

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»

Зав. кафедрой, проф., д.э.н.,  
\_\_\_\_\_ И.А. Баев  
« \_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2019 г.

Оценка инвестиционной привлекательности акций ПАО «НК «Роснефть»

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА  
(бакалаврская работа)

ЮУрГУ – 38.03.01.2019.121-046.ВКР

Руководитель работы,  
ст. преподаватель кафедры  
\_\_\_\_\_ И.А. Мостовщикова  
« \_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2019 г.

Автор работы,  
студент группы ВШЭУ-403  
\_\_\_\_\_ В.А. Буйлова  
« \_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2019 г.

Нормоконтролер,  
ст. преподаватель кафедры  
\_\_\_\_\_ Е.Ю. Куркина  
« \_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2019 г.

Челябинск 2019

## АННОТАЦИЯ

Оценка инвестиционной привлекательности акций ПАО «НК «Роснефть». – Челябинск: ЮУрГУ, ВШЭУ-403, 120 с., 38 табл., 24 ил., библиограф. список – 28 наим., 2 прил.

Выпускная квалификационная работа выполнена с целью оценки целесообразности вложения денежных средств в акции ПАО «НК «Роснефть».

В работе рассмотрены теоретические основы оценки инвестиционной привлекательности, проведен финансовый анализ компании, анализ нефтегазовой отрасли и произведена оценка инвестиционной привлекательности компании с использованием доходного и сравнительного подходов. В завершение сделан общий вывод об инвестиционной привлекательности компании на основе результатов, полученных от использования двух подходов оценки.

## ABSTRACT

Buylova V.A. Assessment of the investment attractiveness of the shares of PJSC «Rosneft». – Chelyabinsk: SUSU, HSEM-403, 120 p., 38 tabl., 24 fig., bibliographic list – 28 titles., 2 suppl.

The final qualifying work was performed to assess the feasibility of investing funds in the shares of PJSC "Rosneft".

The theoretical approaches to assessing investment attractiveness, various assessment methods, discusses the problems of attracting investment funds in the Russian Federation, briefly describes PJSC "Rosneft", analyzes the financial condition and strategic position of the company are considered. An assessment of investment attractiveness based on various methods. In conclusion, the conclusion was made about the attractiveness of PJSC "Rosneft" in the stock market.

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	7
1 ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ.....	10
1.1 Проблемы привлечения инвестиционных средств в РФ.....	10
1.2 Обзор методических подходов к определению инвестиционной привлекательности компаний.....	16
1.3 Теоретические основы оценки инвестиционной привлекательности компаний.....	22
1.3.1. Классификация подходов к оценке стоимости компании.....	22
1.3.2 Доходный подход к оценке бизнеса.....	27
1.3.3 Учет рисков.....	32
1.3.4 Сравнительный подход к оценке бизнеса.....	37
1.3.5 Выбор оптимальных моделей для оценки справедливой стоимости акций_ПАО «НК «Роснефть».....	41
2 АНАЛИЗ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ АКЦИЙ ПАО «НК «Роснефть».....	46
2.1. Характеристика и финансовый анализ деятельности ПАО «НК«Роснефть».....	46
2.2 Стратегический анализ ПАО «НК «Роснефть».....	67
2.3 Расчет справедливой стоимости акций ПАО «НК «Роснефть» с помощью четырех выбранных моделей.....	86
2.4 Рекомендации для инвесторов по вложению средств в акции компании ПАО «НК «Роснефть».....	106
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	115
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК.....	118
ПРИЛОЖЕНИЯ	
ПРИЛОЖЕНИЕ А. Консолидированная отчетность.....	121
ПРИЛОЖЕНИЕ Б. Корреляционно-регрессионный анализ.....	125

## ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время российская экономика является зависимой от нефтегазодобывающей отрасли, ведь на неё приходится около 46% доходов федерального бюджета, на долю ВВП приходится до 20%, на долю налоговых поступлений около 50% приходится на НДС. В связи с чем появляется необходимость эффективно развиваться её, для того, чтобы она продолжала приносить положительные результаты для российской экономики.

На сегодняшний день в Российской Федерации наблюдается повышение интереса к инвестированию со стороны населения с целью получения прибыли. Важно отметить, что инвестиции в России являются относительно молодым инструментом экономики, поэтому можно говорить о несовершенстве законодательной базы, регулирующей инвестиции, что увеличивает незащищенность инвестиций. Данная проблема создает неблагоприятную обстановку и вынуждает многих инвесторов отказаться от инвестирования из-за страха не только отсутствия прибыли, но и, что более важно, потери всей суммы инвестированных средств. Перед российским бизнесом сегодня стоят серьезные проблемы, решение которых существенно зависит от развития и совершенствования инвестиционной политики. Таким образом, данная тема является актуальной для текущей экономической ситуации в России.

Объектом исследования является компания «Нефтяная компания «Роснефть» – лидер российской нефтяной отрасли и крупнейшая публичная нефтегазовая корпорация мира. Основными сферами деятельности ПАО «НК «Роснефть» являются:

- добыча нефти, газа, газового конденсата, поиск и разведка месторождений углеводородов;
- химическая переработка добытого сырья;
- нефтехимия, заводы катализаторов, производство смазочных материалов;

– реализация нефти, газа и продуктов их переработки на территории России и за ее пределами.

Целью данной работы является анализ и прогнозирование показателей деятельности и оценка инвестиционной привлекательности ПАО «НК «Роснефть». В рамках поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

1) рассмотреть теоретические основы оценки инвестиционной привлекательности компании;

2) провести финансовый анализ компании;

3) проанализировать стратегию развития отрасли;

4) спрогнозировать результаты деятельности ПАО «НК «Роснефть»;

5) провести оценку инвестиционной привлекательности с использованием доходного и сравнительного подходов;

б) оценить инвестиционную привлекательность ПАО «НК «Роснефть».

Цель и задачи работы предопределили её структуру. Она состоит из теоретической части, где рассматриваются существующие проблемы инвестиционной привлекательности российских компаний, различные определения понятия инвестиционной привлекательности, сравнительный, доходный и затратный подходы к оценке стоимости компаний; практической части, в которой произведен анализ деятельности объекта исследования и анализ состояния и тенденций развития отрасли, а также выбраны доходный и сравнительный подходы к оценке стоимости компании, произведена оценка инвестиционной привлекательности объекта, рассчитана справедливая стоимость акций и даны рекомендации инвесторам по покупке или продаже акций эмитента.

Теоретической и методологической основой исследования стали труды российских и зарубежных специалистов в области оценки бизнеса, управления организацией, инвестиционного и стратегического менеджмента таких как: Т.В. Теплова, М.Н. Крейнина, В.А. Щербакова и других.

# 1 ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

## 1.1. Проблемы привлечения инвестиционных средств в РФ

Для российской экономики нефтегазодобывающая отрасль играет важную роль: на данную отрасль приходится около 46% доходов федерального бюджета, на долю ВВП приходится до 20%, на долю налоговых поступлений около 50% приходится на НДС. Это говорит о том, что российская экономика является зависимой от данной отрасли, поэтому появляется необходимость эффективно развиваться её, для того, чтобы она продолжала приносить положительные результаты для российской экономики. Однако существуют факторы, как внутренние, так и внешние, которые способствуют замедлению развития отрасли. К ним можно отнести нехватку инвестиций, нестабильную экономическую ситуацию, политический режим, низкое качество выпускаемой продукции, износ оборудования. И если на внешние факторы довольно тяжело повлиять, то внутренние факторы с помощью совместных усилий государства и компаний отрасли могут быть нейтрализованы.

Добиться высоких результатов и снизить негативное влияние таких факторов, как устаревшее оборудование, низкое качество выпускаемой продукции и пр. поможет увеличение потока инвестиций в нефтегазодобывающую отрасль. Инвестирование будет способствовать обновлению оборудования, техники и технологий, открытию новых месторождений и пр., что, в итоге, повысит качество и конкурентоспособность выпускаемой продукции. Такого рода динамика приведет к повышению уровня добываемой, перерабатываемой и экспортируемой продукции. Одним из главных инвестиционных направлений в последние 10 лет являлись технологии, увеличивающие степень переработки нефти: от глубины переработки нефти зависит не только рост стоимости единицы продукта, но и экономическая эффективность процесса, что, в свою очередь, является немаловажным фактором в условиях ограниченности сырьевых ресурсов. Развитие данного сектора нефтегазодобывающей отрасли повысило

глубину переработки нефти на 9,4% по сравнению с 2008 г. (рисунок 1), что позволило увеличить поставки нефти на экспорт на 7,2% (рисунок 2).



Рисунок 1 – Глубина переработки нефти по России

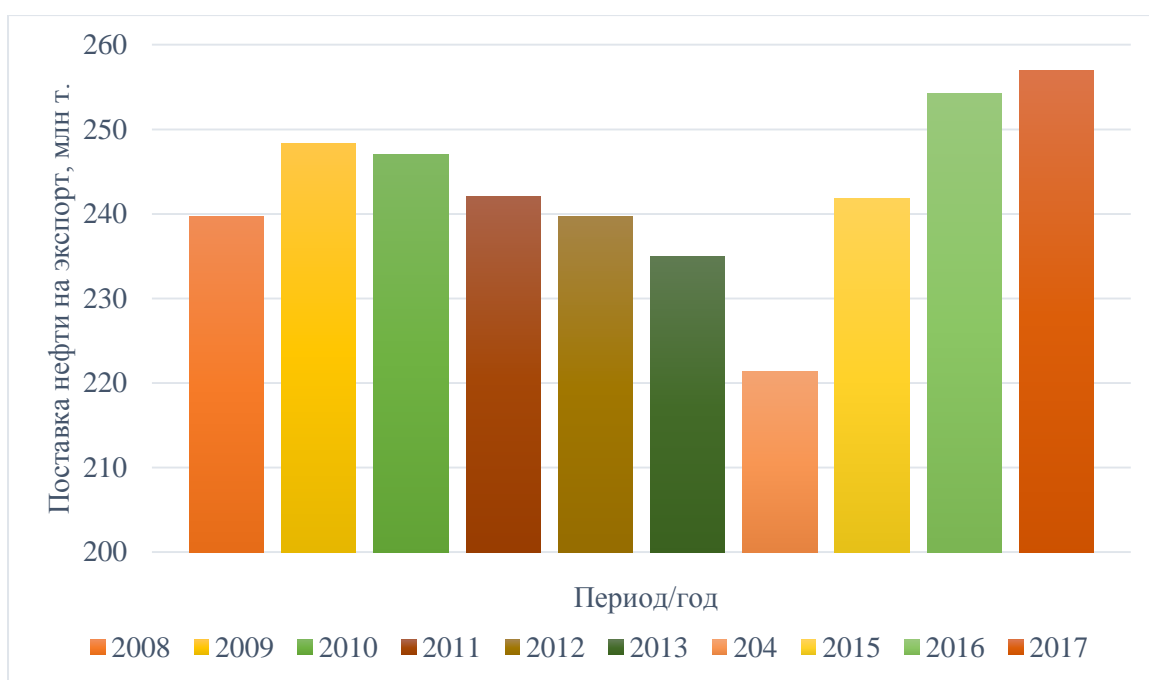


Рисунок 2 – Поставка нефти на экспорт в 2008-2017 гг.

Направление инвестиций в настоящее время, вероятно, будет во многом зависеть от ряда перспективных направлений развития отрасли. Для этого на государственном уровне разработаны различные стратегии, к которым относится, к примеру, генеральная схема развития нефтяной и газовой отраслей



на период до 2035 г., утвержденная приказом МинЭнерго России от 6 июня 2011 г.

Ключевые вызовы развития нефтяной и газовой отраслей, которые ставит перед собой эта схема:

- волатильность цен на мировом рынке нефти;
- постоянное ухудшение физико-химических характеристик добываемой нефти;
- увеличение себестоимости добычи: большая выработанность действующих месторождений усложняет удержание достигнутых уровней добычи нефти, преобладание труднодоступных запасов нефти: более половины добычи в 2035 году должно быть получено из прироста труднодоступных запасов;
- рост затрат в добыче и транспортировке газа на внутренние и внешние рынки: сокращение находящихся в разработке высокопродуктивных и неглубоко залегающих запасов, удаленность новых районов добычи от центров потребления;
- замедление роста спроса на российский газ на Украине и в Европе;
- повышение конкуренции вследствие развития рынка СПГ;
- введение рядом стран ограничений на поставки современных технологий и оборудования, используемого для разведки и разработки российских глубоководных, морских арктических и сланцевых месторождений, и на привлечение долгосрочного финансирования.

Целевое видение развития нефтяной и газовой отраслей к 2035 г.:

- стабильная добыча нефти в объеме 525 млн тонн в год, с обеспечением возможностей ее увеличения при благоприятной конъюнктуре мирового и внутреннего рынков;
- поддержание прироста запасов нефти к годовой добыче нефти на уровне не менее 1,2% до 2020 г. и не менее 1,3% в период 2021-2035 гг.;
- повышение среднего текущего коэффициента извлечения нефти с 0,248 в 2015 г. до не менее 0,28 к 2020 г. и не менее 0,36 к 2035 г.;

– доведение доли отечественных технологий и оборудования в разведке, добыче и переработке нефти, транспорте нефти и нефтепродуктов (по каждому технологическому направлению на конец периода) до не менее 55% к 2020 г. и не менее 80% к 2035 г.;

– увеличение среднего выхода светлых нефтепродуктов на российских НПЗ с 58,6% в 2015 г. до не менее 70% к 2020 г. и не менее 75% к 2035 г.;

– поддержание стабильной доли России (в 2015 г. – 12,2%) в международной торговле сырой нефтью;

– повышение с 72 до 90% глубины переработки нефти с производством моторных топлив высших экологических классов, а также увеличение выхода светлых нефтепродуктов с 58% до 73–74%;

– утилизация не менее 95% извлекаемого попутного нефтяного газа;

– увеличение экспорта нефти, в т.ч. в 2 раза объема поставок нефти на рынки АТР до 110 млн тонн;

– рост общей добычи газа до 40%, в т. ч. в новых районах (в Восточной Сибири и на Дальнем Востоке) и на шельфах морей;

– увеличение экспорта газа в 8-9 раз на азиатский рынок (с 14 до 128 млрд куб. м.);

– разработка российских технологий в области добычи нетрадиционных ресурсов газа, глубоководного бурения, газопереработки и газохимии.

Реализация данной стратегии будет обеспечиваться благодаря решению таких проблем, как:

- 1) грамотное и рациональное использование имеющейся в РФ ресурсной базы;
- 2) сооружение новых комплексов для добычи природных материалов;
- 3) максимальное использование полезных ископаемых при переработке нефти и газа;
- 4) разработка российских технологий в области добычи.

Однако ни один разумный инвестор не будет вкладывать свои средства и рисковать ими без наличия должных оснований, каких-либо гарантий

и не подкрепляя свои действия желанием получения практически полезных результатов. В этом и состоит суть инвестиционной деятельности. Прямые инвестиции являются неотъемлемой частью открытой и эффективно функционирующей экономики, они активно применяются в качестве инструмента в международных экономических отношениях и являются главным катализатором развития. Возможность привлечения прямых инвестиций и получения максимальных выгод от них определяется проводимой политикой внутри страны. Несмотря на множество благоприятных факторов, таких как недорогой рабочий персонал, широкая ресурсно-сырьевая база, множество перспективных проектов, требующих финансирования и т.д. мировое сообщество оценивает РФ, как страну с непривлекательным инвестиционным климатом. В первую очередь, это связывают:

- с невыработанной информационной прозрачностью, охватывающей самые различные сферы экономики и социальной жизни;
- с проблемами перехода от ресурсно-добывающей деятельности к инновационной;
- с неблагоприятной политической ситуацией в мире;
- с высоким уровнем коррупции;
- с устаревшей системой налогообложения;
- с административными барьерами, а также довольно высокими рисками и др.

Важно отметить, что инвестиции в России являются относительно молодым инструментом экономики, поэтому можно говорить о несовершенстве законодательной базы, регулирующей инвестиции, что увеличивает незащищенность инвестиций. Данная проблема создает неблагоприятную обстановку и вынуждает многих инвесторов отказаться от инвестирования из-за страха не только отсутствия прибыли, но и, что более важно, потери всей суммы инвестированных средств.

Анализ результатов обследований Высшей школы экономики, с точки зрения выявления ключевых факторов, лимитирующих инвестиционную деятельность в РФ, показал, что одними из главных явлений, негативно влияющих на развитие инвестиционной активности, оказались такие факторы, как «неопределенность экономической ситуации» и «инвестиционные риски». Данный факт констатировали 45% опрошенных респондентов. Говоря об экономической ситуации в 2017 г., участники опроса констатировали, что на итоговые результаты инвестиционной активности также негативно повлияли западные санкции: несмотря на их всё большее ослабевающее воздействие относительно 2015-2016 гг., 44% участников опроса констатировали их ограничивающее воздействие, что свидетельствует о не устранении проблем, замедляющих создание комфортного делового климата в стране.

На данном этапе инвестиционная деятельность в РФ базируется на законах, которые не могут в полной мере гарантировать инвесторам защиту их прав и собственных средств, поэтому для того, чтобы программы государственного содействия и законы инвестиционного развития были успешно реализованы, следует продолжать разработку и обоснование теоретической базы регулирования инвестиционной деятельности, опираясь на опыт других стран, обновлять нормативно-правовую базу, применяя принципы стимулирования и государственной поддержки инвестиций.

В настоящее время создание условий для повышения инвестиционной привлекательности РФ является необходимым, поскольку сохранение уровня инвестирования на том же уровне усилит негативное воздействие на развитие экономики страны, так как использование устаревших технологий и производств приведет к еще большему снижению экономических показателей эффективности. А привлечение инвестиционного капитала поспособствует развитию новых технологий и разработок, улучшению экономического и социального положений, что, в свою очередь, повысит инвестиционную привлекательность РФ и её статус на мировом рынке. В то же время необходимо сформировать условия, которые

будут контролировать удовлетворение интересов как инвесторов, так и национальной экономики.

Но до тех пор, пока в Российской Федерации не будут созданы выгодные и благоприятные условия для инвестиционных вложений как внутренних, так и внешних инвесторов, большая часть инвестиций будет перетекать на рынки стран, предоставляющих наиболее выгодные условия

## 1.2. Обзор методических подходов к определению инвестиционной привлекательности компаний

Обеспечение высоких темпов развития, эффективная деятельность предприятий, повышение их конкурентоспособности в условиях современной экономики в значительной мере определяется уровнем и качеством их инвестиционной деятельности. Это связано с тем, что развитие экономики непосредственно влечет за собой обновление основных фондов, так как создаются новые более эффективные или экономичные технологии, изменяются общественные потребности и спрос, создаются инновации, что объясняет обновление действующей материально-технической базы, наращивание объемов производства и освоение новых, инновационных видов деятельности. Для достижения данных целей необходимы дополнительные ресурсы (инвестиции). В расширенном толковании под инвестициями следует понимать целенаправленное вложение капитала во всех его формах в различные объекты или инструменты хозяйственной деятельности организации для получения прибыли, а также для достижения иного экономического или/и внеэкономического эффекта. При этом рост от данного вложения должен заставить инвестора отказаться от текущего потребления, взять на себя риски и возместить потери от инфляции в будущем.

Центральным участником этого процесса является инвестор в виде государства, частного инвестора, международной организации и пр., для которого

важно понимать, является ли предлагаемое направление вложений средств инвестиционно-привлекательным, поскольку, к примеру, вложение в морально устаревшее оборудование или технологии не будет иметь положительного экономического эффекта, что, в свою очередь, не принесет прибыли инвестору. Также важно учитывать, является ли данное вложение средств более эффективным, чем альтернативные сферы вложения.

Необходимо заметить, что лишь в случае эффективного выбора объектов инвестирования обеспечивается потенциальная возможность инвестиций генерировать доход. Поэтому для того, чтобы понять, какой из объектов будет наиболее выгодным для определенного инвестора, требуется оценить его инвестиционную привлекательность.

На сегодняшний день отсутствует единая система определений термина «инвестиционная привлекательность» и факторов, подтверждающих, воздействующих и регулирующих её, что затрудняет понятие сути термина. Отечественные и зарубежные ученые, такие как М.Н. Крейнина, Э.И. Крылов, В.М. Власова, В.А. Толмачева, А.П. Иванов, Д.А. Едновицкий, Т.В. Теплова и др. объясняют данное понятие в своих работах на основе индивидуальных факторов, которые лежат в их авторской оценке. Мнения авторов несколько отличаются, в чем и состоит сложность единого понятия, но в то же время и существенно дополняют друг друга. Однако большинство определений сводится к общему пониманию инвестиционной привлекательности как некоторой системы внутренних и внешних факторов, влияющих на неё. Рассмотрим различные точки зрения отечественных и зарубежных экономистов на вопрос определения инвестиционной привлекательности.

Прежде всего нужно выделить, что ниже будут рассмотрены определения инвестиционной привлекательности компании, т.е. привлекательности на микроуровне. Но также принято выделять макроуровень – инвестиционная привлекательность страны и мезоуровень – на уровне региона и привлекательность на уровне отрасли.

В своих работах М.Н. Крейнина отмечает, что «инвестиционная привлекательность зависит от комплекса показателей, характеризующих финансовое состояние предприятия. Однако, если сузить проблему, инвесторов интересуют показатели, влияющие на доходность капитала предприятия, курс акций и уровень дивидендов». По мнению Крылова Э.И., Власовой В.М., Журавковой И.В. «инвестиционная привлекательность (в более широком смысле) – это экономическая категория, характеризующаяся эффективностью использования имущества предприятия, его платежеспособностью, устойчивостью финансового состояния, его способностью к саморазвитию на базе повышения доходности капитала, технико-экономического уровня производства, качества и конкурентоспособности продукции». Т.е. они сходятся во мнении, что именно оценка финансового состояния лежит в основе оценки инвестиционной привлекательности предприятия. Данный подход является, безусловно, верным, но раскрывает лишь одну сторону этого понятия.

П. В. Москвина в своих работах пишет о том, что оценка только финансового состояния – это лишь малая часть оценки инвестиционной привлекательности предприятия. По её мнению, на оценку влияют факторы, которые условно можно разделить на внешние факторы по отношению к предприятию – на них нельзя повлиять, они оказывают косвенное воздействие извне, и внутренние – могут контролироваться предприятием и оказывают прямое воздействие на него. При этом обязательно должен применяться комплексный подход, который будет предусматривать анализ всех факторов с учетом их влияния друг на друга. Факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность предприятия, представлены на рисунке 3.

