку качества менеджмента;
- 4) факторы, отражающие инвестиционную деятельность;
- 5) факторы инновационной деятельности;
- 6) факторы, характеризующие рыночную устойчивость и юридические факторы.

Финансовое положение описывается посредством оценки показателей ликвидности предприятия, его платежеспособности, рентабельности, оборачиваемости оборотных активов, расчета коэффициента финансовой устойчивости, определения качества и структуры собственного капитала и характеристики денежных потоков.

К производственным факторам относятся средства и предметы труда, качество трудовых ресурсов, производственные мощности предприятия и оценка технического уровня производства.

К качеству менеджмента принято относить уровень и перспективность развития менеджмента, стратегию предприятия, его гудвилл, т.е. деловая репутация предприятия, уровень клиентоориентированности предприятия, его восприимчивость к переменам, оценка конкурентоспособности продукции, оценка устойчивости связей с имеющимися поставщиками ресурсов и характеристика бизнес – процессов предприятия.

Факторы инвестиционной деятельности включают в себя наличие инвестиционной программы, стратегии и политики предприятия, объемы инвестиций, характеристика и совокупность методов принятия решений и оценка эффективности управления инвестициями.

Инновационная деятельность определяется наличием инновационной программы и стратегии, оценка методов стимулирования инновационной деятельности, уровень инновационной активности предприятия, его научно – технический потенциал и НИОКР.

Важнейшим показателем инвестиций для российских и европейских компаний является фондоотдача и срок окупаемости. В то время как для японских организаций отдают предпочтение стратегической оценке положения компании на рынке. Чтобы оценить инвестиционную деятельность компании в США в основном используют показатели эффективности инвестиций и остаточный доход.

К факторам рыночной устойчивости относятся оценка параметров предприятия, его тип и размер, маркетинговые условия и уровень завоевания рынка.

Юридические факторы объединяют в себе тип организационно – правовой формы, структуру собственников предприятия, приватизационную историю, состав участников, земельные права и форму собственности.

Совокупность внутренних факторов представляет наиболее полную и достоверную картину деятельности и положения предприятия на момент производимого анализа.

Комплексный подход к исследованию инвестиционной привлекательности предприятия не лишен и недостатков, таких как использование экспертных данных, информации на основе опросов и анкетирования, что вносит субъективизм и снижает точность данного метода.

Источники получения информации о деятельности интересующего предприятия целесообразно классифицировать на внутренние и внешние.

К внешним источникам относятся:

- 1) банковские архивы;
- 2) отчеты, предоставляемые консалтинговыми аудиторскими агентствами;
- 3) информационные данные о предприятии в СМИ;
- 4) материалы фондового рынка;
- 5) сведения от партнеров предприятия.

Внутренние источники информации зачастую весьма редки в получении, так как они обычно относятся к подготовке годовой или квартальной отчетности:

- 1) бухгалтерская отчетность;
- 2) налоговая отчетность;
- 3) уставные документы;
- 4) внутренние управленческие и финансовые отчеты;
- 5) материалы планирования.

Условно, анализ инвестиционной привлекательности предприятия можно разделить на такие составляющие, как:

- 1) анализ потенциальной прибыли, заключающийся в исследовании различных вариантов инвестирования, с последующим сравнением их прибыльности и уровня риска;

2) финансовый анализ, включающий в себя оценку финансовой устойчивости предприятия, прогноз развития деятельности предприятия на основании существующих данных;

3) рыночный анализ помогает оценить перспективы товара на рынке, определить степень насыщенности рынка аналогичными продуктами (определение емкости рынка и способов продвижения на него);

4) технологический анализ проводится посредством исследования технических и экономических альтернатив проекта, разных вариантов использования существующих технологий; поиск оптимального и эффективного технологического решения с учетом специфики данного проекта;

5) управленческий анализ, включающий в себя оценку административной и организационной политики предприятия, выработку рекомендаций для организационной структуры, координацию деятельности, а также рекомендации относительно формирования и обучения персонала;

6) экологический анализ проводится для оценки нанесения проектом потенциального ущерба окружающей среде, разработки необходимых корректирующих и предупреждающих действий и мер, для смягчения и предотвращения возможных последствий;

7) социальный анализ определяет пригодность различных вариантов проекта для населения региона в целом, по таким критериям, как увеличение количества рабочих мест, улучшение условий проживания, изменение культурных и бытовых условий.

Следовательно, для прогнозирования конъюнктуры рынка инвестиций нужно осуществить оценку инвестиционной привлекательности всех его субъектов.

Исходя из этого, видно, что для получения надежной информации, способствующей разработке стратегии инвестирования, необходимо обязательное использование системного подхода. Системный подход поможет изучить конъюнктуру инвестиционного рынка от макроуровня

(инвестиционный климат государства), до микроуровня (оценка инвестиционной привлекательности отдельно взятого инвестиционного проекта). Это поможет инвестору наиболее точно выбрать предприятие, имеющее наилучшие перспективы развития, в случае успешной реализации инвестиционного проекта, и обеспечит ему ожидаемую прибыль на инвестированный капитал, с учетом рисков.

Необходимо отметить, что инвестора не в меньшей мере интересует инвестиционная привлекательность в целом того предприятия, который будет реализовывать инвестиционный проект. В связи с этим, инвестор обращает внимание на отрасль, в которой действует предприятие, является она развивающейся или наоборот, депрессивной, а также на территориальное месторасположение предприятия, т.е. в каком регионе и федеральном округе оно находится.

Важно понимать, что различные отрасли и территории содержат свои персональные уровни, характеризующие инвестиционную привлекательность предприятий и проектов.

Получается, что любой объект рынка инвестиций имеет свою собственную инвестиционную привлекательность, при одновременном нахождении, в так называемом, «инвестиционном поле» у других объектов этого рынка. Поэтому, любое предприятие напрямую подвержено инвестиционному воздействию со стороны, как отрасли, региона, так и со стороны государства.

Но с другой стороны, совокупное объединение предприятий также образует отрасль, влияющую на инвестиционную привлекательность всего региона. В свою очередь привлекательность регионов образуется инвестиционная привлекательность государства. Перемены, преобразования и видоизменения, которые происходят в системе высшего уровня, например, нестабильность политической системы, изменения налогового законодательства, рост или снижение дохода у населения, таможенные пошлины продукции определенных отраслей, напрямую сказываются на инвестиционной привлекательности предприятий.

Проанализировав вышесказанное, можно прийти к выводу, что предприятию необходимо занимать главное, центральное место в инвестиционном процессе, так как оно является объектом и субъектом на инвестиционном рынке одновременно.

Необходимо отметить, что не все факторы инвестиционной привлекательности отрасли или региона играют одинаковую роль в инвестиционной привлекательности предприятия, следовательно, изучение тех факторов, которые приводят к увеличению или снижению инвестиционной привлекательности предприятия, является весьма важным моментом в раскрытии совокупности всех факторов.

Таким образом, использование системного подхода в оценке инвестиционной привлекательности предприятий дает возможность для учета и анализа инвестиционной привлекательности региона, где располагается рассматриваемая корпорация, отрасль, к которой оно принадлежит, и инвестиционную привлекательность России в целом.

Следовательно, оценка инвестиционной привлекательности организации – это процесс общего анализа всех сторон организации, и результат этой оценки заключается в построении ясного представления об организации и ее особенностях, способности оправдать инвестиционные вложения.

Далее рассмотрим методы оценки инвестиционной привлекательности корпорации.

1.3 Методы оценки инвестиционной привлекательности корпораций, обзор зарубежной практики оценки инвестиционной привлекательности, выявление ключевых проблем

В настоящее время оценка инвестиционной привлекательности предприятия осуществляется следующими методами: доходный, матричные, методы экспертной оценки, методы интегральной оценки, статистические методы, имиджевые методы. Описание методов можно увидеть на рисунке 1.6.



Рисунок 1.6 – Методы оценки инвестиционной привлекательности предприятия [19]

Самыми используемыми методами считаются рейтинговая оценка, метод анализа, базирующийся в раскрытии эмпирических закономерностей, метод точной статистики, модели, базирующиеся на концепциях дисконтированного денежного потока, на концепциях добавленной стоимости. Большая часть методов базируется в расчете большого числа характеристик финансовой и хозяйственной деятельности предприятия, которые не учитывают отраслевой аспект.

Первым рассмотрим доходный метод или метод дисконтирования денежных потоков (рисунок 1.7). Данный метод строится на гипотезе, что инвестор готов вложить в инвестиционный проект, представляющий огромную материальную ценность и обеспечивающий оптимальную прибыльность на протяжении нескольких лет. Он всегда строится на прогнозах финансистов о том, какую потенциальную рентабельность будет иметь фирма последующие несколько лет.

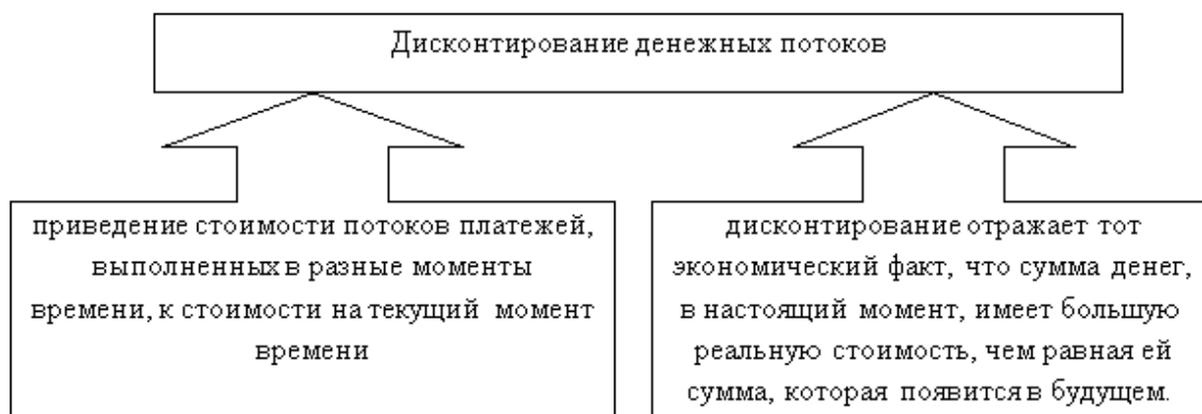


Рисунок 1.7 – Метод дисконтирования денежных потоков [23]

Стоимость определяется на основе прогноза денежных потоков, на которое владелец может положиться получить в будущем. Минус такого метода оценки состоит в нереальности достоверно прогнозировать положение на рынке в ближайшие годы. Изменение инфляции, внедрение новых законов не рассчитаны в данном методе. За годы инвестиционная привлекательность предприятия может значительно измениться.

В рейтинговой методике при анализе инвестиционной привлекательности предприятия на первом этапе для рассмотрения выбирается необходимая категория показателей (непосредственно данные показатели считаются более важными с целью изучения) и группируются. На втором этапе создаётся информационная база с критериями, которые устанавливает инвестор по степени важности для него. На третьем этапе все выбранные для анализа показатели рассчитываются. Далее на четвёртом этапе группам показателей, согласно которым проходит исследование, проставляется балльная оценка от 1 до 5 (есть возможность, то, что у определенных показателей балльная система может уменьшиться). Во время анализа, возможно, сочетать некоторые показатели, в случае отсутствия оптимального варианта – оценка устанавливается в меньшую сторону. Этапы данного метода представлены на рисунке 1.8.

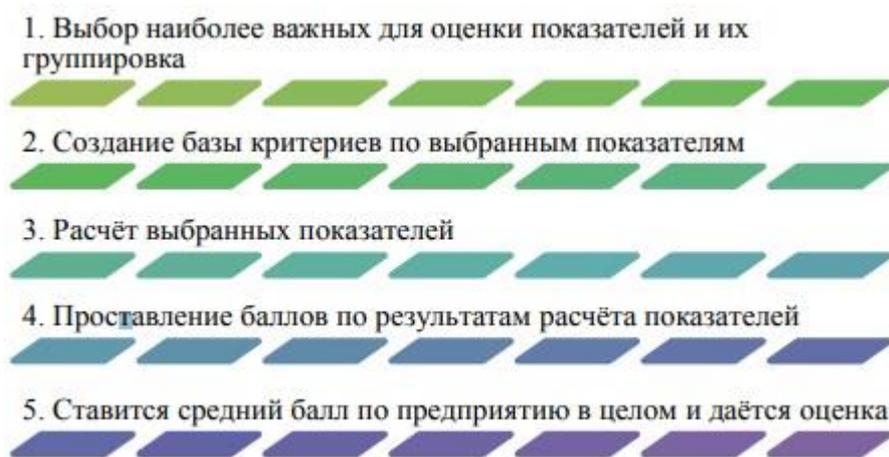


Рисунок 1.8 – Этапы рейтингового метода оценки инвестиционной привлекательности предприятия [20]

На завершающем этапе рассчитывается средний балл для набора всех показателей. Данная оценка – это обобщенная оценка все показателей, которые оказывают большое влияние на инвестиционную привлекательность предприятия. Для данного метода необходимо создание значительного количества критериев, согласно которым станут оцениваться показатели, притом у всех показателей они будут разные. Специалист, имеющий большой опыт в этой деятельности и умения в сфере исследования (особенность изготовления, возможности предприятий, концепция управления) формирует структуру критериев, что существенно упрощает применение данной технологии. Инструментарий инвестиционной привлекательности достаточно многообразен, во время работы с методами имеется вероятность учитывать специфику исследуемого предприятия, и кроме того трудиться в то же время с различными группами характеристик [20]. Главным является подбор примерных (нормативных, эталонных) значений показателей. Проблема в том, что нередко пределы подходящих значений устанавливаю, в какой степени коэффициент воздействует на окончательный итог. В балльно-рейтинговой методике играет роль многоуровневая последовательность примерных значений, сформированные на базе существующей отраслевой особенности. С одной точки зрения, присутствие такого рода метода универсально в течении нескольких начальных этапов. С другой, имеется персональный подход к

обозначению стандартов. Выходит, предприятие способно подобрать, какая обстановка станет более преимущественной для инвестора [20].

Преимуществом данного метода является возможность выбора неограниченного количества показателей, необходимых для оценки инвестиционной привлекательности для конкретного инвестора. Недостатком является то, что оцениваются исключительно количественные показатели деятельности и не затрагивает качественные характеристики.

Рассмотрим следующий метод - интегральный метод оценки инвестиционной привлекательности предприятия. Для расчета оценки инвестиционной привлекательности предлагается алгоритм, включающий два этапа [21]:

- 1) Расчет комплексной оценки в разрезе блоков;
- 2) Расчет интегральной оценки.

Данный метод основан на использовании относительных внутренних показателей деятельности предприятия, влияющих на его инвестиционную привлекательность и сгруппированных в 5 блоков [22] (рисунок 1.9) на первом этапе и расчёта интегральной оценки на втором этапе.



Рисунок 1.9 – Группы относительных внутренних показателей деятельности предприятия для комплексной оценки инвестиционной привлекательности предприятия [22]

По каждому из блоков выполняются вычисления, сводящиеся к интегральному показателю инвестиционной привлекательности предприятия. Преимуществом данного метода являются большой уровень достоверности и

гибкости, что считается в особенности значимым в непрогнозируемых обстоятельствах экономики России.

Негативным фактором является направленность метода исключительно на внутренние показатели хозяйственной деятельности предприятия, изолированность её от внешних факторов.

Единой методики проведения анализа не существует, каждый аналитик использует определенный набор расчетных показателей и коэффициентов.

На предприятии рационально определить критериальные лимиты указанных выше показателей. Так как по некоторым из них существуют рекомендуемые и проведенные на практике экономического анализа нормативы. Стоит учесть на возможность их исправления с учетом отраслевой особенности бизнеса и отличительных черт экономической политики деятельности предприятия.

После расчета всех показателей проводится комплексный анализ предприятия, который необходим для второго этапа интегрального метода оценки инвестиционной привлекательности предприятия.

Вторым этапом интегрального метода выступает расчёт интегральной оценки инвестиционной привлекательности предприятия, позволяющая осуществлять ретроспективный анализ финансового состояния, а кроме того создание мониторинга развития предприятия в направлении инвестирования. Этот этап сформирован на двух критериях, позволяющие качественно оценить инвестиционную привлекательность того или иного предприятия [29]. Индикаторы в этом этапе следующие: рентабельность активов и экономическая добавленная стоимость [27]. Подбор именно таких индикаторов определен тем, что инвестиционная привлекательность предприятия в значительной степени обуславливается состоянием активов, которыми обладает предприятие, их составом, структурой, количеством и качеством, взаимодополняемостью и взаимозаменяемостью материальных ресурсов, а также условиями, обеспечивающими их наиболее эффективное

использование. Второй этап расчёта интегральной оценки инвестиционной привлекательности предприятия состоит из четырёх этапов (рисунок 1.10)[27].

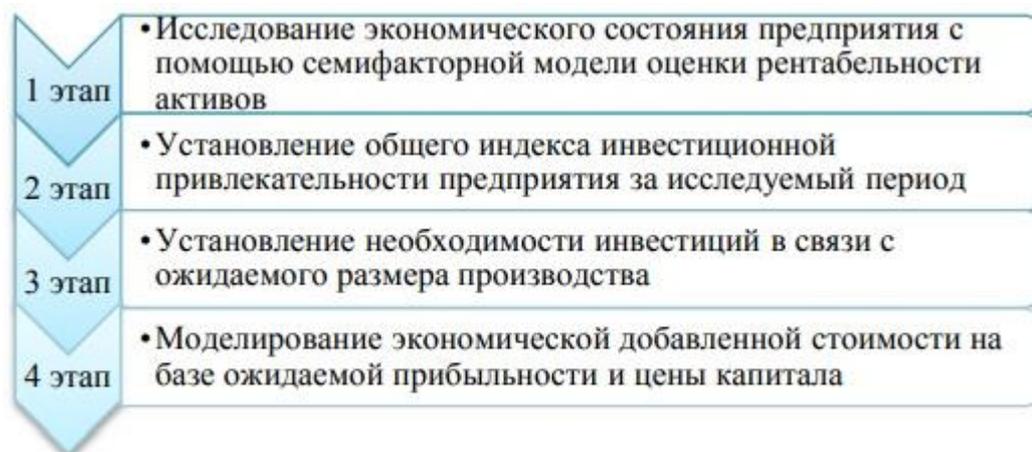


Рисунок 1.10 – Этапы расчета интегральной оценки инвестиционной привлекательности компании [27]

На первом этапе при оценке рентабельности активов в работе предлагаем взять за основу semifакторную модель. Выбор semifакторной модели обусловлен тем, что данная модель наиболее полно отражает факторы, которые влияют на рентабельность активов. Семифакторная модель выглядит следующим образом [27]:

$$R_{SA} = a \times b \times c \times d \times k \times l \times m, \quad (1)$$

где:

R_{SA} - рентабельность чистых активов;

$a = \text{Пр}/\text{В}$ - рентабельность продаж;

$b = \text{В}/\text{ОА}$ - оборачиваемость оборотных активов;

$c = \text{ОА}/\text{КО}$ - коэффициент текущей ликвидности;

$d = \text{КО}/\text{ДЗ}$ - отношение краткосрочных обязательств предприятия к дебиторской задолженности;

$k = \text{ДЗ}/\text{КЗ}$ - коэффициент отношения дебиторской задолженности к кредиторской задолженности;

$l = \text{КЗ}/\text{ЗК}$ - коэффициент отношения кредиторской задолженности предприятия к заемному капиталу;

$m = ЗК/А$ - коэффициент отношения заемного капитал к чистым активам предприятия.

Значение факторов, влияющих на рентабельность активов, берётся из расчётов на первом этапе интегрального метода оценки инвестиционной привлекательности предприятия.

Такая семифакторная мультипликативная модель рентабельности чистых активов предприятия заключается в довольно многосторонних и различных факторов, которые характеризуют уровень применения активов предприятия и его экономическую стабильность. Факторный анализ данной модели выполняется с помощью метода цепных подстановок с применением абсолютных разностей.

На втором этапе для определения совокупного индекса инвестиционной привлекательности используют алгоритм, основанный на методике А Ю.П. [28], с помощью которого происходит расчет элементов, составляющих инвестиционную привлекательность. Совокупный индекс инвестиционной привлекательности предприятия в течение исследуемого периода представляет собой произведение интегральных индексов составляющих инвестиционной привлекательности предприятия за этот же период, т.е. [28]:

$$I_{инн} = \prod_{k=1}^n I_{ин}, \quad (2)$$

где: $I_{ин}$ – интегральный индекс каждой составляющей инвестиционной привлекательности (определяется как отношение относительных индексов частных показателей).

С помощью данного индекса можно проследить динамику инвестиционной привлекательности предприятия на протяжении исследуемого периода.

На третьем этапе индикативной методики решается вопрос о величине необходимых инвестиций.

Размер дополнительного финансирования, который необходим с целью предоставления намечаемого увеличения продаж, возможно, установить разными способами с учетом особенности конкретного предприятия. В совокупном виде, необходимость в инвестировании находится как разница

между изменением величины чистых активов, от которых напрямую зависит процесс производства и сбыта продукции, и объемов средств, которые обеспечиваются с помощью личных внутренних источников (за счет нераспределенной прибыли).

На четвертом этапе расчёта интегральной оценки инвестиционной привлекательности предприятия используется показатель экономической добавленной стоимости (EVA) [27]. Цель управления ценой предприятия на базе показателя EVA считается формирование такого рода цены предприятия для инвестора, когда операционная прибыль превосходит средневзвешенную стоимость использованного капитала в денежном выражении. Иначе говоря, добавленная стоимость появляется в таком случае, когда рентабельность активов предприятия превосходит значение средневзвешенных затрат на капитал.

Процедура управления ценой, в соответствии с этим методом, подразумевает не просто вычисление цены предприятия и размера экономической добавленной стоимости, но также и руководство по изменению цены. Это говорит о том, что EVA всегда должна увеличиваться и гарантировать рост рыночной цены предприятия. Это подразумевает управление факторами, которые влияют на результат EVA. Практически показатель EVA рассчитывается следующим образом [28]:

$$EVA = (P - T) - CE * WACC = NP - CE * WACC, \quad (3)$$

где: P – прибыль от основной деятельности;

T – налоги и другие обязательные платежи;

CE – инвестированный в предприятие капитал;

WACC – средневзвешенная цена капитала;

NP – чистая прибыль.

Показатель EVA свидетельствует о приросте или спаде рыночной стоимости предприятия над балансовой стоимостью чистых активов, что стимулирует собственников к дальнейшему вложению средств в предприятие или наоборот препятствует этому.

Итак, данная индикативная методика целесообразна в применении к сформировавшимся обстоятельствам, так как в её базу заложены главные результирующие показатели – рентабельность активов и экономическая добавленная стоимость, и в ней предусматривается навык деятельности предприятия, а кроме того моделирование будущей деятельности, учитывающей величину привлекаемых инвестиций. На практике эта методика может предоставить большие возможности в управлении инвестиционной политикой и стратегии предприятия. Но такой подход не предусматривает воздействие особенностей отрасли и рисков в изменении макроэкономической обстановки. Возможным инвесторам он может помочь в оценке финансово-инвестиционной привлекательности предприятия и решить вопрос о целесообразности инвестирования в данный объект

Другой метод — комплексная оценка инвестиционной привлекательности предприятия, он включает в себя матричный метод.

Метод строится на анализе внутренних и внешних факторов его работы и их непосредственному сведению к единому соответствующему интегральному показателю и охватывает 3 раздела — общий, специальный и контрольный.

Общий включает: «оценку положения на рынке, деловой репутации, зависимости от крупных поставщиков и покупателей, оценку акционеров, уровня руководства, анализ стратегической эффективности предприятия»[24]. На первых пяти стадиях выводятся балльные оценки и устанавливается общая сумма этих баллов. На завершающей стадии анализируется динамика финансово-экономических показателей работы субъекта. Специальный же раздел содержит стадии оценки: «общей результативности; пропорциональности соответственно экономического роста; операционной, финансовой, инновационно-инвестиционной активности; качества прибыли»[23]. Первая стадия охватывает порядок динамической матричной модели, соответствующими элементами которой выступают индексы важнейших показателей работы компании, объединенных в 3 группы:

конечные, описывающие результат работы; промежуточные, описывающие производственный процесс, а также его результат; начальные, описывающие объем применяемых ресурсов. На второй стадии осуществляется ситуационная оценка пропорциональности темпов роста. Третья стадия подразумевает расчет коэффициентов операционной, финансовой, инновационно-инвестиционной активности. На четвертой стадии качество прибыли анализируется по показателям прибыльности и платежеспособности. По итогам всех разделов выставляются оценки и суммируются. Контрольный раздел предполагает окончательный вывод.

Достоинством такого метода является комплексный подход, учет совокупности показателей и коэффициентов, соответствующее сведение расчетов к единому интегральному показателю. Недостатком же является имеющийся эффект субъективизма, однако такой минус возмещен включением в оценку абсолютных и относительных экономических показателей.

Анализ факторов внешнего и внутреннего воздействия, как один из методов оценки инвестиционной привлекательности представлен несколькими этапами [24]. На первом этапе рассматриваются внешние и внутренние факторы на основе метода Дельфи. Далее строится многофакторная регрессионная модель влияния выбранных факторов и прогнозируется инвестиционная привлекательность предприятия. Третий этап основан на анализе инвестиционной привлекательности с учетом выявленных факторов. В итоге же проводится разработка рекомендаций.

Плюс данного метода заключается в комплексном подходе к оценке инвестиционной привлекательности компании, учете как внутренних, так и внешних факторов, однако и этот метод не лишен минусов. На различных этапах оценки важную роль играют экспертиза, опросы и анкетирование, что подвергает результат в зависимость непосредственно от субъективных оценок и этим уменьшает его верность.