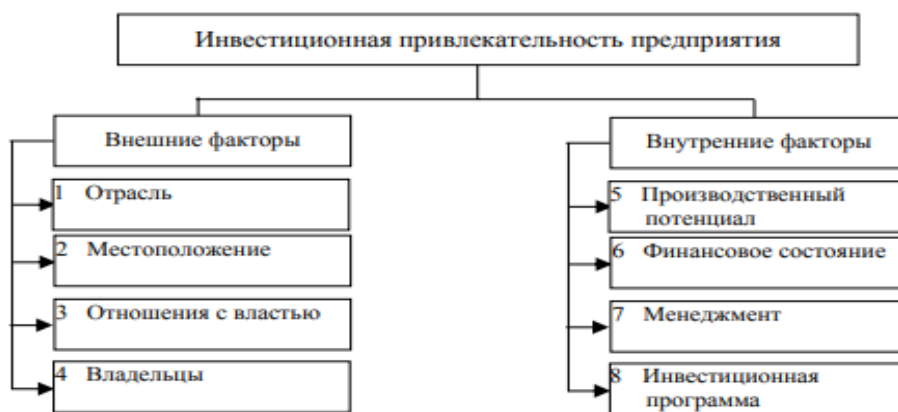


Рисунок 3 – Внешние и внутренние факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность предприятия

Мнение данных авторов по определению понятия инвестиционной привлекательности можно объединить по одному общему признаку – инвестиционная привлекательность на основе оценки как финансовых показателей, так и комплексной оценки.

В.А. Толмачев в своей работе определяет инвестиционную привлекательность, как динамическую категорию, представляющая собой определенную систему векторов инвестиционного развития предприятия. Т.Н. Гуськова придерживается мнения, что инвестиционная привлекательность предприятия – состояние его хозяйственного развития, при котором инвестиций, в приемлемые сроки и с высокой вероятностью могут дать удовлетворительный уровень достижения экономической или/и внеэкономической цели инвестора.

В «Анализе и разработке инвестиционных проектов» Савчук В.П. [2] трактует инвестиционную привлекательность как интегральную характеристику отдельных предприятий-объектов предстоящего инвестирования с позиций перспективности их будущего развития, объемов сбыта продукции, эффективности использования активов, их ликвидности, состояния платежеспособности и финансовой устойчивости. Данные трактовки можно систематизировать и объединить по одному общему признаку – инвестиционная привлекательность как условие развития предприятия.



А.П. Иванов, И.В. Сахарова, Е.Ю. Хрусталеv в своей работе «Финансовые методы управления инвестиционной привлекательностью компании» [5] понимают объект исследования данной статьи как совокупность финансовых и экономических показателей предприятия, которые определяют возможность получения максимальной прибыли при минимальном риске вложения средств. Д.А. Едновицкий, В.А. Бабушкин и Н.А. Батурина также связывают термин «инвестиционная привлекательность» с инвестиционными рисками. Авторы понимают под инвестиционной привлекательностью такое состояние организации, при котором у потенциального собственника капитала возникает желание пойти на определенный риск и обеспечить приток инвестиций в монетарной и (или) немонетарной форме. То есть вышеуказанные авторы определяют инвестиционную привлекательность как отношение риска и доходности.

В.Ф. Максимов считает, что инвестиционная привлекательность (или непривлекательность) – субъективная оценка инвестором объекта инвестирования по поводу принятия решения о вложении своих средств. По его мнению, субъективная оценка возникает на основе анализа объективных характеристик страны, региона или предприятия, при этом не затрагивая оценку инвестиционного климата, т.к. он может в целом быть благоприятным, но при этом для определенного инвестора быть непривлекательным по субъективным причинам. Т.В. Теплова также считает, что наиболее важное значение, при обосновании целесообразности или необходимости инвестирования, имеют цели, которые ставят перед собой инвесторы, т.е. инвесторы оценивают инвестиционную привлекательность объекта на основе индивидуальных целей и условий, складывающихся на инвестиционном рынке. Мнение В.Ф. Максимова и Т.В. Тепловой можно объединить по одному общему признаку – инвестиционная привлекательность как субъективная оценка конкретного инвестора.

Поэтому, изучив существующие подходы к сущности понятия «инвестиционной привлекательности предприятия», можно объединить и систематизировать их в четыре группы (таблица 1).

Таблица 1 – Подходы к оценке инвестиционной привлекательности

№	Подход	Авторы
1	Инвестиционная привлекательность на основе оценки как финансовых показателей, так и комплексной оценки	М.Н. Крейнина Э.И. Крылов В.М. Власов И.В. Журавкова П. В. Москвин
2	Инвестиционная привлекательность как условие развития предприятия	В.А. Толмачев Т.Н. Гуськова В.П. Савчук
3	Инвестиционная привлекательность как отношение риска и доходности	А.П. Иванов И.В. Сахарова Е.Ю. Хрусталева Д.А. Едновицкий В.А. Бабушкин Н.А. Батурина
4	Инвестиционная привлекательность как субъективная оценка конкретного инвестора	В.Ф. Максимова Т.В. Теплова

Важно подчеркнуть, что в каждом из приведенных выше определений отражается лишь один из признаков инвестиционной привлекательности и, как видно, из данных трактовок, единого мнения по поводу определения этого понятия нет. Но можно обобщить данные понятия и вывести следующее определение – инвестиционная привлекательность предприятия – это система экономических отношений между инвестором и объектом инвестирования по поводу как получения экономического и/или внешнеэкономического эффекта, так и эффективного развития бизнеса, поддержания его конкурентоспособности. Экономические отношения оцениваются совокупностью показателей эффективности деятельности предприятия, которые разделяются на финансовые (показатели ликвидности, платежеспособности, финансовой устойчивости, деловой активности и др.), рассчитываемые на основе данных финансовой

отчетности, и нефинансовые, которые не имеют четкого набора исходных данных и оцениваемые экспертным путем, к ним можно отнести конъюнктуру рынка, деловую репутацию компании, уровень развития региона и т.д.

### 1.3. Теоретические основы оценки инвестиционной привлекательности компаний

#### 1.3.1. Классификация подходов к оценке стоимости компании

Что такое оценка бизнеса? Проще говоря, оценка бизнеса – это процесс и набор процедур, используемых для определения стоимости бизнеса. Сложность измерения справедливой стоимости (ценности) бизнеса состоит в том, что для различных людей ценность бизнеса оценивается по-разному. К тому же ценность бизнеса не стоит на месте. Рыночные условия постоянно изменяются, и инвесторы могут видеть большую или меньшую ценность компании по мере изменения её состояния.

Стоимость объекта оценки, согласно требованиям Федерального стандарта оценки "Цель оценки и виды стоимости (ФСО N 2), – это наиболее вероятная расчетная величина, определенная на дату оценки в соответствии с выбранным видом стоимости. Основными подходами, используемыми при проведении оценки, являются сравнительный, доходный и затратный подходы [1]. Каждый из этих подходов обладает определенными достоинствами, недостатками и имеет конкретные сферы применения. При этом, выбор подходов оценки стоимости нужно осуществлять, учитывая не только возможность их применения, но и намерения и задачи оценки, для каких целей будут использоваться результаты оценки, допущения, полноту и достоверность исходной информации. Анализ указанных факторов поможет обосновать выбор подходов, которые в дальнейшем будет использовать оценщик.

Далее в работе были рассмотрены подходы и присущие им методы оценки, и из них выявлены, и обоснованы наиболее подходящие для дальнейшей расчетной оценки справедливой стоимости акций ПАО «НК «Роснефть».

Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки» (ФСО N 1), утверждённый приказом Министерства экономического развития РФ от 20 мая 2015г. [1], предлагает следующие определения подходов к оценке бизнеса.

Затратный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для приобретения, воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устаревания [1]. Расчет стоимости потребует изучения реальных затрат на приобретение, воспроизводство либо замещение аналогичного объекта оценки, поэтому основной сложностью является поиск достоверных данных.

Затратный подход основывается на принципе замещения: актив стоит не больше, чем составили бы затраты на замещение всех его составных частей. Данный подход требует наличие у оценщика полной и достоверной информации о предприятии как ретроспективной, так и внутренней, позволяющую определить затраты на приобретение, воспроизводство или замещение оцениваемого объекта. Данный подход будет давать достоверный результат, если оценщик тесно контактирует с оцениваемой компанией или является ее представителем – это даст ему преимущество в получении полной информации от компании. В обратном случае, независимому оценщику будет недостаточно имеющейся у него информации, так как, обычно, оцениваемая компания не публикует в открытом доступе полную информацию о реальном положении своих дел. Если говорить о публичных компаниях, они, конечно, должны публиковать полную информацию в виде различных форм финансовой отчетности и презентаций для инвесторов. Но они не уточняют и не структурируют информацию, необходимую для оценки. В конечном итоге независимых оценщик получит недостоверный результат, основанный на доступной информации.

При затратном подходе отражаются затраты, которые понесет покупатель при покупке данного актива, обладающего сопоставимыми функциональными характеристиками с учетом износа. Причем понятие износа охватывает не только

физический износ, но и моральное (технологическое) и экономическое (внешнее) устаревание, и является более широким, чем понятие амортизации для целей финансовой отчетности или налоговых целей. И в данном случае сложность заключается в том, что материальные активы, такие как оборудование или инвентарь, оценивать гораздо проще, чем нематериальные активы, такие как база постоянных клиентов и узнаваемость бренда на рынке.

Данный подход является наиболее надежным при оценке новых объектов, поэтому он привлекателен для предпринимателей, которые ориентируются на строительство, а не покупку готового объекта.

Если предприятие находится в режиме сокращенного воспроизводства, то точность оценки стоимости действующего предприятия снижается, поскольку такое предприятие является, как правило, убыточным, что делает практически невозможным применение доходного подхода. При отсутствии предприятий-аналогов невозможно использовать сравнительный подход. Таким образом, в распоряжении антикризисного управляющего остается затратный подход, с помощью которого стоимость действующего предприятия определяется с использованием в его рамках метода чистых активов и метода ликвидационной стоимости.

Доходный подход – совокупность методов оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки [1]. Данный подход рекомендуется применять при наличии достоверной информации, которая позволит спрогнозировать будущие доходы и расходы объекта оценки.

Предприятие, с позиции данного подхода, рассматривается больше не как имущественный комплекс, а как бизнес или дело, которое может генерировать прибыль. Следственно при использовании доходного подхода оценка стоимости во многом зависит от перспектив развития оцениваемого предприятия.

К главным преимуществам доходного подхода можно отнести следующее:

- учитывает будущие изменения доходов и расходов предприятия, оценивает перспективы роста, развития;
- оценивает уровень риска и влияние рынка через ставку дисконтирования;
- учитывает личные интересы инвестора.

К основным недостаткам можно отнести следующее:

- субъективный процесс прогнозирования доходов и расходов;
- самостоятельное определение ставки дисконтирования;
- трудоёмкость расчетов;
- существует риск получения неверных результатов в связи с получением недостоверной информации или нестабильностью экономической ситуации в стране.

Существует два метода, основанных на доходах, которые в основном используются при оценке бизнеса: метод капитализации денежных потоков и метод дисконтирования денежных потоков (рисунок 4). Эти методы используются на основе суммы дохода, который компания должна получить в будущем.



Рисунок 4 – Методы оценки стоимости доходным подходом

Сравнительный подход – совокупность методов оценки, основанных на получении стоимости объекта оценки путем сравнения оцениваемого объекта с объектами-аналогами [1]. Для применения данного подхода необходим доступ к достоверной информации, достаточной для анализа, о ценах и характеристиках объектов-аналогов.

Сравнительный подход – это процесс, используемый для оценки стоимости компании с использованием показателей других предприятий аналогичного размера в той же отрасли. Во-первых, для наиболее точного результата при анализе сопоставимых компаний очень важно правильно подобрать компании-аналоги одного размера, из одной отрасли и страны, по мультипликаторам которых будет производиться расчет стоимости оцениваемой компании. Также оценщиком должен быть обоснован не только выбор определённых единиц сравнения, но и «отказ от использования других единиц сравнения, принятых при проведении оценки и связанных с факторами спроса и предложения» [1].

Во-вторых, при данном подходе необходимо правильно подобрать расчетные мультипликаторы, которые будут полностью отражать стоимость сравниваемых компаний. Ошибки могут возникнуть по причине внутренних различий между фирмами, поэтому необходимо использовать поправочный коэффициент для корректировки мультипликаторов. Наиболее распространенными оценочными мультипликаторами, используемыми в сравнительном подходе, являются капитализация компании к её чистой прибыли (P/E), капитализации компании к выручке (P/S) и EV/EBITDA.

Если же на практике предстоит сделать выбор между доходным и сравнительным подходом, то сравнительный является более простым и одновременно поверхностным, даже при условии тщательного отбора компаний-аналогов и безошибочно рассчитанных показателей. При этом доходный подход дает более точные результаты, но в то же время необходимо тщательно проработать показатели денежных потоков, и учесть и оценить риски для определения адекватной величины стоимости компании.

Поэтому для более точной оценки рекомендовано использовать комбинирование методов. В Федеральных Стандартах Оценки прописывается необходимость применения комбинированных методов: «Оценщик при проведении оценки обязан использовать затратный, сравнительный и доходный подходы к оценке или обосновать отказ от использования того или иного подхода.

Оценщик вправе самостоятельно определять конкретные методы оценки в рамках применения каждого из подходов» [8].

Так при выборе использования оптимальных подходов для оценки стоимости ПАО «НК «Роснефть», оценщик должен определить какое количество достоверной информации о компании ему доступно. Так независящему от компании оценщику затруднено использование затратного подхода из-за неимения прямого доступа к внутренней информации компании. В таких случаях, оценщик в основном применяет сравнительный или доходный подходы при использовании публичной и открытой информации: оценка осуществляется на основе регулярно публикуемой отчетности и данных о рынке из открытых информационных систем.

Поэтому в данной работе используется именно комбинированный метод двух подходов, что позволяет их сравнить и выбрать более лучший и правдоподобный результат оценки компании.

### 1.3.2. Доходный подход к оценке бизнеса

Доходный подход рассматривает стоимость данного актива с позиции того, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов этого бизнеса, т.е. исходя из принципа ожидания (рисунок 5). Согласно Т.В. Тепловой «Количественная стоимость актива приравнивается к текущей (приведенной) стоимости потока чистых денежных выгод от использования оцениваемого актива за экономически обоснованный срок службы», то есть расчетная стоимость оцениваемого актива равна приведенной оценке ожидаемых выгод на заданном горизонте времени [7].



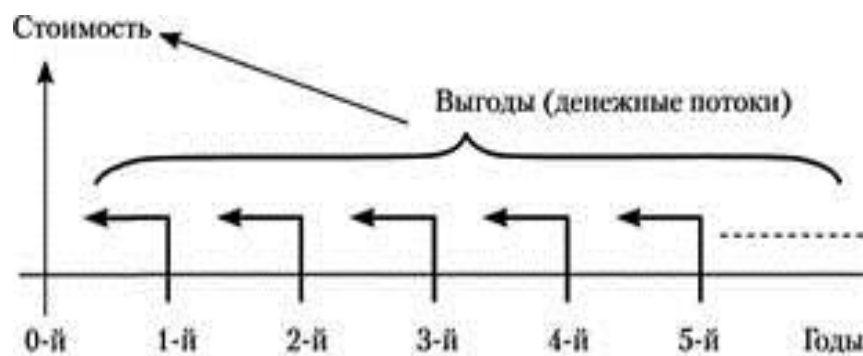


Рисунок 5 – Рыночная стоимость актива как пересчитанные к текущему моменту времени будущие выгоды, получаемые инвестором

С точки зрения инвестиционных вложений данный подход считается наиболее приемлемым, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие с целью получения экономического эффекта, в конечном счете, покупает не набор активов, а поток будущих доходов, позволяющий ему окупить вложенные средства получением прибыли.

Существует два метода, основанных на доходах, которые в основном используются при оценке бизнеса: метод капитализации денежных потоков и метод дисконтирования денежных потоков. Эти методы используются на основе суммы дохода, который компания должна получить в будущем.

Метод капитализации денежных потоков чаще всего используется, когда ожидается, что компания будет иметь относительно стабильный уровень маржи и роста в будущем – он эффективно использует единый поток выгод и предполагает, что он будет расти с постоянной скоростью в течение исследуемого периода, при этом в компании не планируется внедрение крупных инвестиционных проектов и сам бизнес предсказуем. Метод дисконтированных денежных потоков, с другой стороны, является более гибким, чем метод капитализации денежных потоков, и позволяет варьировать маржу, темпы роста, погашение долга и другие статьи в будущем, которые могут изменяться, т.е. применяется, когда невозможно предположить точно, как будет развиваться компания при нестабильной ситуации в стране и на рынке, при внедрении крупных инвестиционных программ, при реализации инновационных проектов,

непосредственно влияющих на денежные потоки. Оценка стоимости компании данным методом осуществляется по равно разбитым промежуткам времени (чаще всего – 1 год), что позволяет прогнозу быть более точным, поскольку учитываются изменения в денежных потоках в каждом периоде. В результате метод капитализации денежных потоков обычно чаще применяется при оценке зрелых компаний со стабильным ростом, экономической ситуацией в стране и на рынке.

Далее в работе был применен и использован метод дисконтирования денежных потоков, как более точный и достоверный. Результаты данного метода позволяют, и компании, и ее акционерам, выявить главные проблемы, которые тормозят развитие бизнеса, и принять решения, направленные на рост дохода.

Метод дисконтированных денежных потоков – это, основанный на доходах, подход к оценке, основанный на теории, согласно которой стоимость бизнеса равна текущей стоимости его прогнозируемых будущих выгод (включая его текущую стоимость). Конечная стоимость не предполагает фактического прекращения или ликвидации бизнеса, а скорее представляет собой момент времени, когда прогнозируемые денежные потоки выравниваются или сглаживаются

(что, как предполагается, будет продолжаться до бесконечности). Суммы для прогнозируемых денежных потоков и конечная стоимость дисконтируются на дату оценки с использованием соответствующей ставки дисконтирования, которая включает риски, специфичные для вложения средств в конкретную оцениваемую компанию. Распределенный денежный поток используется в качестве потока выгод, поскольку он представляет собой прибыль, доступную для распределения среди инвесторов после рассмотрения реинвестирования, необходимого для будущего роста компании.

Главной моделью дисконтирования денежных потоков, по которой может быть оценена компания, является модель DCF (от англ. «Discuted Cash Flow») – это особый тип финансовой модели, используемой для оценки бизнеса,

которая является прогнозом неизрасходованного свободного денежного потока компании, дисконтированного обратно к сегодняшнему значению, которое называется чистой приведенной стоимостью (NPV). Для оценки данным методом исследуемая компания должна быть крупной, с продолжительным функционированием бизнеса, находящаяся в зрелых отраслях экономики с понятными и прогнозируемыми основными финансовыми показателями, а именно темпом роста выручки, ликвидности активов, рентабельности продаж, потребности в оборотном и основном капиталах.

Метод дисконтированных денежных потоков может основываться на потоках денежных средств либо в весь свободный капитал компании (FCFF) (формула 1), либо в свободный денежный поток для собственников (FCFE), который оценивает только акционерный капитал. Поэтому метод DCF может быть реализован для оценки как всего финансового капитала компании, так и для оценки акционерного (собственного) капитала.

В формализованном виде тождество денежных потоков может быть задано следующим равенством:

$$FCFF = FCFE + FCFD, \quad (1)$$

где FCFD – денежный поток кредиторам;

FCFE – денежный поток собственникам.

В первом случае необходимо применить свободный денежный поток, который доступен всем финансовым владельцам капитала, то есть FCFF, а также средневзвешенную стоимость капитала (WACC). Во втором случае используется свободный денежный поток, остающийся после расчетов всех обязательствам только для собственников бизнеса (FCFE) и ставка дисконтирования, то есть ставка требуемой доходности по собственному капиталу при наличии инвестиционных рисков [7].

Рассмотрим свободный денежный поток (FCFF), доступный всем инвесторам (владельцам привилегированных и простых акций, держателей облигаций и т.д.). Данный показатель помогает оценить развитие компании и позволяет судить о движении компании по этапам жизненного цикла.

FCFF – величина денежных средств, рассчитанная за определенный период (месяц, квартал, год) и показывающая величину возможного изъятия инвесторами выгод от компании с учетом оценки и погашения не только текущих, но и капитальных обязательств, связанных с необходимостью продолжения бизнеса [7]. FCFF предполагает, что если инвесторы заберут из компании свои денежные средства, то компания не прекратит свое существование и отражает изменение дебиторской задолженности, запасов и других «живых денег», а также потребность в «чистых инвестициях», которые не покрываются амортизационными отчислениями.

Главной особенностью модели FCFE является итоговая сумма, которая может быть потенциально распределена среди акционеров. Единственная реальная разница между FCFF и FCFE – это процентные расходы и их влияние на налоги. Предполагая, что у компании есть некая задолженность, то её FCFF будет выше, чем FCFE, на сумму задолженности после уплаты налогов.

Денежный поток по модели FCFE рассчитывается на базе чистой прибыли (формула 2):

$$FCFE=NI+DA-CAPEX-CNWC, \quad (2)$$

где FCFE – свободный денежный поток, остающийся после расчетов по всем обязательствам только для собственников бизнеса;

NI – чистая прибыль;

DA – амортизация и износ, начисленные за период;

CNWC – изменения в чистом оборотном капитале, за исключением денежных средств;

CAPEX – капитальные расходы, необходимые для поддержания продаж и маржи.

Аналитики также используют FCFE для определения того, оплачиваются ли выплаты дивидендов и выкуп акций свободным денежным потоком в капитал или какой-либо другой формой финансирования. Если FCFE меньше, чем выплата дивидендов и стоимость выкупа акций, то компания финансируется заемным капиталом или выпускает новые ценные бумаги.

FCFE может иметь отрицательное значение из-за любого нижеприведенного фактора:

1) компания ведет убыточную деятельность (чистая прибыль в основном отрицательная);

2) компания имеет большие капитальные затраты, что приводит к отрицательному FCFE;

3) изменения в чистом оборотном капитале, приводящие к оттоку;

4) погашение долга, что приводит к значительному оттоку денежных средств.

CapEx (от англ. CAPital EXpenditure) – это деньги, вложенные компанией в приобретение, обслуживание или модернизацию основных средств, таких как недвижимость, здания, фабрики, оборудование и технологии. Капитальные расходы включены в раздел «денежные потоки от инвестиционных операций» отчета о движении денежных средств.

EBITDA (от англ. Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – прибыль, полученная организацией, из которой не были вычтены сопутствующие расходы. EBITDA включает в себя проценты по обязательствам, износ, амортизацию и налоги [6].

Далее в работе при расчете и оценивании стоимости компании используется свободный денежный поток, остающийся после расчетов по всем обязательствам только для собственников бизнеса, то есть будем оценивать только акционерный капитал.

### 1.3.3. Учет рисков

Основываясь на концепции временной стоимости денег, анализ DCF помогает оценить жизнеспособность проекта или инвестиций путем расчета приведенной стоимости ожидаемых будущих денежных потоков с использованием ставки дисконтирования. Ставка дисконтирования – это некоторая процентная величина, позволяющая привести стоимость будущих денежных потоков к их текущему стоимостному эквиваленту [7].

Проще говоря, если проект нуждается в определенных инвестициях сейчас (а также в будущем) и доступны прогнозы о его будущих доходах, которые он будет генерировать, то, используя ставку дисконтирования, можно рассчитать текущую стоимость этих денежных потоков. Если чистая приведенная стоимость является положительной, то проект считается жизнеспособным.