Что касается стоимостного подхода, то он является центральным инструментом определения инвестиционной привлекательности компании в зарубежной практике. Простота понимания, логическая стройность и относительная простота применения позволили данному подходу стать ведущим при определении инвестиционной привлекательности бизнеса. Для российской действительности данный подход является достаточно новым, так как финансовый рынок сформировался сравнительно недавно. В связи с низкой информационной эффективностью использование данного метода достаточно затруднительно в некоторых случаях.

Существует ряд других специфических проблем использования различных подходов к оценке инвестиционной привлекательности компаний. Например, не существует единого, общепризнанного термина «инвестиционная привлекательность предприятия», и наблюдается отсутствие научной обоснованной классификации инвестиционной привлекательности по разным признакам.

Остаются недостаточно освещенными проблемы увязки взаимных интересов участников инвестиционного процесса по их экономическим предпочтениям [11].

Главной проблемой на сегодняшний момент является отсутствие целостного представления о системе качественных и количественных факторов, которые направлены на определение в совокупности инвестиционной привлекательности предприятия.

Представленные данные в периодических печатных изданиях, а также размещенные в сети Интернет методические материалы, касающиеся оценки инвестиционной привлекательности предприятий основываются лишь на использовании либо количественных факторов, либо качественных факторов. Этот факт не позволяет учитывать всю совокупность финансово-экономических, производственных, маркетинговых характеристик анализируемого предприятия, что ведет к погрешностям в анализе и отчасти недостоверным выводам.

В зарубежной литературе по инвестиционному менеджменту, открытой в свободном доступе, рассматриваются лишь аспекты теоретической организации инвестирования и, так называемых, «due diligence – технологий», что представляют собой процедуру формирования объективного представления об исследуемом объекте инвестирования. Практически направленные методики расчета инвестиционной привлекательности от ведущих западных инвестиционных компаний и консультационных фирм являются коммерческой тайной, недоступной для широкого круга научной отечественной общественности и вовсе не адаптированы к экономическим условиям России.

Следовательно, становится очевидна научная и практическая значимость данной проблемы, которая нуждается в углубленном изучении, для получения наиболее объективных данных о состоянии российских компаний и улучшения их инвестиционной привлекательности, как для российских инвесторов, так и для иностранных.

Выводы по главе один

Исходя информации первой главы, мы установили, что:

1) Корпорация – это группа юридических лиц, которая объединилась для достижения общих целей, осуществления совместной деятельности и образующих самостоятельный объект права. Как правило, корпорации организуются в форме акционерного общества.

2) В связи с тем, что под корпорацией принято понимать союз лиц, которые объединяются на основе профессиональных или сословных интересов, в широком смысле под корпорацией понимают практически любые сообщества и структуры.

3) Понятие инвестиционной привлекательности корпорации главным образом охватывает совокупность характеристик эффективности, отображающие рентабельность денежных вложений в развитие корпорации. А

ключевым показателем является предсказуемый и стабильный доход. Также детально должно быть продуман бизнес-план, учитывая все нюансы предприятия и отрасли в целом, просчитав все необходимые финансовые показатели. В это случае будет высокий шанс, в условиях конкуренции получить дополнительное финансирование.

4) В настоящее время существует множество методов оценки инвестиционной привлекательности компании. Из них можно выделить следующие: метод интегральной оценки, доходный метод, стоимостной метод, метод рейтинговой оценки. Каждый метод имеет свои разновидности оценки привлекательности предприятия для инвестиций.

5) Представленные данные в периодических печатных изданиях, а также размещенные в сети Интернет методические материалы, касающиеся оценки инвестиционной привлекательности предприятий основываются лишь на использовании либо количественных факторов, либо качественных факторов. Этот факт не позволяет учитывать всю совокупность финансово-экономических, производственных, маркетинговых характеристик анализируемого предприятия, что ведет к погрешностям в анализе и отчасти недостоверным выводам.

6) В ходе работы становится очевидна научная и практическая значимость данной проблемы, которая нуждается в углубленном изучении, для получения наиболее объективных данных о состоянии российских компаний и улучшения их инвестиционной привлекательности, как для российских инвесторов, так и для иностранных.

2 АНАЛИЗ ВНУТРЕННИХ И ВНЕШНИХ ФАКТОРОВ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОРПОРАЦИИ ПАО «НК «РОСНЕФТЬ»

2.1 Краткая характеристика публичной компании ПАО «НК «Роснефть»

«Роснефть» является лидером российской нефтяной отрасли и крупнейшей публичной нефтегазовой корпорацией мира. Целью деятельности публичного акционерного общества «Нефтяная компания «Роснефть», согласно Уставу, является извлечение прибыли.

Основные виды деятельности публичного акционерного общества «Нефтяной компании «Роснефть» [30]:

- 1) поиск и разведка месторождений углеводородов,
- 2) добыча нефти, газа, газового конденсата,
- 3) реализация проектов по освоению морских месторождений,
- 4) переработка добытого сырья,
- 5) реализация нефти, газа и продуктов их переработки на территории России и за ее пределами.

Организация включена в перечень стратегических предприятий России. Акционерами компании являются:

- 1) АО «РОСНЕФТЕГАЗ» - главным акционер (50,001% акций) которое на 100% принадлежит государству;
- 2) компания ВР - 19,75% акций;
- 3) компания QH Oil Investments LLC - 18,93% акций;
- 4) государство РФ в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом - одна акция;
- 5) оставшиеся акции находятся в свободном обращении.

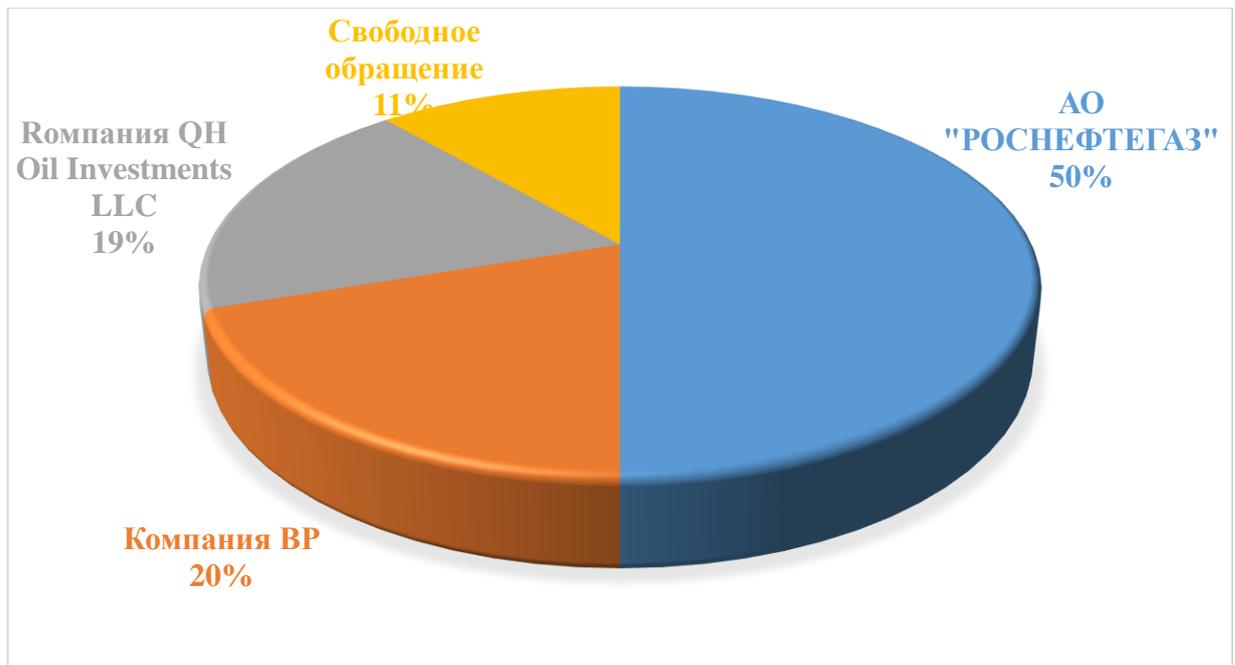


Рисунок 2.1 – Распределение акций компании Роснефть

Основные цели и задачи организации ПАО «НК «Роснефть» [30]:

- 1) восполнение запасов на уровне не менее 100%;
- 2) эффективная добыча на зрелых месторождениях и ее рост за счет реализации новых проектов,
- 3) создание новых кластеров добычи на шельфе,
- 4) развитие технологий и внедрение практик проектного управления мирового уровня,
- 5) монетизация газовых запасов и конкурентный рост добычи,
- 6) оптимальная конфигурация НПЗ,
- 7) максимально прибыльная реализация продукции Компании.

Позитивные итоги деятельности компании в 2016 году указывает на эффективность применяемой стратегии, значимость обозначенных приоритетов и позволяют прогнозировать дальнейшее устойчивое развитие Компании на благо акционеров.

«Роснефть» является глобальной энергетической компанией с основными активами в России и диверсифицированным портфелем в перспективных регионах международного нефтегазового бизнеса. Компания осуществляет свою деятельность в России, Венесуэле, Республике Куба, Канаде, США,

Бразилии, Норвегии, Германии, Италии, Монголии, Киргизии, Китае, Вьетнаме, Мьянме, Туркменистане, Грузии, Армении, Белоруссии, Украине, Египте, Мозамбике, Ираке и Индонезии (рисунок 2.2).



Рисунок 2.2 – География присутствия компании ПАО «НК «Роснефть» [30]

География деятельности ПАО «НК «Роснефть» охватывает все основные нефтегазоносные провинции России, включая Западную Сибирь, Восточную Сибирь, Поволжский и Уральский регионы, Дальний Восток, Тимано-Печору, Краснодарский край, а также шельфы морей Российской Федерации, в том числе Арктический, а также перспективные регионы за рубежом, в частности, в Латинской Америке и в Юго-Восточной Азии.

«Роснефть» — лидер российской нефтепереработки. В состав нефтеперерабатывающего и нефтехимического блока Компании входят 13 крупных НПЗ, расположенных в ключевых регионах России, три нефтехимических, четыре газоперерабатывающих предприятия (с учетом активов ПАО АНК «Башнефть» и доли в ОАО «Славнефть ЯНОС»), а также два завода по производству катализаторов и одно сервисное предприятие. В Германии Компания владеет долями в трех НПЗ, контролирует более чем 12%

нефтеперерабатывающих мощностей с общим объемом переработки 12,5 млн т в год, а в Белоруссии косвенно владеет 21% акций ОАО «Мозырский НПЗ». Сбытовая сеть Компании охватывает 59 регионов России, а также страны ближнего зарубежья.

Показатель	2018	2017	%	Комментарий
Доказанные запасы углеводородов SEC млн б.н.э.	41 431	39 907	+3,9%	Успешное проведение геологоразведочных работ, ввод в разработку новых площадей месторождений, а также результативная работа по улучшению показателей разработки месторождений
Добыча углеводородов, в т.ч. тыс. б.н.э./сут	5 795	5 718	+1,3%	
Добыча нефти и ЖУВ, тыс. барр./сут	4 673	4 577	+2,1%	Эффективное восстановление добычи после смягчения ограничений в рамках Соглашения ОПЕК+, активная разработка действующих и новых проектов
Добыча газа, тыс. б.н.э./сут	1 122	1 141	-1,7%	Сокращение добычи попутного нефтяного газа на ряде месторождений исходя из условий экономической эффективности разработки и с учетом внешних ограничений
Переработка нефти, млн т	115,04	112,80	+2,0%	Рост объемов переработки на российских НПЗ на фоне улучшения рыночной конъюнктуры
Выпуск нефтепродуктов в РФ млн т	99,73	96,90	+2,9%	

Рисунок 2.3 – Ключевые показатели компании Роснефть [30]

«Роснефть» является крупнейшей нефтегазовой компанией в Российской Федерации и крупнейшей в мире по запасам и добыче жидких углеводородов среди публичных нефтегазовых компаний. В соответствии с результатами аудита, который был проведен компанией DeGolyer & MacNaughton, предусматривающего оценку до конца срока рентабельной разработки месторождений, доказанные запасы углеводородов ПАО «НК «Роснефть» на 31.12.2018 с учетом активов ПАО АНК «Башнефть» по классификации SEC 2 (комиссия по ценным бумагам и биржам США) составили 37 772 млн б.н.э. (5 111 млн т н. э.). Запасы углеводородов увеличились на 970 млн б.н.э. (131 млн т н. э.) или на 3% [30].

По классификации PRMS (Система управления углеводородными ресурсами) на 31.12.2018 запасы углеводородов по категории 1P составили 46 075 млн б.н.э. (6 250 млн т. н. э), 2P — 82 087 млн б.н.э. (11 092 млн т н. э), по

категории 3P — 116 758 млн б.н.э. (15 794 млн т н. э.). Рост запасов 1P составил 2%; увеличение 2P запасов составило 4%, суммарные запасы по категории 3P выросли в 2018 г. на 3%.

По итогам 2018 года ПАО «НК «Роснефть» лидирует среди сопоставимых публичных международных нефтегазовых компаний по органическому приросту запасов, коэффициенту замещения запасов, в т. ч. по органическому коэффициенту замещения запасов без учета приобретения, и обеспеченности запасами. Коэффициент замещения доказанных запасов углеводородов по классификации SEC составил 148%. Органический коэффициент замещения запасов составил 140%. По итогам 2018 года обеспеченность ПАО «НК «Роснефть» доказанными запасами углеводородов по классификации SEC составила 19,9 лет [30].

Традиционно демонстрируя высокую эффективность проведения геологоразведочных работ, «Роснефть» лидирует по объемам и стоимости органического прироста запасов среди публичных нефтегазовых компаний как в России, так и за рубежом.

«Роснефть» является крупнейшей в мире по добыче жидких углеводородов среди публичных нефтегазовых компаний. В 2018 г. добыча нефти, газового конденсата и ЖУВ составила 210,0 млн. т., что на 3,6% превышает уровень 2017 г.

Доля Компании в добыче нефти в Российской Федерации составляет около 40%, а в мировой добыче 6%. Среднесуточная добыча жидких углеводородов достигла 4,66 млн барр. / сут. в IV кв. 2018 г., увеличившись на 12,1% к III кв. 2018 г. и на 13,3% к IV кв. 2017 г. Эффективное управление портфелем добывающих активов и инвестициями в разработку новых месторождений позволяет «Роснефти» обеспечивать стабильный текущий и перспективный рост добычи углеводородов.

Приверженность прозрачному и ответственному управлению Компанией чрезвычайно важна для поддержания доверия инвесторов и получения акционерами максимальной отдачи от своих инвестиций в долгосрочной

перспективе. Система корпоративного управления ПАО «НК «Роснефть» обеспечивает соблюдение всех прав акционеров в соответствии с требованиями российского и международного законодательства, рекомендациями кодекса корпоративного управления Банка России и внутренними документами Компании.

Корпоративное управление — это многоуровневая система отношений, посредством которой осуществляется руководство и контроль деятельности ПАО «НК «Роснефть» с целью увеличения его стоимости и поддержания репутации в интересах акционеров, работников, кредиторов и других заинтересованных сторон.

Фондовыми биржами в качестве одного из условий допуска ценных бумаг корпораций к организованным торгам устанавливаются высокие требования к корпоративному управлению. Включение ценных бумаг ПАО «НК «Роснефть» в Первый (высший) уровень котировального списка ПАО «Московская Биржа» и их обращение на Лондонской фондовой бирже подтверждает следование Компанией самым строгим правилам в данной области.

Основные тенденции развития корпоративного управления в России определены Кодексом корпоративного управления, одобренным Советом директоров Банка России 21.03.2014 (Кодекс Банка России) и рекомендованным Банком России к применению российским акционерным обществам, чьи ценные бумаги допущены к организованным торгам.

По результатам проведенной оценки соблюдения рекомендаций Кодекса Банка России установлено, что ПАО «НК «Роснефть» исполняет большинство рекомендаций. Корпоративное управление ПАО «НК «Роснефть» соответствует Кодексу Банка России на 89,7%, что выше показателя 2017 г. (на 1,6 %) и существенно превышает минимальный порог в 65%, рекомендованный Росимуществом.

Высшим органом управления ПАО «НК «Роснефть» является Общее собрание акционеров. Совет директоров осуществляет стратегическое

руководство деятельностью Компании от имени и в интересах всех акционеров. Руководство текущей деятельностью ПАО «НК «Роснефть» осуществляется единоличным исполнительным органом и коллегиальным исполнительным органом. Исполнительные органы управления подотчетны Совету директоров и Общему собранию акционеров [30].

ПАО «НК «Роснефть» осуществляет постоянный мониторинг эффективности системы корпоративного управления, в соответствии с меняющимися экономическими условиями проводит мероприятия, направленные на совершенствование практики корпоративного управления, требованиями действующего законодательства и регулятора.

Экологическая безопасность и охрана окружающей среды входят в число основных направлений работы ПАО «НК «Роснефть».

В соответствии с утвержденной Стратегией развития ПАО «НК «Роснефть», ключевым приоритетом является соблюдение высочайших стандартов в области охраны окружающей среды.

Для достижения лучших показателей Компания постоянно совершенствует подходы к управлению природоохранной деятельностью, наращивает масштабы экологических мероприятий и необходимые инвестиции в охрану окружающей среды.

В ПАО «НК «Роснефть» действует Политика Компании в области промышленной безопасности, охраны труда и окружающей среды, установлены цели, принципы и основные задачи ООС.

ПАО «НК «Роснефть» — лидер процесса качественной модернизации и инновационных изменений в российской нефтегазовой отрасли. Усилия Компании направлены на развитие интеллектуального и технологического потенциала отрасли на основе мощного фундамента российской нефтегазовой школы — одной из лучших в мире — и в партнерстве с ведущими компаниями международного нефтяного бизнеса.

Инновационная деятельность «Роснефти» реализуется в соответствии с Программой инновационного развития. В 2018 году, в соответствии с

поручением Правительства Российской Федерации от 07.11.2015 № ДМ-ПЗ6–7563, актуализирована и утверждена Советом директоров Компании Программа инновационного развития на 2016–2020 гг. с перспективой до 2030 года.

Программа ориентирована на достижение стратегических целей Компании и исходит из её стратегических приоритетов — эффективность, устойчивый рост, прозрачность, социальная ответственность и инновации.

Программа обеспечивает формирование комплекса мероприятий, направленных на:

- 1) разработку и внедрение новых технологий;
- 2) разработку, производство и вывод на рынок новых инновационных продуктов и услуг, соответствующих мировому уровню;
- 3) содействие модернизации и технологическому развитию Компании путем значительного улучшения основных показателей эффективности производственных процессов;
- 4) повышение капитализации и конкурентоспособности компании на мировом рынке [30].

Объем затрат Компании на НИОКР в 2018 г. составили 20,2 млрд руб. Все запланированные на 2018 г. мероприятия выполнены.

За 2016 год стоимость акций «Роснефти» на Московской бирже увеличилась практически на 60% (данный показатель не только выше рыночных индексов, но и значительно превосходит аналогичные показатели основных российских конкурентов). В первой половине года «Роснефть» впервые в своей истории стала крупнейшей в России компанией по рыночной капитализации. В декабре рыночная капитализация компании превысила 4 трлн рублей. Качество активов «Роснефти», а также появление новых профессиональных инвесторов в составе акционеров получило высокую оценку рынка.

Отраслевые эксперты неоднократно указывали на фундаментальную неоцененность «Роснефти», которая усугубляется также страновым фактором

и политически мотивированными санкциями. Однако в долгосрочном плане, по их мнению, компания имеет колоссальный потенциал к дальнейшему росту капитализации благодаря деятельности всех бизнес-направлений: добычи, переработки, нефтесервиса и трейдинга. Об этом говорится в отчетах крупнейших инвестиционных банков, которые прогнозируют увеличение стоимости глобальной депозитарной расписки (GDR) «Роснефти» до 9 долларов за штуку и отмечают, что капитализация в 100 млрд долларов, которая была до кризиса в 2000-е годы, вполне достижима.

«Конкурентное преимущество «Роснефти» объясняется, в первую очередь, рекордным количеством высокодоходных новых месторождений, которые будут вводиться в эксплуатацию, что способствует генерированию свободного денежного потока и, как ожидается, существенным дивидендным выплатам», — отмечают в Bank of America. Практически все ведущие аналитики рекомендуют покупать акции «Роснефти», в том числе, отмечая значительный потенциал синергий от интеграции приобретенных активов «Башнефти».

За последние пять лет «Роснефть» из регионального игрока превратилась в мирового мейджора, крупнейшую публичную компанию по добыче, запасам и масштабам бизнеса, а также самую эффективную по операционным затратам. Для того, чтобы закрепить свои успехи Компания предлагает принять новую стратегию и новую организационно-штатную структуру. Основой стратегии должно стать качественное изменение бизнеса компании за счет технологического прорыва, полномасштабного применения цифровых технологий во всех сферах деятельности, постоянной работы по снижению затрат, повышению маржинальности перерабатывающего сегмента за счет гибкости корзины.

В рамках новой стратегии «Роснефть» перейдет на холдинговую структуру управления с выделением бизнес-сегментов, ответственных за финансовый результат. В качестве «пилотного» проекта предлагается реализовать проект по выделению розничного бизнеса «Роснефти». Это

позволит существенно увеличить капитализацию «РН-Розница» и привлечь стратегических инвесторов. Уже сейчас в единый субхолдинг консолидировано почти 90% ритейла, и объединение розничных активов доказало свою эффективность. «Роснефть» рассчитывает, что холдинговая структура позволит более эффективно распределять финансовые ресурсы, повышать отдачу на вложенный капитал и увеличивать доходность для акционеров.

По словам Игоря Сечина, реализация стратегии «Роснефть 2022» позволит Компании увеличить капитализацию на 25-30%. «Главное – это существенное повышение эффективности и конкурентоспособности. Мы поставили перед компанией цель добиться в долгосрочном плане себестоимости на уровне Saudi Aramco. Это гарантирует «Роснефти» и российской нефтегазовой отрасли лидерство в мировой энергетике», - резюмирует глава «Роснефти».

Из изложенной выше информации можно сделать выводы, что «Роснефть» является лидером нефтегазовой отрасли России, а также одним из важных игроков на мировом рынке с большим потенциалом развития. Далее более подробно проанализируем инвестиционную привлекательность компании. Проведем анализ внутренних и внешних факторов, определяющих инвестиционную привлекательность компании.

2.2 Анализ внутренних факторов, определяющих инвестиционную привлекательность компании

Внутренние факторы оказывают прямое воздействие на инвестиционную привлекательность и могут контролироваться предприятием, их выбор зависит от целей и предпочтений инвестора. Условно их можно разделить на семь основных групп: производственные факторы, финансовое положение, менеджмент предприятия, инвестиционная и инновационная деятельность предприятия, устойчивость и юридические факторы.

Одним из основных и важных этапов оценки инвестиционной привлекательности компании на основе анализа внутренних факторов является анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия. С его помощью оценивается привлекательность и перспективность данного предприятия с точки зрения возможности мобилизации доступных источников.

Анализ финансового состояния компании целесообразно начать с вертикального и горизонтального анализа баланса компании ПАО «НК «Роснефть» за 2016-2018 гг. (отчетность предоставлена в приложение А) [30]. Расчеты представим в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Анализ состава и структуры баланса ПАО НК «Роснефть»

Наименование	Период, год						Темп роста, %	
	2016 год		2017 год		2018 год		2016 - 2017	2017 - 2018
	млн руб.	%	млн руб.	%	млн руб.	%		
Внеоборотные активы	6 768 717	68	7 483 529	67,5	7 726 343	62,8	110,6	103,2
Оборотные активы	3 184 685	32	3 599 389	32,5	4 582 375	37,2	113,0	127,3
Капитал и резервы	1 533 087	15,4	1 684 375	15,2	2 026 470	16,5	109,9	120,3
Долгосрочные обязательства	6 018 138	60,5	6 655 554	60,1	7 075 286	57,5	110,6	106,3
Краткосрочные обязательства	2 402 176	24,1	2 742 990	24,7	3 206 962	26	114,2	116,9
Баланс	9 953 401	100	11 082 918	100	12 308 718	100	111,3	111,1

В 2017 г. по сравнению с 2016 г. совокупные активы «Роснефть» увеличились на 11,3%, а в 2018 г. – на 11,1%, данный факт может говорить об увеличении масштабов деятельности. Данный аспект связан с разработкой и

открытием новых месторождений, что привело к росту добычи нефтегазовых продуктов, тем самым увеличив совокупные активы предприятия. А также увеличению совокупных активов поспособствовал синергетический эффект от покупки ПАО АНК «Башнефть» в 2016 году. В 2018 г. произошло увеличение оборотных и внеоборотных активов, что может говорить о расширении капитальных вложений в деятельности фирмы. В разделе пассивов наблюдался рост по всем статьям: капитал и резервы, долгосрочные обязательства и краткосрочные обязательства. При этом темпы роста собственного капитала превышают темпы роста заемного. Данный факт может указывать на некоторое увеличение независимости компании ПАО «НК «Роснефть» от внешних источников финансирования.