При проведении анализа денежных потоков данная ставка играет две роли, во-первых, отражает норму доходности (в процентном выражении), необходимую инвестору на вложенный капитал, а, во-вторых, показывает стоимость денег с учетом рисков и фактора времени [6]. В зависимости от различных экономических задач, ставка дисконтирования может быть рассчитана различными методами [10].

Несмотря на разнообразие методов расчета ставки дисконтирования, все они могут быть объединены в 4 группы:

1 группа – интуитивные методы основаны на ожиданиях инвестора, его личном опыте, психологических мотивах и предпочтениях;

2 группа – экспертные – чаще всего характерны для оценки новых отраслей, стартапов и т.д., основаны на мнении одного или нескольких специалистов;

3 группа – аналитические, за базу расчета в которых принимаются бухгалтерские и финансовые показатели компании (метод на основе показателей рентабельности, на основе модели Гордона);

4 группа – математические или количественного анализа. Являются основными и самыми точными, данная группа методов требует знания

инструментов математического моделирования и навыков статистического анализа (модель CAPM, WACC, модель кумулятивного построения).

При этом необходимо помнить, что каждый из методов применим к соответствующему денежному потоку. К примеру, для оценки только собственного капитала используют модели прогнозированного роста дивидендов и CAPM, для собственников и кредиторов применяют WACC, для новых и развивающихся проектов чаще всего рассчитывается норма рентабельности. Кумулятивная модель применяется, когда сложно оценить взаимосвязь риска и доходности инвестиций методами математической статистики. Данная модель предполагает добавление рисков премий к безрисковому уровню доходности, что позволяет учитывать риски отраслевого и странового характера [7].

Сравнительная характеристика моделей построения ставки дисконтирования третьей и четвертой группы, а именно аналитической и математической, приведена в таблице 2 [10]. Методы первой и второй групп не анализировались по причине отсутствия аналитического исследования при расчете показателя.

Таблица 2 – Характеристика моделей построения ставки дисконтирования

Характеристика	Рентабельность капитала	Модель Гордона (рост дивидендов)	CAPM	WACC	Кумулятивная модель
Учет безрисковой доходности	–	–	+	–	+
Учет рыночных (системных) рисков	–	–	+	–	+
Учет несистемных рисков	–	–	–	+	+
Применение для корпоративных целей	+	+	–	+	+
Доступность данных для анализа	+	–	–	+	+
Применение на фондовом рынке	–	–	+	+	+

Применительно к объектам инвестирования	Новые проекты, развивающиеся компании	Только для компаний, выплачивающих дивиденды	Только для публичных компаний	Для устойчивых компаний	Для любых проектов
---	---------------------------------------	--	-------------------------------	-------------------------	--------------------

Кумулятивная модель, в дополнении к уровню рыночного риска присоединяет риски, характерные для конкретного предприятия, что делает данную модель более объективной с точки зрения будущей доходности от инвестиций.

Таким образом, для расчета ставки дисконтирования компании выбрана модель кумулятивного построения [6]. Для применения кумулятивного метода ставки дисконтирования, необходимо определить все показатели, учтенные в формуле 3.

$$R = d + s + z + k, \quad (3)$$

где R – ставка дисконтирования по кумулятивному методу;

d – безрисковая ставка доходности;

s – страновой риск;

z – отраслевой риск;

k – риск, связанный с некачественным корпоративным управлением.

Безрисковая ставка доходности – это теоретическая норма доходности инвестиций с нулевым риском. Безрисковая ставка представляет интерес, который инвестор ожидает от актива с максимальной степенью надежности, риск банкротства которого минимален в течение определенного периода времени. На практике, однако, безрисковая ставка не существует, потому что даже самые безопасные инвестиции несут минимальную степень риска. Поэтому в качестве безрисковой ставки может быть использована ключевая ставка Банка России, определяемая Центральным Банком РФ или процентная ставка по государственным ценным бумагам, к которым относятся государственные краткосрочные бескупонные облигации и облигации федерального займа. Однако при определении номинальной ставки следует придерживаться одного



правила: безрисковые вложения должны быть по срокам сопоставимы с инвестиционными вложениями.

Страной риск характеризует общие опасности ведения бизнеса в определенном государстве и важен при привлечении зарубежных инвесторов. К нему можно отнести общеполитическую и экономическую ситуацию, стабильность местной валюты и т.д. Эту информацию анализируют авторитетные международные консалтинговые компании и рейтинговые агентства, такие как Fitch, Moody's, S&P [15]. Также страновой риск может определяться как разница в доходности еврооблигаций РФ и государственных облигаций США.

Отраслевой риск – это вероятность потерь в результате изменений в экономическом состоянии отрасли и степень этих изменений как внутри отрасли, так и по сравнению с другими отраслями. Риск учитывает волатильность денежных потоков на рынке нефти.

Волатильность – это статистический показатель, характеризующий изменчивость цены в течение определенного времени, рассчитывается по формуле 4 [8].

Волатильность считается низкой при  $\sigma_{SD}$  равной от 1 до 2 процентов, средней, если значение показателя равно 3 – 9 %, и высокой – в случае, если  $\sigma_{SD} > 10\%$ .

$$\sigma_{SD} = \sigma \cdot \sqrt{P}, \quad (4)$$

где  $\sigma_{SD}$  – волатильность рынка золота;

$\sigma$  – статистическое отклонение доходности финансового инструмента;

$P$  – временной период, год.

Риск корпоративного управления можно трактовать как угрозу нарушения (и как итог, не реализацию), экономических интересов для всех участников корпоративного управления. Уровень КУ оказывает прямое влияние на будущие

цены акций и, как следствие, на потенциальную доходность от владения бизнесом.

Таким образом, ставка дисконтирования дает возможность оценить инвестору не только риски, присущие нефтегазовой компании, но и оценить минимальную доходность на вложенный капитал при соответствующих рыночных условиях.

#### 1.3.4 Сравнительный подход к оценке бизнеса

Сравнительный подход анализа компаний – это методология оценки, которая рассматривает коэффициенты аналогичных публичных компаний и использует их для определения стоимости другого бизнеса.

«Закон одной цены» является предпосылкой для проведения сравнительного анализа. Данный закон гласит, что цены на одинаковые активы должны быть одинаковые при хорошо функционирующем рынке и рациональном поведении инвесторов.

Главным достоинством сравнительного анализа является простота расчетов и возможность получения мгновенной оценки рассматриваемого актива. Недостатком сравнительного анализа является относительность и трудность в подборе правильных компаний-аналогов.

Первым шагом в оценке стоимости компании сравнительным подходом является нахождение правильных сопоставимых компаний. Это, вероятно, самый сложный (или самый субъективный) шаг в проведении анализа коэффициентов публичных компаний. Чаще всего в роли компаний-аналогов выступают основные конкуренты организации. Поиск компаний осуществляется по критериям, основными из которых являются:

- 1) одинаковая отрасль экономики;
- 2) месторасположение;
- 3) аналогичных размер (выручки, активов, масштабов деятельности);
- 4) маржа и доходность и др.

Следующим шагом необходимо найти и собрать финансовую информацию выбранных компаний, которая присутствует в годовых и квартальных финансовых отчетах. Данная информация будет широко варьироваться в зависимости от отрасли и стадии развития компании. Для зрелого бизнеса чаще обращают внимание на такие показатели, как EBITDA, EPS и др., а для компаний, находящихся на более ранних стадиях, используют показатели валовой прибыли, доход и др.

Возможны два алгоритма применения сравнительного анализа [14].

1. Расчет мультипликатора по анализируемой компании и сопоставление его с «нормативным значением мультипликатора», который рассчитывается либо по аналогам, либо как среднеотраслевой, либо иным методом. Если мультипликатор по анализируемой компании (акции) выше, чем «нормальное» значение, то инвестиционный объект рассматривается как относительно переоцененный и не представляющий инвестиционного интереса. Если расчетный мультипликатор по анализируемой компании меньше, чем «нормальное» значение, то компания (актив) трактуется как недооцененная, т.е. имеющая инвестиционную привлекательность.

2. Расчет по «нормальному» значению мультипликатора справедливой вмененной стоимости анализируемой компании. В этом случае «нормальное» значение мультипликатора (полученное с помощью информации по компаниям-аналогам, возможно, с рядом корректировок) умножается на ключевой параметр, характеризующий конкурентные преимущества компании и выгоды инвестора (это могут быть прибыль, выручка, запасы природных ресурсов и т.п.). Далее вмененная оценка сопоставляется с биржевой ценой на рынке (или ценами сделок). Если вмененная оценка оказывается выше наблюдаемой рыночной, то цена трактуется как заниженная, а актив как недооцененный. Результатом данного подхода является прибыль или выручка на одну акцию вне зависимости от размера компании или количества бумаг в обращении.

Основным методом оценки стоимости предприятия при сравнительном подходе являются ценовые мультипликаторы. Мультипликатор – это коэффициент, который рассчитывается путем деления рыночной или оценочной стоимости актива предприятия на какой-либо его показатель, характеризующий результаты производственной и финансовой деятельности. К таким показателям можно отнести прибыль, денежный поток, дивидендные выплаты, выручку и др. Ценовой мультипликатор рассчитывается по всем аналогичным предприятиям.

При оценке стоимости сравнительным подходом для нефтегазовой отрасли использовались рыночные мультипликаторы P/E, P/S и EV/EBITDA.

Мультипликатор P/E представляет собой соотношение капитализации компании и ее чистой прибыли за год (формула 6). Одним из наиболее доступных и известных способов осознать ценность любого актива является прибыль, которую генерирует актив. Поэтому коэффициент P/E аналогичен коэффициенту окупаемости, т.е. он показывает сколько инвестору потребуется лет, чтобы вернуть цену, уплаченную за акцию.

Для расчета мультипликатора «цена-прибыль» в числителе фигурирует произведение биржевой цены одной акции на анализируемую дату на количество акций в обращении, а в знаменателе – чистая прибыль по стандартам финансового учета и отчетности. Мультипликатор P/E не рассчитывается для компаний

с отрицательной чистой прибылью и не учитывает разницу в налогообложении и долговой нагрузке сравниваемых компаний.

$$\frac{P}{E} = \frac{P}{\text{ЧП}}, \quad (6)$$

где P – цена компании;

ЧП – чистая прибыль компании.

Мультипликатор P/S является соотношением капитализации компании и ее выручки за год (формула 7). Данный мультипликатор рассчитывается с помощью

выручки, которая является более стабильным показателем и менее подверженным бухгалтерским манипуляциям, чем чистая прибыль. P/S может быть использован и при отрицательной прибыли. Показатель цена-выручка позволяет любому инвестору получить представление о том, за сколько лет сумма выручки сравняется со стоимостью всей компании.

Главный недостаток мультипликатора P/S заключается в том, что для сравнения зрелых предприятий по этому критерию, зачастую необходима, как минимум, схожая рентабельность продаж (маржа) [7].

$$\frac{P}{S} = \frac{P}{TR}, \quad (7)$$

где P – цена компании;  
TR – выручка компании.

Мультипликатор EV/EBITDA – это соотношение, которое сравнивает стоимость предприятия (EV) с прибылью до вычета процентов, налогов, износа и амортизации (EBITDA).

EBITDA – прибыль до вычета амортизации, процентов и налогов. Лучше всего показывает способность компании платить по кредитам [7].

Мультипликатор EV – это справедливая стоимость компании и определяется по формуле 8. EV отражает общую стоимость бизнеса и демонстрирует ценность предприятия с точки зрения, как акционеров, так и кредиторов. EV можно рассматривать как общее вознаграждение, при котором компания может быть куплена инвестором. Это подразумевает, что покупатель также возьмет на себя долг компании, который ему придется погасить.

$$EV = MC + Debt - Cash, \quad (8)$$

где, MC – рыночная капитализация;  
Debt – долговые обязательства;  
Cash – доступные денежные средства компании.

ЕВITDA позволяет сопоставлять предприятия с различной долговой и налоговой нагрузкой, то есть абстрагироваться от структуры капитала и особенностей налогообложения. Амортизация – своего рода «виртуальный» вычет, поэтому EV/ЕВITDA особенно полезен при оценке капиталоемких предприятий [7].

### 1.3.5. Выбор оптимальных моделей для оценки справедливой стоимости акций ПАО «НК «Роснефть»

Было выбрано четыре модели расчета справедливой стоимости оцениваемой компании:

- «без роста»;
- «с ростом»;
- по «методу мультипликаторов».

В первых двух подходах рассчитывается величина всех денежных потоков постпрогнозного периода, так называемая терминальная стоимость бизнеса, исходя из полученного свободного денежного потока на собственный капитал и ожидаемых темпов их роста.

Подход «без роста» предполагает, что компания достигла определенного масштаба деятельности, сохраняется бизнес-модель и все финансовые параметры. А также отсутствуют новые инвестиции в развитие конкурентных преимуществ. При предположении о бесконечных постоянных выгодах, которые часто ассоциируются с отсутствием инвестиций (расширения деятельности), формула Гордона преобразуется в формулу бессрочного аннуитета. Формула бессрочного аннуитета играет важную роль в финансовой аналитике для выявления вклада различных стратегий роста компании в ее стоимость [7].

Для оценки компании на момент времени  $n$  при постоянных денежных поступлениях рассчитывается по формуле 9.

$$TV = \frac{FCFE_n}{r}, \quad (9)$$

где TV – терминальная стоимость при применении подхода «без роста»;  
 FCFE<sub>n</sub> – свободный денежный поток на момент времени n;  
 r – ставка дисконтирования.

Подход «с ростом» предполагает, что компания будет развиваться с определенным темпом роста. Модель рассчитана с применением формулы Гордона (формула 10).

Из формулы 10 следует, что справедливая стоимость компании является функцией трех переменных: сложившегося на данный момент денежного потока, доходность, требуемая инвесторами и темп роста дивидендов на бесконечном временном горизонте.

$$TV = \frac{FCFE_n(1+g)}{R-g}, \quad (10)$$

где TV – (Terminal Value) – терминальная стоимость;  
 FCFE<sub>n</sub> – величина FCFE последнего года прогнозного периода;  
 R – требуемая инвестору норма доходности, выраженная десятичной дробью;  
 g – ожидаемый темп роста дивидендов компании в постпрогнозный период;  
 n – последний год прогнозного периода.

Для расчета стоимости компании (Enterprise Value, EV) «с ростом» используется модель расчета чистой текущей стоимости (Net Present Value, NPV). Она позволяет продисконтировать сумму будущих платежей, т.е. привести ее к текущей (на настоящий момент времени) стоимости (формула 11).

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+R)^i} + \frac{FCFE_n(1+g)}{R-g} \quad (11)$$

где EV (Enterprise Value) – стоимость компании с учетом всех источников ее финансирования;

FCFE<sub>i</sub> – величина FCFE для каждого года прогнозного периода.

Для определения стоимости компании в расчете на одну обыкновенную акцию следует величину Enterprise Value разделить на число акций компании (Shares Outstanding). Полученное значение является справедливой ценой (Fair Value). Сравнив его с текущей рыночной стоимостью, можно оценить, насколько бумага привлекательна для покупки.

Подход «по методу мультипликаторов» является аналогом сравнительного подхода к оценке бизнеса. Такую оценку принято считать «быстрой», она способна дать мгновенную, хотя и менее точную по сравнению со сложными моделями дисконтирования денежных потоков картину действительности: показать насколько акций недооценена или переоценена по сравнению с конкурентами. Для получения более объективной картины необходимо привести компании к единому знаменателю, а именно, сопоставить стоимость предприятия с его финансовыми показателями (доходами и т.д.). Такой подход позволит избавиться от эффекта разного числа акций в обращении, позволив найти реальные расхождения в ценообразовании активов.

В анализе применяется выборка схожих компаний. В качестве критерия для формирования выборки используются размеры, вид бизнеса, географические особенности. При этом оцениваемую акцию сравнивают по мультипликаторам с медианными значениями по группе конкурентов.

#### Выводы по разделу один

Нефтегазодобывающая отрасль играет важную роль в экономике РФ, в связи с чем появляется необходимость эффективно развиваться её, для того, чтобы она продолжала приносить положительные результаты. Если же уровень инвестирования останется на прежнем уровне, или вовсе подвергнется спаду, то



это усилит негативное воздействие на развитие экономики страны, так как использование устаревших технологий и производств приведет к еще большему снижению экономических показателей эффективности.

Несмотря на множество благоприятных факторов для ведения инвестиционной деятельности в РФ, мировое сообщество оценивает РФ, как страну с непривлекательным инвестиционным климатом. И до тех пор, пока в Российской Федерации не будут созданы выгодные и благоприятные условия для инвестиционных вложений как внутренних, так и внешних инвесторов, большая часть инвестиций будет перетекать на рынки стран, предоставляющих наиболее выгодные условия.

Далее была рассмотрена экономическая сущность термина «инвестиционная привлекательность», а также основные подходы к трактовке понятия. Так, основываясь на проведенном анализе определений инвестиционной привлекательности, приведенных различными авторами, можно обобщить данные понятия и вывести следующее определение – инвестиционная привлекательность предприятия – это система экономических отношений между инвестором и объектом инвестирования по поводу как получения экономического и/или внешнеэкономического эффекта, так и эффективного развития бизнеса, поддержания его конкурентоспособности.

Следующим шагом было рассмотрение основных подходов к оценке инвестиционной привлекательности компании. Так, можно выделить три основных подхода: сравнительный – совокупность методов оценки, основанных на получении стоимости объекта оценки путем сравнения оцениваемого объекта с объектами-аналогами; затратный – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для приобретения, воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устаревания, и доходный – совокупность методов оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки. Так при выборе использования оптимальных подходов для оценки стоимости ПАО «НК

«Роснефть», оценщик должен определить какое количество достоверной информации о компании ему доступно. Так независящему от компании оценщику затруднено использование затратного подхода из-за неимения прямого доступа к внутренней информации компании. В таких случаях, оценщик в основном применяет сравнительный или доходный подходы при использовании публичной и открытой информации: оценка осуществляется на основе регулярно публикуемой отчетности и данных о рынке из открытых информационных систем.

## 2 АНАЛИЗ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ АКЦИЙ

### ПАО «НК «Роснефть»

#### 2.1. Характеристика и финансовый анализ деятельности ПАО «НК «Роснефть»

«Нефтяная компания «Роснефть» – лидер российской нефтяной отрасли и крупнейшая публичная нефтегазовая корпорация мира. Основными сферами деятельности ПАО «НК «Роснефть» являются:

- добыча нефти, газа, газового конденсата, поиск и разведка месторождений углеводородов;
- химическая переработка добытого сырья;
- нефтехимия, заводы катализаторов, производство смазочных материалов;
- реализация нефти, газа и продуктов их переработки на территории России и за ее пределами [20].

Компания включена в перечень стратегических предприятий России. Перечень ее акционеров приведен в таблице 3.

Таблица 3 – Состав акционеров по состоянию на 1 мая 2019 г.

Акционеры	Количество акций	Доля в уставном капитале, %
АО «РОСНЕФТЕГАЗ» (находится в 100%-ной федеральной собственности)	5 299 088 910	50,00000001
BP Russian Investments Limited (акционер)	2 092 900 097	19,75
QH Oil Investments LLC (акционер)	2 006 045 126	18,93
Небанковская кредитная организация акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий» (номинальный держатель центральный депозитарий)	1 101 948 138	10,40
Прочие юридические лица	61 983 408	0,58

Окончание таблицы 3

Акционеры	Количество акций	Доля в уставном капитале, %
Российская Федерация в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом (акционер)	1	менее 0,01
Физические лица	36 062 868	0,34
Счет неустановленных лиц	149 269	менее 0,01
Итого	10 598 177 817	100

До 2017 г. доля государства в ПАО «НК «Роснефть» составляла 70,5%. Продажа новым участникам ПАО 19,5% акций за 10,6 млрд евро, в результате сделки приватизации в декабре 2016 г., позволила полностью погасить дефицит государственного бюджета РФ на 2017 г., составляющий 700 млрд рублей. Однако Россия полностью сохранила контроль над управлением компанией, так как ни один из других акционеров не имеет блокирующего пакета (25% + 1 акция).

ПАО «НК «Роснефть» является одной из крупнейших в мире компаний по добыче жидких углеводородов среди публичных нефтегазовых компаний. Доля компании в мировой добыче составляет около 6%, а в Российской Федерации около 40%. Гарантией перспективного роста добычи является разработка новых месторождений и использование эффективных технологий добычи на действующих месторождениях. К примеру, компания уже активно готовит к вводу в 2017–2021 годах в промышленную разработку новые крупные месторождения, которых находятся в Восточной и Западной Сибири, к которым относятся Лодочное, Русское, Тагульское, Юрубчено-Тохомское, Харампурское и др.

В рамках мировой тенденции использования газа как самого экологичного ископаемого топлива «Роснефть» продолжает наращивание доли газа в портфеле

своих активов, тем самым постепенно приближаясь к показателям крупнейших международных компаний. В 2017 году компанией обеспечен самый высокий в России уровень добычи газа среди независимых производителей газа.

Также на долю компании приходится более 35% переработки нефти в РФ, в связи с чем она является главным лидером российской нефтеперерабатывающей отрасли.

Для определения эффективности работы компании ПАО «НК «Роснефть», необходимо провести анализ его финансовых показателей. Исходные данные для анализа взяты из консолидированной финансовой отчетности за 2016-2018 гг., которые представлены в Приложении А.

Рассмотрим динамику структуры имущества и источников его формирования ПАО «НК «Роснефть» в процентном соотношении к валюте баланса для выявления признаков «хорошего баланса» (таблица 4). Признаками «хорошего баланса» являются равенство изменения дебиторской задолженности и кредиторской, постоянный рост валюты баланса, увеличение собственного капитала к валюте баланса.

Таблица 4 – Изменения структуры имущества и источников его формирования за период 2016-2018 гг.

Показатель	Значение показателя					
	в млрд руб.			в процентах к валюте баланса		
	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
<b>Актив</b>						
ВОА	8 817	9 936	10 141	79,3	81,3	77,0
ОбА	2 300	2 292	3 022	20,7	18,7	23,0
в том числе: дебиторская задолженность	486	843	642	21,1	36,8	21,2
<b>Капитал и обязательства</b>						
Капитал	3 782	4 183	4 677	34,0	34,2	35,5
Долгосрочные обязательства	4 562	4 209	5 612	41,0	34,4	42,6
Краткосрочные обязательства	2 773	3 836	2 874	24,9	31,4	21,8

в том числе: кредиторская задолженность	676	971	1 130	24,4	25,3	39,3
Активы / Капитал и обязательства	11 117	12 228	13 163	100	100	100

Соотношение внеоборотных активов и оборотных активов за 2016-2018 гг. существенно не изменилось (рисунок 6). Говоря о структуре активов в целом, стоит отметить, что наибольший удельный вес приходится на внеоборотные активы, что является характерным для предприятий, задействованных в сфере разведки и добычи нефти и газа, производства нефтепродуктов и продукции нефтехимии.

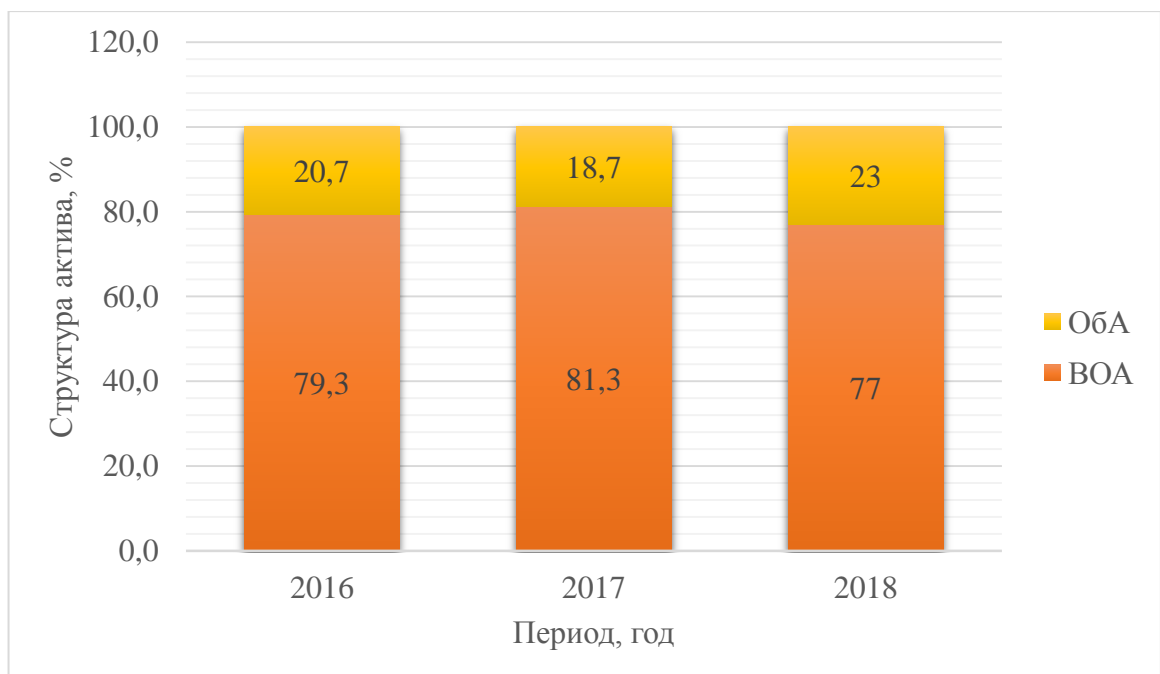


Рисунок 6 – Изменение структуры актива за период с 2016-2018 гг.

В 2018 году произошло увеличение оборотных активов на 31,9% (730 млрд руб.), что привело к изменению соотношения их к валюте баланса на 4,3%. Это было связано с увеличением денежных средств на 158,4% (510 млрд руб.) в связи с увеличением денежных средств в кассе и на банковских счетах в иностранной валюте и с увеличением прочих оборотных активов

на 88,4% (297 млрд руб.) для покупки корпоративных облигаций, векселей и депозитов и депозитных сертификатов.

На рисунке 7 представлено изменение основных разделов источников формирования активов за период с 2016-2018 гг. к валюте баланса. За анализируемый период собственный капитал не превышал 50%, что говорит о неустойчивом финансовом положении ПАО «НК «Роснефть», которая в большей мере зависит от внешних финансовых источников, чем от собственного капитала. В 2017 г. доля долгосрочных обязательств уменьшилась на 6,6%, а краткосрочных увеличилась на 6,5%. Изменение краткосрочных обязательств произошло за счет увеличения кредитов и займов на 644 млрд руб. и кредиторской задолженности. Изменение долгосрочных обязательств произошло за счет выплат кредитов и займов и процентов по ним на сумму 443 млрд руб., и предоплаты по долгосрочным договорам поставки нефти и нефтепродуктов.

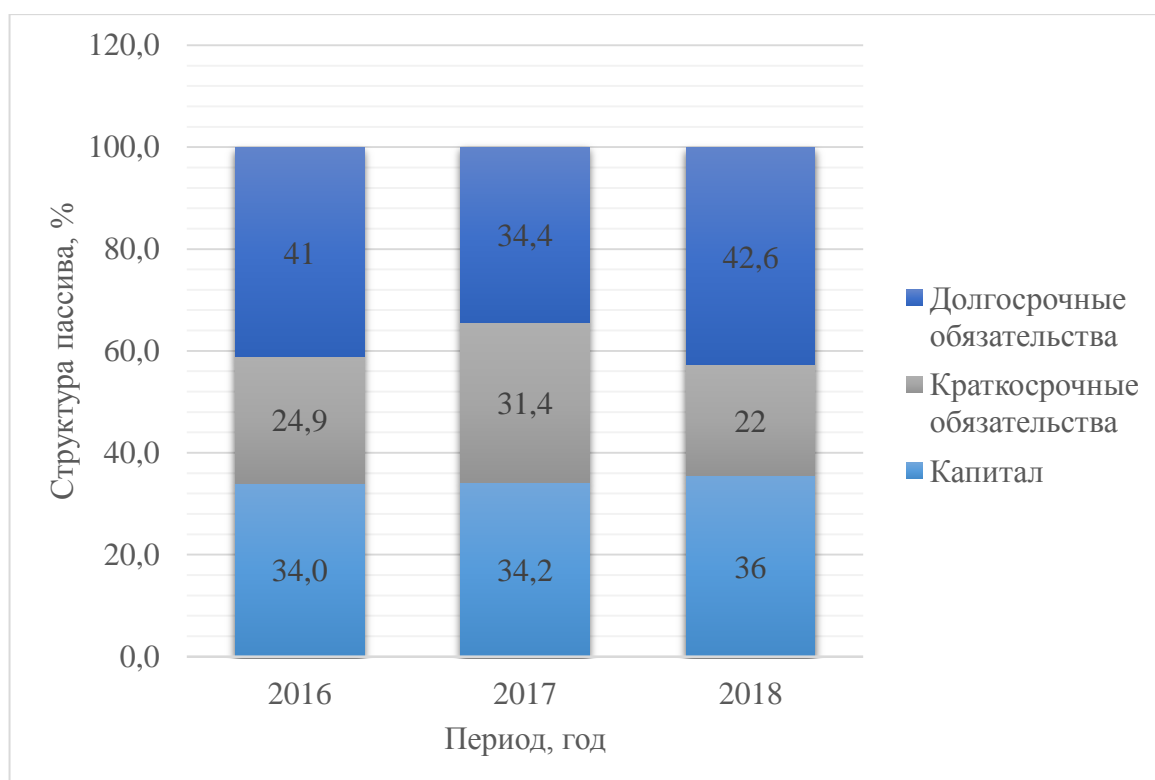


Рисунок 7 – Изменение структуры пассива за период с 2016-2018 гг.

В 2018 г. доля долгосрочных обязательств увеличилась на 8,2%, а краткосрочных уменьшилась на 9,4%. Изменение краткосрочных обязательств произошло за счет выплат по кредитам и займам на сумму 933 млрд руб. Изменение долгосрочных обязательств произошло за счет увеличения прочего финансирования как в рублях на 688 млрд руб., так и в долларах США на 467 млрд руб.

Далее проанализируем структуру имущества и источников его формирования ПАО «НК «Роснефть». Была рассмотрена валюта баланса компании ПАО «Роснефть» в период с 31.12.2016 по 31.12.2018 гг. (рисунок 8). В таблице 5 представлены структура имущества и источники его формирования.

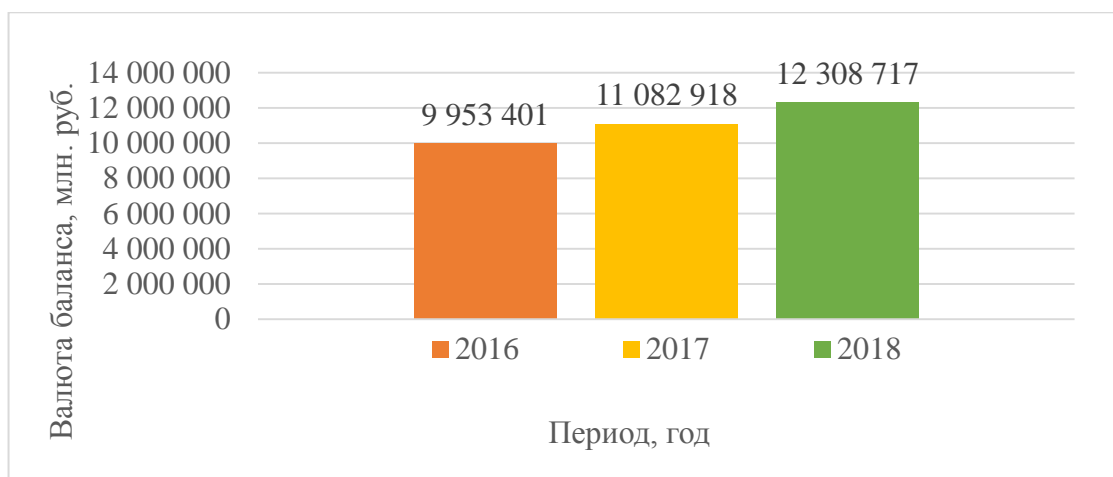


Рисунок 8 – Динамика валюты баланса за 2016-2018 гг.

Таблица 5 – Структура имущества и источники его формирования

Показатель	Значение показателя			Изменение за период			
	в млрд руб.			млрд руб.	± проц.	млрд руб.	± проц.
	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	2016-2017 гг.		2017-2018 гг.	
<b>Актив</b>							
ВОА	8 817	9 936	10 141	+1 119	+12,7	+205	+2,1
ОБА	2 300	2 292	3 022	-8	-0,3	+730	+31,8
<b>Капитал и обязательства</b>							



Капитал	3 782	4 183	4 677	+401	+10,6	+494	+11,8
Долгосрочные обязательства	4 562	4 209	5 612	-353	-7,7	+1 403	+33,3
Краткосрочные обязательства	2 773	3 836	2 874	+1 063	+38,3	-962	-25,1
Итого	11 117	12 228	13 163	+1 111	+10,0	+935	+7,6

Из таблицы видно, что в исследуемый период валюта баланса увеличивается каждый год, что свидетельствует о стабильном росте производственных возможностей предприятия и расширении его деятельности. Для начала необходимо определить, за счет каких активных статей происходит рост валюты баланса. Затем перейдем к оценке структуры пассивов

Внеоборотные активы ПАО «НК «Роснефть» выросли на 12,7% в период с 2016-2017 гг. и на 2,1% в период с 2017-2018 гг. Рост активов связан, главным образом, с ростом таких показателей, как материальные поисковые активы, нематериальные активы и результаты исследований и разработок. Значение данных показателей изменилось в связи с увеличением затрат на разведку и оценку разведочных скважин, по незаконченным исследованиям и разработкам, на приобретение прав пользования недрами на геологическое изучение с правом добычи.

Оборотные активы снизились на 0,3% в период с 2016-2017 гг. и выросли на 31,8% в период с 2017-2018 гг. Изменение оборотных активов в 2016-2017 гг. было связано с увеличением дебиторской задолженности на 357 млрд руб. и уменьшением денежных средств в 2,5 раза (468 млрд руб.) в связи с завершением в 2016-2017 годах ряда значимых стратегических приобретений:

– в 2017 г. ПАО «НК «Роснефть» успешно закрыло стратегическую сделку по приобретению 49,13% акций Essar Oil Limited (EOL) у Essar Energy Holdings Limited и аффилированных с ней компаний за 3,9 млрд долларов;

– в октябре 2017 г. ПАО «НК «Роснефть» закрыло сделку по приобретению у итальянской Eni S.p.A 30% в концессионном соглашении на разработку месторождения Zohr – крупнейшего газового месторождения в Средиземном море за 1,125 млрд долларов;

– в 2017 г. приобретено у НК 100% компании «Конданефть», сумма сделки составила 49 млрд руб.;

– также в 2017 г. приобретена лицензия на разработку Эргинского участка за 20 млрд руб.

Капитал вырос на 10,6% в период с 2016-2017 гг. и на 11,8% в период с 2017-2018 гг. Рост капитала в 2016-2017 гг. был связан с увеличением добавочного капитал компании на 24 млрд руб. в результате продажи долей в дочерних обществах, увеличением совокупного дохода по прочим фондам и резервам на 175 млрд руб. и ростом нераспределенной прибыли на 118 млрд руб. Рост на 11,8% в 2017-2018 гг. произошел в связи с увеличением добавочного капитал компании на 6 млрд руб., увеличением совокупного дохода по прочим фондам и резервам на 131 млрд. руб. и ростом нераспределенной прибыли на 297 млрд руб.

Долгосрочные обязательства снизились на 7,7% в период с 2016-2017 гг. и выросли на 33,3% в период с 2017-2018 гг. Изменение долгосрочных обязательств в 2016-2017 гг. было связано с выплатой кредитов и займов на сумму 131 млрд руб., и погашения предоплат по долгосрочным договорам поставки нефти и нефтепродуктов на сумму 264 млрд руб. Рост на 33,3% в 2017-2018 гг. произошел из-за увеличения сумм кредитов и займов на сумму 1630 млрд руб. в связи с сокращением краткосрочных долгов в 2,3 раза, что компенсировалось привлечением займов со сроком погашения более одного года.

Краткосрочные обязательства выросли на 38,3% в период с 2016-2017 гг. и снизились на 25,1% в период с 2017-2018 гг. Изменение краткосрочных обязательств в 2016-2017 гг. было связано с увеличением кредитов и займов на 651 млрд руб. в большей степени из-за увеличения прочего краткосрочного

финансирования в виде операций РЕПО. Изменение краткосрочных обязательств на 25,1% в 2017-2018 гг. было связано со снижением краткосрочных кредитов и займов на 1251 млрд руб. (в 2,3 раза) с последующим перенесением выплат на более поздние периоды.

Помимо анализа финансовых показателей возникает необходимость в анализе показателей платежеспособности и ликвидности.

Платёжеспособность предприятия – это возможность своевременно погашать свои платёжные обязательства наличными денежными ресурсами перед внутренними и внешними партнерами, а также перед государством.

На текущую платежеспособность предприятия непосредственное влияние оказывает ликвидность ее оборотных активов (возможность преобразовать их в денежную форму или использовать для уменьшения обязательств).

Ликвидность баланса – это степень покрытия обязательств предприятия его активами, скорость превращения которых в деньги (без существенных потерь в стоимости) соответствует сроку погашения обязательств.

При этом компания может быть платежеспособной, но при этом испытывать проблемы с ликвидностью. Это означает, что в долгосрочной перспективе она может рассчитаться по своим обязательствам за счет продажи активов, получения прибыли и т. д.

Оценка состава и качества оборотных активов с точки зрения их ликвидности получила название анализа ликвидности. При анализе ликвидности баланса проводится сравнение активов, сгруппированных по степени их ликвидности, с обязательствами по пассиву, сгруппированными по срокам их погашения. Расчет коэффициентов ликвидности позволяет определить степень обеспеченности текущих обязательств ликвидными средствами.

Для оценки ликвидности активы группируются на 4 группы по степени ликвидности, а пассивы группируются по степени срочности погашения обязательств (таблица 6).

Таблица 6 – Активы и пассивы сгруппированные по степени ликвидности

Активы		Пассивы	
А1 – наиболее ликвидные активы	Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	П1 – наиболее срочные обязательства	Кредиторская задолженность
А2 – быстрореализуемые активы	Дебиторская задолженность и прочие активы	П2 – краткосрочные пассивы	Краткосрочные заемные средства и прочие обязательства

Окончание таблицы 5

А3 – медленно реализуемые активы	Запасы и НДС, долгосрочные финансовые вложения	П3 – долгосрочные пассивы	Долгосрочные кредиты и заемные средства
А4 – трудно реализуемые активы	Внеоборотные активы и долгосрочная дебиторская задолженность	П4 – постоянные пассивы	Капитал и резервы, доходы будущих периодов и оценочные обязательства

Баланс абсолютно ликвиден, если выполняются все четыре неравенства:

$$A1 > П1$$

$$A2 > П2$$

$$A3 > П3$$

$$A4 < П4$$

Таким образом, сравнение показателей ликвидности баланса предприятия представлено в таблице 7.

Таблица 7 – Сравнение активов и пассивов для определения ликвидности баланса  
В миллиардах рублей

Активы	Сравнение	Пассивы
2016 год		
А1	1 238 >	П1 676
А2	932 <	П2 2 068
А3	1 384 <	П3 4 359
А4	8 009 >	П4 3782
2017 год		
А1	671 <	П1 971
А2	1 179 <	П2 2 836

A3	1 384	<	П3	3 964
A4	9 330	>	П4	4183
2018 год				
A1	1 477	>	П1	1 130
A2	642	<	П2	1 701
A3	1 142	<	П3	5 368
A4	9 902	>	П4	4 964

Как видно из представленных данных, первое неравенство выполняется в 2016г. и 2018 г. Это свидетельствует о платежеспособности организации на момент составления баланса.

Второе неравенство не выполняется за анализируемый период. Это говорит о том, что краткосрочные пассивы превышают быстро реализуемые активы, в следствие чего организация может быть неплатежеспособной в недалеком будущем с учетом своевременных расчетов с кредиторами.

Так как неравенство  $A3 > П3$  не выполнимо, то фирма не сможет рассчитаться по долгосрочным обязательствам посредством преобразования медленно реализуемых активов в денежные средства.

Невыполнение первых трех условий приводит автоматически к невыполнению последнего условия, которое означает, что предприятие не соблюдает минимальные условия финансовой устойчивости организации, т.е. наличия у нее собственных оборотных средств.

По данным анализа ликвидности можно утверждать, что выполняется лишь одно неравенство из четырех в 2016 г. и 2018 г., что говорит о неабсолютной ликвидности баланса. Ликвидность баланса компании ПАО «НК «Роснефть» имеет такую «тяжелую» структуру в силу того, что компания задействована в сфере разведки и добычи нефти и газа, производства нефтепродуктов и продукции нефтехимии, что говорит о необходимости использования внеоборотных активов в большей степени. Однако, несмотря на риски ликвидности, репутация ПАО «НК «Роснефть» в роли ведущей и крупнейшей компании в мире, имеющей

доверие со стороны внешних финансовых источников, позволяет компании приобретать в большей степени долгосрочные обязательства.

Однако следует отметить, что проводимый по изложенной схеме анализ ликвидности баланса является приближенным, более детальным является анализ платежеспособности при помощи финансовых коэффициентов.

Для определения степени обеспеченности текущими обязательствами ликвидными средствами используются такие коэффициенты, как коэффициент текущей, быстрой и абсолютной ликвидности.

Коэффициент текущей ликвидности показывает, в какой мере все оборотные активы предприятия перекрывают имеющуюся краткосрочную задолженность. Чем значение коэффициента больше, тем лучше платежеспособность предприятия (формула 12). Коэффициент текущей ликвидности имеет норматив  $\geq 2$ .

$$K_{б.л.} = \frac{ОА}{КО}, \quad (12)$$

где ОА – оборотные активы;  
КО – краткосрочные обязательства.

Коэффициент быстрой ликвидности показывает, в какой степени краткосрочную задолженность можно покрыть без привлечения материальных оборотных средств, т.е. за счет денежных средств, краткосрочных финансовых вложений и средств в расчетах (формула 13). Коэффициент быстрой ликвидности имеет норматив  $> 0,8$ , однако в мировой практике допускается значение  $=1,0$

$$K_{б.л.} = \frac{ДЗ+КФВ+ДС}{КО}, \quad (13)$$

где ДС – денежные средства;  
КФВ – краткосрочные финансовые вложения;  
ДЗ – дебиторская задолженность;  
КО – краткосрочные обязательства.

Коэффициент абсолютной ликвидности показывает, какую часть краткосрочной задолженности реально погасить самой мобильной суммой активов – денежными средствами и краткосрочными финансовыми вложениями (формула 14). Коэффициент абсолютной ликвидности имеет норматив от 0,2 до 0,5.

$$K_{\text{а.л.}} = \frac{\text{ДС} + \text{КФВ}}{\text{КО}}, \quad (14)$$

где ДС – денежные средства;  
 КФВ – краткосрочные финансовые вложения;  
 КО – краткосрочные обязательства.

Полученные результаты коэффициентов ликвидности предприятия приведены в таблице 8.

Таблица 8 – Коэффициенты ликвидности

Показатель	Значение показателя			Изменение показателя		Нормативное значение
	31.12.16	31.12.17	31.12.18	2016-2017 гг.	2017-2018 гг.	
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,45	0,17	0,51	-0,27	0,34	0,2 – 0,5
Коэффициент быстрой ликвидности	0,73	0,51	0,91	-0,23	0,34	0,8 – 0,1
Коэффициент текущей ликвидности	0,83	0,60	1,05	-0,23	0,45	≥ 2

При расчете коэффициентов ликвидности, были получены значения выше нормативных только при расчете коэффициента абсолютной ликвидности в 2016 г. и 2018 г., и коэффициента быстрой ликвидности в 2018 г., что говорит о неустойчивом финансовом положении. Однако в 2018 г. наблюдается положительная тенденция и рост показателей более, чем на 30%, что в дальнейшем может привести к выполнению всех нормативных значений.

Для детального отражения разных видов источников в формировании запасов используется ряд ключевых показателей. Во-первых, к ним относят наличие собственных оборотных средств. Собственные оборотные средства предприятия – это та часть оборотных средств, сформированная за счет собственных источников (формула 15). Оборотные средства предназначены для финансирования текущей деятельности предприятия.

$$\text{СОС} = \text{СК} - \text{ВОА}, \quad (15)$$

где СК – источники собственных средств (капитал и резервы);  
ВОА – внеоборотные активы.

Во-вторых, рассматривается наличие собственных и долгосрочных заемных источников финансирования запасов и затрат (СДИ), определяемое по формуле 16:

$$\text{СДИ} = \text{СОС} + \text{ДКЗ}, \quad (16)$$

где ДКЗ – долгосрочные кредиты и займы.

В-третьих, берется во внимание общая величина основных источников формирования запасов (ОИЗ), то есть наличие собственных, долгосрочных и краткосрочных заемных источников формирование запасов и затрат (формула 17):

$$\text{ОИЗ} = \text{СДИ} + \text{ККЗ}, \quad (17)$$

где ККЗ – краткосрочные кредиты и займы.

В результате можно определить три показателя обеспеченности запасов источниками их финансирования (таблица 9):

Таблица 9 – Абсолютные коэффициенты финансовой устойчивости

В миллиардах рублей

Показатель	Период, год		
	2016 гг.	2017 гг.	2018 гг.
ΔСОС	-5 857	-6 077	-5 318



ΔСДИ	-245	-1 868	-756
ΔОИЗ	2 236	1 644	1 734

Собственный оборотный капитал покрывает величину запасов и затрат только в совокупности с долгосрочными и краткосрочными обязательствами, что свидетельствует об неустойчивом финансовом состоянии предприятия.

Анализ устойчивости финансового состояния позволяет выяснить, насколько правильно предприятие управляло финансовыми ресурсами в течение периода, предшествующего этой дате.