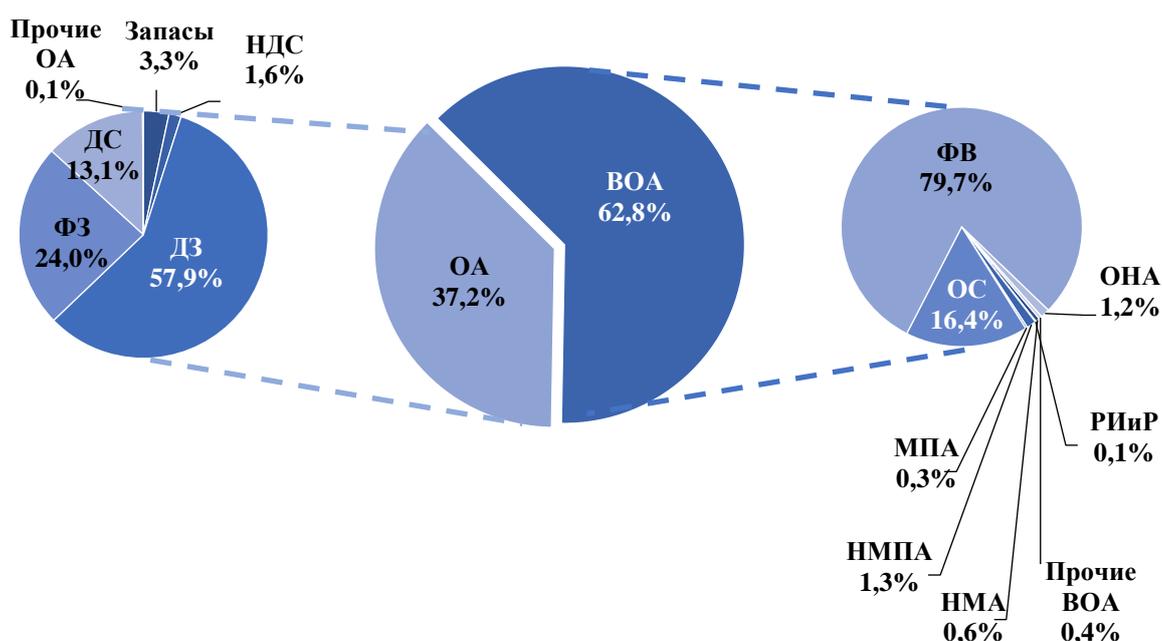


Рисунок 2.4 – Структура активов ПАО «НК «Роснефть» по состоянию на конец 2018 г., %

Рассматривая соотношение внеоборотных активов и оборотных активов можно сказать, что, внеоборотные активы в 2016 г. составляют 68%, а оборотные 32 %, в 2017 г. – 67,5% и 32,5%, в 2018 г. – 62,8% и 37,2% соответственно (рисунок 2.4). В целом, такая структура активов является

характерной для добывающих и промышленных производств, являющихся одними из наиболее капиталоемких.

Структура внеоборотных активов «Роснефти» соответствует тому, что подавляющая часть внеоборотных активов (ФВ – 79,7%) представлена в форме финансовых вложений. Значительные средства инвестированы в ценные бумаги и в уставные капиталы других организаций.

Кроме того, существенную долю составляет статья «Основные средства» (ОС – 29,4%), которые представляют собой лицензии на добычу полезных ископаемых и разработку месторождений.

Небольшая часть внеоборотных активов приходится на нематериальные поисковые активы и отложенные налоговые активы (НМПА – 1,3% и ОНА – 1,2%).

Нематериальные активы, результаты исследований и разработок, материальные поисковые активы и прочие внеоборотные активы занимают лишь незначительную долю в структуре внеоборотных активов ПАО «НК Роснефть».

В структуре оборотных активов ПАО «НК Роснефть» преобладает дебиторская задолженность (ДЗ – 57,9%). Большая часть задолженности сформирована покупателями и заказчиками, а значит, может быть следствием деловой активности и значительных объемов продаж. Но все же стоит разработать мероприятия по снижению дебиторской задолженности.

Существенную долю (24%) составляет статья «Финансовые вложения», которая включает приобретение краткосрочных облигаций, сберегательных сертификатов, помещение средств на депозитный вклад до одного года.

Небольшая доля оборотных активов (13,1%) приходится на денежные средства.

Соотношение разделов пассива «Роснефть» при этом нельзя назвать оптимальным. На предприятии доля собственного капитала в 2016 г. составила 15,4%, в 2017 г. – 15,2%, а в 2018 г. – 16,5% (рисунок 2.5).

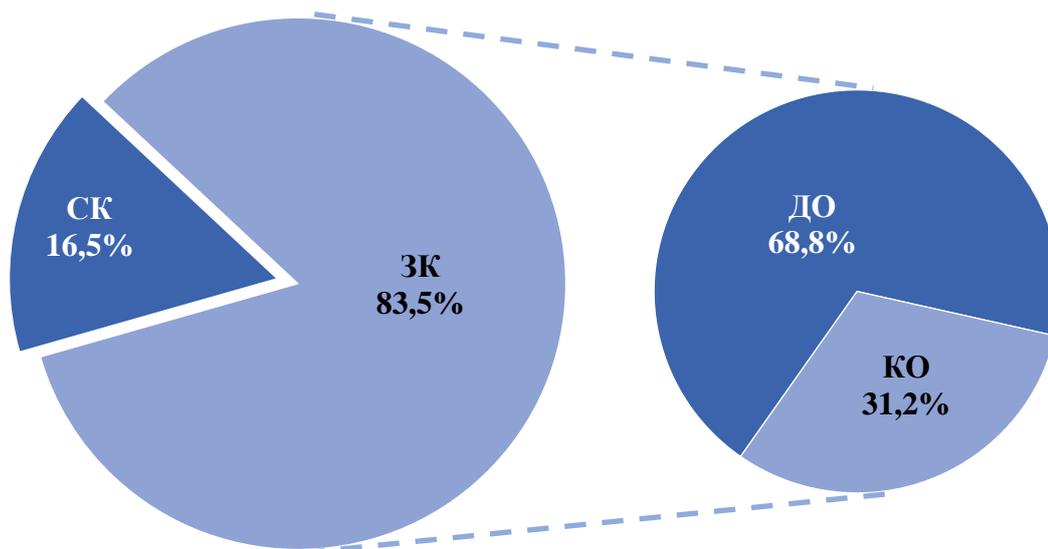


Рисунок 2.5 – Структура пассивов ПАО «НК «Роснефть» по состоянию на конец 2018 г., %

Лишь малая часть источников финансирования (СК – 16,5%) представлена собственным капиталом предприятия и его резервами. При этом, благоприятной считается ситуация, когда деятельность компании финансируется за счет собственных средств в среднем на 50%. В текущей ситуации невозможно говорить о финансовой устойчивости «Роснефти» и его независимости от внешних кредиторов, ведь 83,5% средств компании являются заемными (ЗК).

Структура заемных средств компании относительно благоприятна: 68,8% обязательств имеют долгосрочный характер (ДО), и лишь 31,2% составляют краткосрочные займы и кредиторская задолженность (КО). Таким образом, за счет перманентного капитала профинансировано около 73,9% имущества компании, что отчасти компенсирует недостаток собственных средств в структуре источников капитала.

Более подробно рассмотрим вопросы финансовой устойчивости «Роснефти» при проведении коэффициентного анализа.

Заемные средства предприятия представлены долгосрочными и краткосрочными кредитами, кредиторской задолженностью. Большой объем заемных средств может быть связан с постоянными разработками новых

месторождений. Руководству стоит обратить внимание на данное соотношение и оптимизировать соотношение собственных и заемных средств.

Далее проведем оценку финансовых результатов предприятия за 2016-2018 гг. (см. приложение А) в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Оценка финансовых результатов ПАО «НК «Роснефть»

Наименование	Период, год						Темп роста, %	
	2016 год		2017 год		2018 год		2016 - 2017	2017 - 2018
	млн руб.	%	млн руб.	%	млн руб.	%		
Выручка от продаж	3 930 140	100	4 892 934	100	6 968 248	100	124,5	142,4
Себестоимость общая	2 846 770	72,4	3 473 737	71	4 839 290	69,4	122,0	139,3
Прибыль от продаж	34 481	0,9	359 957	7,4	625 698	9,0	1043,9	173,8
Прибыль до н/о	84 379	2,1	83 107	1,7	433 838	6,2	98,5	522,0
Чистая прибыль	99 302	2,5	138 969	2,8	460 784	6,6	139,9	331,6

Динамика выручки ОАО «Мечел» в абсолютном и относительном выражении представлена на рисунке 2.6.

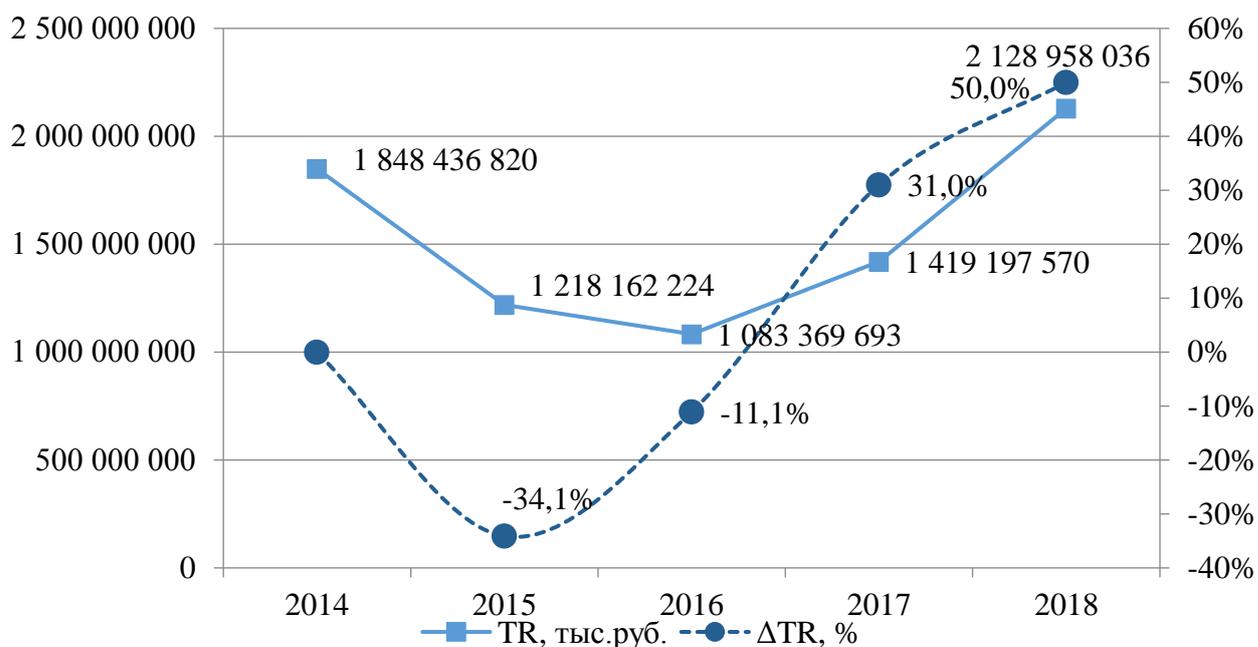


Рисунок 2.6 – Динамика объемов валовой нетто-выручки (TR) ПАО «НК «Роснефть» за 2014-2018 гг., тыс. руб., %.

Динамика валюты баланса ПАО «НК «Роснефть» в абсолютном и относительном выражении и в соотношении с динамикой выручки, представлена на рисунке 2.7.

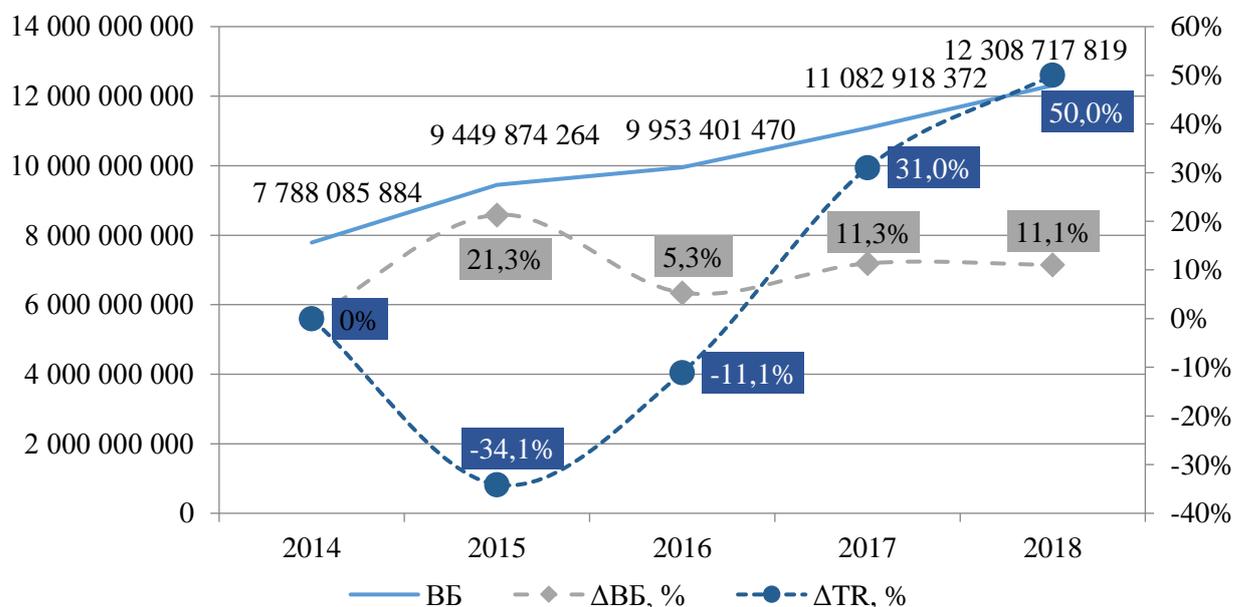


Рисунок 2.7 – Динамика валюты баланса (BB) в сравнении с динамикой валовой нетто-выручки (TR) ПАО «НК «Роснефть» за 2014-2018 гг., тыс. руб., %

Выручка от продаж увеличилась в 2018 г. по сравнению с 2016 г. с 3 930 140 млн. руб. до 6 968 248 млн. руб. Данный факт играет положительную роль, так как, это говорит, о повышении объема продаж компании. Не смотря на работу по снижению операционных затрат, в 2018 году они стремительно возросли вместе с объемом реализации, но все же темп роста затрат оказался ниже темпа роста выручки. Предприятию стоит продолжить политику снижения операционных затрат. Повышение объемов реализации вызвало повышение себестоимости с 2 846 770 млн. руб. до 4 839 290 млн. руб. Вследствие чего, произошло повышение таких итоговых финансовых результатов, как прибыль от продаж, прибыль до налогообложения и чистая прибыль, что свидетельствует о повышении эффективности деятельности предприятия «Роснефть» в 2018 г.

Следующим этапом анализа финансового состояния компании проведем расчет коэффициентов ликвидности и платежеспособности. Оценка ликвидности какого-либо актива предполагает оценку его способности трансформироваться в денежные средства, а степень ликвидности определяется продолжительностью временного периода, в течение которого эта трансформация может быть осуществлена. Чем короче период, тем выше ликвидность данного вида активов.

Говоря о ликвидности предприятия, имеют в виду наличие у него оборотных средств в размере, теоретически достаточном для погашения краткосрочных обязательств хотя бы и с нарушением сроков погашения, предусмотренных контрактами.

Платежеспособность означает наличие у предприятия денежных средств и их эквивалентов, достаточных для расчетов по кредиторской задолженности, требующей немедленного погашения. Таким образом, основными признаками платежеспособности являются:

- а) наличие в достаточном объеме средств на расчетном счете;
- б) отсутствие просроченной кредиторской задолженности.

Очевидно, что понятия ликвидности и платежеспособности не тождественны друг другу. Так, коэффициенты ликвидности могут характеризовать финансовое положение как удовлетворительное, однако по существу эта оценка может быть ошибочной, если в текущих активах значительный удельный вес приходится на неликвиды и просроченную дебиторскую задолженность.

Результаты представлены на рисунке 2.8. Расчеты проведены на основе финансовой отчетности (см. приложение А).

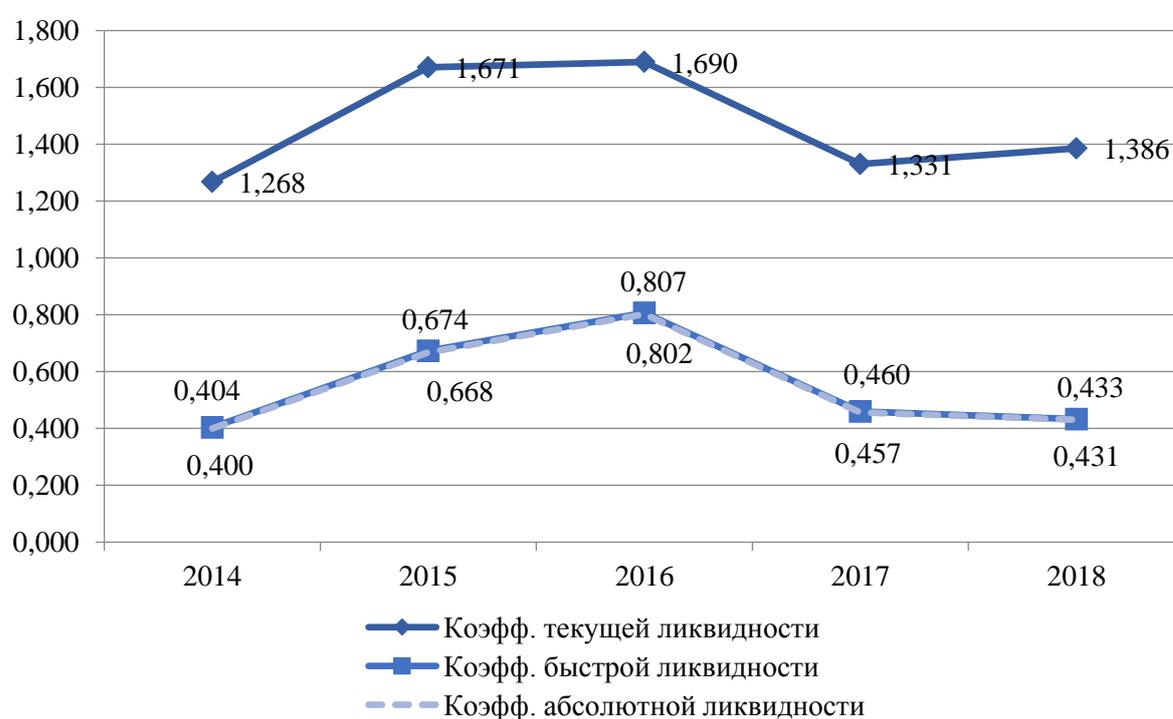


Рисунок 2.8 – Динамика показателей ликвидности 2013 – 2018 гг.

Коэффициент текущей ликвидности дает общую оценку ликвидности активов, показывая, сколько рублей текущих активов приходится на один рубль текущих обязательств. Логика исчисления данного показателя заключается в том, что предприятие погашает краткосрочные обязательства в основном за счет текущих активов; следовательно, если текущие активы превышают по величине текущие обязательства, предприятие может рассматриваться как успешно функционирующее.

В западной учетно-аналитической практике приводится нижнее критическое значение показателя – 2; однако это лишь ориентировочное значение, указывающее на порядок показателя.

Коэффициент текущей ликвидности повысился по сравнению с 2017 годом. В 2014, 2017 и 2018 гг. коэффициент опускается меньше оптимального значения (оптимальное значение рано интервалу от 1,5 до 2,5), следовательно, могут существовать трудности в покрытие текущих обязательств, необходимо сократить кредиторскую задолженность и снизить оборотные активы.

Значение показателя быстрой (срочной) ликвидности практически дублирует динамику показателя текущей ликвидности, это говорит о том, что самые минимальные значения показателя приходятся на 2014, 2017 гг. Но несмотря на это, коэффициент срочной ликвидности можно считать удовлетворительным, так как это означает, что компания способна покрыть свои обязательства и не испытывает при этом потребности в продаже своих запасов.

В настоящее время коэффициент абсолютной ликвидности находится в пределах нормативного значения, а в 2015 г., 2016 г. был выше нормативного значения (нормативное значение от 0,2 до 0,5). Значение показателя сверх рекомендуемого свидетельствует о неэффективном и нерациональном использовании денежных средств, которые могли бы быть направлены на развитие предприятия. Также это обозначает наличие невостребованных денежных сумм на счетах. Но так как в настоящее время значение показателя находится в пределах нормы, что говорит о рациональном управлении оборотными средствами.

Таким образом, на данный момент 43% текущих обязательств может быть немедленно покрыто имеющимися денежными средствами. Соответственно, по состоянию на текущий момент времени ПАО «НК «Роснефть» является платежеспособным, и его финансовое положение оптимально.

Следующим этапом анализа финансового состояния компании является анализ финансовой устойчивости, были рассчитаны необходимые

коэффициенты в период с 2014 г. до 2018 г. Результаты представлены в таблице 2.3.

Таблица 2.3 - Коэффициенты финансовой устойчивости ПАО «НК «Роснефть» в период 2014 - 2018 гг.

Наименование показателя	Период, год				
	2014	2015	2016	2017	2018
Коэффициент маневренности (K_M)	0,329	0,998	1,004	0,509	0,601
Коэффициент автономии ($K_{авт}$)	0,27	0,19	0,18	0,18	0,19
Коэффициент концентрации собственного капитала ($K_{кск}$)	0,22	0,16	0,15	0,15	0,16
Коэффициент концентрации заемного капитала ($K_{кзк}$)	0,79	0,84	0,85	0,85	0,84
Коэффициент текущей задолженности ($K_{тз}$)	0,28	0,25	0,23	0,25	0,25

Коэффициент маневренности на протяжении всего рассматриваемого периода находятся в пределах нормативного значения (0,2 – 0,5), что говорит о оптимальной доле источников собственных средств в мобильной форме.

Коэффициента автономии в 2018 году снизился по сравнению с 2013 годом и стал ниже оптимального значения (более 0,5). Низкий уровень коэффициента автономии свидетельствует о том, что данное предприятие финансово независимо от внешних кредиторов.

Коэффициент концентрации собственного капитала снизился по сравнению с 2013 годом с показателя 0,35 до показателя 0,16, это говорит о снижении финансовой устойчивости предприятия.

Значение коэффициента концентрации заемного капитала значительно повысилось и достигло 84%.

Всё это говорит о значительном повышении зависимости предприятия от заемных средств.

Коэффициент текущей задолженности незначительно увеличился, но остался в пределах нормы.

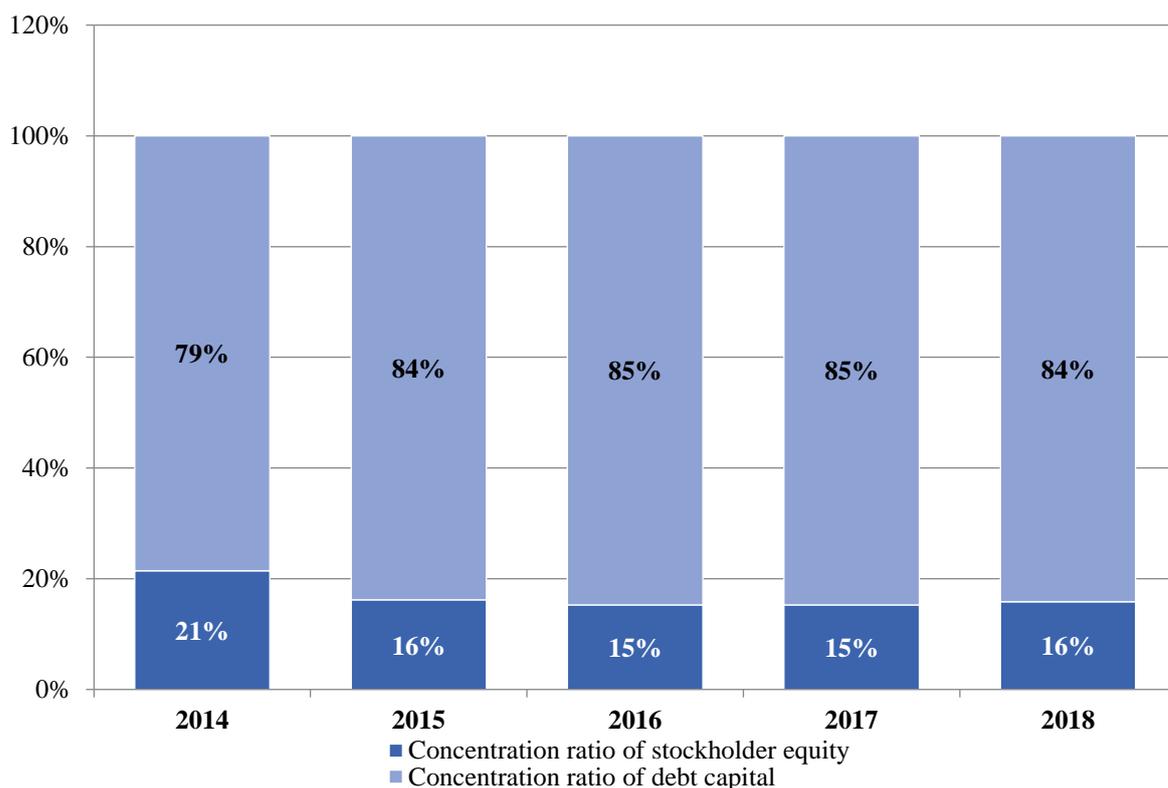


Рисунок 2.9 – Динамика коэффициентов концентрации собственного капитала и заемного капитала ПАО «НК «Роснефть» за 2014-2018 гг., %

Динамика соотношения коэффициентов автономии и концентрации заемного капитала ПАО «НК «Роснефть», очевидно, является крайне неблагоприятной. При довольно низком первоначальном значении коэффициента концентрации собственного капитала в 2014 г. (21%), на протяжении почти всего рассматриваемого периода 2014-2017 гг. можно наблюдать снижение доли собственного капитала, а значит, снижение финансовой устойчивости компании. В 2018 году показатель незначительно увеличился, но до сих пор находится в критическом состоянии.

Таким образом, по состоянию на конец 2018 г. коэффициент концентрации собственного капитала составляет всего 16%, заемного капитала – 84%. Иными словами, деятельность компании лишь на 16% финансируется за счет собственных средств инвесторов и на 84% – за счет привлеченных средств.

Таким образом, можно говорить об ухудшении финансовой устойчивости предприятия по сравнению с 2014 годом, и об увеличении зависимости предприятия от заемных средств.

Далее проведем анализ эффективности ведения бизнеса. Был проведен расчет показателей, результаты приведены в таблице 2.4.

Таблица 2.4 – Показатели эффективности ведения бизнеса ПАО «НК «Роснефть» в период 2013 - 2018 гг.

Наименование показателя	Период, год				
	2014	2015	2016	2017	2018
Коэффициент устойчивости экономического роста ($K_{уэр}$)	0,266	0,109	-0,015	0,024	0,131
Общая рентабельность ($R_{общ}$)	0,121	0,034	0,014	0,012	0,057
Чистая рентабельность ($R_ч$)	0,120	0,047	0,017	0,020	0,061

Коэффициент устойчивости экономического роста в 2018 году повысился по отношению к 2013 году и 2017 году. В 2014 году произошел высокий рост показателя, после чего в 2015 и 2016 годах было снижение показателя. Все это указывает на то, что рентабельность собственного капитала улучшилась в 2018 году.

Общая рентабельность имеет тенденцию к росту в 2018 году, тем самым повышая общую экономическую эффективность предприятия, его возможности вносить плату за основные фонды и оборотные средства, а также создать фонды экономического стимулирования за счет прибыли.

Чистая рентабельность увеличилась относительно 2014 года и 2017 года. Это говорит о том, что повысилась степень эффективности, с которой используются ресурсы и имущество предприятия.

Для более четкого анализа произведем факторный анализ коэффициента устойчивого экономического роста. Рассмотрим 4-х факторную модель

коэффициента устойчивости экономического роста, которая позволяет определить степень влияния различных факторов на итоговое значение коэффициента.

$$K_{уэр} = K_p \times ROS \times K_{отд} \times K_{фз},$$

где K_p – коэффициент реинвестирования чистой прибыли предприятия;

ROS – рентабельность продаж;

$K_{отд}$ – капиталотдача;

$K_{фз}$ – коэффициент финансовой независимости.

Таблица 2.5 – Оценка коэффициента устойчивости экономического роста на основе 4-х факторной модели

Наименование показателя	Период, год				
	2014	2015	2016	2017	2018
Коэффициент устойчивости экономического роста ($K_{уэр}$)	0,266	0,109	-0,015	0,024	0,131
K_p	0,728	0,637	-0,229	0,274	0,527
ROS	0,116	0,062	0,025	0,028	0,066
$K_{отд}$	0,673	0,444	0,405	0,465	0,596
$K_{фз}$	4,661	6,178	6,539	6,538	6,304

Из результатов таблицы видно, что все коэффициенты повторяют тенденцию коэффициента устойчивости экономического роста. Также прослеживается спад коэффициентов в 2015 и 2016 гг. Причиной спада являлось снижение цен на нефть и разработок новых месторождений, а также покупкой компании «Башнефть».

Таблица 2.6 – Влияние факторов на коэффициент устойчивости экономического роста на основе корреляции

Факторы	Значение
Коэффициент реинвестирования	0,852
Рентабельность продаж	0,807
Коэффициент капиталотдача	0,879
Коэффициент финансовой зависимости	-0,804

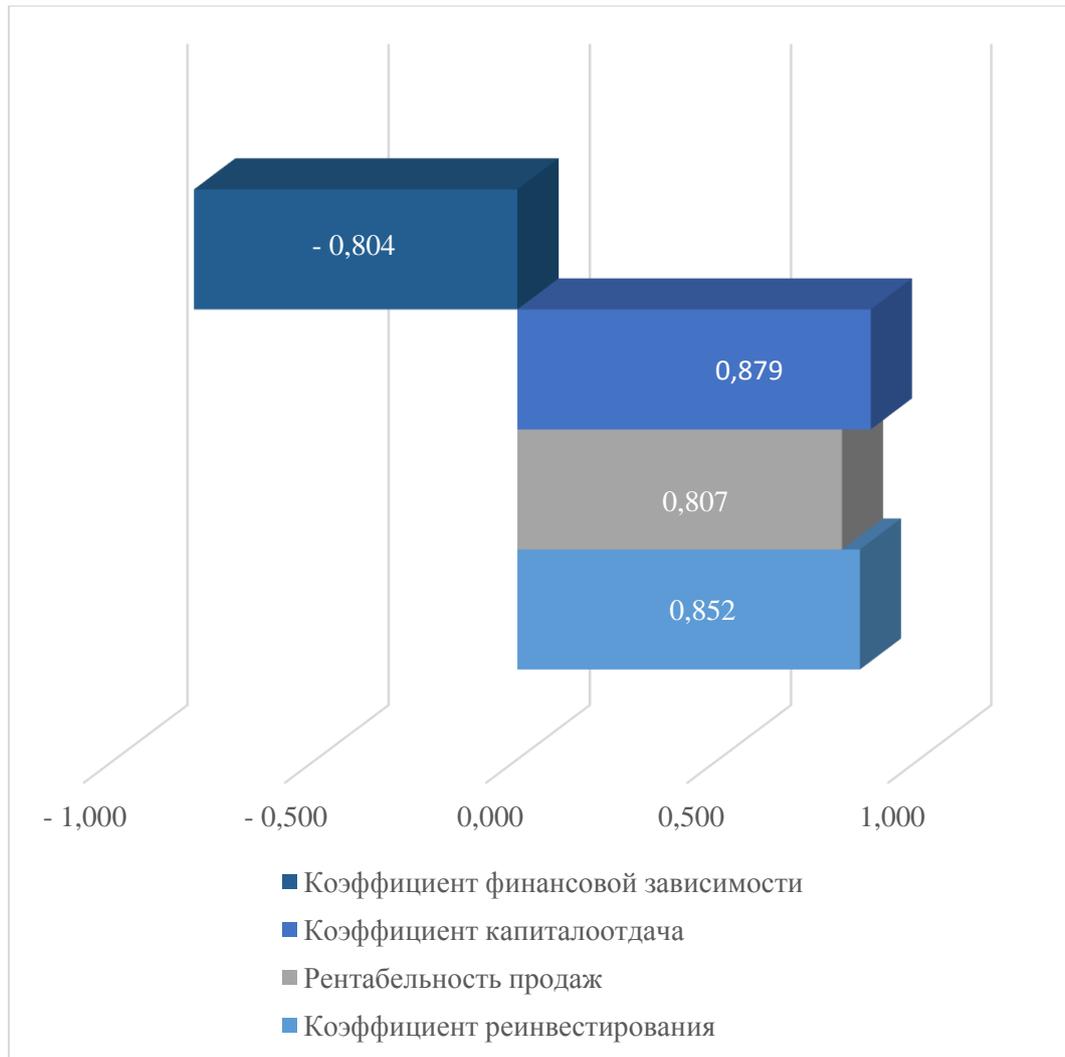


Рисунок 2.10 – Коэффициенты корреляции по 4-х факторной модели

Из рисунка 2.10 следует, что все факторы, за исключением коэффициента финансовой зависимости имеют прямую зависимость с коэффициентом устойчивости экономического роста. Наибольшее обратное влияние оказывает коэффициент финансовой зависимости со значением $-0,889$. А наибольшее прямое влияние оказывают рентабельность продаж и коэффициент реинвестирования, со значениями $- 0,807$ и $0,852$ соответственно.

Данный факторный анализ показал, что непосредственно влияет на экономический рост компании. В связи с этим стоит обратить внимание на

коэффициент финансовой зависимости, так как его увеличение негативно сказывается на экономическом росте компании.

Далее был проведен анализ деловой активности. Деловая активность предприятия в финансовом аспекте проявляется прежде всего в скорости оборота его средств. Анализ деловой активности заключается в исследовании уровней и динамики разнообразных коэффициентов оборачиваемости, основными из которых являются:

- коэффициент оборачиваемости и период оборота активов;
- коэффициент оборачиваемости и период оборота оборотных средств;
- период оборота дебиторской задолженности;
- период оборота кредиторской задолженности.

Был проведен расчет показателей, результаты приведены в таблице 2.7.

Таблица 2.7 – Показатели деловой активности ПАО «НК «Роснефть» в период 2014 - 2018 гг.

Наименование показателя	Период, год				
	2014	2015	2016	2017	2018
Оборачиваемость активов	0,673	0,444	0,405	0,465	0,596
Оборачиваемость оборотных средств (O_{oc})	1,939	1,088	1,059	1,442	1,703
Оборачиваемость дебиторской задолженности ($O_{дз}$)	3,190	1,978	2,215	2,414	2,688
Оборачиваемость кредиторской задолженности ($O_{кз}$)	0,857	0,530	0,478	0,549	0,708

Оборачиваемость активов, оборачиваемость оборотных средств, оборачиваемость кредиторской задолженности, оборачиваемость дебиторской задолженности увеличились по сравнению с периодом 2015-2017 гг.

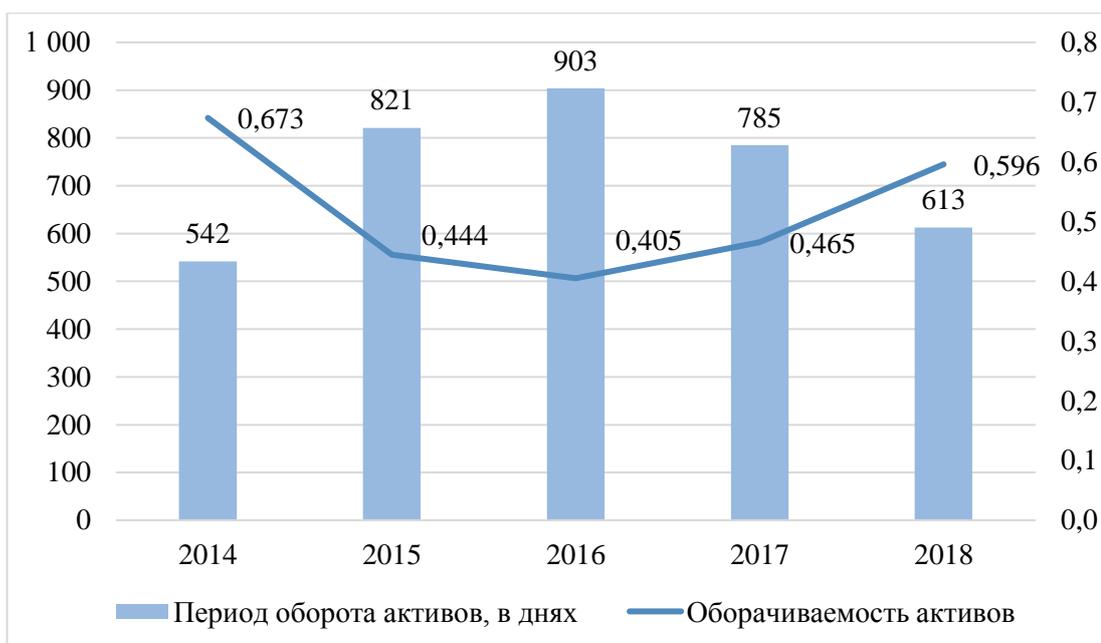


Рисунок 2.11 – Динамика периода оборота и коэффициента оборачиваемости активов ПАО «Роснефть» за 2014-2018 гг.

Коэффициент оборачиваемости активов отражает скорость оборота совокупного капитала предприятия, т.е. показывает, сколько раз за рассматриваемый период происходит полный цикл производства и обращения, приносящий соответствующий эффект в виде прибыли, или сколько денежных единиц реализованной продукции принесла каждая единица активов.

Коэффициент оборачиваемости активов ПАО «Роснефть» значительно снизился в 2015 г. и 2016 г., а затем возрастал, период оборота соответственно показывал обратную динамику. Это говорит об увеличении цикла производства и обращения, омертвлении финансовых ресурсов в активах, менее эффективном их использовании.

В 2018 г. активы полностью оборачивались лишь 0,596 раза, а средний период оборота составил 613 день, т.е. почти 2 года. Таким образом, каждый рубль, вложенный в активы, приносит всего 59,6 копеек выручки ежегодно. Это может быть следствием неэффективного использования активов, значительного омертвления капитала и недочетов в системе управления ПАО «НК «Роснефть».

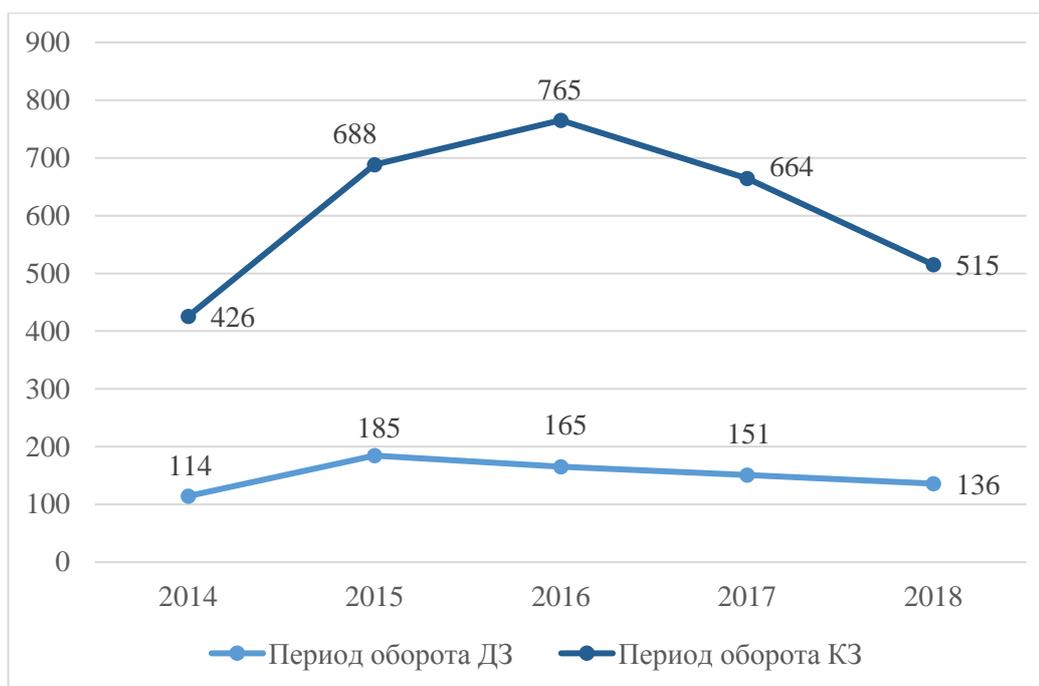


Рисунок 2.12 – Динамика периодов оборота дебиторской и кредиторской задолженности ПАО «НК «Роснефть» за 2014-2018 гг., дней

Оборачиваемость дебиторской задолженности измеряет скорость погашения дебиторской задолженности организации, насколько быстро организация получает оплату за проданные товары (работы, услуги) от своих покупателей.

Период оборота дебиторской задолженности показывает, сколько времени в среднем занимает оплата покупателем среднего остатка неоплаченной задолженности. Показатель измеряет эффективность работы с покупателями в части взыскания дебиторской задолженности, а также отражает политику организации в отношении продаж в кредит.

В 2015-2018 гг. происходит снижение периода оборота дебиторской задолженности ПАО «НК «Роснефть» со 185 до 136 дней. Снижение периода оборота дебиторской задолженности может говорить об снижении доли неплатежеспособных клиентов, либо переходе к более жесткой политике взаимоотношений с клиентами. Чем ниже данный показатель, тем ниже будет потребность компании в оборотном капитале.

Оборачиваемость кредиторской задолженности – это показатель скорости погашения организацией своей задолженности перед поставщиками и подрядчиками. Период оборота кредиторской задолженности показывает, сколько дней в среднем затрачивала компания на погашение своей кредиторской задолженности. Чем ниже данный показатель, тем быстрее компания рассчитывается со своими поставщиками.

В 2014-2016 гг. происходит рост периода оборота дебиторской задолженности ПАО «НК «Роснефть» с 426 до 765 дней. Увеличение периода оборота кредиторской задолженности может означать как проблемы с оплатой счетов, так и свидетельствовать о том, что компании удалось договориться с поставщиками о выгодном для нее графике платежей и использовать кредиторскую задолженность как источник получения чужих бесплатных финансовых ресурсов.

В 2014-2016 гг. происходит снижение оборота кредиторской задолженности. Снижение периода оборота кредиторской задолженности может означать, что не имеет проблем с оплатой кредитов, и пытается быстрее их выплатить.

Следующим этапом анализа финансового состояния компании является анализ эффективности использования капитала, были рассчитаны необходимые коэффициенты в период с 2013 г. до 2018 г. Результаты представлены в таблице 2.8.

Таблица 2.8 – Показатели эффективности использования капитала ПАО «НК «Роснефть» в период 2013 - 2018 гг.

Наименование показателя	Период, год					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Коэффициент рентабельности активов (ROA)	0,079	0,021	0,058	0,025	0,009	0,012

Окончание таблицы 2.8

Наименование показателя	Период, год					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Коэффициент рентабельности собственного капитала (ROE)	0,103	0,365	0,172	0,067	0,086	0,248
Коэффициент рентабельности продаж (ROS)	0,038	0,116	0,062	0,025	0,028	0,066

Показатели эффективности использования капитала в целом повысились.

Коэффициент рентабельности активов увеличил свое значение, что говорит об эффективности управления предприятием.

Повышение рентабельности производственных фондов свидетельствует о постоянном росте эффективности работы производственной сферы предприятия.

Также для более точной картины анализа внутренних факторов следует сказать об корпоративном управлении компании. Так как качество управления компанией играет немаловажную роль для инвесторов, ведь если инвестор не уверен в правильности управления компании, он не будет в нее инвестировать свои средства.

Достижение высоких стандартов в управлении компанией так же, как и увеличение акционерной стоимости компании являются одними из главных целей для управления «Роснефти». Компания привержена прозрачному и ответственному управлению бизнесом, так как это влияет на доверие инвесторов.

Эффективное управление также влияет на статус компании в целом на мировом рынке. Цель управления компании учесть интересы всех участников деятельности компании.

Компания предоставляет всю финансовую отчетность в открытом доступе. «Роснефть» предоставляет отчетность в двух видах по РСБУ и МСФО.

Ближайшей задачей, которую ставит компания с целью дальнейшего усовершенствования процедуры финансовой отчетности в соответствии с ОПБУ США, — продолжать сокращать временной разрыв между окончанием периода финансовой отчетности и датой опубликования показателей финансовой деятельности за этот период.

Руководство текущей деятельностью ПАО «НК «Роснефть» осуществляется единоличным исполнительным органом (Главным исполнительным директором) и коллегиальным исполнительным органом (Правлением). Исполнительные органы подотчетны Совету директоров и общему собранию акционеров. Члены Совета директоров ПАО «НК «Роснефть» - опытные руководители, пользующиеся высоким авторитетом в деловом сообществе. Для более эффективного рассмотрения вопросов на заседаниях совета директоров, по многим наиболее важным тематикам свои рекомендации предоставляют постоянно действующие Комитеты Совета директоров - Комитет по кадрам и вознаграждениям, Комитет по стратегическому планированию и Комитет по аудиту.

«Роснефть» постоянно работает над репутацией компании, а так как высокие стандарты корпоративного управления – важный фактор, влияющий на репутацию, происходит постоянное усовершенствование методов управления.

В Компании внедрена и непрерывно совершенствуется централизованная модель системы управления рисками и внутреннего контроля.

Эффективное функционирование системы управления рисками и внутреннего контроля позволяет обеспечить надлежащий контроль финансово-хозяйственной деятельности организации и предоставить менеджменту набор надлежащих средств для выявления, оценки, управления и мониторинга рисков, а также обмена необходимой информацией между заинтересованными сторонами в целях принятия риск-ориентированных управленческих решений.

Система управления рисками и внутреннего контроля Компании соответствует требованиям российского законодательства, рекомендациям Кодекса корпоративного управления Банка России и передовыми практикам и представляет собой совокупность процессов управления рисками и внутреннего контроля, осуществляемых на базе существующей организационной структуры, внутренних политик и регламентов, процедур и методов управления рисками и внутреннего контроля, применяемых в Компании на всех уровнях управления и в рамках всех функциональных направлений.

Постоянное совершенствование системы управления рисками и внутреннего контроля позволяет своевременно реагировать на все изменения внутренние и внешние, влияющие на функционирование компании, тем самым увеличивая возможность эффективности деятельности компании, а также приумножать ценность компании.

В целях обеспечения последовательного, непрерывного и интегрированного развития системы управления рисками и внутреннего контроля в соответствии с долгосрочной программой развития ПАО «НК «Роснефть» разработан и ежегодно актуализируется план развития системы управления рисками и внутреннего контроля, который включает мероприятия, направленные на совершенствование процессов управления рисками и внутреннего контроля и на организацию взаимодействия и обмена информацией в рамках системы управления рисками и внутреннего контроля.

Основными направлениями развития системы управления рисками и внутреннего контроля на среднесрочный период являются:

- 1) совершенствование методологической базы системы управления рисками и внутреннего контроля с учетом изменения российского законодательства и тенденций в лучших мировых практиках;
- 2) совершенствование инфраструктуры и процесса управления рисками и внутреннего контроля;

3) внедрение полнофункциональных информационных ресурсов, осуществление информационного сопровождения системы управления рисками и внутреннего контроля и т.д.

В завершении анализа внутренних факторов, влияющих на инвестиционную привлекательности можно сделать вывод, что компания имеет квалифицированные кадры управления, и постоянно совершенствует систему управления. Результаты анализа финансового состояния показали, что промышленная компания ПАО НК «Роснефть» имеет низкую долю собственного капитала; к концу рассматриваемого периода произошло повышение финансовых результатов, рентабельности и деловой активности.

2.3 Анализ внешних факторов, определяющих инвестиционную привлекательность компании

Проведем оценку внешних факторов, определяющих инвестиционную привлекательность компании. Их можно оценить с помощью рейтингов инвестиционной привлекательности, которые разрабатываются рейтинговыми агентствами. Сюда можно отнести две группы факторов: инвестиционная привлекательность страны и инвестиционная привлекательность отрасли.

Нефтяная промышленность России является важным игроком как в экономическом развитии страны, так и на мировом энергетическом рынке. Производство нефти и попутного газа – наиболее конкурентоспособные отрасли национальной экономики с позиций интеграции страны в систему мировых экономических связей.

Для России нефтегазовые продукты имеют немаловажное значение и являются одним из важных источников пополнения бюджета страны. Однако в нефтегазовой экономике есть негативные направления, которые мешают быстрому росту этой промышленности. Среди наиболее важных проблем выделяют исчерпывание и падения качества нефти и газа во многих странах, соперничество с другими источниками энергии и многие другие.

Следовательно, при таких обстоятельствах конкурентоспособность нефтегазовых компаний находится в зависимости от возможности оптимизации расходов. Это происходит из-за введения новейших технологий от поиска и добычи углеводородов вплоть до реализации товаров их обработки. По данным Международного энергетического агентства, в мировой нефтяной промышленности при появлении новых технологий, будет существенно расти объем добычи нефти за счет нестандартных средств. К таким ресурсам относят тяжелую нефть, битумы, арктическую нефть и другие. Также сланец является ресурсом и нестандартным источником добычи нефти и газа. Насчитывается более 650 триллионов тонн горючих сланцев во всем мире, из них можно извлечь 26 триллионов сланцевой нефти, их должно хватить примерно на 300 лет. Большими запасами этого источника обладают Мексика, Алжир, Эстония и Аргентина. В Канаде и США уже проводится его добыча. Россия лидирует по запасам сланцевой нефти и составляет 22 % от всех мировых месторождений, но, несмотря на это, в России она пока мало востребована. Российские нефтяники не имеют возможности использовать зарубежные технологии и при освоении сланцев им нужны свои научные разработки. Происходит это из-за различий между нашими и иностранными сланцами. Также в России появляются новые разработки по добыче битумной нефти. Она применяется в строительстве, после вторичной переработки можно получить клеи, пластики, энергоносители. Впрочем, при данном уровне разработки новых технологий большая их часть будет недоступна для добычи. Объемы переработки нефти и газа с каждым годом увеличиваются. С 2000 по 2018 год нефтегазовый комплекс увеличил переработку со 175 млн тонн до 290,7 млн тонн.

Проведем статистический анализ социально-экономических характеристик нефтегазовой промышленности России по данным Росстата и научно-аналитического издания «Нефтегазовый комплекс России. Часть 1. Нефтяная промышленность: долгосрочные тенденции и современное состояние».

Рассмотрим тенденцию нефтегазовой отрасли России на фоне изменения мировых тенденций.

Динамика добычи нефти в мире представлена на рисунке 2.14 [31].