Экономический смысл показателей финансовой устойчивости – оценить степень зависимости предприятия от заемного капитала, т.е. определить сколько рублей заемных средств приходится на рубль вложенного капитала или собственного. Финансовая устойчивость предприятия оценивается с помощью системы финансовых коэффициентов.

Помимо абсолютных показателей (СОС, СДИ, ОИЗ) в рамках анализа устойчивости рассчитываются следующие относительные показатели устойчивости.

Коэффициент финансовой независимости (автономии) характеризует долю собственного капитала в финансировании активов. Чем выше значение данного коэффициента, тем более финансово устойчиво, стабильно и независимо от внешних источников предприятие (формула 18).

$$K_{\text{ФН}} = \frac{СК}{ВБ}, \quad (18)$$

где СК – собственный капитал;  
ВБ – валюта баланса.

Коэффициент финансовой зависимости характеризует, сколько рублей, инвестированных в предприятие, приходится на один рубль, вложенный учредителями (формула 19):

$$K_{\phiз} = \frac{ВБ}{СК}, \quad (19)$$

где ВБ – валюта баланса,  
СК – собственный капитал.

Коэффициент финансового левериджа (коэффициент соотношения заемных и собственных средств) показывает, сколько рублей заемных средств приходится на 1 руб. собственного капитала. Рост показателя в динамике свидетельствует об усилении зависимости предприятия от внешних инвесторов и кредиторов, т.е. о снижении финансовой устойчивости (формула 20).

$$K_{\phiл} = \frac{ЗК}{СК}, \quad (20)$$

где ЗК – заемный капитал;  
СК – собственный капитал.

Коэффициент самофинансирования указывает на возможность покрытия собственным капиталом заемных средств (формула 21). Данный коэффициент является противоположным коэффициенту финансового левериджа и показывает, сколько рублей собственного капитала приходится на 1 рубль заемных средств.

$$K_{сф} = \frac{СК}{ЗК}, \quad (21)$$

где ЗК – заемный капитал;  
СК – собственный капитал.

Коэффициент финансовой устойчивости показывает, какая доля активов компании профинансирована за счет надежных и долгосрочных источников (формула 22).

$$K_{\phiу} = \frac{СК+ДО}{ВБ}, \quad (22)$$

где СК – собственный капитал;  
 ДО – долгосрочные обязательства;  
 ВБ – валюта баланса (за минусом убытков).

Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами отражает долю оборотных средств, финансируемую за счет собственного капитала, т.е. долю собственных оборотных средств в общем объеме оборотного капитала. Для финансово устойчивого предприятия значение показателя должно превышать 1 (формула 23).

$$K_o = \frac{\text{ЧОК}}{\text{ОА}}, \quad (23)$$

где ЧОК – чистый оборотный капитал;  
 ОА – оборотные активы.

Расчет данных коэффициентов финансовой устойчивости на три отчетных даты приведен в таблице 10.

Таблица 10 – Относительные коэффициенты финансовой устойчивости

В долях

Показатель	Значение показателя			Изменение показателя	
	31.12.16	31.12.17	31.12.18	2016-2017 гг.	2017-2018 гг.
Коэффициент финансовой независимости (автономии)	0,34	0,34	0,36	0,002	0,013
Коэффициент финансовой зависимости	2,94	2,92	2,81	-0,016	-0,109
Коэффициент соотношения заемных и собственных средств	1,94	1,92	1,81	-0,016	-0,109
Коэффициент самофинансирования	0,52	0,52	0,55	0,004	0,031
Коэффициент финансовой устойчивости	0,75	0,69	0,78	-0,064	0,095
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	-2,19	-2,51	-1,81	-0,321	0,702

Общепринятое нормальное значение коэффициента автономии в мировой практике считается минимально допустимым до 30-40% собственного капитала. Однако стоит учитывать, что чем больше у организации доля внеоборотных активов, тем больше долгосрочных источников требуется для их финансирования, а значит тем больше должна быть доля собственного капитала. У ПАО «НК «Роснефть» значение показателя находится в допустимых пределах и в период с 2017-2018 гг. увеличилось на 0,013, что свидетельствует о все большем полагании организации на собственные источники финансирования.

Оптимальным значением коэффициента финансовой зависимости считается зависимость не более 0,6-0,7. У ПАО «НК «Роснефть» значение показателя выше нормы, что свидетельствует о сильной зависимости от кредиторов. Однако наблюдается положительная тенденция к снижению показателя.

Рекомендуемое значение коэффициента соотношения заемных и собственных средств меньше 1. У ПАО «НК «Роснефть» значение показателя выше 1, что свидетельствует об угрозе возникновения недостатка собственных денежных средств. Это может послужить причиной препятствия в получении новых кредитов. Однако в период с 2016-2018 гг. наблюдается положительная тенденция к снижению показателя.

Коэффициент самофинансирования показывает, какую долю краткосрочных и долгосрочных долгов компания может погасить за счет собственного капитала. Рекомендуемое значение коэффициента самофинансирования менее 1,0 и не ниже 0,51. Если оно ниже, предприятие теряет финансовую независимость по отношению к внешним источникам финансирования. У ПАО «НК «Роснефть» значение показателя выше 0,51, а также наблюдается положительная тенденция к росту показателя.

Рекомендуемое значение коэффициента финансовой устойчивости предприятия не менее 0,75. На 31.12.17 увеличение обязательств за счет краткосрочного финансирования привело к снижению значения показателя финансовой устойчивости на 0,064. Однако на 31.12.18 компания

переформировала структуру и сумму долгосрочных и краткосрочных заемных средств, что привело к увеличению показателя на 0,095. Значение показателя на 31.12.18 соответствует нормативам.

Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами должен составлять не менее 0,1. У ПАО «НК «Роснефть» в период с 2016-2018 гг. значение коэффициента получается отрицательным, что говорит о том, что все оборотные и часть внеоборотных активов созданы за счет кредитов и займов. Значение коэффициента в конце 2018 г. увеличилось на 0,702, но при этом оно остается ниже 0,1, однако, это говорит об улучшении финансовой устойчивости предприятия.

В таблице 11 обобщены результаты деятельности ПАО «НК «Роснефть» и показаны изменения финансовых показателей за период с 2016 по 2018 гг. Данные были взяты из консолидированного отчета о прибылях и убытках компании исследуемого периода (приложение А).

Показатель EBIT является промежуточным показателем прибыли до уплаты процентов и налогов и находится по формуле 24.

$$EBIT = ЧП + \% + N_{Пр}, \quad (24)$$

где ЧП – чистая прибыль;  
% – процентный расход/доход;  
 $N_{Пр}$  – налог на прибыль.

Показатель EBITDA – это «очищенный» показатель чистой прибыли от амортизации, процентов и налога на прибыль, позволяющий оценить прибыль компании вне зависимости от влияния размера инвестиций (поправка на сумму начисленной амортизации), долговой нагрузки (поправка на проценты) и режима налогообложения (поправка на налог на прибыль). Данный показатель находится по формуле 25.

$$EBITDA = EBIT + A, \quad (25)$$

где, EBIT – прибыль до вычета процентов и налогов;  
A – амортизационные отчисления.

Таблица 11 – Оценка финансовых результатов

Показатель	Значение показателя			Изменение показателя			
	млрд руб.			млрд руб.	проц.	млрд руб.	проц.
	За 2016 г.	За 2017 г.	За 2018 г.	2016-2017 гг.		2017-2018 гг.	
Выручка	4 988	6 011	8 238	+1 023	+20,5	+2 227	+37,0

Окончание таблицы 11

Показатель	Значение показателя			Изменение показателя			
	млрд руб.			млрд руб.	проц.	млрд руб.	проц.
	За 2016 г.	За 2017 г.	За 2018 г.	2016-2017 гг.		2017-2018 гг.	
Прибыль от операционной деятельности (ЕБИТ)	655	621	1 284	-34	-5,2	+663	+106,8
ЕБИТДА	1 278	1 400	2 081	+122	+9,5	+681	+48,6
Прибыль до налогообложения	306	395	832	+89	+29,1	+437	+110,6
Налог на прибыль	114	98	183	-16	-14,0	+85	+86,7
Прибыль (убыток) за год	192	297	649	+105	+54,7	+352	+118,5

В период с 2016-2017 гг. выручка компании выросла на 20,5%, или 1 023 млрд руб. и составила 6 011 млрд руб., что было связано с выкупом акций ПАО АНК «Башнефть» в 2016 году (с 4 квартала 2016 г. «Роснефть» учитывает в отчетности результаты дочерней компании) и с ростом цены в рублях на 9,9% на нефть марки Юралс. Операционная прибыль снизилась на 5,2% в связи с увеличением расходов на 24,3%, в то время, когда выручка выросла лишь на 20,5%. Итоговый финансовый результат за 2017 год составил 297 млрд руб. и

увеличился на 105 млрд руб. из-за роста прочих доходов в виде возмещения за ранее причинённые убытки в размере 100 млрд руб. ПАО АФК «Система» и АО «Система-Инвест».

В период с 2017-2018 гг. выручка компании выросла на 37%, или 2 227 млрд руб. и составила 8 238 млрд руб. в связи с ростом мировых цен на нефть (+41,2% в руб. и +31,4% в долл. выражении), а также увеличением доходов от реализации нефти, нефтепродуктов и нефтехимии в странах дальнего зарубежья

(+ 45% год к году). Показатель EBITDA за 2018 г. составил 2 081 млрд руб., что в 1,5 раза превышает уровень 2017 г. Росту показателя способствовало повышение эффективности деятельности, а также благоприятная внешняя конъюнктура рынка и смягчение ограничений в рамках соглашения ОПЕК+. Рост чистой прибыли на 118,5% или 352 млрд руб. помимо увеличения операционной прибыли обусловлен положительным эффектом курсовых разниц, а также признанием единовременного дохода от приобретения доли в СП по разработке месторождений с иностранным партнером «ExxonMobil» и справедливой оценки ранее имевшейся доли в СП.

Таким образом, главные финансовые показатели за период с 2016 по 2018 гг. отображены на рисунке 9.

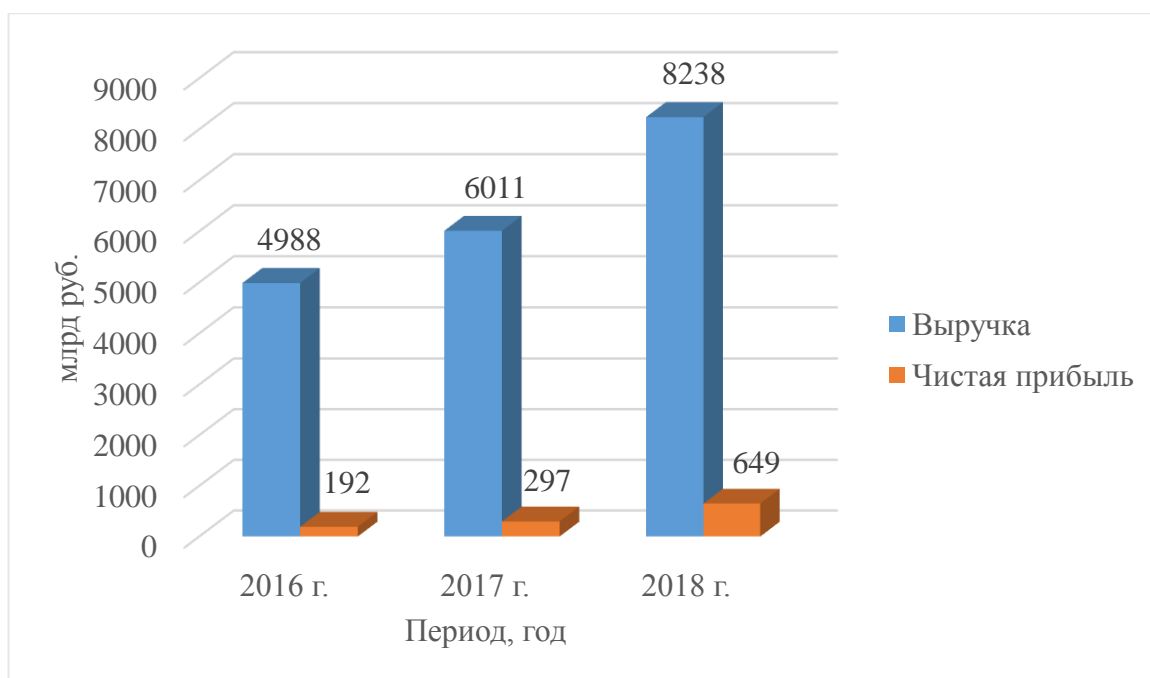


Рисунок 9 – Финансовые показатели ПАО «НК «Роснефть»

Финансовые показатели компании показывают неуклонный рост, что проявляется в увеличении показателей компании. Однако проведение анализа финансовой устойчивости показало, что состояние компании оценивается как неустойчивое. На протяжении рассматриваемого периода размер собственного капитала предприятия был крайне мал, а за последние три года имел и вовсе отрицательное значение. Компании следует очень осторожно относиться к манипуляциям с кредиторской задолженностью, увеличивая ее только в случаях крайней необходимости, из-за высокой долговой нагрузки.

## 2.2 Стратегический анализ ПАО «НК «Роснефть»

Макроокружение – это внешняя среда, которая влияет на компанию с помощью не зависящих от действий предприятия факторов. Внешняя среда воздействует на предприятие через такие факторы, как состояние экономики, правовое регулирование, политические процессы, природная среда, социальная и культурная составляющие, научно-техническое и технологическое развитие, инфраструктура. Стоит также учитывать то, что степень воздействия



составляющих окружения на различные предприятия различна в зависимости от её масштабов, отраслевой принадлежности и т.п.

Анализ внешней среды позволяет определить возможности и угрозы для фирмы, в связи с чем она может воспользоваться полученными данными для разработки системы раннего предупреждения на случай возможных угроз и стратегий, которые могут превратить прежние угрозы в любые выгодные возможности.

Структура анализа внешней среды состоит из оценки двух уровней:

- макроэкономической среды – дальнего окружения косвенного воздействия;
- микроэкономической среды – ближнего окружения прямого воздействия.

При рассмотрении экономических факторов, влияющих на деятельность компании «Роснефть», можно выделить следующее:

- угрозы колебания валютных курсов – значительную часть валовой выручки ПАО «НК «Роснефть» формируют экспортные операции по реализации нефти и нефтепродуктов, соответственно, колебания обменных курсов валют к рублю оказывают воздействие на результат финансово-хозяйственной деятельности компании, что является фактором валютного риска, поэтому в целях осуществления краткосрочного управления валютным риском компания осуществляет выбор валюты, в которой хранятся свободные денежные остатки, между российским рублем, долларом США и другими иностранными валютами;

- по сравнению с 2017 годом экспорт российских товаров вырос 25,6%, основной вклад в увеличение экспорта товаров (в стоимостном выражении) внесли топливно-энергетические товары, на которые, по данным ФТС России, пришлось 81,6 % совокупного прироста, преимущественно благодаря росту мировых цен на нефть и природный газ;

- экспорт сырой нефти (в стоимостном выражении) увеличился на 38,2%, нефтепродуктов – на 34,1%, газа (включая СПГ) – на 30,0%;

– в 2019 году сдерживающее влияние на динамику внутреннего спроса окажут повышение НДС, замедление роста доходов экономики от экспорта товаров в результате снижения цен на нефть [20];

– в 2018 году возросли транспортные расходы нефтяных компаний в России из-за роста тарифов, так с 1 января 2018 года индексация ставок тарифов на услуги ПАО «Транснефть» на транспортировку нефти по магистральным нефтепроводам составила 3,95 %, железнодорожные тарифы были проиндексированы на 5,4 % (в 2018 году ОАО «РЖД» был принят ряд решений по применению к действующим тарифам понижающих коэффициентов при перевозке грузов ПАО «НК «Роснефть» на определенных направлениях).

– являясь крупным заемщиком, «Роснефть» подвержена воздействию рисков, связанных с изменениями процентных ставок, основная часть долгового портфеля компании – кредиты, номинированные в долларах США, рост стоимости кредитов для компании может негативно сказаться на показателях ее платежеспособности и ликвидности, поэтому компания проводит анализ подверженности риску изменения процентных ставок, включая моделирование различных сценариев для оценки влияния изменения процентной ставки на финансовые показатели;

– в процессе планирования операционной деятельности учитывается влияние темпов инфляции на финансовые результаты деятельности компании, включая влияние на стоимость закупаемых материалов и оборудования, а также динамику изменения стоимости услуг подрядчиков, поэтому компанией разрабатываются мероприятия по минимизации уровня воздействия риска, в том числе поиск альтернативных поставщиков материалов и оборудования, подрядчиков;

– согласно базовому сценарию прогноза МЭА от ноября 2018 года, к 2040 г. мировой спрос на нефть увеличится на 11,5 млн барр./сут. по сравнению с 2017 г. причем основной рост будет обеспечен странами Азиатско-Тихоокеанского

региона, на которые придется около 37 % мирового спроса на нефть – 39,5 млн барр. / сут. (рисунок 10).

– мировой спрос на газ, по прогнозу МЭА, достигнет 5,4 трлн куб. м к 2040 году в базовом сценарии, рост потребления газа прогнозируется во всех регионах, кроме Европы, при этом крупнейшим регионом по объему потребления газа в прогнозном периоде также станет Азиатско-Тихоокеанский регион;

– возможное неблагоприятное изменение финансовых показателей компании, обусловленное изменением цен на закупаемые и реализуемые нефть, нефтепродукты, газ, продукты газопереработки и нефтехимии (в том числе вследствие реализации мер, направленных на стабилизацию ситуации на рынке нефтепродуктов, включая меры по сдерживанию уровня цен) приводит к ценовому риску, для избегания ценового риска «Роснефть» располагает достаточными возможностями для перераспределения товарных потоков в случае возникновения значительной ценовой разницы между внутренним и международным рынками, а также в состоянии оперативно сократить капитальные и операционные затраты, чтобы выполнить свои обязательства при резком снижении цен на нефть, газ и нефтепродукты.

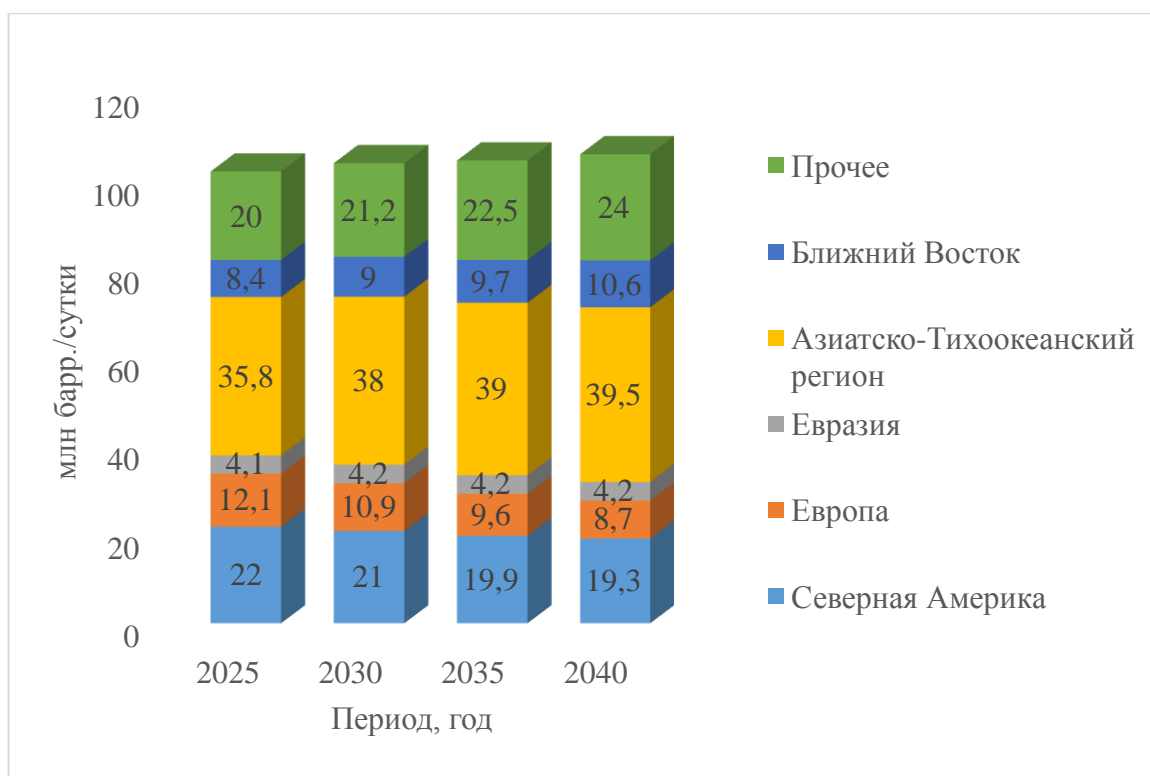


Рисунок 10 – Спрос на нефть по регионам, базовый сценарий МЭА

К политическим факторам, оказывающих воздействие на деятельность ПАО «НК «Роснефть» можно отнести следующее:

– в связи с сохраняющейся неопределенностью внешних условий функционирования российской экономики, геополитическими факторами, санкциями и оттоком капитала из развивающихся стран Банк России прогнозирует большую вероятность ускорения инфляции в 2019 году;

– начиная с 2014 года США, Европейский союз и некоторые страны последовательно вводят санкции в отношении РФ, включая секторальные санкции, затрагивающие деятельность и отдельных компаний энергетической отрасли российской экономики (в том числе ПАО «НК «Роснефть» и ряда его дочерних обществ), с учетом активного обсуждения различных инициатив в США по усилению санкционного режима в отношении РФ, потенциально возможно расширение санкций, которые могут оказать точечное влияние на перспективные проекты компании;

– противостояние двух крупнейших держав, таких как Китай и США, и, как следствие, торможение китайской экономики грозит замедлением роста мирового спроса на все основные виды ресурсов, при этом российский экспорт может пострадать на фоне общего спада.

Главным социальным фактором является низкая плотность населения в регионах, осуществляющих добычу нефтепродуктов.