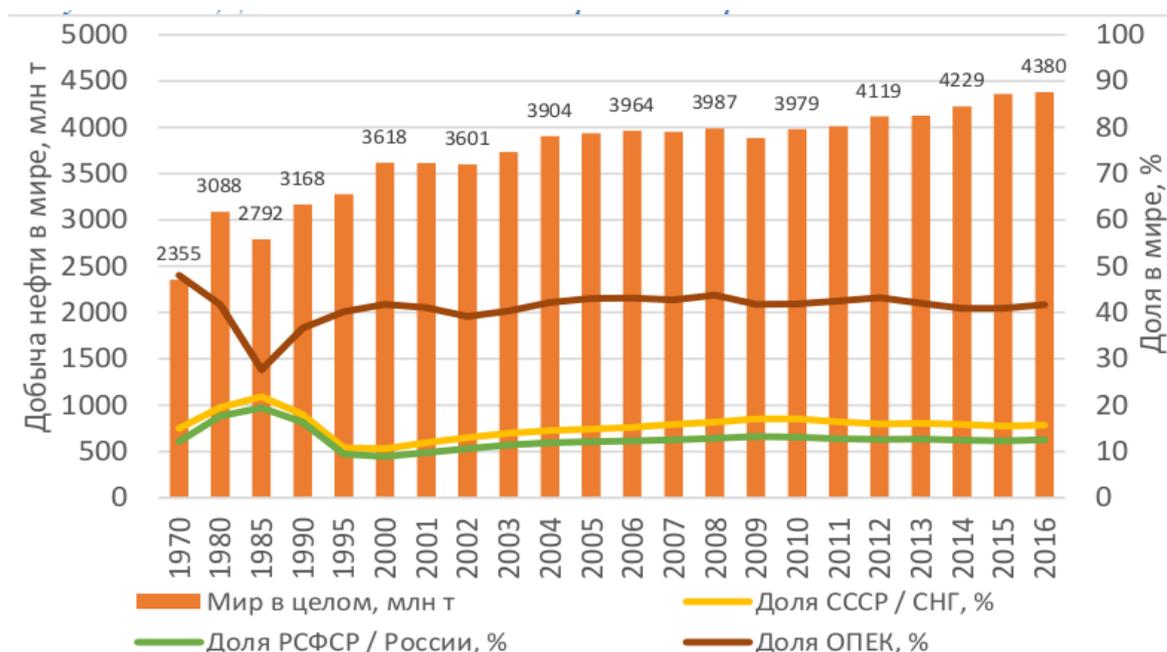


Рисунок 2.14 – Динамика добычи нефти в мире [31]

Рост мировой добычи нефти и конденсата в 2016 г. существенно замедлился по сравнению с предыдущим годом (прирост 0,4 %) и составил 4,38 млрд т (рисунок 2.15). Удельный вес экспорта нефти в общем объеме российского экспорта в 2018г. составил 28,7%, в экспорте топливно-энергетических товаров – 45,0% (в 2017г., соответственно, 26,1% и 44,0%) [32].

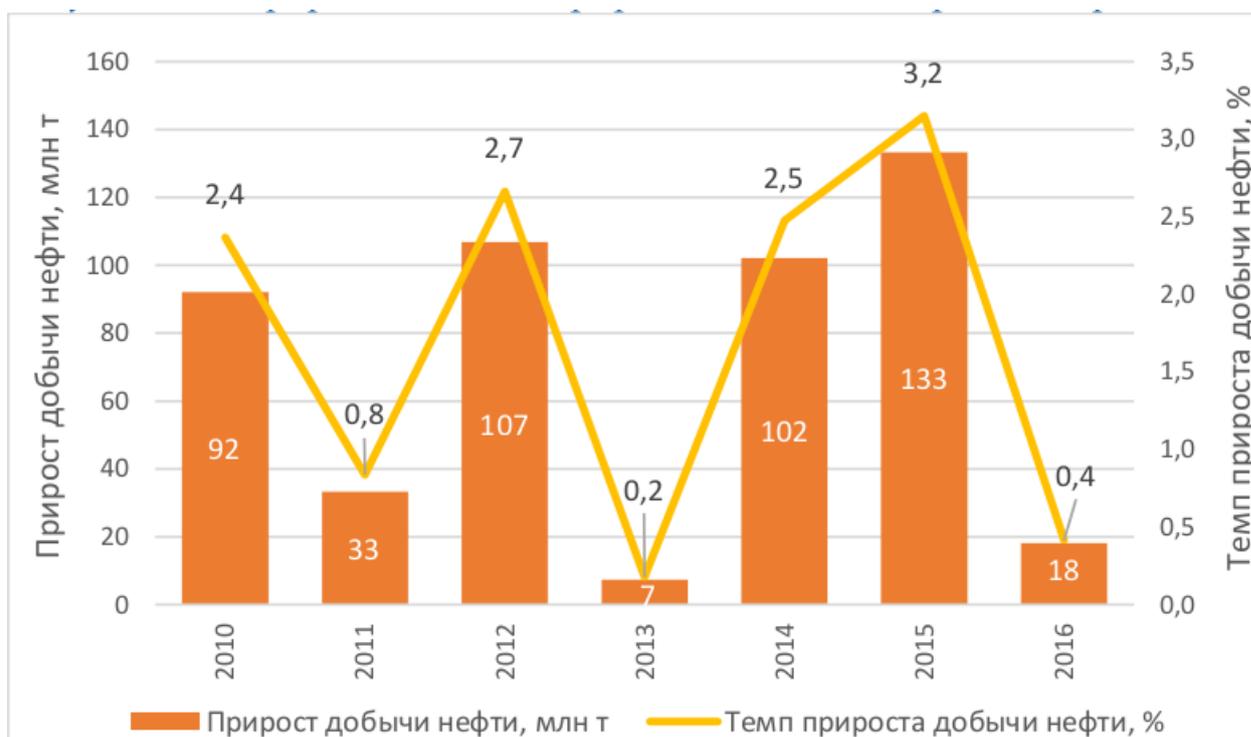


Рисунок 2.15 – Прирост и темпы прироста добычи нефти в мире [31]

На динамику добычи повлияло, с одной стороны, сокращение добычи сланцевой нефти в США, с другой – увеличение добычи странами ОПЕК и России. Фактором, сдерживающим рост добычи, также выступило сокращение темпов прироста потребления в странах АТР – основном мировом драйвере прироста потребления нефти в мире, а также в ряде других регионов.

Однако, продолжающееся снижение цены безубыточности добычи сланцевой нефти, как ожидается, уже в 2017 г. привело к существенному увеличению числа вышек для горизонтального бурения в США.

По итогам 2016 г. в странах ОПЕК добыча нефти выросла на 2,3%. Рост этого показателя обеспечивался, прежде всего, Ираном и Саудовской Аравией. В период 2012-2015 гг. доля ОПЕК в мировой добыче нефти планомерно сокращалась с 43,2% до почти 40,9%.

Снижение мировых цен на нефть в 2016 г. позволило восстановить позиции ОПЕК на мировом рынке. В 2016 г. страны ОПЕК уже обеспечивали около 41,7 % мировой добычи.

Добыча нефти на постсоветском пространстве в 2016 г. в очередной раз обновила свой максимум и составила 686 млн т, что на 11,5 млн т выше уровня предыдущего года. Рост добычи в регионе обеспечивался за счет России, в то время как добыча нефти в Казахстане, Азербайджане, Узбекистане и Украине незначительно снизилась.

В настоящее время крупнейшими производителями нефти в регионе являются Россия (79,9%), Казахстан (11,3%), Азербайджан (6,1%) и Туркменистан (1,8%). Суммарно они обеспечивают 15,7% мировой добычи нефти.

Добыча нефти в России по итогам 2018 г. выросла до максимальных показателей с 1990 г. и составила 555,6 млн т нефти [32]. При этом абсолютный максимум добычи на территории РСФСР был достигнут в 1988 г. и составил около 570 млн т. В настоящее время доля России в мировой добыче нефти составляет 12,5%.

В последние несколько лет уровень цен на нефть находится под влиянием экономических кризисов, замедления темпов роста мировой экономики, бурного развития технологий в нефтедобыче и развитии альтернативной энергетики, дисбаланса спроса и предложения на рынке нефти, а также многих других факторов.

В период экономического кризиса 2008-2009 гг. среднегодовая добыча нефти снизилась на 40 % относительно предкризисных значений.

Однако уже в 2011 г. цены превысили предкризисный уровень, что сделало выгодным инвестиции в освоение трудноизвлекаемых и нетрадиционных источников углеводородов. В результате уже в 2013-2014 гг. наметилась тенденция к «перепроизводству» нефти, а в 2015 г. предложение превысило спрос.

В результате в 2014 г. на мировом рынке нефти началось падение цен на нефть (рисунок 2.16, рисунок 2.17).

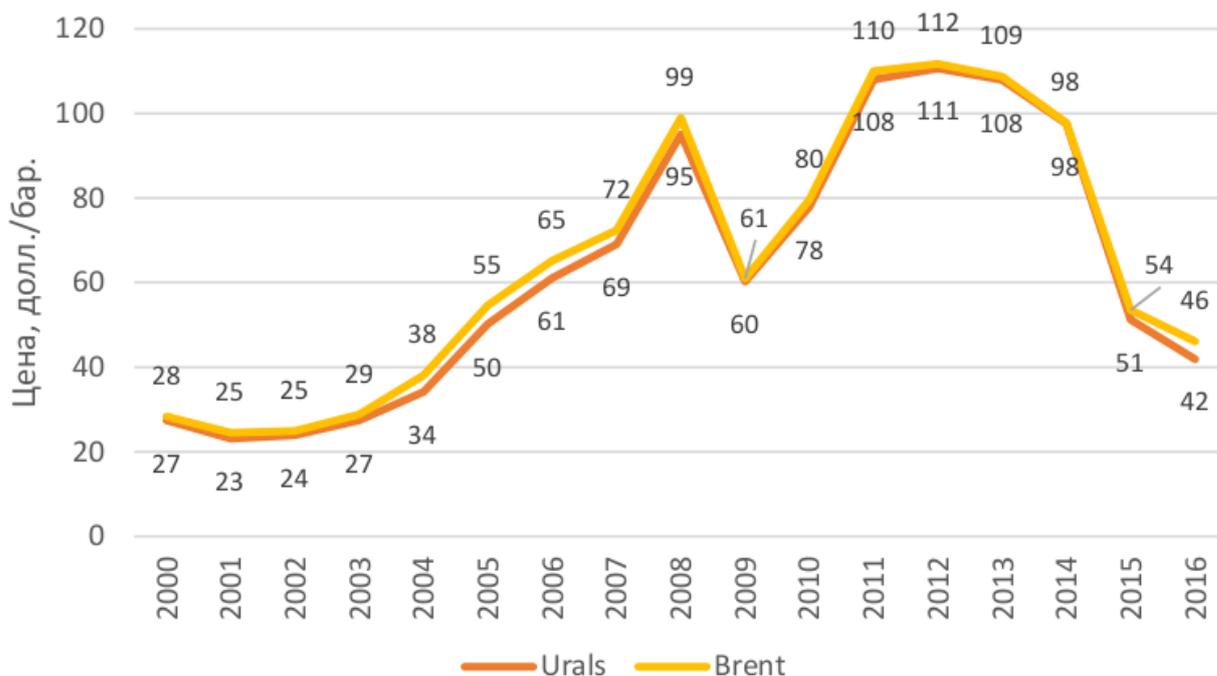


Рисунок 2.16 – Динамика цен на нефть марки Urals и Brent [31]

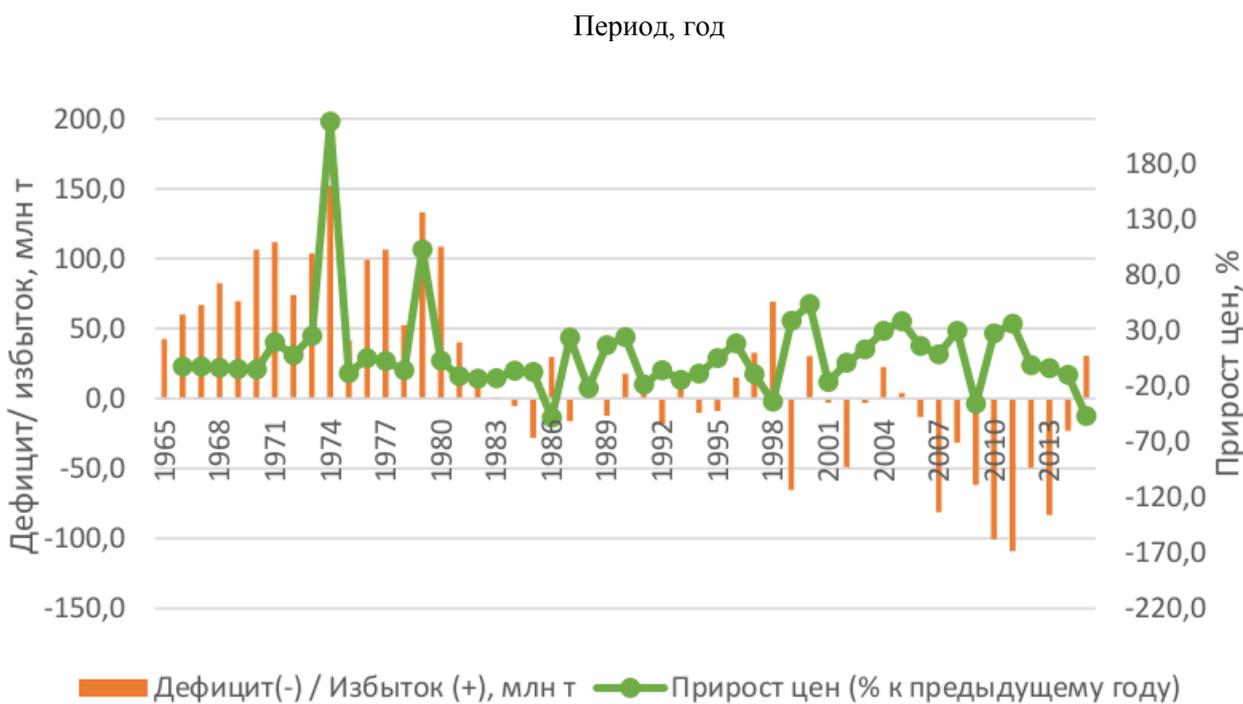


Рисунок 2.17 – Баланс спроса и предложения на рынке нефти

В 2015 г. эта тенденция усилилась, цена Urals сократилась почти в два раза с 97,6 до 51,2 долл./бар., чему способствовал комплекс факторов:

- рост добычи сланцевой нефти в США и битуменозной нефти в Канаде;

- резкое расширение сегмента независимой добычи нефти в мире, которое привело к значительному ослаблению консолидации стран ОПЕК;
- замедление темпов роста мировой экономики и спроса на энергоресурсы;
- быстрый рост эффективности потребления нефтепродуктов на транспорте и замещение альтернативными видами топлива с середины 2000-х гг.

В 2016 г. цены на нефть достигли многолетнего минимума, опустившись ниже 28 долл. за баррель марки Brent. Во второй половине 2016 г. произошла корректировка цен, а усилия стран ОПЕК и крупнейших производителей нефти по ограничению добычи позволили в конце 2016 г. и начале 2017 г. стабилизировать цены в диапазоне 48-57 долл. за баррель. По итогам 2016 года нефть марки Urals сократилась на 9,3 долл./бар. - с 51 до 42 долл./бар. По итогам 2018 года средняя цена барреля российской марки Urals достигла \$70,9, что на 36% больше показателя прошлого года.

На протяжении всего 2016 г. наблюдалась тенденция к постепенному росту спреда Brent-Urals. В первом квартале 2017 г. спред Brent-Urals достиг полуторагодового максимума и составил 1,5 доллара.

Что касается Российской Федерации, то прирост запасов нефти в 2016 г. составил 575 млн т, что на 21,2% ниже уровня 2015 г. (730 млн т) и превысил текущий уровень добычи по стране на 41 млн т, или на 7,7% (рисунок 2.5).

На протяжении последних 25 лет объём прироста запасов нефти имел неустойчивую динамику. В период с 1991 г. по 2004 г. наблюдалось в основном сокращение объёма прироста запасов нефти, а с 2005 г. начался устойчивый рост. В то же время уровень прироста запасов нефти, который бы обеспечивал расширенное воспроизводство сырьевой базы, т. е. превышал текущую добычу, был достигнут только в 2008 г.

С 2017 года в России работает новая версия бюджетного правила: все сверхдоходы от нефти дороже \$40 поступают в резервы. Высокие цены позволили правительству пополнять Фонд национального благосостояния опережающими темпами. В 2019 году, по мнению первого вице-преьера и министра финансов Антона Силуанова, когда сверхдоходы переведут в

бюджет, его объем достигнет 6,4–6,5 трлн руб. По нынешнему бюджетному правилу правительство может начать инвестировать средства из ФНБ, когда тот достигнет 7% ВВП (примерно к этой отметке он и приблизится в 2019 году).

В 2018 г. добыча нефти в России возросла до 555,6 млн. тонн (101,7% относительно 2015 г.). За последние 10 лет достигнут рекордный показатель прироста добычи нефти, как в абсолютных, так и в относительных величинах (рисунок 2.18).



Рисунок 2.18 – Темпы прироста добычи нефти в России

Несмотря на снижение цен на нефть в 2016 году, компании запустили инвестиционные программы по освоению новых месторождений, оптимизации и повышению эффективности на традиционных объектах. Устойчивой тенденцией изменения структуры добычи нефти в России является увеличение доли добычи газового конденсата, что связано с активным вовлечением в разработку высококонденсатного газа Западной Сибири.

Отчасти в связи с этим рекордсменом по приросту добычи нефти в стране является Ямало-Ненецкий округ, где происходит рост добычи как нефти, так и газового конденсата. По состоянию на 01.01.2017 г., добычу нефти и

газового конденсата на территории страны осуществляли 295 организаций, из них 107 организаций входят в структуру 11 вертикально-интегрированных компаний (ВИНК), преимущественно нефтедобывающих, и двух преимущественно газо- и конденсатодобывающих. независимых добывающих компаний, не входящих в структуру ВИНК, – 185.

На условиях соглашений о разделе продукции в России работают три компании. Около 81% всей добычи нефти и конденсата в России приходится на ВИНК (рисунок 2.19).

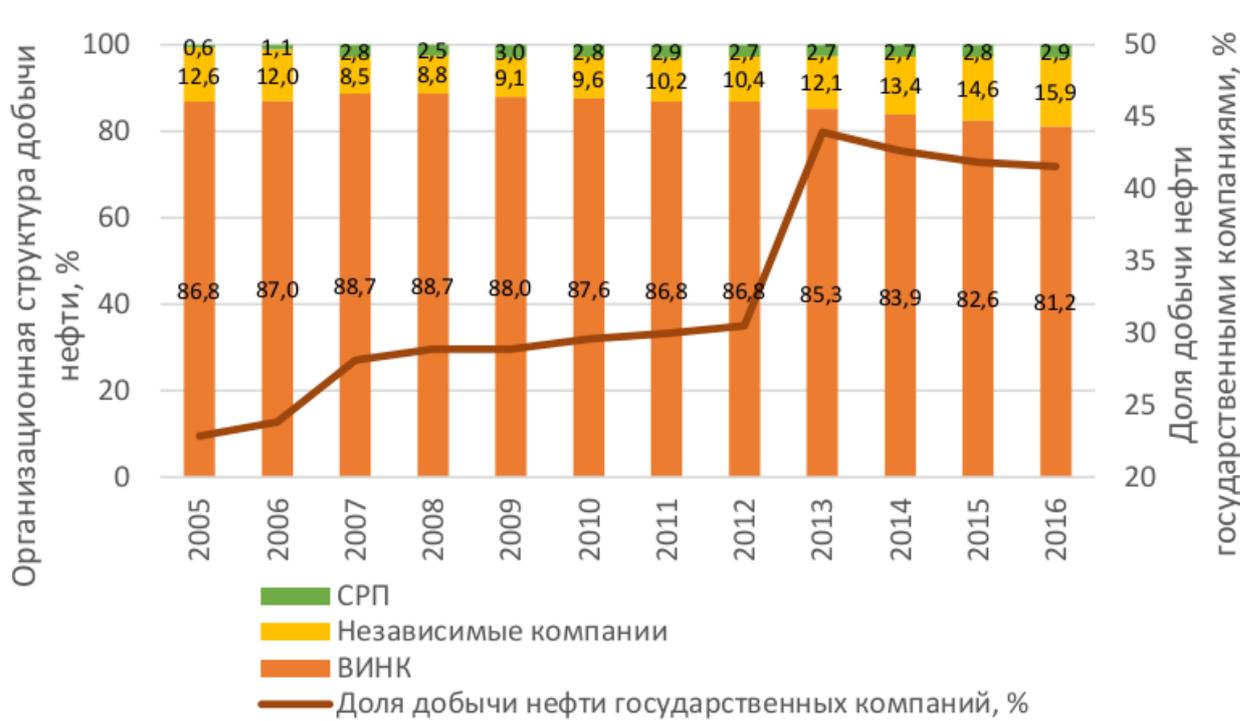


Рисунок 2.19 – Организационная структура добычи нефти в России [31]

В 2016 г. вертикально-интегрированными нефтяными компаниями добыто 444,4 млн т нефти.

Доля государственных компаний (ПАО «Роснефть» и ПАО «Газпром нефть» без учета неконсолидированных активов) снизилась с 43,9 до 41,5 % за счет развития, прежде всего, независимого сектора и добычи конденсата газовыми компаниями. На протяжении последних 10 лет прирост добычи нефти в России осуществляется преимущественно независимыми нефтяными компаниями, так или иначе формально не входящими в структуру ВИНК.

За последние 10 лет доля независимых нефтяных компаний в общероссийской в России добыче возросла почти в два раза – с 8,5 до 15,9%.

Наиболее интенсивно этот процесс осуществляется последние четыре года, так в 2013 г. независимые компании увеличили добычу на 9,2 млн т, в то время как добыча нефти ВИНК сократилась на 3,8 млн т.

В результате общий прирост добычи нефти в России в 2013 г. составил 5,4 млн т. Такая же тенденция продолжилась в последующие годы. В результате, по итогам 2016 г. добыча нефти независимыми компаниями выросла на 8,9 млн т относительно предыдущего года.

Устойчивым трендом последних лет было сокращение добычи нефти ВИНК (рисунок 2.20). Однако по итогам 2016 г. прирост добычи в этой группе составил около 3,6 млн т относительно предыдущего года.

По итогам 2016 г. наибольший прирост добычи ВИНК у ПАО «Газпром нефть», увеличив добычу на 3,4 млн т. Очередной год подряд наращивают добычу нефти в России компании с наиболее сложной и выработанной сырьевой базой – «Татнефть» (+5,3 %) и «Башнефть» (+7,3 %). Региональные власти и соответствующие компании европейской части России внимательно следят за состоянием сырьевой базы и добычи нефти, рационально подходят к разработке существующих месторождений, методам интенсификации добычи, роли мелких и мельчайших месторождений в структуре добычи нефти.

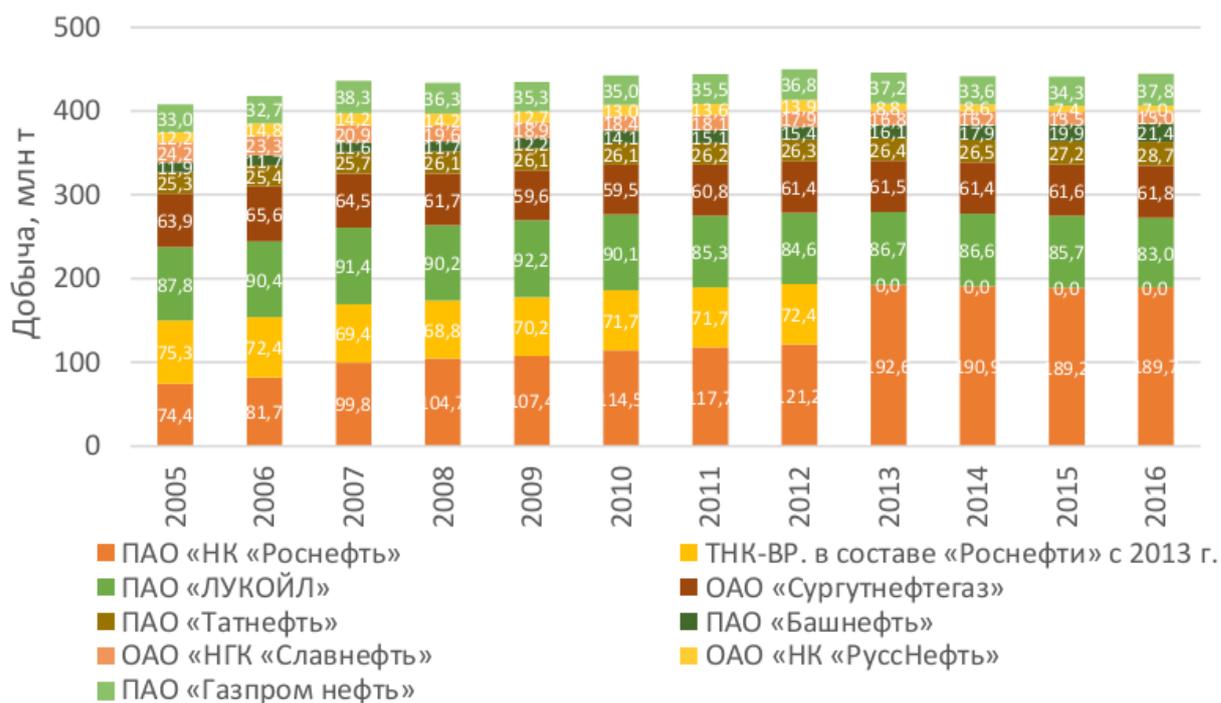


Рисунок 2.20 – Добыча нефти в России по компаниям [31]

В настоящее время в России функционируют 37 крупных НПЗ с объёмами переработки более 1 млн т в год и значительное количество малых НПЗ (МНПЗ). По общей мощности российская нефтеперерабатывающая промышленность занимает третье место в мире, уступая США и Китаю.

Далее проведем финансовый анализ и составим сводную таблицу результатов финансового анализа крупнейших компаний отрасли (таблица 2.9). Анализ основан на финансовой отчетности компаний Роснефть, Газпромнефть, Лукойл, Сургутнефтегаз. Финансовая отчетность и расчет коэффициентов представлены в приложениях А, Б, В, Г.

Таблица 2.9 – Сводная таблица результатов финансового анализа крупнейших компаний отрасли

Наименование показателя	Роснефть	Газпромнефть	Лукойл	Сургутнефтегаз
Структура собственности	Государственная	Государственная	Смешанная	Частная
Структура пассивов	Низкая доля собственного капитала	Низкая доля собственного капитала	Высокая доля собственного капитала	Высокая доля собственного капитала

Окончание 2.9

Наименование показателя	Роснефть	Газпромнефть	Лукойл	Сургутнефтегаз
Финансовые результаты	Выше средних по отрасли	Ниже средних по отрасли	Выше средних по отрасли	Выше средних по отрасли
Показатели платежеспособности и ликвидности	Выше средних по отрасли			
Показатели финансовой устойчивости	Выше средних по отрасли			
Показатели рентабельности	В целом соответствуют средним по отрасли			
Динамика финансового состояния	Ухудшение показателей финансового состояния	Ухудшение показателей финансового состояния	Ухудшение показателей финансового состояния	Ухудшение показателей финансового состояния

Из результатов сравнительного анализа, представленного в таблице можно увидеть, что Роснефть не уступает конкурентам по всем статьям, кроме доли собственного капитала. И как уже ранее было описано, стоит проработать соотношение заемных и собственных средств, так как этот факт ставит под удар финансовую устойчивость компании. Также фактор преобладающей доли государственного владения компанией играет не маловажную роль, в связи с тем, что данный факт говорит о большей зависимости от правления государства над предприятием, чем у частных компаний.

Далее рассмотрим показатели инвестиционной привлекательности крупнейших компаний отрасли за 2018 г. в таблице 2.10.

Таблица 2.10 – Показатели инвестиционной привлекательности крупнейших компаний отрасли

Наименование показателя	Роснефть	Газпром нефть	Лукойл	Сургутнефтегаз
Рыночная капитализация, млн долл.	65 286	23 594	53 823	13 808
ЕБИТДА, млрд руб.	1 028,66	402	730	338

Окончание таблицы 2.10

Наименование показателя	Роснефть	Газпром нефть	Лукойл	Сургутнефтегаз
Чистый долг (Net Debt), млрд руб.	9 840,4	641	437	32
ЕБИТДА/Net Debt	0,67	0,63	1,67	10,56
Коэффициент долговой нагрузки	3,39	2,84	2,70	1,91

Как мы видим, наибольшей рыночной капитализацией, суммой ЕБИТДА и чистого долга обладает компания «Роснефть», также она имеет наибольший размер долговой нагрузки. На втором месте по объему капитализации и прибыли находится компания «Лукойл», наименьший капитализации демонстрирует компания «Газпром нефть», а прибыли «Сургутнефтегаз».

Далее обобщим результаты статистического анализа нефтегазовой отрасли и анализа финансового состояния крупнейших компаний отрасли (таблица 2.11). Расчет показателей компаний Газпром нефть, Лукойл и Сургутнефтегаз представлены в приложениях Б, В, Г.

Таблица 2.11 – Результаты статистического анализа нефтегазовой отрасли, анализа финансового состояния крупнейших компаний отрасли

Наименование показателя	Значение показателя
1. Отрасль в целом	
Крупнейшие предприятия отрасли	«Роснефть», «Газпром нефть», «Лукойл» и «Сургутнефтегаз»
Состояние сырьевой базы	Тенденции к «проедению» и к ухудшению структуры разведанных запасов нефти и газа
Структура нефтегазового комплекса	Около 81% всей добычи нефти и конденсата в России приходится на ВИНК
Темпы роста добычи нефти и газа	За последние 10 лет достигнут рекордный показатель прироста добычи нефти, как в абсолютных, так и в относительных величинах
2. Крупнейшие компании отрасли	
Показатели финансового состояния	Лучшие показатели финансового состояния в отрасли у компаний «Лукойл» и «Сургутнефтегаз»
Показатели инвестиционной привлекательности	Лучшие показатели инвестиционной привлекательности – компания «Роснефть», наименьшие показатели у компаний «Газпром» и «Сургутнефтегаз»

Таким образом, показатели рентабельности активов, «Газпронефть», «Лукойл» и «Сургутнефтегаз» превышают средний уровень по отрасли, а показатели «Роснефть» значительно ниже среднего уровня. Коэффициент автономии таких компаний как «Лукойл» и «Сургутнефтегаз» превышает средний уровень по отрасли. Показатели рентабельности продаж «Лукойл» и «Сургутнефтегаз» превышают средний уровень по отрасли, а показатели «Роснефть» и «Газпромнефть» значительно ниже среднего уровня. Наибольшей рыночной капитализацией и суммой EBITDA обладает компания «Роснефть». На втором месте по объему капитализации и прибыли находится компания «Лукойл», наименьший капитализации демонстрирует компания «Газпромнефть», а прибыли «Сургутнефтегаз». По уровню долговой нагрузки на первом месте находится компания «Роснефть». В целом можно сказать, что лучшие показатели финансового состояния наблюдается у компаний, имеющих частную и смешанную форму собственности.



Рисунок 2.21 – Крупнейшие компании России по капитализации по итогам 2018 года [33]

В результате анализа нефтегазовой отрасли и лидеров отрасли можно сказать, что компания «Роснефть» является инвестиционно-привлекательной. Она занимает лидирующие позиции в отрасли, а также является лидером России по рыночной капитализации по данным РИА рейтинга на конец 2018 года (рисунок 2.21). Однако руководству компании стоит обратить

внимание на структуру капитала, а в точности на долговые обязательства компании.

Выводы по главе два

Обобщая итоги анализа инвестиционной привлекательности компании «Роснефть» можно сделать следующие выводы:

1) «Роснефть» является лидером российской нефтяной отрасли и крупнейшей публичной нефтегазовой корпорацией мира. Целью деятельности публичного акционерного общества «Нефтяная компания «Роснефть», согласно Уставу, является извлечение прибыли.

2) Рассматривая структуру собственности компании за 2014-2018 гг. можно сказать, что АО «РОСНЕФТЕГАЗ» является самым крупным акционером компании ПАО «НК «Роснефть» и находится в 100%-ной федеральной собственности.

3) В настоящее время в России активно продолжается модернизация нефтеперерабатывающих заводов с целью перехода на выпуск автомобильного топлива высоких экологических классов. В 2018 г. лидером по добыче нефти выступило ПАО «Роснефть», на втором месте находилось ПАО «Лукойл», на третьем – ПАО «Сургутнефтегаз». В части переработки и экспорта нефти наибольший объем приходился у ПАО «Роснефть».

4) Также к позитивным тенденциям увеличения инвестиционной привлекательности компании можно отнести увеличение рыночной капитализации компании, рост показателей EBIT, EBITDA, маржи EBITDA. К негативным тенденциям можно отнести увеличение долговой нагрузки и чистого долга, снижение свободного денежного потока, что нашло отражение в результатах анализа финансового состояния предприятия, проведенного ранее в работе. Результаты анализа финансового состояния показали, что у компании ПАО НК «Роснефть» имеет низкую долю собственного капитала; обладает проблемами в области финансовой устойчивости; к концу периода

произошло снижение финансовых результатов и рентабельности. Также компания имеет оптимальные показатели деловой активности.

5) Также было выявлено повышение инвестиционного рейтинга компании рейтинговым агентством S&P с «BB+» до «BBB-».

6) Оценка конкурентоспособности отрасли показала, что сильными сторонами нефтегазового комплекса России являются высокие темпы роста добычи нефти, высокий уровень технической оснащенности нефтегазовой отрасли, наличие в нефтегазовой отрасли вертикально интегрированных структур, высокая востребованность углеводородов в качестве ресурса для различных видов транспорта, нефтехимического производства, развитый сегмент переработки и сбыта. Слабыми сторонами являются зависимость от средних мировых цен на углеводороды, увеличение ставки налога на добычу полезных ископаемых, секторальные экономические санкции со стороны США, высокая зависимость от развитости транспортной инфраструктуры, ограниченная возможность транспортировки нефтепродуктов.

7) Угрозами для нефтегазовой отрасли являются снижение темпов роста цен на нефть марки Urals, развитие альтернативных видов энергетики, замедление темпов роста мировой экономики, расширение сегмента независимой добычи нефти, которое может привести к ослаблению консолидации стран ОПЕК, продолжение «проедания» и ухудшения структуры разведанных запасов нефти и газа. Возможностями развития нефтяного комплекса России являются разработка и внедрение инновационных технологий в нефтегазовой отрасли, увеличение объема продаж за счет выхода на новые рынки, наличие ряда перспективных объектов на поиски углеводородного сырья, государственная поддержка отрасли, совершенствование организационно-экономических условий нефтяного комплекса.

8) Наибольшей рыночной капитализацией, суммой EBITDA и чистого долга обладает компания «Роснефть», также она имеет наибольший размер долговой нагрузки. Данную компанию по значениям показателей можно

назвать лидером отрасли. На втором месте по объему капитализации и прибыли находится компания «Лукойл», наименьший капитализации демонстрирует компания «Газпромнефть», а прибыли «Сургутнефтегаз». В целом можно сказать, что лучшие показатели финансового состояния наблюдается у компаний, имеющих частную и смешанную форму собственности.

3 ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ ПАО «НК «РОСНЕФТЬ»

3.1 Оценка инвестиционной привлекательности на основе коэффициентов финансово-хозяйственной деятельности, семифакторной модели и экспертной оценки

Во второй главе работы была предоставлена характеристика компании Роснефть, были проанализированы внутренние и внешние факторы, формирующие инвестиционную привлекательность компании. На основе проведенного анализа проведем оценку инвестиционной привлекательности компании. В пункте 2.2 данной работы был проведен анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия, на основе этих исследований проведем анализ показателей инвестиционной привлекательности компании «Роснефть» на основании данных годового отчета (приложение А) [30] в таблице 3.1.

Таблица 3.1 – Показатели инвестиционной привлекательности компании ПАО «НК «Роснефть»

Наименование	2016	2017	2018
Структура собственности	Наиболее крупный акционер – АО «РОСНЕФТЕГАЗ» – федеральная собственность		
Прибыль на акцию (EPS), руб.	9,37	13,11	43,48
Дивиденд на акцию (DPS), руб.	5,98	6,65	14,58
Рыночная капитализация (Market Capitalization), млрд. руб.	3 405,2	3 674,9	4 318,5
ЕБИТДА, млрд руб.	572,03	615,93	1 028,66
ЕБИТ, млрд руб.	442,49	479,29	885,69
Маржа ЕБИТДА, %	0,15	0,13	0,15
Общая задолженность (Debt), млрд руб.	8 217,88	8 909,43	9 840,40
Чистый долг (Net Debt), млрд руб.	7 724,57	8 559,00	9 482,81
Коэффициент долговой нагрузки (Net Debt/ЕБИТДА)	13,50	13,90	9,22

Окончание таблицы 3.1

Наименование	2016	2017	2018
Свободный денежный поток (Free Cash Flow), млрд. руб.	1 821,07	321,08	290,60

Анализируя структуру акционерного капитала за 2016-2018 гг. можно выявить, что более 50% акций публичного акционерного общества «Нефтяная компания «Роснефть» принадлежит АО «РОСНЕФТЕГАЗ», а в связи с тем, что Роснефтегаз находится в 100%-ной федеральной собственности, можно выявить, что большая часть компании принадлежит государству. Данный факт говорит об высокой зависимости предприятия от государственной власти.

К позитивным тенденциям увеличения инвестиционной привлекательности компании можно отнести увеличение рыночной капитализации компании, рост показателей EBIT, EBITDA. Расчет рыночной капитализации был проведен на основе среднегодовой рыночной стоимости акций компании и количества акций компании. Следовательно, рыночная стоимость акций возросла за рассматриваемый период. Также, как уже было отмечено в работе, возросли финансовые показатели компании. Данный факт может быть связан с ростом цен на нефть, но также и с функционированием новых месторождений.

К негативным тенденциям можно отнести увеличение долговой нагрузки и чистого долга, снижение свободного денежного потока, что нашло отражение в результатах анализа финансового состояния предприятия, проведенного ранее в работе. Долговая нагрузка в течении рассматриваемого периода также возросла, и на этот факт стоит обратить внимание руководству компании. Что говорит об увеличении зависимости предприятия от заемных средств и соответственно влияет на финансовую устойчивость компании и инвестиционную привлекательность.

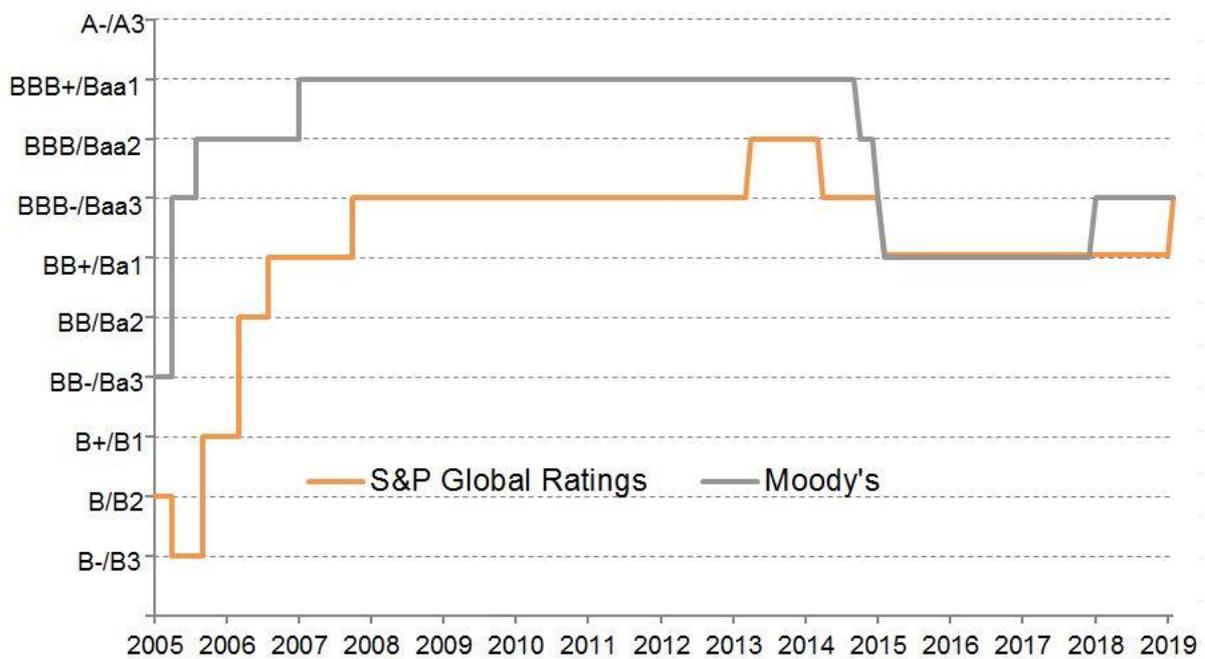


Рисунок 3.1 – Динамика рейтинговых оценок «Роснефть» от S&P и Moody's

В ходе анализа были также рассмотрены рейтинги компании от двух ведущих международных рейтинговых компаний таких, как Moody's и S&P (рисунок 3.1) и от российского рейтингового агентства «Эксперт РА». На 2019 год имеет «стабильный» прогноз от рассматриваемых рейтинговых агентств. Данный факт говорит об хорошем положении предприятия на рынке. В 2016 году у предприятия инвестиционный рейтинг, по экспертной оценке, рейтингового агентства S&P составлял «BB+», что означает эмитент платежеспособен, но неблагоприятные экономические условия могут отрицательно повлиять на возможности выплат. Оценка возможно была связана с спадом цен на нефть и приобретением компании «Башнефть», что привело к снижению свободного денежного потока и повышению заемных средств. Также в январе 2018 года предприятие получило рейтинговую оценку «Baa3» от международного агентства Moody's. Что означает нахождение предприятия в стабильной зоне и возможность воздействия рисков умеренная. В целом по оценкам международных рейтинговых агентств компания восстанавливает свои позиции после кризиса 2014 года.

На данный момент «Роснефть» является одним из крупнейших и наиболее качественных российских заемщиков на российском рынке. В 2017–2018 годах всем рублевым облигациям «Роснефти» был присвоен наивысший рейтинг надежности долговых инструментов на уровне «ruAAA» со стабильным прогнозом рейтинговым агентством «Эксперт РА». Что означает нахождение компании на максимальном уровне кредитоспособности, финансовой надежности и финансовой устойчивости.

В следующем этапе оценки инвестиционной привлекательности корпорации на основе внутренних факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность компании применим semifакторную модель оценки инвестиционной привлекательности. Данное решение связано с тем, что в semifакторной модели задействовано большинство факторов, которые влияют на рентабельность активов. И она используется для упрощенной оценки инвестиционной привлекательности компании, так как для этого достаточно изучить влияние крупных факторов на рентабельность активов.

Semifакторная модель выглядит следующим образом:

$$R_A = R_{\text{пр}} \times O_{\text{ОА}} \times K_{\text{ТЛ}} \times K_{\text{КО}} \times K_{\text{ДЗ}} \times \text{УД}_{\text{КЗ}} \times K_{\text{КЗ}}, \quad (4)$$

где R_A – рентабельность активов;

$R_{\text{пр}}$ – чистая рентабельность продаж;

$O_{\text{ОА}}$ – оборачиваемость оборотных активов;

$K_{\text{ТЛ}}$ – коэффициент текущей ликвидности;

$K_{\text{КО}}$ – соотношение краткосрочных обязательств и дебиторской задолженности;

$K_{\text{ДЗ}}$ – характеризует часть кредиторской задолженности, которая покрывается за счет дебиторской задолженности;

$\text{УД}_{\text{КЗ}}$ – отношение кредиторской задолженности к сумме заемных средств;

$K_{\text{КЗ}}$ – отношение заемного капитала к совокупным активам предприятия [13].

Применим метод semifакторной модели и определим уровень инвестиционной привлекательности крупнейшей российской нефтяной компании ПАО «Роснефть» в 2016–2018 гг. (приложение А). В таблице 3.2 представлена оценка рентабельности активов за период 2016–2018 гг. по semifакторной модели.

Таблица 3.2 – Оценка рентабельности активов за период 2016–2018 гг. по semifакторной модели компании ПАО «НК «Роснефть»

Наименование	Период, год				
	2014	2015	2016	2017	2018
Чистая рентабельность продаж, %	6,5%	1,8%	0,9%	0,8%	3,5%
Оборачиваемость оборотных активов	1,53	0,90	1,23	1,36	1,52
Коэффициент текущей ликвидности	1,27	1,67	1,69	1,33	1,39
Соотношение краткосрочных обязательств и дебиторской задолженности	1,20	1,01	1,58	1,08	1,21
Соотношение дебиторской и кредиторской задолженности	1,54	1,43	0,87	1,42	1,14
Доля кредиторской задолженности в заемном капитале, %	18,6%	17,7%	20,8%	19,0%	22,7%
Соотношение заемного капитала и активов организации	0,83	0,85	0,85	0,85	0,84
Рентабельность активов, %	6,4%	2,5%	1,0%	1,3%	3,7%

Из расчетов видно, что все показатели в 2018 году улучшились по сравнению с показателями прошлых лет. Данный факт также говорит об улучшении состояния компании, об правильной работе менеджмента

предприятия и об эффективных разработках месторождений и их функционировании.

Далее был рассчитан коэффициент корреляции каждого показателя к рентабельности активов (таблица 3.3). Коэффициент корреляции показывает взаимосвязь между выбранными факторами, когда этот коэффициент ближе к единице, тогда сильнее взаимосвязь между этими факторами.

Таблица 3.3 – Влияние факторов на рентабельность активов по семифакторной модели компании ПАО «НК «Роснефть»

Факторы	Значение
Чистая рентабельность продаж	0,995
Оборачиваемость оборотных активов	0,514
Коэффициент текущей ликвидности	-0,599
Соотношение краткосрочных обязательств и дебиторской задолженности	-0,234
Соотношение дебиторской и кредиторской задолженности	0,540
Доля кредиторской задолженности в заемном капитале	-0,090
Соотношение заемного капитала и активов организации	-0,939

Уже из расчетов видно взаимосвязь между факторами и показателем рентабельности активов. Коэффициент текущей ликвидности, соотношение краткосрочных обязательств и дебиторской задолженности, доля кредиторской задолженности в заемном капитале и соотношение заемного капитала и активов организации имеют обратную связь с показателем рентабельности активов. Для более четкого представления зависимости представим расчеты в виде графика (рисунок 3.2).

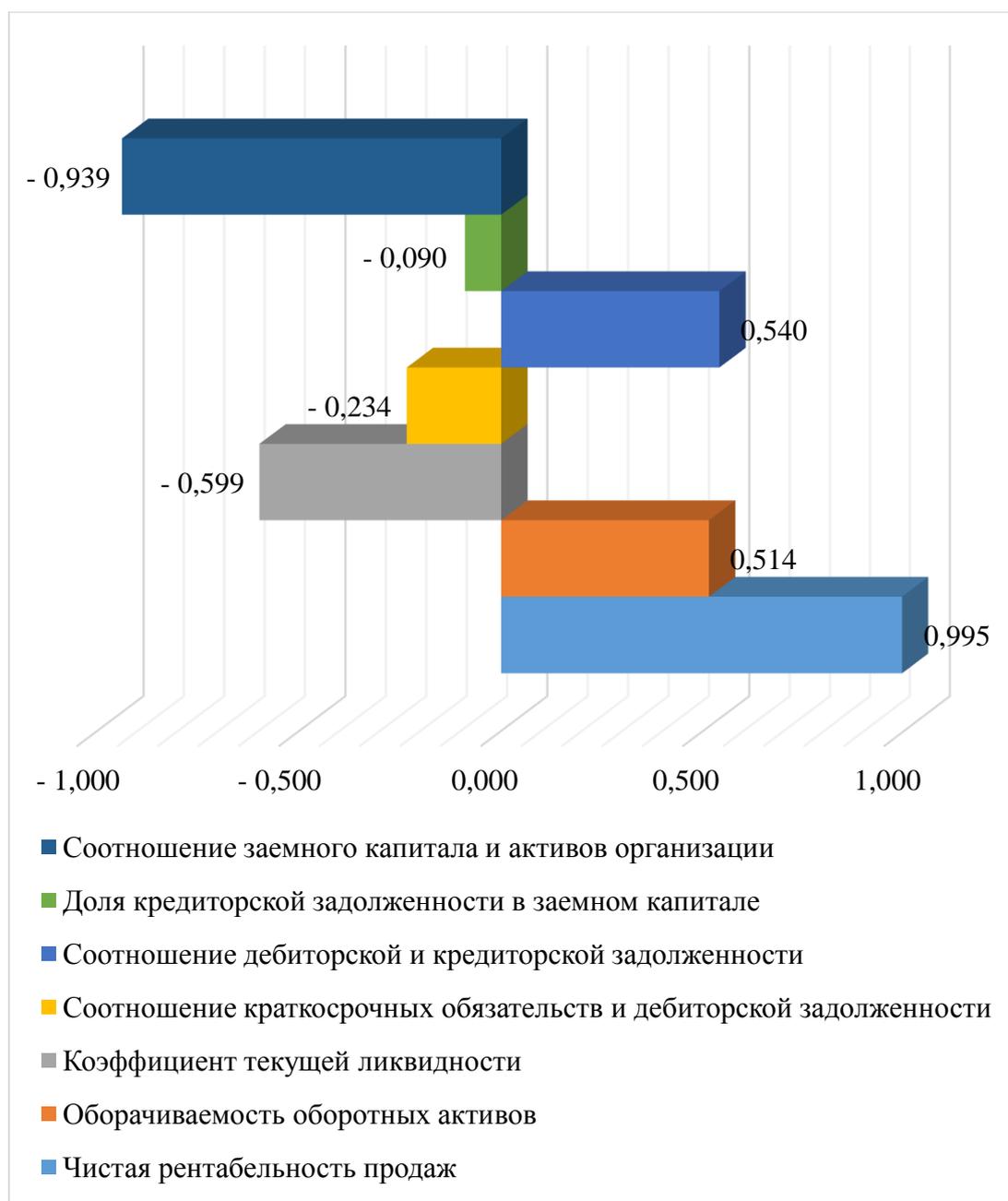


Рисунок 3.2 – Коэффициенты корреляции по семифакторной модели

Параболаобразная динамика изменения рентабельности активов ПАО «Роснефть» демонстрирует повышение показателя на 2,74% в 2017–2018 гг. и снижение на 5,4% в 2015–2016 гг. Оценка инвестиционной привлекательности компании данной модели отражает положительную динамику важнейших показателей деятельности предприятия в последние несколько лет, коэффициенты корреляции (таблица 3.3 и рисунок 3.2) показывают, какие факторы оказали на результативный показатель наибольшее влияние.

Наибольшая положительная связь у рентабельности активов и чистой рентабельности продаж (0,995), и соотношения дебиторской и кредиторской задолженности (0,540). Наибольшая отрицательная связь с рентабельностью активов продемонстрировали показатели соотношения заемного капитала и активов организации (-0,939), коэффициент текущей ликвидности (-0,599). Наименьшее влияние оказывают следующие показатели: доля кредиторской задолженности в заемном капитале (-0,090), соотношение краткосрочных обязательств и дебиторской задолженности (-0,234), оборачиваемость оборотных активов (0,514).