К правовым факторам, можно отнести следующее:

– с 1 января 2019 года был введен налог на дополнительный доход от добычи углеводородного сырья (НДД), который взимается по ставке 50 % с дохода от добычи нефти, рассчитываемого как разница между расчетной выручкой и затратами, связанными с добычей, подготовкой и транспортировкой углеводородного сырья, при этом для проектов, перешедших на НДД, предусмотрено снижение уровня «рентных» платежей – НДС и вывозных таможенных пошлин. Режим НДД применяется в отношении участков недр в новых регионах добычи (для них предусмотрен добровольный переход) и ограниченного числа «пилотов» в Западной Сибири (перечень определен законом);

– с 2019 года происходит постепенное снижение вывозных таможенных пошлин на нефть (вплоть до обнуления с 1 января 2024 года) с эквивалентным увеличением ставки НДС;

– с 1 января 2019 года вводится «обратный акциз» на нефтяное сырье – механизм, предполагающий начисление акциза с правом получения вычета в повышенном размере, механизм «обратного акциза» предусматривает меры дополнительного стимулирования для нефтеперерабатывающих предприятий, расположенных в удалении от экспортных рынков (в наибольшем размере – для предприятий в Красноярском крае и Республике Хакасия);

– увеличение ставки НДС с 18 до 20 % (ставки 0 % и 10 % остаются без изменений), при этом новая ставка НДС будет применяться в отношении товаров

(работ, услуг), имущественных прав, отгруженных (выполненных, оказанных), переданных начиная с 1 января 2019 года;

– с 1 января 2019 года движимое имущество исключается из объекта налогообложения налогом на имущество организаций;

Если рассматривать технологические факторы, то главными из них являются дорогостоящий поиск новых месторождений залежи нефти и газа, развитие производства сжиженных углеводородных газов и широкой фракции легких углеводородов, реконструкции технологических установок и комплексов для повышения глубины переработки и выхода светлых нефтепродуктов, применение технологии горизонтальных скважин с МГРП на зрелых активах, а также активное разбуривание новых проектов горизонтальными скважинами, включая технологии МЗС. По оценкам МЭА, до 2040 г. мировой нефтегазовый комплекс только для поддержания текущего уровня добычи углеводородов нуждается не менее чем в \$ 20 трлн новых инвестиций (в долларах 2016 г.), и для того чтобы их обеспечить, необходимо поддерживать здоровую и устойчивую инвестиционную среду в отрасли, привлекательную для международных инвесторов.

Далее было произведено исследование микроэкономической среды (таблица 12).

Таблица 12 – Анализ микроэкономической среды ПАО «НК «Роснефть»

Наименование угрозы	Описание угрозы	Практика управления угрозы в Компании
Связанная с конкуренцией	«Роснефть» в основном конкурирует с другими ведущими российскими нефтегазовыми компаниями по след. направлениям: – приобретение лицензий на разведку и добычу на аукционах и продажах; – приобретение других российских компаний, которые, возможно, уже владеют лицензиями или существующими активами, связанными с добычей углеводородного сырья;	Т.к. компания занимает одно из лидирующих мест в отрасли, то это существенно улучшает ее позиции в конкурентной борьбе. Она обладает существенным портфелем новых проектов для поддержания и улучшения своей позиции в конкурентной борьбе в будущем. К наиболее действенным мерам по реагированию на риски обострения конкуренции на внешнем рынке сырой нефти и нефтепродуктов,

Продолжение таблицы 12

Наименование угрозы	Описание угрозы	Практика управления угрозы в Компании
Связанная с конкуренцией	<ul style="list-style-type: none"> <li>– привлечение ведущих независимых сервисных компаний,</li> <li>– с ограниченными возможностями по оказанию требуемых услуг;</li> <li>– приобретение дефицитного оборудования для объектов капитального строительства;</li> <li>привлечение высококвалифицированных и опытных кадров.</li> </ul>	относится географическая диверсификация, позволяющая перераспределять потоки реализуемой продукции.
Рыночная власть поставщиков	Анализируется возможность негативного влияния поставщиков (подрядчиков) на деятельность ПАО «НК «Роснефть»	Угроза со стороны поставщиков (подрядчиков) невысокая, так как все подрядные организации компании являются дочерними по отношению к предприятию и имеют длительный срок сотрудничества.
Не реализация международных проектов	Компания осуществляет проекты в различных регионах мира, в некоторых из них существуют значительные риски, связанные с нестабильностью политической, социальной и экономической обстановки. Реализация данных рисков может в значительной степени повлиять на успешность данных проектов.	В случае возникновения рисков, связанных с политической, экономической и социальной ситуацией в регионах присутствия ПАО «НК «Роснефть», менеджмент должен предпринять все возможные меры по ограничению их негативного влияния. Параметры проводимых мероприятий будут зависеть от особенностей создавшейся ситуации в каждом конкретном случае и в том числе могут включать мероприятия по проведению переговоров с органами государственной власти, сокращению операционных затрат, оптимизации инвестиционной программы, а также по обеспечению безопасности сотрудников.

Угроза аварии	Риск разрушения сооружений и/или технических устройств, применяемых на опасном производственном объекте, неконтролируемый взрыв и/или выброс опасных веществ.	В ПАО «НК «Роснефть» функционирует система управления промышленной безопасностью, охраной труда и окружающей среды, которая объединяет ресурсы и процедуры, необходимые как для предупреждения, так и для реагирования на опасные события.
---------------	---	--

Окончание таблицы 12

Наименование угрозы	Описание угрозы	Практика управления угрозы в Компании
		Основные мероприятия по управлению риском аварии среди прочего включают: – аттестацию работников по промышленной безопасности; – обеспечение своевременного проведения ремонта производственных объектов; контроль соблюдения работниками Компании и подрядных организаций требований промышленной безопасности, а также технологической дисциплины и др.

Возможности замещения ископаемого топлива возобновляемыми источниками энергии имеют естественные пределы, и по прогнозам ведущих энергетических агентств мира на горизонте до 2040 года углеводороды остаются основными энергоресурсами, их доля в мировом энергетическом балансе существенно не изменится. Сохраняется доминирующая позиция нефти в структуре мирового энергопотребления, хотя ее доля, как и доля угля, снижается за счет увеличения доли газа, атомной энергии и нетрадиционных возобновляемых источников энергии.

При этом в настоящее время по-прежнему сохраняются мощные направления роста мирового потребления нефти – это авиационное, водное, автомобильный транспорт, а также нефтехимия. При этом, альтернативные источники энергии не способны поддержать существующий уровень энергообеспечения. Не стоит



забывать, что за ближайшие несколько десятилетий население планеты достигнет до 10 млрд человек и нефти понадобится еще больше.

Разведанный запас нефти в России равняется 87,2 млрд баррелей, которых при нынешнем уровне потребления хватит на 22,4 года (рисунок 11). Компании-добытчики понимают, что будущее за добычей углеводородов из трудноизвлекаемых запасов и континентального шельфа.

### ДОКАЗАННЫЕ ЗАПАСЫ НЕФТИ: ТОП-20 СТРАН



Рисунок 11 – Доказанные запасы нефти

Также важно помнить об Арктике, значительная часть которой принадлежит России. По оценкам экспертов, на российском арктическом шельфе расположены запасы нефти и газа стоимостью до 20 трлн долл., которые к 2050 году могут обеспечить 20-30% добычи нефти. Арктическая нефть – стратегический запас

планеты. Освоение нефтяных полей в сложных арктических условиях связано с большими инвестициями, которые окупятся в долгосрочной перспективе. Срок от открытия нового месторождения до начала добычи может исчисляться десятилетиями. Тем не менее, аналитики считают, что к 2020 году объем углеводородов из Арктики составит 3% от общего, а к 2035 году он вырастет до 9%.

По некоторым оценкам, сегодня неисследованными остаются недра примерно на 50% принадлежащей России суши, а с учётом предполагаемых запасов на шельфе этот процент ещё выше. Поскольку речь идёт в основном о полезных ископаемых Восточной Сибири, Дальнего Востока и Арктики, проблема с их разведкой и добычей может иметь для России не только экономические, но и политические риски.

При этом, рассматривая спрос на нефтепродукты, стоит учитывать, что основным продуктом нефтепереработки является жидкое топливо, которое занимает более 50 % от общего объема продукции, производимой из нефти во всем мире, к нему относятся:

- бензин;
- дизельное топливо;
- авиационный керосин;
- мазут.

2-е место после топлива занимает производство пластмассы – ежегодный объем выпуска которой превышает 180 млн. тонн. Пластмасса присутствует в бытовой технике, отдельных элементах автомобилей, самолетов, поездов, промышленной техники. Сантехника, холодильники, канцелярские товары производятся из стирола, а детские игрушки, обувная подошва и оболочка силовых кабелей – из этиленвинилацетата. А эти материалы также производятся путем переработки нефтепродуктов. В связи с этим, можно сделать вывод, что из нефтепродуктов производится огромная масса товаров, без которых современное

общество уже не может представить свою жизнь, и, заменить сырьевую базу данных производств пока невозможно, что говорит о стабильном спросе на нефтепродукты в течение долгих десятилетий.

Таким образом, были сформированы основные возможности и угрозы компании ПАО «НК «Роснефть» и представлены в таблице 13.

Таблица 13 – Возможности и угрозы компании ПАО «НК «Роснефть»

Возможности	Угрозы
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Увеличение мирового спроса на нефть, нефтепродукты и природный газ.</li> <li>2. Увеличение экспорта сырой нефти, нефтепродуктов и природного газа.</li> <li>3. Разработка новых технологий добычи.</li> <li>4. Увеличение коэффициента извлечения нефти благодаря применению технологии извлечения трудноизвлекаемых запасов, технологии горизонтальных скважин с МГРП на зрелых активах, а также активное разбуривание новых проектов горизонтальными скважинами, включая технологии МЗС.</li> <li>5. Развитие сферы переработки и нефтехимии.</li> <li>6. Открытие новых месторождений.</li> <li>7. Запуск работы на месторождениях в Арктике, наращивание добычи в Восточной Сибири.</li> <li>8. Привлечение молодых квалифицированных специалистов как российских, так и зарубежных.</li> <li>9. Рост стоимости нефти в долгосрочном периоде.</li> <li>10. Нестабильный курс рубля.</li> <li>11. Налоговые льготы для нефтегазовых компаний.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Истощаемость природных запасов.</li> <li>2. Колебание валютных курсов.</li> <li>3. Рост транспортных расходов в связи с ростом тарифов.</li> <li>4. Повышение процентных ставок.</li> <li>5. Скачкообразное изменение цен на покупаемые и реализуемые нефть, нефтепродукты, газ, продукты газопереработки и нефтехимии.</li> <li>6. Прогнозируемое ускорение темпов инфляции в РФ.</li> <li>7. Высокая конкуренция на международном рынке.</li> <li>8. Введение новых санкций со стороны США, Европейского союза и некоторых других стран.</li> <li>9. Падение экспорта нефти в связи с конфликтом Китая и США.</li> <li>10. Ужесточение налогового законодательства.</li> <li>11. Дорогостоящий поиск новых месторасположений.</li> <li>12. Угроза аварий в связи с опасным производством.</li> <li>13. Низкая плотность населения в регионах, осуществляющих добычу золота.</li> <li>14. Ужесточение экологических норм.</li> </ol>

Внутренняя среда – условия производства и реализации продукции (услуг), которые поддаются регулированию со стороны организации в процессе

внутрифирменного планирования и управления. К факторам внутренней среды относятся структура организации, ее цели и задачи, технология производства и люди – с их способностями, потребностями, квалификацией. Все внутренние факторы взаимосвязаны (рисунок 12).

Были рассмотрены и проанализированы факторы внутренней среды ПАО «НК «Роснефть».

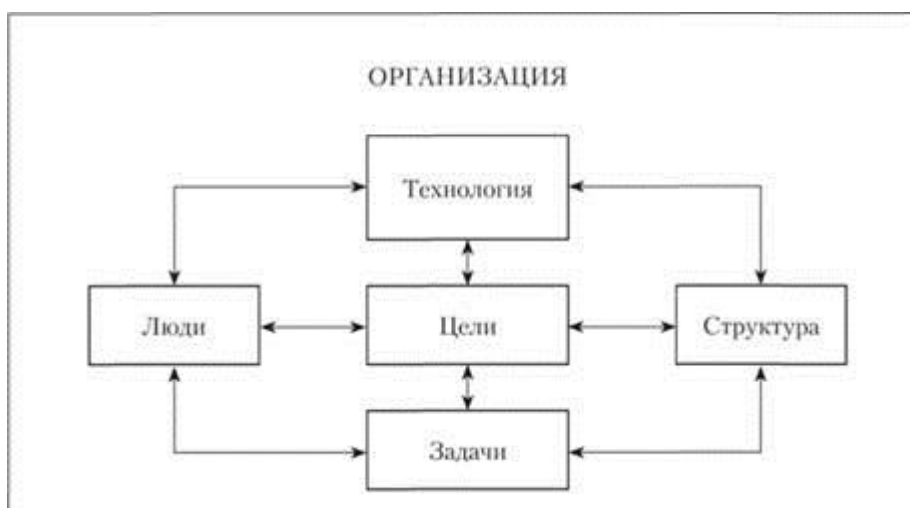


Рисунок 12 – Связь внутренних факторов среды предприятия

Прежде всего стоит отметить, что компания стремится к глобальному лидерству в отрасли и инвестирует в современные технологии. В 2018 году продемонстрированы новые разработки в области создания новых материалов, геологоразведки и нефтедобычи.

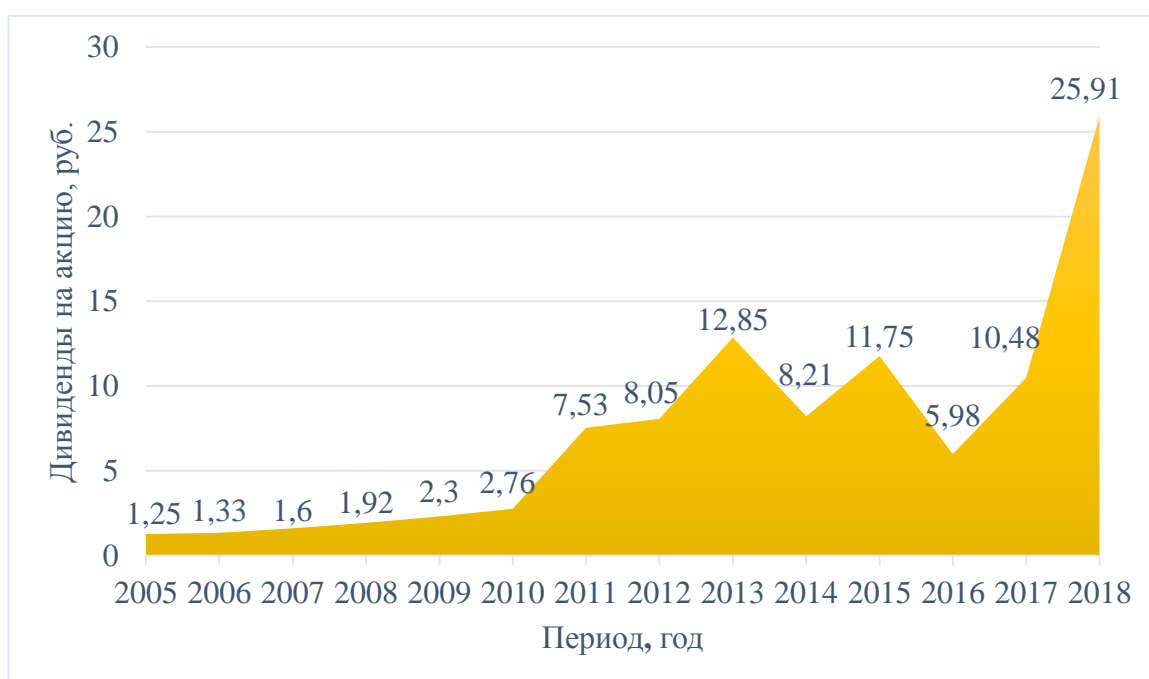
В отношениях с контрагентами и работниками Компания отстаивает высокие этические стандарты, основанные на общепризнанных гуманитарных ценностях.

Компания является одним из крупнейших налогоплательщиков Российской Федерации.

Компания внедряет лучшие практики внутреннего контроля и управления рисками, развивает технологии промышленной безопасности и защиты от киберрисков, ответственно подходит к безопасности своей продукции, заботясь о защите своих потребителей и контрагентов.

Корпоративное управление компании соответствует Кодексу Банка России на 93,2 %, что выше показателя 2017 года на 0,8 % и существенно превышает минимальный порог (65 %), рекомендованный Росимуществом (результаты оценки соблюдения рекомендаций Кодекса Банка России изложены в приложении 3 к Годовому отчету).

Акции компании – один из наиболее привлекательных инструментов инвестирования среди российских эмитентов. В свободном обращении находится 11,32 % акций, в том числе 6,1 % в виде ГДР, обращающихся на Лондонской фондовой бирже. Обязательства Компании по выплате дивидендов в 2018 году выполнены на 99,98 %. Уставом Компании предусмотрен увеличенный по сравнению с установленным законодательством срок для обращения акционеров за выплатой объявленных дивидендов, не выплаченных в связи с отсутствием адресных данных и банковских реквизитов акционеров, – пять лет. Суммарная величина дивидендов по итогам 2018 года, включая дивиденды за первое полугодие 2018 года, составит 274,6 млрд руб., или 25,91 руб. на акцию (рисунок 13). При этом отношение дивидендов к консолидированной чистой прибыли по МСФО составляет 50 %.



### Рисунок 13 – Динамика изменения размера дивидендных выплат

Руководители на всех уровнях определяют четкие ориентиры в области ПБОТОС в соответствии с едиными принципами лидерства компании, приоритетности жизни, здоровья и безопасных условий труда.

Забота об окружающей среде является неотъемлемой частью корпоративной культуры и социальной ответственности Компании. ПАО «НК «Роснефть» соблюдает принцип ответственного отношения к природоохранным вопросам. При управлении производственными процессами Компания учитывает полный объем данных о воздействии планируемых или реализуемых проектов на окружающую среду. В 2018 году «зеленые» инвестиции составили 45,6 млрд руб. За последние пять лет «зеленые» инвестиции Компании составили более 240 млрд руб.

ПАО «НК «Роснефть» уже многие годы остается одним из самых социально ответственных работодателей России. В 2018 году на создание оптимальных условий труда на производстве, охрану здоровья, поддержку здорового образа жизни и социальные гарантии для работников Компания направила 33 млрд руб. Соблюдение высоких стандартов социальной защиты работников – неизменная позиция руководства ПАО «НК «Роснефть».

В отчетном году ПАО «НК «Роснефть» продолжило реализацию комплексной программы по созданию благоприятных условий труда для персонала. Ключевой составляющей программы является обустройство и развитие 95 вахтовых поселков и вагон-городков, в которых в 2018 году проживало около 35 тыс. работников Компании и подрядных организаций. Затраты на содержание объектов производственной социальной сферы в 2018 году составили 7,6 млрд руб. Капитальные вложения в строительство, реконструкцию, развитие и обустройство вахтовых поселков, опорных баз бригад, участков, цехов в 2018 году составили 8 млрд руб.

ПАО «НК «Роснефть» проводит политику, направленную на обеспечение сбалансированности каналов монетизации нефти, в том числе переработки на собственных нефтеперерабатывающих мощностях. В отчетном году Компания поставила около 103,3 млн т нефти на заводы в России, что выше уровня поставок 2017 года на 3 %.

Объем реализации нефти в страны дальнего и ближнего зарубежья составил 123,7 млн т. Среди экспортных направлений реализации нефти экономически наиболее привлекательным для Компании является восточное направление (рисунок 14) – поставки по трубопроводу в Китай, реализация в портах Козьмино и Де-Кастри. Объем поставок в восточном направлении в 2018 году составил 59,2 млн т., что на 24 % превышает аналогичный показатель прошлого года.

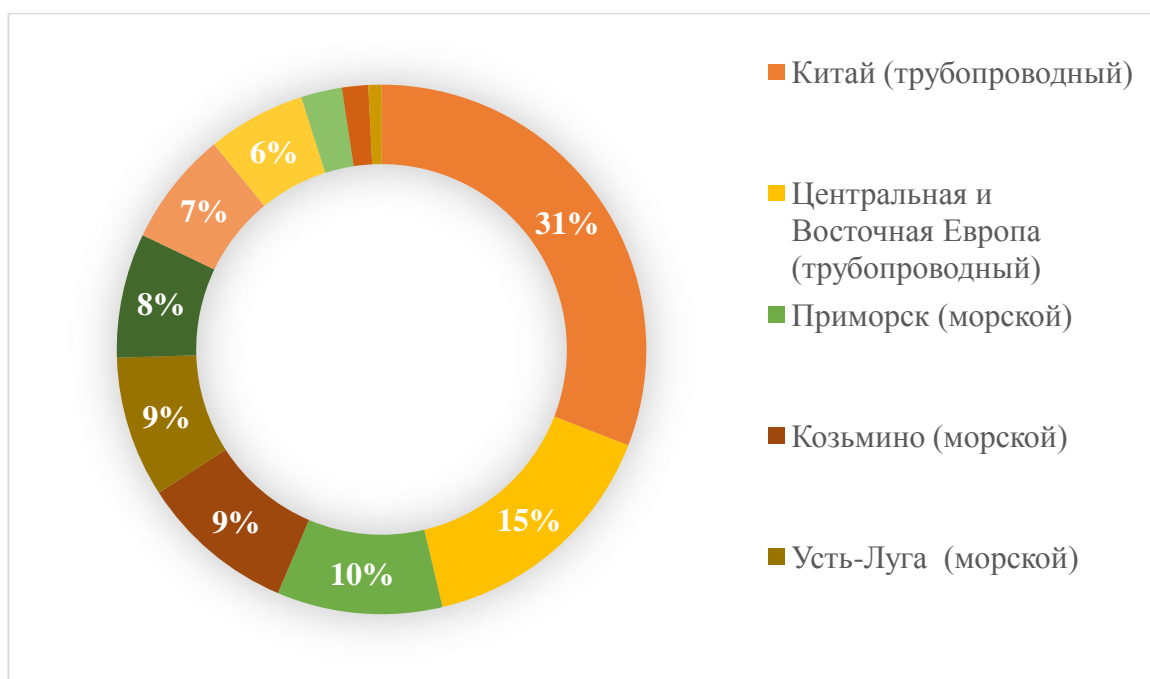


Рисунок 14 – Структура экспортных поставок

В рамках Соглашения между правительством Китая и Правительством Российской Федерации в 2018 году Компания продолжила поставки в рамках дополнительного соглашения об увеличении поставок нефти в Китай транзитом через территорию Казахстана и продлении срока действия действующего с 2013

года контракта до конца 2023 года. Это позволит и дальше планомерно осуществлять поставки по одному из стратегических для «Роснефти» направлений.

Основная часть экспортных поставок нефти осуществляется через мощности компании «Транснефть», включая сеть магистральных трубопроводов и порты.

Компания осуществляет поставки природного, сухого отбензиненного газа и ПНГ потребителям Российской Федерации. Природный и сухой отбензиненный газ поставляются потребителям в основном через газотранспортную систему ПАО «Газпром» в рамках договора на транспортировку газа. Поставки осуществляются как конечным потребителям, так и региональным сбытовым компаниям почти в 40 регионах. Долгосрочная программа развития «Роснефти» нацелена на достижение компанией лидирующей позиции среди независимых поставщиков газа на внутреннем рынке Российской Федерации. Для этого Компания в последние годы существенно расширила и продолжает расширять географию поставок, которая уже охватывает регионы от Краснодара до Сахалина.

Также по организации у компании преследуется четкая миссия и видение по достижению сформированных целей и задач своей деятельности. Стратегические планы компании являются важным фактором успеха компании, поэтому они стоят выше нежели, чем текущие проблемы предприятия, которые решаются на функциональных уровнях, где эти проблемы возникли.

Для укрепления лидерства по объемам добычи и запасов ПАО «НК «Роснефть» разработала стратегические цели, главными из которых являются:

- поддержание высокой эффективности управления ресурсами, включая управление по снижению затрат и повышение производительности труда;
- несколько этапов развития добычи ресурсов: эффективная добыча на действующих месторождениях, запуск новых проектов месторождений на Востоке России, запасы на суше в России, которые трудно извлекать, реализация шельфовых проектов;
- рост добычи газа, обеспеченный рынками сбыта;



– разработка и локализация передовых технологий, производства оборудования и услуг для освоения новых типов запасов и роста эффективности бизнеса;

– соблюдение высочайших стандартов в области экологии и безопасности труда.

Компания ПАО «НК «Роснефть» закрепила за собой следующие позиции.

1. Одна из крупнейших в мире компаний по добыче жидких углеводородов среди публичных нефтегазовых компаний.

2. Главный лидер российской нефтеперерабатывающей отрасли.

3. Инновационная компания, устойчивое конкурентное преимущество которой обеспечивается постоянным совершенствованием технологий.

4. Современная компания, соблюдающая высокие стандарты корпоративного управления.

5. Надежная компания, отличающаяся безусловным выполнением планов, соблюдением партнерских обязательств, имеющая долгосрочные перспективы роста производства и сырьевой базы.

6. Ответственная компания, обеспечивающая устойчивое социальное развитие и сохранение экологии регионов, в которых она работает [16].

При анализе финансового состояния предприятия было выявлено, что выручка и прибыль находятся в постоянном росте. При этом происходит увеличение объемов добычи и объемов реализации продукции. Но также был выявлен недостаток собственных финансовых средств и большое количество заемного капитала.

Таким образом, были сформулированы сильные и слабые стороны компании ПАО «НК «Роснефть» и представлены в таблицу 14.

Таблица 14 – Сильные и слабые стороны компании ПАО «НК «Роснефть»

Сильные стороны	Слабые стороны
-----------------	----------------

<p>1. Одна из крупнейших в мире компаний по добыче жидких углеводородов среди публичных нефтегазовых компаний.</p> <p>2. Лидерство компании в нефтеперерабатывающей отрасли РФ.</p> <p>3. Широкая известность компании.</p> <p>4. Государственная поддержка.</p> <p>5. Прочное положение как на мировом рынке, так и внутреннем рынке.</p> <p>6. Одна из крупнейших в мире компаний по добыче жидких углеводородов среди публичных нефтегазовых компаний.</p> <p>7. Лидерство компании в нефтеперерабатывающей отрасли РФ.</p>	<p>1. Высокая оплата труда квалифицированных сотрудников.</p> <p>2. Зависимость компании от стран Азии.</p> <p>3. Зависимость от трубопроводной инфраструктуры «Транснефти» и «Газпром»</p> <p>4. Высокая подверженность политическому риску.</p> <p>5. Контроль государства ограничивает гибкость в принятии инвестиционных решений.</p> <p>6. Высокая долговая нагрузка</p> <p>7. Недостаток собственных средств.</p> <p>8. Неустойчивое финансовое положение предприятия.</p>
--	--

Окончание таблицы 14

Сильные стороны	Слабые стороны
<p>8. Одна из крупнейших в мире компаний по добыче жидких углеводородов среди публичных нефтегазовых компаний.</p> <p>9. Лидерство компании в нефтеперерабатывающей отрасли РФ.</p> <p>10. Широкая известность компании.</p> <p>11. Государственная поддержка.</p> <p>12. Прочное положение как на мировом рынке, так и внутреннем рынке.</p> <p>13. Активность в зарубежных проектах.</p> <p>14. Высокий экспорт продукции.</p> <p>15. Совершенствование используемых технологий.</p> <p>16. Высокая квалификация сотрудников.</p> <p>17. Высокая социальная ответственность компании.</p> <p>18. Наличие мощной производственной базы.</p> <p>19. Разработка новых месторождений.</p> <p>20. Рост выручки.</p> <p>21. Высокое доверие к компании.</p>	<p>9. Высокая подверженность политическому риску.</p>

Таким образом, были выявлены существенные возможности и угрозы (таблица 13), сильные и слабые стороны (таблица 14) компании ПАО «НК «Роснефть», в результате которых можно утверждать, что компания не потеряет свои

лидирующие позиции в долгосрочном периоде из-за осуществления запланированных программ и постоянного спроса на нефть и природный газ. Компанией создаются все условия для благоприятной и безопасной работы и для достижения стратегических важных целей, ранее выявленных ею. Компания показывает неуклонный рост, внедряя и разрабатывая новые проекты для повышения эффективности своей работы. Также компания поддерживает открытость и публичность своих действий, что придает ей доверительный характер со стороны общества.

### 2.3 Расчет справедливой стоимости акций ПАО «НК «Роснефть» с помощью четырех выбранных моделей

Для расчета справедливой стоимости необходимо знать ретроспективные данные компании, чтобы можно было спрогнозировать будущую стоимость. Будущая стоимость компании будет рассчитана с помощью метода дисконтированных денежных потоков. Для данного расчета необходимо знать срок прогнозирования.

Длительность прогнозного периода в странах с переходной экономикой, к которым относится Российская Федерация, в условиях нестабильности, допустимо сократить до 3 – 5 лет. В рамках исследования был взят за основу трехлетний период прогнозирования, т.к. больший по сроку период дает большую статистическую ошибку в расчетах.

Для расчета было осуществлено прогнозирование выручки. Для получения прогнозной цены на нефть был проведен корреляционно-регрессионный анализ, а именно, были выявлены причинно-следственные зависимости между показателями, количественно оценена теснота связи и на основе этого рассчитаны прогнозные значения на следующие три года. Для этого были исследованы и проанализированы факторы, которые влияют на изменение цены, и выявлены

самые значимые из них. Факторы, влияющие как на увеличение, так и на уменьшение спроса на золото представлены ниже.

1. В настоящее время рынок нефти перешел от состояния «рынка продавца» в состояние «рынка покупателя», так как цены в большей мере определяются спросом, чем другими факторами. На спрос влияет целый перечень факторов, таких как, состояние экономики стран-импортёров, политическая обстановка в мире, накопленные импортёрами запасы нефти. Также к категории, влияющей на спрос на нефтепродукты, относятся вышеупомянутые разработки в сфере альтернативной энергии, в теории способные очень сильно обрушить спрос на нефть.

2. На предложение нефти обычно влияют объективные факторы, способные снизить или увеличить объёмы добычи, однако влияние способны оказывать и политические события, и договорённости. Основными факторами, влияющими на предложение нефти в мировом масштабе, являются: экономическая и политическая обстановка в нефтедобывающих странах, изменение квот ОПЕК, изменение уровня запасов нефти в недрах, себестоимость добычи нефти.

3. Инновации в сфере энергосбережения. Появление новых технологий, снижающих зависимость от нефти, а также их глобальное применение, способствует снижению спроса на нефть. Как следствие, цена будет падать в долгосрочной перспективе. На текущий момент такие инновации не распространены широко, требуется время для глобальных перемен.

4. Мировой рынок нефти сейчас также в большей степени зависит от американского доллара. Если доллар укрепляется на мировом рынке, то это негативно влияет на нефтяные цены, если снижается — цены начинают расти. Рост доходности приводит к увеличению рисков в финансовой системе, а значит, к росту доллара, инвесторы начинают уходить из всех активов, продают акции, золото, и нефть здесь не исключение. Поэтому в данной непростой обстановке нужно наблюдать за американской валютой.

5. После заключения сделки ОПЕК+ фактически появился институт, способный балансировать потенциальные перекосы глобального спроса и предложения, а также сглаживать влияние различных второстепенных факторов. В итоге котировки нефти с большей вероятностью просто перейдут в широкий коридор, без устойчивого тренда.

Таким образом, из вышеперечисленных факторов главными являются изменение курса доллара, изменение спроса и предложения на нефть. Для проведения анализа были взяты статистические данные поквартально всех факторов с 2014 года с официальных источников [13,14,15]. Найденные статистические данные были сведены в таблицу 15.

Таблица 15 – Статистические данные для корреляционно-регрессионного анализа

Год	Месяц	Цена на нефть Urals, дол.	Курс доллара, дол.	Мировой спрос на нефть, млн барр. в сутки	Мировое предложение нефти, млн барр. в сутки	Коэффициент S/D
2014	01 апреля	108,07	35,63	92,93	92,26	0,99
	01 июля	106,02	35,69	92,99	92,94	1,00
	01 октября	85,86	43,03	93,97	94,18	1,00
	01 января	52,99	68,86	94,57	95,78	1,01
2015	01 апреля	66,78	51,65	94,13	95,44	1,01
	01 июля	52,21	61,74	94,62	96,47	1,02
	01 октября	49,56	63,95	96,15	97,41	1,01
	01 января	34,74	75,46	95,52	97,6	1,02
2016	01 апреля	48,13	64,65	95,52	96,78	1,01
	01 июля	42,46	66,04	96,14	96,35	1,00
	01 октября	48,30	63,38	97,63	97,01	0,99
	01 января	55,70	60,16	97,67	98,23	1,01
2017	01 апреля	51,73	56,93	97,49	96,6	0,99
	01 июля	52,65	59,77	98,29	96,9	0,99
	01 октября	61,37	58,33	98,84	97,8	0,99
	01 января	69,05	56,21	99,11	98,2	0,99
2018	01 апреля	75,17	62,94	98,47	98,3	1,00
	01 июля	74,25	62,51	98,81	99,2	1,00
	01 октября	75,47	65,88	99,92	101	1,01
	01 января	61,89	65,41	99,57	101,9	1,02

После сбора информации, в первую очередь, необходимо произвести корреляционный анализ путем построения матрицы коэффициентов парной корреляции, который помогает установить тесноту связи между выбранными показателями. Если связь имеется, то увеличение одного параметра влечет повышение (положительная корреляция) либо уменьшение (отрицательная) другого. Корреляционный анализ показал, что все коэффициенты регрессии не мультиколлинеарны, то есть данные коэффициенты меняются незначительно при

небольшом изменении исходных данных, а значит, отсутствует функциональная зависимость между переменными (приложение Б).

Далее был проведен регрессионный анализ выбранных параметров. В ходе анализа нужно обратить внимание на  $R^2$  – коэффициент детерминации, – чем выше коэффициент детерминации, тем качественнее выбраны параметры для анализа модели. Если  $R^2 > 0,95$ , то точность выбранной модели высокая. В данном случае  $R^2 = 0,9$ . Далее затем был выявлен фактор, влияющий на исследуемый показатель с помощью сравнения полученных значений «t-статистика», которые дают более точную оценку значимости коэффициентов, с рассчитанным t-критерием Стьюдента. Т-критерий Стьюдента – общее название для класса методов статистической проверки гипотез (статистических критериев), основанных на распределении Стьюдента. Для расчета данного критерия была взята вероятность, равная 0,05, как самая распространенная при расчете t-критерия Стьюдента. Критическое значение t-критерия Стьюдента равно 2,13.

Регрессионный анализ представлен в приложении Б. По результатам анализа было выявлено, что мировой спрос и мировое предложение на нефть, как и их соотношение, не являются статистически значимыми (несущественны), так как критическое значение t-критерия Стьюдента больше, чем полученные значения «t-статистика» под модулем, в связи с этим они были исключены из анализа.

Затем был проведен повторный анализ, целью которого служило подтверждение того, что фактор изменения динамики доллара является статистически значимым для показателя «цена нефти марки Urals», так как критический t-критерий Стьюдента меньше, чем полученное значение «t-статистика» под модулем (приложение Б).

Для нахождения прогнозных значений цены на нефть на 2019-2021 гг. по регрессионному анализу, сначала необходимо спрогнозировать значения доллара, которые были найдены по методу прогнозной экстраполяции (рисунок 15). Прогнозные значения цены на нефть представлены в таблице 16.

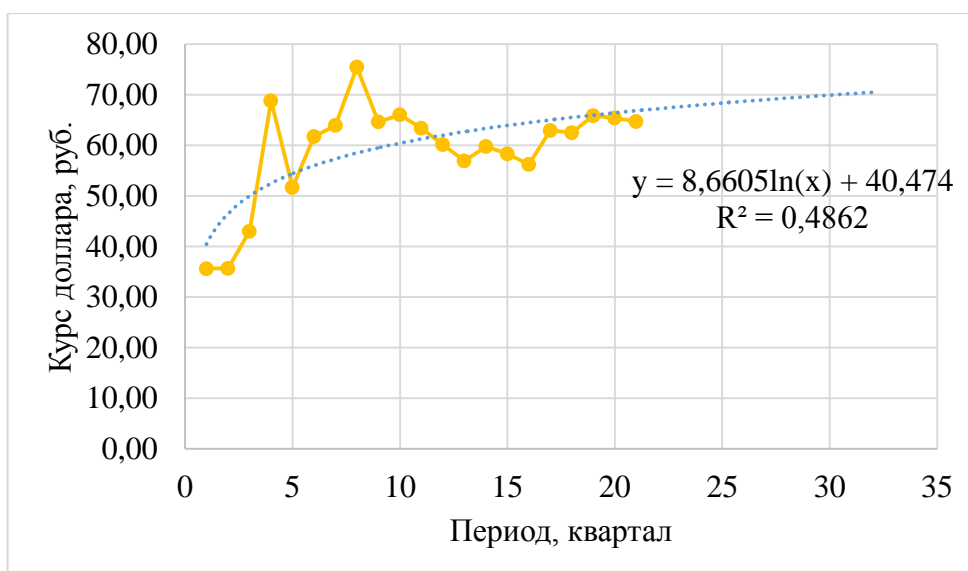


Рисунок 15 – Расчет курса доллара методом прогнозной экстраполяции

Таблица 16 – Прогнозные значения доллара и цены на нефть

Год	Месяц	Курс доллара, руб.	Цена на нефть, долл.
2019	01 апреля	64,75	61,42
	01 июля	67,24	56,08
	01 октября	67,63	55,51
	01 января	68,00	54,95
2020	01 апреля	68,35	54,42
	01 июля	68,69	53,91
	01 октября	69,02	53,42
	01 января	69,33	52,95
2021	01 апреля	69,64	52,50
	01 июля	69,93	52,05
	01 октября	70,21	51,63
	01 января	70,49	51,22

Полученные прогнозные значения доллара были сравнены с прогнозными значениями мировых цен на нефть марки Urals в период на 2019-2021 гг., которые были взяты из «World Economic Outlook» [17], который отображает мировую экономику в ближнем и среднем контексте с прогнозами на период до четырех лет в будущем (таблица 17).



Таблица 17 – Прогнозные значения доллара по прогнозу МВФ

В долларах

Год	Цена на нефть марки Brent	Цена на нефть марки Urals
2019	59,16	57,86
2020	59,02	57,73
2021	60,06	58,75

Исходя из значений, рассчитанных методом экстраполяции, и значений, представленных в прогнозе МФВ, было найдено среднее значение цен на нефть марки Urals, представленное на рисунке 16.

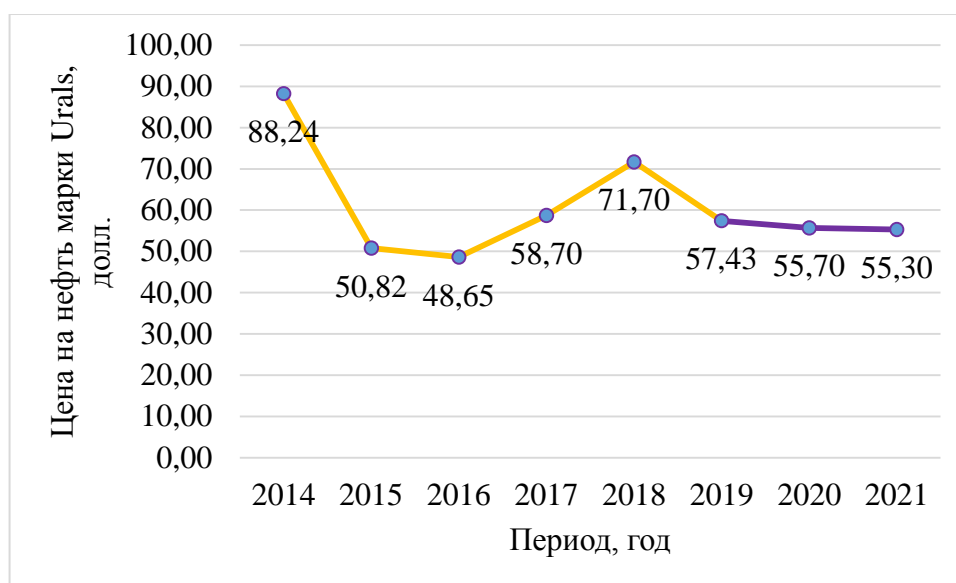


Рисунок 16 – Прогнозные среднегодовые значения цены на нефть

Исходя из прогнозных объемов реализации нефти, найденных в стратегическом плане «Роснефть-22» [25], и прогнозной среднегодовой цены на нефть, были найдены прогнозные значения выручки от реализации нефти ПАО «Роснефть» на 2019-2021 гг., представленные в таблице 18.

Таблица 18 – Прогноз результатов

Показатель	Период, год		
	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Прогнозная цена на нефть, долл./барр.	57,43	55,70	55,30
Прогнозные значения доллара, руб.	66,91	68,85	70,07
Прогнозная цена на нефть, руб./барр.	3 842,31	3 835,13	3 874,62

## Окончание таблицы 18

Показатель	Период, год		
	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Объем реализации нефти, млн барр.	12,06	12,73	13,13
Прогнозная выручка от реализации нефти, млрд руб.	4 634,90	4 882,10	5 087,40

Прогноз выручки от реализации нефти методом экстраполяции (рисунок 17) показывает, что рассчитанные прогнозные данные имеют незначительное отклонение.

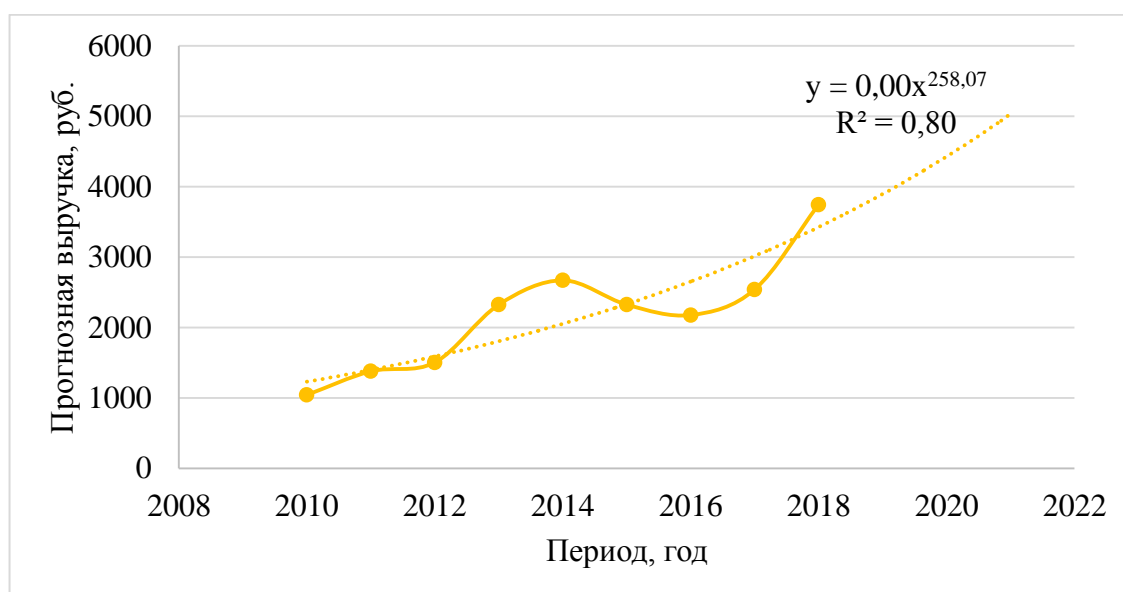


Рисунок 17 – Прогноз выручки от реализации нефти

Общая выручка ПАО «Роснефть» лишь на 45,5% состоит из поступлений от реализации нефти, а на оставшуюся долю приходится реализация нефтепродуктов (47,4%) и газа (2,9%), 4,2% приходится на поступления от продажи бункерного топлива, нефтехимии, вспомогательных услуг, эффект от операций хеджирования и доли в зависимых и совместных предприятиях.

Для того, чтобы рассчитать прогнозируемую выручку от реализации нефтепродуктов, в стратегическом плане «Роснефть-2022» были найдены прогнозные значения реализации объема и цены на корзину нефтепродуктов. Полученные значения представлены в таблице 19.

Таблица 19 – Прогноз выручки от реализации нефтепродуктов

Показатель	Период, год		
	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Прогнозная цена на корзину нефтепродуктов, руб./тыс. т.	34 500	34 000	34 400
Объем, тыс. т.	118 900 000	120 000 000	120 550 000
Выручка, млрд руб.	4 102	4 080	4 147

Далее для расчета прогнозной выручки от реализации газа спрогнозирована цена на газ методом экстраполяции данных (рисунок 18). Прогнозные значения объема реализации газа были найдены в стратегическом плане «Роснефть-2022». Полученные значения представлены в таблице 20.

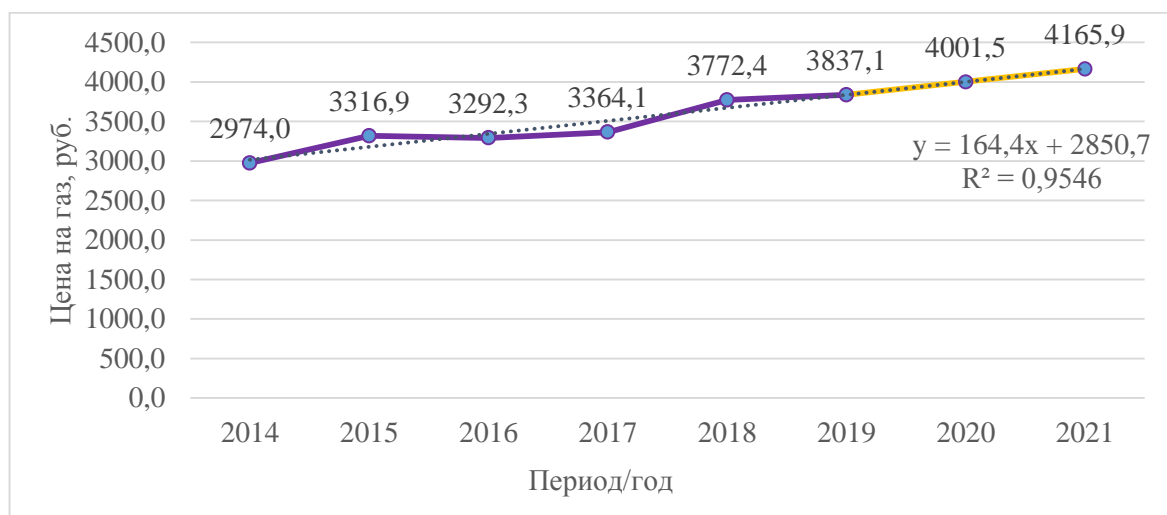


Рисунок 18 – Прогнозная цена на газ

Таблица 20 – Прогноз выручки от реализации газа

Показатель	Период, год		
	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Прогнозная цена газ, руб./тыс. куб. м.	3837,1	4001,5	4165,9
Объем, тыс. куб. м.	67 190 000	68 110 000	70 600 000
Выручка, млрд руб.	257,8	272,5	294,1

Около 4,2% от общей выручки приходится на поступления от продажи бункерного топлива, нефтехимии, вспомогательных услуг, эффект от операций

хеджирования и доли в зависимых и совместных предприятиях. С помощью метода пропорции была рассчитана выручка от основной деятельности ПАО «Роснефть» в период с 2019-2021 гг. (таблица 21).