Данный анализ показал, на что стоит обратить внимание, чтобы улучшить показатель рентабельности активов, который играет не маловажную роль в оценке инвестиционной привлекательности компании. Следовательно, стоит увеличить рентабельность продаж и снизить долю заемных средств в структуре капитала.

В целом анализ оценки инвестиционной привлекательности на основе внутренних факторов с использованием семифакторной модели показал, что предприятие инвестиционно привлекательно. У организации высокий уровень качества управленческой системы, которая постоянно совершенствуется. Финансовое состояние находится на оптимальном уровне и даже высокий процент заемных средств не снижает финансовую устойчивость компании в данной рыночной ситуации при высоких рыночных ценах на нефтегазовые продукты. По оценке международных и российских рейтинговых агентств, компания находится на стабильном уровне

3.2 Оценка инвестиционной привлекательности на основе подхода оценки стоимости предприятия

3.2.1 Расчет стоимости объекта оценки с использованием затратного подхода

Стоимость предприятия согласно затратному подходу оценки бизнеса рассматривает стоимость предприятия с точки зрения его активов и обязательств. Балансовая стоимость активов предприятия определяется в бухгалтерском балансе предприятия на основе принятых учетной политикой предприятия стандартов бухгалтерского учета (РСБУ или МСФО). Как правило, рыночная и балансовая стоимости активов не соответствуют. Для осуществления корректировки баланса предприятия предварительно проводится оценка рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности. Следующим этапом из полученной суммы вычитают рыночную стоимость обязательств предприятия. Итоговая величина, полученная таким образом, отражает рыночную стоимость собственного капитала предприятия. Для расчётов используются данные финансовой отчётности предприятия на дату, ближайшую к дате определения стоимости объекта.

Существуют метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости. Метод ликвидационной стоимости применяется в рамках ликвидации компании. В работе оценивается стоимость методом чистых активов.

Методика оценки стоимости предприятия методом чистых активов утверждена законодательно.

Чистые активы – это величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к расчету.

Активы, расчет которых проводится в рамках оценки стоимости организации, это имущество акционерного общества, в состав которого включаются по балансовой стоимости следующие статьи:

- внеоборотные активы, отражаемые в первом разделе бухгалтерского баланса (нематериальные активы, основные средства, незавершенное строительство, доходные вложения в материальные ценности, долгосрочные финансовые вложения, прочие внеоборотные активы);

- оборотные активы, отражаемые во втором разделе бухгалтерского баланса (запасы, налог на добавленную стоимость по приобретенным

ценностям, дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения, денежные средства, прочие оборотные активы), за исключением стоимости в сумме фактических затрат на выкуп у акционеров собственных акций общества для их последующей перепродажи или аннулирования, и задолженности участников (учредителей) по взносам в уставный капитал.

В состав пассивов, принимаемых к расчету, включаются:

- долгосрочные обязательства по займам и кредитам и прочие долгосрочные обязательства;
- краткосрочные обязательства по займам и кредитам;
- кредиторская задолженность;
- задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов;
- резервы предстоящих расходов;
- прочие краткосрочные обязательства.

Другими словами, затратный подход к оценке стоимости бизнеса применяется, когда стоимость активов вычисляется на основе стоимости их воспроизводства, т.е. определяются затраты, которые понесет инвестор при воссоздании имущественного комплекса компании.

В работе в рамках затратного подхода к оценке рыночной стоимости объекта используется метод чистых активов, при котором стоимость ПАО «НК «Роснефть» будет на уровне рыночной стоимости активов за вычетом долговых обязательств.

Для начала рассчитаем чистые активы организации в динамике 2014 – 2018 гг. на основе бухгалтерского баланса ПАО «НК «Роснефть» (приложение А).

Таблица 3.4 – Расчет чистых активов предприятия

Наименование показателя	В млн. руб.				
	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
I. АКТИВЫ					
Нематериальные активы	20 200	20 934	23 214	23 469	44 600
Основные средства	956 824	1 003 328	1 058 800	1 186 530	1 269 211

Окончание таблицы 3.4

Наименование показателя	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
I. АКТИВЫ					
Долгосрочные финансовые вложения	3 816 440	3 945 700	5 492 047	6 003 777	6 159 575
Прочие внеоборотные активы	38 321	34 679	33 203	32 318	31 951
Запасы	114 414	107 207	113 018	142 389	151 426
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	56 191	51 445	57 273	72 599	72 719
Дебиторская задолженность	1 847 736	2 025 602	1 523 299	2 531 307	2 653 803
Краткосрочные финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	645 291	1 637 720	899 267	728 056	1 100 834
Денежные средства и денежные эквиваленты	127 975	402 390	584 223	116 639	598 541
Прочие оборотные активы	13 615	12 151	7 605	8 401	5 052
Итого активы, принимаемые к расчету	7 637 008	9 241 156	9 791 948	10 845 483	12 087 711
II. ПАССИВЫ					
Долгосрочные заемные средства	3 230 813	4 081 527	4 338 773	5 083 998	5 792 742
Прочие долгосрочные обязательства	886 779	1 784 930	1 550 013	1 419 426	1 134 390
Краткосрочные заемные средства	864 389	494 338	525 561	860 271	817 935
Кредиторская задолженность	1 197 024	1 416 029	1 753 787	1 785 523	2 333 147
Прочие краткосрочные обязательства	322	361	376	413	499
Итого пассивы, принимаемые к расчету	6 179 326	7 777 184	8 168 511	9 149 631	10 078 713
Стоимость чистых активов	1 457 681	1 463 972	1 623 437	1 695 852	2 008 998

Размер чистых активов ПАО «НК «Роснефть» вырос в течение всего анализируемого периода на 37,82% и составил на конец 2018 года 2 008 998 млн. руб., что значительно превышает размер уставного капитала (105 982 тыс. руб.) и говорит о значительном росте стоимости компании.

Данное обстоятельство также свидетельствует о том, что финансовое состояние ПАО «НК «Роснефть» стабильно, и организация не обладает признаками банкротства.

Увеличение показателя чистых активов происходило на фоне значительного роста активов, принимаемых в расчет, несмотря на рост обязательств (обязательства также значительно увеличились). Увеличение активов организации было вызвано, главным образом, за счет увеличения денежных средств на 367,7%, нематериальных активов на 120,79%, и финансовых вложений (долгосрочные – 61,4%, краткосрочные – 70,59%). В свою очередь, данный рост сопровождается снижением краткосрочных займов и кредитов на 5,37%.

Таким образом, в отчетном году предприятие привлекло значительные суммы в хозяйственный оборот, что и повлияло на увеличение стоимости активов. В то же время, увеличение обязательств на 63,1% вызвано увеличением долгосрочных обязательств по кредитам и займам и краткосрочной дебиторской задолженности.

В целом анализ факторов, вызвавших увеличение стоимости чистых активов позволяет сделать вывод о финансовой устойчивости публичного акционерного общества «НК «Роснефть».

Высокое значение показателя чистых активов свидетельствует об инвестиционной привлекательности акционерного общества, большом доверии со стороны кредиторов, акционеров, работников. Поэтому менеджмент ПАО «НК «Роснефть» должен контролировать значение данного показателя, не допускать его падения до критического значения, установленного законодательством, а также изыскивать пути его дальнейшего повышения.

Повышение активов можно достичь путем:

- увеличения прибыли;
- получения финансовой помощи;
- проведения переоценки компании;

– эмиссии акций.

Общий механизм повышения прибыльности акционерного общества: формирование прибыли путем разницы выручки от реализации продукции и затрат на добычу и производство продукции. Зачастую проблемой невозможности повышения выручки из-за ограничений производственных ресурсов (нехватка основных средств, рабочей силы). А ограниченность производственных ресурсов появляется из-за нехватки собственных финансовых ресурсов. Если прибегнуть к заемному финансированию, то вместе с увеличением активов возрастут и обязательства, что не приведет к улучшению показателя чистых активов. Более того, увеличение заемного финансирования повысит риск наступления финансовых затруднений (штрафы, пени, судебные издержки), что еще может увеличить обязательства. Механизм понижения затрат более разнообразней, чем механизм повышения выручки. Но зачастую мероприятия по снижению затрат также требуют дополнительных финансовых ресурсов, которые не всегда есть. Мероприятия по снижению затрат включают: снижение трудоемкости, материалоемкости, энергоемкости продукции, а также совершенствование структуры управления. Наиболее дешевый источник понижения затрат – сокращение амортизационных отчислений. Чем амортизационные начисления меньше, тем выше активы в балансовой оценке и прибыль. Кроме прибыли от основной деятельности, акционерное общество может получать прибыль от продажи основных средств, материалов, ценных бумаг. Такие источники повышения активов также необходимо максимально использовать. Получение финансовой помощи – самый быстрый и верный способ повышения чистых активов, так как в этом случае происходит увеличение активов (денежных средств) без соответствующего увеличения обязательств. Финансовую помощь могут предоставить: органы федеральной, региональной или местной власти в виде финансирования текущих и капитальных расходов; собственники (акционеры); кредиторы. Переоценка не дает приращение активов в виде денежных средств или повышения количества активов, но

улучшает показатель "чистые активы" путем увеличения стоимости имущества предприятия (активов). Результатом переоценки является увеличение стоимости активов (балансовой стоимости имущества) за счет соответствующего увеличения источников средств в виде добавочного капитала, который является частью собственных средств акционерных обществ. Повышение чистых активов также повышает инвестиционную привлекательность. Более того, чем дороже имущество должника, тем больше доверия со стороны кредиторов (в том числе банков), так как повышается стоимость залогового имущества. Эмиссия акций – сравнительно дешевый и быстрый источник получения денежных средств, не обремененных обязательствами, что прямым образом влияет на увеличения чистых активов.

После расчета чистых активов нужно произвести расчет денежных средств, приходящихся на одну акцию, т.е. рассчитать балансовую стоимость акции финансового периода 2014 – 2018 гг.

Расчет производится по следующей формуле:

$$BV = SE / NS, \quad (5)$$

где, BV (Book Value per Share) – балансовая стоимость акции, руб. /акция;
NS (Number of Shares) – количество выпущенных обыкновенных акций, акций;

SE (Stockholder`s Equity) – стоимость чистых активов компании (собственного капитала), тыс. руб.

Стоит напомнить, что уставный капитал Роснефти состоит из 10 598 177 817 обыкновенных акций номиналом 1 копейка.

Расчитанная балансовая стоимость акций представлена в таблице 3.5.

Таблица 3.5 – Балансовая стоимость акций Роснефти в период 2014 – 2018 гг.

	2014	2015	2016	2017	2018
Стоимость 1 акции, руб.	137,54	138,13	153,18	160,01	189,56

Как видно из расчетов стоимость одной акции возросла на 37,82% за рассматриваемый период, и стала значительно выше номинальной стоимости акции.

Балансовая стоимость акций отражает ту долю активов предприятия, которой владеет держатель одной акции. Рост балансовой стоимости акции влияет на инвесторов, которые учитывают этот фактор при принятии решения об инвестировании. Если в течение длительного времени компания развивается, растёт балансовая стоимость её акций, то рано или поздно это отразится и на рыночных котировках. Балансовая стоимость акции является показателем, определяющим инвестиционную привлекательность предприятия, и его рост важен как для потенциальных инвесторов, так и для владельцев организации в целом.

По итогу расчетов становится ясно, что инвестиционная привлекательность компании с каждым годом возрастает, и затратный подход ее оценки показал привлекательность компании для инвесторов.

3.2.2 Расчет стоимости объекта оценки с использованием сравнительного подхода

Согласно методу сравнительного подхода, величиной стоимости оцениваемой организации является наиболее вероятная реальная цена продажи аналогичной фирмы, зафиксированная рынком. В рамках данного подхода используются следующие методы: метод компании – аналога, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов. В данной работе оценка стоимости производится методом рынка капиталов (компании – аналога). Метод компании – аналога (рынка капитала) базируется на ценах, реально выплаченных за акции сходных компаний на фондовых рынках. Данные о сопоставимых предприятиях при использовании соответствующих корректировок могут послужить ориентирами для определения стоимости оцениваемого предприятия. Преимущество данного метода заключается в

использовании фактической информации, а не прогнозных данных, имеющих известную неопределенность. Для реализации данного метода необходима достоверная и детальная финансовая и рыночная информация по группе сопоставимых предприятий.

Определение рыночной стоимости собственного капитала предприятия по сравнительному (рыночному) подходу основано на использовании ценовых мультипликаторов.

Ценовой мультипликатор – это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой всех акций (капитализацией) и финансовой базой. Финансовая база оценочного мультипликатора является показателем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия. Такими показателями в зависимости от принятой методики могут относиться: прибыль, денежный поток, дивидендные выплаты, выручка от реализации и некоторые другие. Умножив величину мультипликатора на тот же базовый финансовый показатель оцениваемого предприятия, получим стоимость оцениваемого предприятия. Состав критериев сопоставимости определяется условиями оценки, наличием необходимой информации, приемами и методами. Основные критерии отбора следующие:

– Отраслевое сходство – список потенциально сопоставимых предприятий всегда принадлежит одной отрасли, однако не все предприятия, входящие в отрасль или предлагающие свои товары на одном рынке, сопоставимы.

– Размер является важнейшим критерием при составлении окончательного списка аналогов. Сравнительные оценки размера предприятия включают такие параметры, как объем реализованной продукции и услуг, объем прибыли, число филиалов и т.д.

– Перспективы роста – необходимо определить фазу экономического развития предприятия, поскольку она определяет распределение чистой прибыли на дивидендные выплаты и затраты, связанные с развитием предприятия.

– Финансовый риск. Оценка финансового риска осуществляется следующими способами: сравнивается структура капитала или соотношение собственных и заемных средств; оценивается ликвидность или возможность оплачивать текущие обязательства текущими активами; анализируется кредитоспособность фирмы, другими словами – способность привлекать заемные средства на выгодных условиях.

– Качество менеджмента – оценка этого фактора наиболее сложна, так как анализ проводится на основе косвенных данных, таких, как качество отчетной документации, возрастной состав, уровень образования, опыт, зарплата управленческого персонала, а также место предприятия на рынке. В качестве объектов сравнения используется стоимость акций предприятий, основные виды деятельности которых такие же, как и у анализируемого предприятия. Источниками информации об условиях и ценах продаж является информация фондового рынка.

В Таблице 3.6 приводится информация о цене акций компаний, выбранных на основании принадлежности к одной отрасли, масштаба и финансового положения.

Таблица 3.6 – Информация о цене акций компаний – аналогов [34]

Наименование компании	Рыночная цена на 31.12.2018, руб.	Общее количество обыкновенных акций в обращении, шт.	Рыночная капитализация, млн. руб.
ПАО "Газпром нефть"	324,25	4 741 299 639	1 537 366
Лукойл	5 894,00	750 000 000	4 420 500
ПАО «Сургунефтегаз» об. акции	24,88	35 725 994 705	888 684
ПАО «Сургунефтегаз» прив. акции	40,98	7 701 998 235	315 628
Итоговая капитализация ПАО «Сургунефтегаз»			1 204 312

Для проведения дальнейших расчетов была выбрана компания ПАО «Газпром нефть», так как она ведет хозяйственную деятельность в одной

отрасли, имеет схожий масштаб деятельности и финансовое положение, с оцениваемым предприятием ПАО «НК «Роснефть».

Следует учесть, что для расчета мультипликаторов должна быть доступна информация о финансовом положении компании – аналога. Финансовый анализ компании – аналога проводится в более укрупненной форме, чем анализируемого предприятия. Основные показатели анализа приводятся в таблице 3.7.

Таблица 3.7 – Сравнение финансового положения анализируемого предприятия ПАО «НК «Роснефть» и компании – аналога ПАО «Газпром нефть»

Наименование показателя	Значение анализируемого предприятия (ПАО «НК «Роснефть»)	Значение компании-аналога ПАО «Газпром нефть»
Выручка от реализации, тыс. руб.	6 968 248 044	2 070 008 652
Прибыль до налогообложения и оплаты процентов (ЕВИТ), тыс. руб.	885 689 876	2 117 320 632
Прибыль до налогообложения (ЕВТ), тыс. руб.	433 838 088	86 112 394
Чистая прибыль, тыс. руб.	460 784 009	90 172 085
Валюта баланса, тыс. руб.	12 308 717 819	1 818 737 374
Оборотные активы тыс. руб.	4 582 374 944	855 167 661
Балансовая стоимость чистых активов (собственного капитала), тыс. руб.	2 008 997 631	371 347 841
Краткосрочные обязательства	3 206 961 644	802 081 240
Коэффициент текущей ликвидности (ОА / КО)	1,43	1,07
Коэффициент автономии (СК / А)	0,16	0,20
Оборачиваемость активов (выручка / ср. ст. активов)	0,60	1,22
Оборачиваемость оборотных активов (выручка / ср. ст. оборотных акт)	1,70	2,69
Рентабельность продаж (прибыль от реализации (вал.) / выручка)	0,31	0,13
Чистая рентабельность продаж (чист. прибыль / выручка)	0,07	0,04

Основные мультипликаторы, использующиеся в оценочной практике:

- 1) Капитализация / Годовая выручка (P/S);
- 2) Капитализация / Прибыль до налогообложения (P/EBT);
- 3) Капитализация / Прибыль до налогообложения и оплаты процентов (P/EBIT);
- 4) Капитализация / Чистая прибыль (P/E);
- 5) Капитализация / Денежный поток (P/CF);
- 6) Капитализация / Чистые активы (P/BV).

Выбрано 3 мультипликатора для дальнейших расчетов, их величины представлены в таблице 3.8.

Таблица 3.8 – Итоговые оценочные мультипликаторы для компании – аналога

Наименование мультипликатора	Рыночная капитализация, тыс. руб.	Базовый финансовый показатель, тыс. руб.	Значение мультипликатора
Капитализация/ Прибыль до налогообложения (P/EBT)	1 537 366 407,95	86 112 394	17,85
Капитализация/ Чистая прибыль (P/E)	1 537 366 407,95	90 172 085	17,05
Капитализация/ Прибыль до налогообложения и оплаты процентов (P/EBIT)	1 537 366 407,95	2 117 320 632	0,73

Далее определяется итоговая величина стоимости оцениваемого предприятия по каждому мультипликатору. Итоговые значения стоимости оцениваемого предприятия по каждому мультипликатору приводятся в таблице 3.9.

Таблица 3.9 – Расчет капитализации оцениваемого предприятия ПАО «НК «Роснефть»

Наименование мультипликатора	Капитализация (стоимость собственного капитала), тыс. руб.	Значение базового показателя оцениваемого предприятия, тыс. руб.	Значение соответствующего мультипликатора
Капитализация/ Прибыль до налогообложения (P/EVT)	7 745 320 644,30	433 838 088	17,85
Капитализация/ Чистая прибыль (P\E)	7 856 021 702,89	460 784 009	17,05
Капитализация/ Прибыль до налогообложения и оплаты процентов (P/EVIT)	643 091 009,76	885 689 876	0,73
Среднее значение, тыс. руб.	5 414 811 118,99		

На основании проведенных расчетов необходимо определить рыночную стоимость одной акции. Рыночная цена акции = Капитализация / Количество акций в обращении

Рыночная цена акции = $5\,414\,811\,118,99 / 10\,598\,177\,817 = 510,92$ руб./акц.
 Рассчитанная рыночная стоимость акции значительно больше, почти в 3 раза ($510,92 / 189,56 = 2,7$ раза), чем балансовая стоимость акции, рассчитанная в методе чистых активов.

3.2.3 Расчет стоимости объекта с использованием доходного подхода

В рамках доходного подхода рассматриваются два метода:

- Метод дисконтированных денежных потоков.
- Метод капитализации прибыли.

Рыночная стоимость бизнеса во многом зависит от того, какие у него перспективы. При определении рыночной стоимости бизнеса учитывается только та часть его капитала, которая может приносить доходы в той или иной

форме в будущем. При этом очень важно, когда именно собственник будет получать данные доходы, и с каким риском сопряжено их получение. Эти факторы, влияющие на оценку бизнеса, позволяет учесть метод дисконтированных денежных потоков.

Основные этапы оценки методом дисконтирования денежных потоков:

1. Выбор типа денежного потока.
2. Определение длительности прогнозного периода.
3. Расчет величины денежного потока для каждого года.
4. Определение адекватной ставки дисконтирования.
5. Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков, а также их суммарного значения.
6. Внесение итоговых поправок.

Метод капитализации прибыли применяется для расчета стоимости небольших предприятий, реализующих узкий ассортимент продукции (услуг) со стабильным рынком, доходы которых имеют простую структуру, постоянны или равномерны.

При оценке стоимости компаний обычно используют две классификации денежных потоков [35]:

- По критерию учета в них заемных средств;
- По критерию учета инфляционных ожиданий.

По первому критерию денежные потоки делятся на денежный поток для собственного капитала (учитывает изменения платежей по заемным средствам) и на бездолговой денежный поток (платежи по заемным средствам не учитываются). Так как прибыль компании «Роснефть» формируется в значительной части за счет заемных средств, то такое предприятие целесообразнее оценивать по бездолговому денежному потоку (т.е. без учета платы по процентам и изменению обязательств).

По второму критерию денежные потоки делятся на реальные и номинальные, в зависимости от учета инфляционных ожиданий. В данном

случае учитывался номинальный денежный поток, то есть денежный поток выражен в ценах базисного периода (на дату оценки).

Расчет прогнозного денежного потока прогноз денежного потока анализируемого предприятия составляет на 5 лет. В Таблице 3.10 приводятся результаты расчета чистой прибыли предприятия на плановый период, за нулевой период принимаются показатели последней отчетной даты показатели 2018 года, планируемые показатели на 5 лет рассчитаны на основании экстраполяции финансового состояния предприятия по предыдущим отчетным периодам.

Таблица 3.10 – Расчет планового чистого денежного потока

млн руб.

Наименование показателя	Периоды					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Выручка от реализации	6 968 248	8 582 501	10 570 709	13 019 502	16 035 578	19 750 354
Себестоимость	4 839 290	5 973 036	7 372 395	9 099 595	11 231 442	13 862 737
Валовая прибыль	2 128 958	2 625 322	3 237 412	3 992 211	4 922 989	6 070 778
Коммерческие расходы	1 422 676	1 617 857	1 839 815	2 092 225	2 379 262	2 705 680
Управленческие расходы	80 583	86 210	92 230	98 671	105 561	112 932
Прибыль от продаж	625 698	2 601 393	10 815 514	44 966 421	186951730	777267758
Амортизация	142 974	151 997	161 590	171 789	182 631	194 157
Прибыль (убыток) до налогообложения	433 838	967 763	2 158 789	4 815 613	10 742 192	23 962 615
Налог на прибыль	432	193 553	431 758	963 123	2 148 438	4 792 523
Чистая прибыль	460 784	774 210	1 727 031	3 852 491	8 593 754	19 170 092
Чистый денежный поток	603 758	926 207	1 888 622	4 024 279	8 776 384	19 364 250

Далее рассчитаем ставку дисконтирования, используемую для определения суммы, которую заплатил бы потенциальный инвестор сегодня за

возможность получения ожидаемых в будущем поступлений (будущего денежного потока) с учетом степени риска получения этих доходов. Наиболее применимым является показатель средневзвешенной стоимости капитала (WACC – Weighted Average Cost of Capital).

$$WACC = r_{СК} \times \frac{СК}{IC} + r_{ЗК} \times \frac{ЗК}{IC} \times (1 - r) \quad (6)$$

где $r_{СК}$ – стоимость собственного капитала, доли %;

$r_{ЗК}$ – стоимость заемного капитала, доли %;

СК – среднегодовая сумма собственного капитала, руб;

ЗК – среднегодовая сумма заемного капитала, руб;

T – ставка налога на прибыль, доли %;

IC – общая сумма инвестированного капитала в компанию, руб.

В качестве ставки собственного капитала может быть использован показатель ROE (Return on Equity) как показатель рентабельности собственного капитала компании, который демонстрирует отношение чистой прибыли к собственному капиталу компании.

Среднюю ставку по займам и кредитам следует определить, как отношение суммы в статье «проценты к уплате» отчета о финансовых результатах к средней стоимости долгосрочных и краткосрочных займов и кредитов, рассчитанной на основании баланса предприятия за отчетный период.

Расчеты средневзвешенной стоимости капитала привести в таблице 3.11.

Таблица 3.11 – Расчет ставки дисконтирования

Наименование показателя	2017	2018	Среднее значение за период	Доля источника финансирования, %
Собственный капитал	1 684 375	2 026 470	1 855 422,74	15,86%
Долгосрочные и краткосрочные кредиты	9 398 543	10 282 247	9 840 395,36	84,14%
Итого инвестированный капитал	11 083	12 309	11 695 818,10	100%
Проценты к уплате	396 184	451 852	424 018,10	
Чистая прибыль	138 969	460 784	299 876,49	

Окончание таблицы 3.11

Наименование показателя	2017	2018	Среднее значение за период	Доля источника финансирования, %
Стоимость собственного капитала, %			18,08%	
Стоимость заемного капитала, %			4,59%	
WACC			5,96%	

$$WACC=18,08\% * 15,86\% + 4,59\% * 84,14\% * (1-0.2) = 5.96\%$$

Осуществляя дисконтирование спрогнозированного денежного потока, следует учитывать тот факт, что предприятие получает доходы и осуществляет расходы равномерно в течение года, поэтому дисконтирование потоков должно быть произведено для середины периода.

Расчет коэффициента дисконтирования (фактора текущей стоимости) осуществляется по формуле:

$$F = \frac{1}{(1 + r)^k} \quad (7)$$

где F – фактор текущей стоимости (коэффициент дисконтирования), руб.;

r – ставка дисконтирования (WACC), доли %;

k – число периодов.

Расчет дисконтированного денежного потока приведен в таблице 3.12.

Таблица 3.12 – Расчет дисконтированного денежного потока

Наименование показателя	Периоды, год				
	2019	2020	2021	2022	2023
Чистый денежный поток	926 207	1 888 622	4 024 279	8 776 384	19 364 250
Коэффициент дисконтирования	0,944	0,891	0,841	0,793	0,749
Приведенная стоимость (CF _i *F)	874 119	1 682 171	3 382 795	6 962 508	14 498 173

Дисконтированные денежные потоки будут в дальнейшем использованы для расчета стоимости компании.

Также необходимо определить величину денежного потока в постпрогнозном периоде. Эта задача решается с применением модели Гордона.

Суть модели Гордона заключается в том, что стоимость денежного потока на начало первого года постпрогнозного периода будет равна величине капитализированного денежного потока постпрогнозного периода (то есть сумме всех ежегодных будущих денежных потоков в постпрогнозном периоде).

Модель Гордона выглядит следующим образом:

$$V_{\text{пп}} = \frac{CF}{k-g}, \quad (8)$$

где $V_{\text{пп}}$ – стоимость в постпрогнозный период;

CF – чистый денежный поток в последний год прогнозного периода;

K – ставка дисконтирования;

g – долгосрочные темп роста денежного потока.

Модель Гордона исходит из следующих условий:

– после окончания прогнозного периода доходы предприятия стабилизируются и в дальнейшем имеют место стабильные долгосрочные темпы роста.

– величины амортизации и капиталовложений в постпрогнозном периоде выравниваются.

Дисконтирование стоимости постпрогнозного периода должно производиться по фактору текущей стоимости последнего года отчетного периода (в нашем случае фактор текущей стоимости берется на конец 5-го года).

$$F = \frac{1}{(1+r)^k}$$

где F – фактор текущей стоимости (коэффициент дисконтирования), руб.;

r – ставка дисконтирования (WACC), доли %;

k – общее число периодов планирования

По модели годовой доход постпрогнозного периода капитализируется в показатели стоимости при помощи ставки капитализации, рассчитанной как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами роста. При отсутствии темпов роста ставка капитализации будет равна ставке дисконтирования. Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны.

Расчет стоимости предприятия в постпрогнозный период привести в таблице 3.13.

Таблица 3.13 – Расчет стоимости предприятия в постпрогнозный период

Показатель	CF ₂₀₂₃	K (WACC)	g (2% от wacc)
Значение	14 498 173,27	0,0596	0,0012
V _{пп} (CF/(K-g))			248 267 838,98
PV _{пп} (V _{пп} \(1+wacc) ⁵)			185 880 176,50

Для расчетов в данной работе долгосрочный темп роста денежного потока рассчитан по среднему темпу прироста денежного потока в плановом периоде.

Чистый денежный поток в постпрогнозный период принят равным чистому денежному потоку в последний прогнозный период. Итоговая стоимость компании при доходном подходе равна сумме дисконтированных денежных потоков в прогнозном и постпрогножном периодах.

Стоимость компании по доходному методу, исходя из суммы дисконтированных денежных потоков прогнозного периода и постпрогнозного периода, составила 27 585 646 904 тыс. руб.

3.3 Результаты проведенной оценки инвестиционной привлекательности публичного акционерного общества «Нефтяная компания «Роснефть»

Итоговые значения стоимости предприятия, рассчитанные методами затратного, сравнительного и доходного подходов приведены в таблице 3.14.

Таблица 3.14 – Предварительная оценка стоимости предприятия на основе затратного, сравнительного и доходного подходов

Подход к оценке	Стоимость предприятия, тыс. руб.
Затратный подход	2 008 997 631
Сравнительный подход	5 414 811 118,99
Доходный подход	27 585 646 904,49

Далее определим весовые коэффициенты для данных подходов, чтобы рассчитать итоговое значение стоимости.

1) Определим достоинства и недостатки затратного подхода и определим весовой коэффициент.

Достоинства подхода:

- Точность информации для расчетов о состоянии имущества;
- Применим в случаях, когда нет данных о прибылях за прошлые периоды;
- Дает аргументированные результаты оценки стоимости.

Для предприятий с неразвитым рынком сделок купли-продажи данный подход к оценке наиболее оптимален. В этом случае стоимость фирмы исчисляется стоимостью строительства с учетом амортизации и стоимости возмещения износа. Данный подход основывается на реально существующих активах предприятий, учитывает влияние производственно – хозяйствующих факторов на изменение их стоимости. Вся необходимая информация для его применения является доступной (упор делается на финансовые и учетные документы, отражающие достоверную и фактическую информацию).

Недостатки подхода:

- Не учитывает перспективы развития бизнеса (будущих прибылей), т.к. расчеты базируются на данных текущей деятельности;
- Затрачен по времени и средствам по оценке чистых активов в крупных компаниях;

– В результате расчетов получается преимущественно нижняя граница рыночной стоимости компании;

– Невозможно применить к трудоемким производствам;

– Отсутствие учета особенностей функционирования компаний как действующего комплекса, метод рассматривает их, как совокупности отдельных объектов.

Любые перспективы развития, рыночная ситуация, возможности получения будущих доходов, а также производственная, инвестиционная, финансовая деятельность фирмы при оценке не учитываются. Учетная политика компании, а также методы оценки основных средств оказывают влияние на количественную оценку стоимости. Отдельные методы (ликвидационной стоимости, например) для практической реализации сложны и трудоемки.

С учетом достоинств и недостатков весовой коэффициент устанавливается на уровне 0,25.

2) Определим достоинства и недостатки сравнительного подхода и определим весовой коэффициент.

Достоинства подхода:

– Учитывает рыночную ситуацию и предпочтения инвесторов;

– Реально отражает соотношение спроса и предложения на оцениваемый объект с учетом риска и доходности;

– В сравнении с прочими подходами, которые основываются на прогнозах и расчетах, сравнительный подход имеет наиболее высокую обоснованность, ибо отражает достигнутые по факту результаты производственно – финансовой деятельности предприятия.

Недостатки подхода:

– Усложняется в силу отсутствия, как правило, полностью идентичных предприятий;

– Финансовая информация по аналогичным оцениваемому предприятиям не всегда может быть получена;

– Использование информации о финансовых результатах прошлых периодов не учитывает перспективы развития бизнеса.

С учетом большей вероятности неточностей, связанных с как правило, полностью идентичных предприятий, весовой коэффициент устанавливается на уровне 0,15.

3) Определим достоинства и недостатки доходного подхода и определим весовой коэффициент.

Достоинства подхода:

- Простота расчетов;
- Отражает рыночную конъюнктуру;
- Отражает потенциальную доходность бизнеса, позволяет учесть риск как отрасли, так и компании;
- Единственный метод, основанный на будущих прогнозах и перспективах развития рынка, что отвечает интересам потенциальных инвесторов;
- Наиболее теоретически обоснован;
- Оценивает предприятие через его способность к генерированию денежных потоков;
- В стоимости будущих денежных потоков учитывается фактор времени; наиболее актуален при необходимости принять решение о финансировании, проанализировать целесообразность инвестиций;
- Учитывает перспективы развития компании.

На основе результатов данного подхода менеджеры предприятий могут выявлять проблемы, снижающие эффективность деятельности; а также принимать грамотные управленческие решения, ориентированные на увеличение дохода.

Недостатки подхода:

- Отсутствие сведений о рыночных сделках (или отсутствие их экономического анализа);
- Невозможно применить, если бизнес находится на стадии развития (доходы не стабильны, отсутствует информация о них);

- Не применим, если объекту оценки необходима серьезная реструктуризация;
- Применим, зачастую, для мелких предприятий;
- Наиболее сложен и трудоемок (прогнозирование денежных потоков, трудность расчета ставок дисконтирования и капитализации);
- В большой степени зависим от реальности и достоверности прогнозов относительно развития компании в будущем;
- В некоторой мере носит вероятностный характер в силу недостаточной устойчивости экономической ситуации в РФ;
- Не учитывает конъюнктуру рынка.

Таким образом, доходный подход является единственным подходом, учитывающим будущие ожидания, временные факторы и риски. Он наиболее приемлем для оценки инвестиционной привлекательности действующего предприятия. Ему отдается самый большой весовой коэффициент – 0,6.

Сумма весовых коэффициентов равна 1. Расчеты стоимости предприятия привести в таблице 3.15.

Таблица 3.14 – Итоговый расчет стоимости предприятия

Подход к оценке	Стоимость собственного капитала предприятия, тыс. руб.	Вес подхода к оценке	Итоговая стоимость предприятия, тыс. руб.
Затратный подход	2 008 997 631	0,25	502 249 407,75
Сравнительный подход	5 414 811 118,99	0,15	812 221 667,85
Доходный подход	27 585 646 904,49	0,6	16 551 388 142,69
Итого		1	17 865 859 218,29

Следовательно, с учетом весовых оценок на основе определения стоимости компании для оценки инвестиционной привлекательности компании стоимость компании составила 17 865 859 218,29 тыс. руб.

Далее подведем итоги проведённой оценки инвестиционной привлекательности публичного акционерного общества «Нефтяная компания «Роснефть».

Оценка инвестиционной привлекательности предприятия – определение рыночной стоимости предприятия, хозяйствующего субъекта, со всей совокупностью лежащих на нем прав и обязательств. Оценка рыночной стоимости предприятия включает углубленный финансовый, организационный и технологический анализ текущей деятельности и перспектив оцениваемого предприятия.

Данная работа была проведена с целью ознакомления с методами оценки стоимости бизнеса и проведения оценки предприятия ПАО «НК «Роснефть».

В результате финансово – экономического анализа и анализа производственно – хозяйственной деятельности предприятия ПАО «НК «Роснефть», занимающего лидирующие позиции в нефтегазовой отрасли. ПАО «НК «Роснефть» является одним из немногих нефтегазовых предприятий, перманентно остающимся высоколиквидным, безубыточным, эффективным и безрисковым предприятием, что позволяет ему расширять свои рынки сбыта и, ввиду наличия денежных средств, проводить более эффективную инвестиционную и инновационную деятельность. Это позволит предприятию увеличить свою конкурентоспособность на внешних рынках и значительно сократить долю издержек.

В ходе работы была проведена оценка стоимости холдинга «Роснефть» с помощью трех методов: доходный, затратный и сравнительный, которые показали следующие результаты:

1. При расчете затратным подходом стоимость ПАО «НК «Роснефть» составила 2 008 997 631 тысяч рублей. Метод чистых активов широко применяется компаниями, имеющими значительные материальные активы или проходящими процедуру банкротства. Данный метод оценивает только стоимость активов компании на сегодняшний день за вычетом ее обязательств. Этот показатель оказался гораздо ниже показателей по доходному и

сравнительному подходу. Весовой коэффициент, присвоенный данному подходу равен 0,25.

2. При расчете сравнительным подходом стоимость оцениваемого объекта составила 5 414 811 118 986 рублей. С учетом того, что метод усложнен в силу отсутствия, как правило, полностью идентичных предприятий, финансовая информация по аналогичным оцениваемому предприятиям не всегда может быть получена, и использование информации о финансовых результатах прошлых периодов не учитывает перспективы развития бизнеса, ему присвоен весовой коэффициент в размере 0,15.

3. Расчет доходным подходом определил стоимость объекта на уровне 27 585 646 904 487 рублей. Данному подходу отдался самый большой приоритет и весовой коэффициент в размере 0,6, так как, проанализировав его достоинства и недостатки, было выявлено, что доходный подход является единственным подходом, учитывающим будущие ожидания, временные факторы и риски. Он наиболее приемлем для оценки инвестиционной привлекательности действующего предприятия

После корректировки и поиска обобщенного варианта, стоимость компании равна 17 865 859 218 290 рублей.

Выводы по главе три

Подводя итоги оценки инвестиционной привлекательности корпорации «Роснефть» сделаем следующие выводы:

1) Анализируя структуру акционерного капитала за 2016-2018 гг. можно выявить, что более 50% акций публичного акционерного общества «Нефтяная компания «Роснефть» принадлежит АО «РОСНЕФТЕГАЗ», а в связи с тем, что Роснефтегаз находится в 100%-ной федеральной собственности, можно выявить, что большая часть компании принадлежит государству. Данный факт говорит об высокой зависимости предприятия от государственной власти.

2) К позитивным тенденциям увеличения инвестиционной привлекательности компании можно отнести увеличение рыночной капитализации компании, рост показателей EBIT, EBITDA. Расчет рыночной капитализации был проведен на основе среднегодовой рыночной стоимости акций компании и количества акций компании. Следовательно, рыночная стоимость акций возросла за рассматриваемый период. Также, как уже было отмечено в работе, возросли финансовые показатели компании. Данный факт может быть связан с ростом цен на нефть, но также и с функционированием новых месторождений.

3) К негативным тенденциям можно отнести увеличение долговой нагрузки и чистого долга, снижение свободного денежного потока, что нашло отражение в результатах анализа финансового состояния предприятия, проведенного ранее в работе. Долговая нагрузка в течении рассматриваемого периода также возросла, и на этот факт стоит обратить внимание руководству компании. Что говорит об увеличении зависимости предприятия от заемных средств и соответственно влияет на финансовую устойчивость компании и инвестиционную привлекательность.

4) Размер чистых активов ПАО «НК «Роснефть» вырос в течение всего анализируемого периода на 37,82% и составил на конец 2018 года 2 008 998 млн. руб., что значительно превышает размер уставного капитала (105 982 тыс. руб.) и говорит о значительном росте стоимости компании.

5) При расчете затратным подходом стоимость ПАО «НК «Роснефть» составила 2 008 997 631 тысяч рублей. Метод чистых активов широко применяется компаниями, имеющими значительные материальные активы или проходящими процедуру банкротства. Данный метод оценивает только стоимость активов компании на сегодняшний день за вычетом ее обязательств. Этот показатель оказался гораздо ниже показателей по доходному и сравнительному подходам. Весовой коэффициент, присвоенный данному подходу равен 0,25.

6) При расчете сравнительным подходом стоимость оцениваемого объекта составила 5 414 811 118 986 рублей. С учетом того, что метод усложнен в силу отсутствия, как правило, полностью идентичных предприятий, финансовая информация по аналогичным оцениваемому предприятиям не всегда может быть получена, и использование информации о финансовых результатах прошлых периодов не учитывает перспективы развития бизнеса, ему присвоен весовой коэффициент в размере 0,15.

7) Расчет доходным подходам определил стоимость объекта на уровне 27 585 646 904 487 рублей. Данному подходу отдался самый большой приоритет и весовой коэффициент в размере 0,6, так как, проанализировав его достоинства и недостатки, было выявлено, что доходный подход является единственным подходом, учитывающим будущие ожидания, временные факторы и риски. Он наиболее приемлем для оценки инвестиционной привлекательности действующего предприятия

8) После корректировки и поиска обобщённого варианта, стоимость компании равна 17 865 859 218 290 рублей.

9) По итогам оценки инвестиционной привлекательности ПАО «НК «Роснефть» можно утверждать, что корпорация является инвестиционно привлекательной, занимает лидирующие позиции в нефтегазовой отрасли России и имеет высокие позиции на международном рынке.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Понятие инвестиционная привлекательность является широким и имеет множество формулировок. Каждый автор выделяет свои особенности и дает свое определение инвестиционной привлекательности. Инвестиционный процесс играет важную роль для развития любой экономики. Поэтому необходимо понимать, что для инвестора представляет наибольшую ценность, и, исходя из чего, он принимает свои инвестиционные решения.

В ходе выпускной квалификационной работы была цель: оценка инвестиционной привлекательности компании ПАО «НК «Роснефть».

Также в выпускной квалификационной работе были решены следующие задачи:

- охарактеризовать понятие корпорация;
- рассмотреть методики оценки инвестиционной привлекательности компании;
- проанализировать внутренние и внешние факторы, определяющие инвестиционную привлекательность компании;
- произвести оценку инвестиционной привлекательности компании.

Изучив теоретические аспекты инвестиций, можно отметить, что существует большое количество различных методов и подходов в оценке инвестиционной привлекательности, основными из которых являются финансово – экономический метод и методы на основе оценки стоимости предприятия: доходный, сравнительный и затратный методы.

В результате финансово – экономического анализа и анализа производственно – хозяйственной деятельности предприятия ПАО «НК «Роснефть», занимающего лидирующие позиции в нефтегазовой отрасли. ПАО «НК «Роснефть» является одним из немногих нефтегазовых предприятий, перманентно остающимся высоколиквидным, безубыточным, эффективным и безрисковым предприятием, что позволяет ему расширять свои рынки сбыта и, ввиду наличия денежных средств, проводить более

эффективную инвестиционную и инновационную деятельность. Это позволит предприятию увеличить свою конкурентоспособность на внешних рынках и значительно сократить долю издержек.

Проанализировав управление инвестиционной деятельностью на данном предприятии, нужно отметить высокую степень эффективности инвестиционной политики и грамотно продуманную инвестиционную стратегию что позволяет «Роснефти» сохранять лидерское положение.

Подводя итог, необходимо отметить, что оценки инвестиционной привлекательности на предприятии должно придаваться одно из ключевых значений, так как, опираясь на существующую инвестиционную привлекательность предприятия, инвесторы решают для себя вопрос о финансировании собственных средств в данное предприятие, что соответственно, прямым образом влияет на его успешное функционирование, укрепление позиций на рынке и на дальнейшее развитие в долгосрочной перспективе.

CONCLUSION

The concept of investment attractiveness is broad and has many formulations. Each author identifies his features and gives his definition of investment attractiveness. The investment process plays an important role for the development of any economy. Therefore, it is necessary to understand that for the investor is of the greatest value, and based on what, he makes his investment decisions.

During the graduate qualification work was the goal: an assessment of the investment attractiveness of the company PJSC "OC "Rosneft".

Also in the graduate qualification work the following tasks were solved:

- to describe the concept of a corporation;
- to consider methods for assessing the investment attractiveness of the company;
- to analyze the internal and external factors that determine the investment attractiveness of the company;
- to assess the investment attractiveness of the company.

After studying the theoretical aspects of investment, it can be noted that there are a large number of different methods and approaches in assessing investment attractiveness, the main of which are the financial - economic method and methods based on the valuation of the company: income, comparative and cost methods.

As a result of financial and economic analysis and analysis of production and economic activities of the company PJSC "OC "Rosneft", which occupies a leading position in the oil and gas industry. PJSC "OC "Rosneft" is one of the few oil and gas enterprises that remains permanently highly liquid, break-even, efficient and risk-free enterprise, which allows it to expand its markets and, due to the availability of funds, to conduct more efficient investment and innovation activities. This will allow the company to increase its competitiveness in foreign markets and significantly reduce the share of costs.

After analyzing the investment management at this enterprise, it should be noted a high degree of efficiency of the investment policy and a well-thought-out investment strategy that allows Rosneft to maintain its leadership position.

Summing up, it should be noted that the assessment of the investment attractiveness of the enterprise should be given one of the key values, since, relying on the existing investment attractiveness of the enterprise, investors decide for themselves the question of financing their own funds in the enterprise, which accordingly directly affects its successful functioning, strengthening market position and further development in the long term.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

- 1 Хаматханова, А.М. Роль российских корпораций в обеспечении экономического роста // Российское предпринимательство. – 2014. – Том 15. – № 11. – С. 35-49.
- 2 Федеральный закон от 12.01.1996 № 7-ФЗ «О некоммерческих организациях» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular/nekomerz/>
- 3 Брейли Ричард, Майерс Стюарт, Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2010.
- 4 Кочетков, Г.Б., Супян В. Б., Корпорация: Американская модель. — ПИТЕР, 2005.
- 5 Белых, В.С., О корпорации, корпоративных отношениях и корпоративном праве, 2010 // Электронный ресурс: «Интернет портал по безопасности», режим доступа: http://secandsafe.ru/pravovaya_baza/blogi/yuridicheskaya_bezopasnost/o_korporacii_korporativnyh_otnosheniyah_i_korporativnom_prave
- 6 Гапликова, Д.С. Понятие «корпорация» в зарубежной и российской теории и практике // Молодой ученый. — 2016. — №15. — С. 286-288. — URL <https://moluch.ru/archive/119/33046/>
- 7 Финансовое управление холдингом // Южно-Уральский государственный университет (национальный исследовательский университет). Высшая школа экономики и управления. – 2018. – С. 32
- 8 Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. От 15.04.2019) «Об акционерных обществах» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/
- 9 Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ (ред. От 23.04.2018) «Об обществах с ограниченной ответственностью» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/

10 Бирман Г., Шмидт С. Капиталовложения. Экономический анализ инвестиционных проектов: пер. с англ. под ред. Л. П. Белых. М.: Банки и биржи, Юнити-Дана, 2003. 632 с.

11 Бланк, И.А. Инвестиционный менеджмент. — LAP LAMBERT Academic Publishing, 2014. 64 с.

12 Ендовицкий, Д. А. Инвестиционный анализ в реальном секторе экономики: под ред. Гиляровской Л. Т. М.: Финансы и статистика, 2010. 352 с.

13 Крутик, А. Б., Никольская Ё. Г. Инвестиции и экономический рост предпринимательства. СПб.: Лань, 2010. 544 с.

14 Крейнина, М. Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле. М.: Дело и Сервис, 2006. 400 с.

15 Бухдрукер С. Инвестиционная привлекательность компании. — СПб.: Питер, 2014. — 175 с.

16 Бочаров В. В. Инвестиционный менеджмент. СПб.: Питер, 2009. 160 с.

17 Конторович С.П. Управление инвестиционной привлекательностью предприятия (системно-оценочный аспект). — Волгоград, 2014.

18 Мухаметшина, Л.Ф. Управление инвестиционными источниками инновационного развития предпринимательских структур. — Казань, 2014

19 Васильцова, А.М. Сравнительный анализ трактовок и методик оценки инвестиционной привлекательности предприятия // Экономика и менеджмент инновационных технологий. 2013. № 8

URL: <http://ekonomika.snauka.ru/2013/08/2935>

20 Бабков, А.Г. Рейтинговая оценка деятельности предприятий // Экономический анализ: теория и практика, 2014. № 14. С. 59-64.

21 Официальная страница ATKearney URL:
<https://www.atkearney.com/strategic-it/global-services-location-index>

22 Савицкая, Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: учебник / Г.В. Савицкая. - 6-е изд., перераб. и доп. - М.: ИНФРАМ, 2015.

23 Валежникова, М.В. Методы оценки инвестиционной привлекательности // Молодой ученый. — 2018. — №39. — С. 63-67. — <https://moluch.ru/archive/225/52859/>

24 Теплова, Т.В. Инвестиции в 2 ч. Часть 1: учебник и практикум для академического бакалавриата / Т.В. Теплова. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Издательство Юрайт, 2017. — 409 с.

25 Соснина, А.Д. Методы оценки инвестиционной привлекательности предприятий/ А.Д. Соснина // Молодой ученый. — 2015. — № 11.3. — с. 68–71.

26 Мелай, Е.А. Подходы к оценке инвестиционной привлекательности организации: сравнительный анализ / Е.А. Мелай, А.В. Сергеева // Известия ТулГУ. Экономические и юридические науки. — 2015. — № 1–1. <http://cyberleninka.ru/article/n/podhody-k-otsenke-investitsionnoy-privlekatelnosti-organizatsii-sravnitelnyy-analiz>

27 Полуянов, В. П., Чеченева Э. Р. Оценка и анализ инвестиционной привлекательности предприятия на основе индикативной методики // Вестник Хмельницкого национального университета. 2012

28 Матвеева, М. А. Определение инвестиционной привлекательности предприятия путем анализа его финансового состояния // Проблемы современной экономики. 2012. № 4

29 Бабков А. Г. Рейтинговая оценка деятельности предприятий // Экономический анализ: теория и практика, 2014. № 14. С. 59-64.

30 Сведения о компании ПАО «НК «Роснефть». – <https://www.rosneft.ru/>

31 Нефтегазовый комплекс России. Часть 1. Нефтяная промышленность: долгосрочные тенденции и современное состояние: Научно-аналитическое издание. – <http://www.ipgg.sbras.ru/ru/science/publications/publ-neftegazovyy-kompleks-rossii-chast-1-neftyanaaya-promyshlennost-049033>

32 О состоянии рынка нефти в 2018 году. Доклад Росстата. – http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/IssWWW.exe/Stg/d04/33.htm

- 33 Рейтинг российских компаний по капитализации по данным «РИА-Рейтинг». – <http://riarating.ru/infografika/20190129/630115992.html>
- 34 Московская биржа. – Режим доступа: <https://www.moex.com/>
- 35 Виды денежных потоков [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.cons-s.ru/articles/19>
- 36 Диагностика финансово-экономического состояния организации: учебное пособие / под ред. Е.В. Бережной. – М.: НИЦ ИНФРА-М, 2016.
- 37 Донцова, Л.В. Анализ бухгалтерской (финансовой) отчетности: практикум / Л.В. Донцова, Н. А. Никифорова. – М.: Дело и сервис, 2015.
- 38 Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности: учебник / под ред. О. И. Авериной. – М.: КНОРУС, 2016. – 427 с.
- 39 Москалева, К.А. Нефтяная промышленность России / К.А. Москалева, А.Г. Прокудина и др. / Молодой ученый. – 2017. – №22. – С. 282-285. – URL <https://moluch.ru/archive/156/43922/>
- 40 Пласкова, Н.С. Анализ финансовой отчетности, составленной по МСФО: учебник для студентов высших учебных заведений / Н.С. Пласкова. – М.: ИНФРА-М, 2015. – 271 с.