Таблица 21 – Прогноз выручки от основной деятельности

В миллиардах рублей.

Показатель	Период, год		
	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Выручка от реализации нефти, нефтепродуктов и газа	8 994,842	9 234,667	9 528,406
Выручка от прочей деятельности	434, 624	446,212	460,405
Выручка, млрд руб.	9 429, 466	9 680,878	9 988,811

Далее в рамках исследования был рассчитан свободный денежный поток для акционеров – FCFE.

Во-первых, была спрогнозирована чистая прибыль в период с 2019-2021 гг. Показатели, необходимые для расчетов, были взяты из отчетов о прибылях и убытках и из отчетов о финансовом положении ПАО «Роснефть» [20].

Для прогнозирования себестоимости продукции целесообразно использовать расчет доли от общей выручки. У ПАО «Роснефть» наблюдается высокая волатильность доли себестоимости, в связи с чем было принято решение рассчитать значение себестоимости с учетом среднего темпа прироста, равного -1,249% (рисунок 19 ). Расчет доли коммерческих, общехозяйственных и административных расходов был выполнен аналогично с темпом прироста, равного 1,129% (рисунок 20).

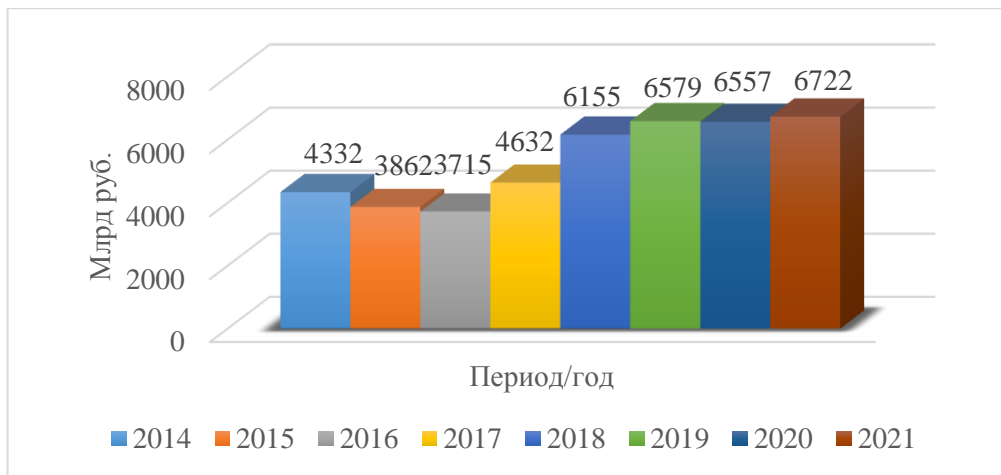


Рисунок 19 – Прогноз показателя себестоимости

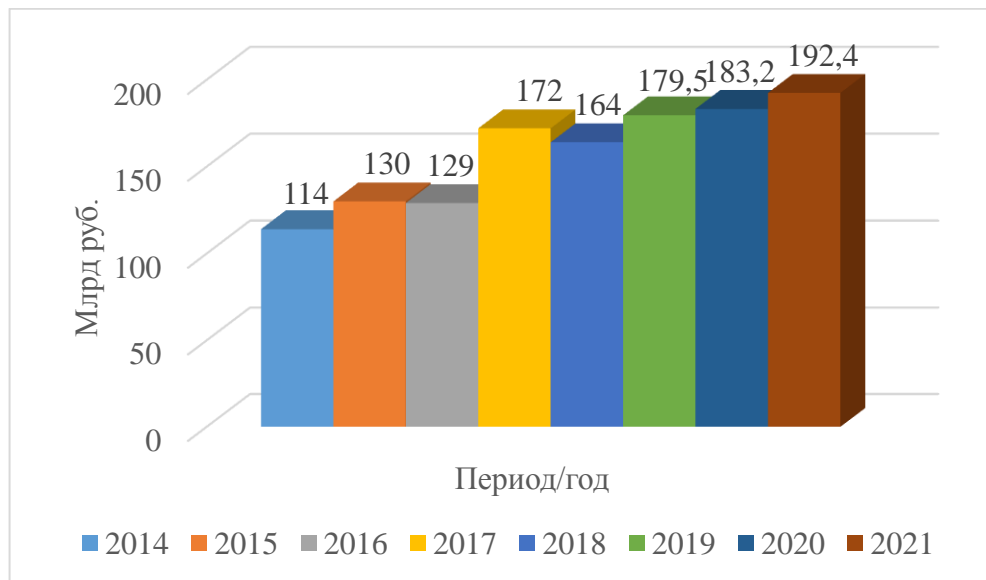


Рисунок 20 – Прогноз коммерческих, общехозяйственных и административных расходов

Для прогноза амортизационных отчислений необходимо рассчитать прогнозные значения величины внеоборотных активов компании в прогнозном периоде, для расчета которых необходимо знать величину капитальных затрат. Капитальные затраты ПАО «Роснефть» напрямую связаны с реализацией ресурсного потенциала компании и плановым запуском крупных новых проектов в 2019–2021 гг., которые предполагают временное увеличение капитальных вложений на этот период до уровня 1,2–1,3 трлн руб. Сумма прогнозных

капитальных затрат была найдена в стратегическом плане «Роснефть-2022». На основе ретроспективных данных рассчитаем среднюю норму годовой амортизации (таблица 22)

Таблица 22 – Расчет среднегодового прироста амортизации

Показатель	Период, ч.м.г.				
	На 31 декабря 2014 г.	На 31 декабря 2015 г.	На 31 декабря 2016 г.	На 31 декабря 2017 г.	На 31 декабря 2018 г.
Внеоборотные активы, млрд руб.	6 605	7 084	8 817	9 936	10 141
Относительная величина амортизации	7,02%	6,35%	5,55%	5,90%	6,26%
Среднегодовой прирост амортизации	6,256%				

В результате расчетов средний прирост нормы годовой амортизации составил 6,256%. Далее, используя прогнозные значения величины капитальных затрат и среднюю норму годовой амортизации, определим величину внеоборотных активов компании в прогнозном периоде, и рассчитаем величину амортизационных отчислений в период 2019-2021 гг. (таблица 23).

Таблица 23 – Прогноз капитальных затрат и амортизации

В миллиардах рублей

Показатель	Период, год		
	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Внеоборотные активы	11 341,00	11 892,87	12 206,36
Капитальные затраты (+)	1 200	1 300	1 100
Амортизация (-)	749,13	785,52	806,29

Рассчитав величину прогнозных выручки от операционной деятельности, себестоимости, коммерческих, общехозяйственных и административных расходов и амортизации, рассчитаем операционную прибыль предприятия (таблица 24).

Таблица 24 – Прогноз операционной прибыли ПАО «НК «Роснефть»

В рублях

Показатель	Период, год		
	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Выручка от операционной деятельности	8 916 837 541 590	8 998 851 485 908	9 343 095 640 594
Себестоимость (-)	6 578 935 773 878	6 556 474 851 712	6 722 218 623 207
Валовая прибыль	2 850 529 795 098	3 124 403 691 332	3 266 592 534 810
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы (-)	179 519 853 572	183 218 062 530	192 376 299 783
Амортизация (-)	749 126 659 614	785 514 447 759	806 287 705 078
Операционная прибыль	1 921 883 281 912	2 155 671 181 043	2 267 928 529 949

Далее при расчете чистой прибыли были приняты допущения, что финансовые доходы и расходы, прочие доходы и расходы компании будут возрастать с постоянным индивидуальным средним темпом прироста, рассчитанным по ретроспективным данным за 5 лет. В связи с высокой волатильностью курсовых разниц, данный показатель был рассчитан по средней арифметической величине.

В связи с трудностью самостоятельного расчета прогнозных реализованных курсовых разниц по инструментам, значение показателя было принято за константу, т.к. оно оставалось неизменным на протяжении последних 3 лет. Ставка налога на прибыль была рассчитана по средней арифметической за последние 5 лет и составила 26,69%. Прогнозные значения чистой прибыли представлены в таблице 25.

Таблица 25 – Прогноз чистой прибыли ПАО «НК «Роснефть»

В рублях

Показатель	Период		
	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Операционная прибыль	1 921 883 281 912	2 155 671 181 043	2 267 928 529 949
Финансовые доходы (+)	141 276 676 594	163 599 174 996	189 448 751 943
Финансовые расходы (-)	319 034 409 873	350 975 705 804	386 114 921 313

Прочие доходы (+)	55 315 620 265	62 445 262 149	70 493 845 070
-------------------	----------------	----------------	----------------

Окончание таблицы 25

Показатель	Период, год		
	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Прочие расходы (-)	84 498 066 104	95 198 975 671	107 255 057 857
Курсовые разницы (+)	38 000 000 000	38 000 000 000	38 000 000 000
Реализованные курсовые разницы по инструментам (+)	-146 000 000 000	-146 000 000 000	-146 000 000 000
Прибыль до налогообложения	1 606 943 102 795	1 827 540 936 714	1 926 501 147 792
Налог на прибыль (-)	428 883 984 066	487 760 292 582	514 172 210 663
Чистая прибыль	1 178 059 118 729	1 339 780 644 132	1 412 328 937 129

Для нахождения свободного денежного потока также были найдены прогнозные значения изменения оборотного капитала, как разница между текущими активами, спрогнозированными по среднему темпу прироста, и текущими пассивами, спрогнозированными по средней арифметической в связи с волатильностью показателя, и сведены в таблицу 26.

Таблица 26 – Прогноз величины оборотного капитала

В рублях

Показатель	Период, год			
	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Текущие активы	3 022	3573,036	4224,549	4994,860
Текущие пассивы	2 874	3271,569	3724,136	4239,307
ЧОК	148	301,467	500,413	755,553
Δ ЧОК	1692	153,467	198,947	255,139

Таким образом, на основе всех полученных и собранных данных был рассчитан свободный денежный поток (FCFE) до 2021 года (таблица 27).

Таблица 27 – Расчет FCFE для прогнозного периода

В рублях

Показатель	Период, год		
	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Чистая прибыль	1 178 059 118 729	1 339 780 644 132	1 412 328 937 129
Амортизация	749 126 659 614	785 514 447 759	806 287 705 078
Δ ЧОК	153 466 750 193	198 946 513 442	255 139 458 110
Сарех	1 200 000 000 000	1 300 000 000 000	1 100 000 000 000



FCFE	573 719 028 150	626 348 578 449	863 477 184 097
------	-----------------	-----------------	-----------------

Далее был произведен расчет ставки дисконтирования. На фондовой бирже ММВБ акции ПАО «Роснефть» котируются с нестабильной ценой, за прошедший год максимальная стоимость акций – 522,8 руб., минимальная – 371,4 руб. Ценные бумаги ПАО «НК «Роснефть» неизменно входят в расчет отраслевого индекса ММВБ-нефть и газ [18].

Ставка дисконтирования дает возможность оценить инвестору не только риски, присущие нефтегазовой компании, но и оценить минимальную доходность на вложенный капитал при соответствующих рыночных условиях.

Для анализа была выбрана модель кумулятивного построения, которая представляет собой корректировку (увеличение) безрисковой ставки на риски, присущие стране, рынку, компании и т. д. Ставка дисконтирования рассчитывается по формуле 3 и составляет 17,73%.

На момент написания данной работы ключевая ставка ЦБ РФ составляла 7,75% [21]. Средняя ставка по трехлетним ОФЗ, доступным для физического лица – до 7,75% в конце срока владения облигацией [21]. Таким образом, сравнивая два вышеназванных инструмента, видим, что особой разницы в доходности по ним не наблюдается. Значит и ставки по депозитам и ставки по ОФЗ могут выступать в качестве безрисковой процентной ставки.

Чтобы оценить размер странового риска, нужно знать доходности еврооблигаций РФ и государственных облигаций США. Разница в доходности между бумагами составляет спрэд доходности, являющийся страновым риском. Доходность еврооблигаций РФ со сроком погашения через три года составила 3,47% [23]. Доходность облигаций США – 1,797% [23]. Разница между данными значениями составила 1,673%, что является показателем странового риска.

Для отраслевого риска необходимо найти волатильность рынка нефти по формуле 4. Для расчета волатильности используем котировки нефти, зафиксированные на бирже в течение пятилетнего периода [19]. Расчет статистического отклонения представлен в таблице 28.

Таблица 28 – Расчет статистического отклонения цены на нефть марки Brent

Дата	Доходность (Y)	Y – Y <sub>ср</sub>	(Y – Y <sub>ср</sub> ) <sup>2</sup>
01.01.2014	0	-	-
01.04.2014	0,9513	-0,0306	0,000934
01.07.2014	1,0634	0,0815	0,006649
01.10.2014	0,8392	-0,1427	0,020349
01.01.2015	0,5978	-0,3841	0,147498
01.04.2015	1,0089	0,0270	0,000730
01.07.2015	1,0935	0,1116	0,012463
01.10.2015	0,7729	-0,2089	0,043647
01.01.2016	0,7781	-0,2037	0,041511
01.04.2016	1,0444	0,0626	0,003916
01.07.2016	1,2789	0,2970	0,088231
01.10.2016	1,0222	0,0404	0,001631
01.01.2017	1,0359	0,0540	0,002918
01.04.2017	0,9071	-0,0748	0,005596
01.07.2017	1,1711	0,1893	0,035816
01.10.2017	1,1862	0,2043	0,041756
01.01.2018	1,0161	0,0342	0,001170
01.04.2018	1,1428	0,1609	0,025904
01.07.2018	1,0994	0,1175	0,013803
01.10.2018	0,6462	-0,3357	0,112704
n = 19	Y <sub>ср</sub> = 0,9819		-
Дисперсия, %	-		3,196
Стандартное отклонение (σ), %	-		1,788

Таблица была рассчитана по данным сайта Finanz.ru [19]. Квартальная волатильность золота, рассчитанная методом квадратов [24,25], равна 1,788 %. Это говорит о том, что инструмент за один квартал в среднем изменялся на 1,788 % как в сторону увеличения, так и уменьшения. Однако для расчета ставки дисконтирования принято использовать годовые выражения. Год состоит из 4 кварталов, а расчет квадратичного отклонения проводился за 5 лет. Поэтому, чтобы найти годовое значение волатильности золота необходимо умножить квартальную волатильность на квадратный корень из 20. Таким образом, влияние отраслевого фактора на ставку дисконтирования составило 7,99%, что характеризует риск выше среднего.

Для нахождения риска корпоративного управления была применена методика, которую предлагают специалисты ПАО «Управляющая компания «Арсатера». Методика представляет собой бальную оценку компании по нескольким десяткам критериев разной степени значимости. Методика представлена на рисунке 21, который составлен по официальным данным сайта УК Арсагера [26].



Рисунок 21 – Рейтинг корпоративного управления ПАО «НК «Роснефть»

Итоговая сумма баллов говорит об общем уровне корпоративного управления в компании. Лидером данного исследования является компания ОАО «МТС», набравшая самое большое количество баллов – 147. Самый низкий отрицательный балл получила АНПП ТЕМП-АВИА (-123 балла). В соответствии с рейтингом уровень корпоративного управления ПАО «НК «Роснефть» находится ближе к максимальному уровню КУ, причём занимает 7-ое место в рейтинге.

Наложим на данный рейтинг шкалу рисков корпоративного управления, имеющих диапазон значений от 5 до 0 процентов. Таким образом, бальная оценка преобразовывается в специальную премию за риск некачественного корпоративного управления, составившую 0,32% [26].

Сложив данные расчетные значения, получаем итоговое расчётное значение ставки дисконтирования, которое составило 17,73% (таблица 29).

Таблица 29 – Расчет ставки дисконтирования

Показатель	В процентах
	Значение
Безрисковая ставка	7,75
Страновой риск	1,673
Отраслевой риск	7,99

Риск некачественного корпоративного управления	0,32
Ставка дисконтирования	17,73

Таким образом, для компаний нефтегазодобывающей промышленности, средняя норма доходности на сегодняшний день составит порядка 17,73% от вложенного капитала.

Для расчета денежного потока ПАО «НК «Роснефть» полученный свободный денежный поток приводят к моменту времени, на который осуществляется оценка стоимости компании, а именно к началу 2019 года. Для этого используется рассчитанная ставка дисконтирования. Результаты расчетов представлены в таблице 30.

Таблица 30 – Расчет дисконтированного денежного потока

Показатель	Период, год		
	2018 г.	2018 г.	2018 г.
Свободный денежный поток, руб.	573 719 028 150	626 348 578 449	863 477 184 097
Ставка дисконтирования, %	17,73	17,73	17,73
Дисконтированный денежный поток к началу 2019 года, руб.	487 305 197 481	451 876 415 351	529 122 506 437
Суммарный дисконтированный денежный поток к началу 2019 года, млрд руб.	1 468,304		

Таким образом, суммарный дисконтированный денежный поток к началу 2019 года составляет 1468,304 млрд. руб., который будет использоваться, для нахождения терминальной стоимости компании ПАО «НК «Роснефть» с помощью двух выбранных моделей: «без роста» и «с ростом».

Следующим этапом идет расчет стоимости компании сравнительным подходом методом мультипликаторов. Метод мультипликаторов является аналогом сравнительного подхода к оценке бизнеса. Данный подход предполагает, что на рынке имеются компании-аналоги, на основании которых возможно провести сравнительную оценку. Метод мультипликаторов способен дать мгновенную, но менее точную информацию по сравнению с более

трудоёмкими моделями: он показывает, насколько по сравнению с конкурентами, переоценена или недооценена стоимость акций компании.

При рассмотрении зарубежных рынков возможно обнаружить компании, сопоставимые по размеру и финансовым показателям. Но при этом нужно помнить, что, как условия ведения бизнеса, так и существующие риски, значительно отличаются в разных странах. Поэтому такую оценку необходимо скорректировать, что является довольно трудоёмким процессом, и по итогу расчетов, такая оценка может не отражать действительность.

Также стоит отметить, что сравнительный подход опирается в своем анализе только на ретроспективную информацию, а значит, игнорирует перспективы развития компании, что является его основным недостатком.

В анализе была использована выборка схожих компаний нефтяной и нефтегазодобывающей промышленности, таких как ПАО «Газпром» и ПАО «НК «Лукойл». В качестве критерия для формирования общей выборки использовались размеры, вид бизнеса и географические особенности. Основным критерием при выборке из предприятий нефтяной и нефтегазодобывающей промышленности послужил объем выручки от основной деятельности.

В результате расчет мультипликаторов показывает прибыль или выручку на одну акцию вне зависимости от размера компании или количества бумаг в обращении. Формально, чем ниже мультипликаторы оцениваемой компании в таком сравнении, тем она «дешевле», и наоборот.

Для расчета основных мультипликаторов были использованы исходные данные из отчетностей всех выше представленных компаний [10,29,30]. Данные сведения отображены в таблице 31.

Таблица 31 – Исходные данные для расчета мультипликаторов публичных компаний

В миллионах рублей

Показатели	Компания		
	ПАО «НК «Роснефть»	ПАО «Газпром»	ПАО «НК «Лукойл»
Цена	4 651 540	5 575 349	3 940 875

Чистая прибыль	649 000	1 528 996	621 102
Выручка	8 238 000	8 224 177	8 035 889

Окончание таблицы 31

Показатели	Компания		
	ПАО «НК «Роснефть»	ПАО «Газпром»	ПАО «НК «Лукойл»
Стоимость компании (EV)	9 431 540	9 286 522	4 192 521
ЕВITDA	1 919 000	2 599 284	1 114 800

По исходным данным были рассчитаны основные мультипликаторы и сведены в таблицу 32.

Таблица 32 – Расчет мультипликаторов

Показатели	Компания		
	ПАО «НК «Роснефть»	ПАО «Газпром»	ПАО «НК «Лукойл»
P/E	7,167	3,646	6,345
P/S	0,565	0,678	0,490
EV/ЕВITDA	4,915	3,573	3,761

Среднее соотношение мультипликатора цены и чистой прибыли равно 5,65, из чего можно сделать вывод о том, что мультипликатор P/E у ПАО «НК «Роснефть» больше в 1,269 раза больше. Можно сказать, что рыночная стоимость Роснефти переоценена на 26,9%.

Среднее соотношение мультипликатора цены и выручки компании равно 0,578, исходя из расчетов таблицы 32 видно, что самое низкое значение мультипликатора P/S у ПАО «НК «Лукойл», далее ПАО «НК «Роснефть», а рыночная цена ПАО «Газпром» завышена. Поэтому по данному мультипликатору компания Роснефть недооценена на 2,25%.

Среднее соотношение мультипликатора стоимости компании и ЕВITDA равно 4,083, поэтому стоимость Роснефти по данному мультипликатору переоценена на 20,38%.

Таким образом, исходя из сравнительного подхода методом мультипликаторов можно сделать вывод, что компания имеет переоцененную стоимость на рынке, по сравнению с главными конкурентами.

## 2.4 Рекомендации для инвесторов по вложению средств в акции компании

### ПАО «НК «Роснефть»

На основе различных подходов было смоделировано три стоимости компании.

1. Подход «без роста» предполагает, что компания достигла определенного масштаба деятельности, сохраняется бизнес-модель и все финансовые параметры. А также отсутствуют новые инвестиции в развитие конкурентных преимуществ, а значит ее терминальная стоимость будет равна значению свободного денежного потока на 2021г. (формула 9), приведенного к началу 2019 г. с помощью ставки дисконтирования, равной 17,73%. В результате стоимость компании рассчитывается, как сумма приведенной терминальной стоимости и приведенного денежного потока к началу 2019 года (таблица 33).

2. Подход «с ростом» предполагает, что компания будет развиваться с определенным темпом роста (равного росту дивидендных выплат). Модель рассчитана с применением формулы Гордона (формула 10). Стоимость компании по модели «с ростом» рассчитана, как сумма приведенной терминальной стоимости «с ростом» и приведенного свободного денежного потока к началу 2019 года (таблица 33).

Таблица 33 – Расчет стоимости компании

Показатель	В рублях	
	Модель «без роста»	Модель «с ростом»
Терминальная стоимость компании	863 477 184 097	914 422 337 959
Ставка дисконтирования, %	17,73	17,73
Приведенная терминальная стоимость	5 079 277 553 511	7 727 730 397 689
Дисконтированный денежный поток	1 468 304 119 269	
Стоимость компании	6 547 581 672 780	9 196 034 516 958

Таким образом, стоимость компании на начало 2019 года при применении модели «без роста» равна 6 547,582 млрд. руб., а при применении модели «с ростом» – 9 196,035 млрд. руб.

3. Подход «по методу мультипликаторов». Рассчитанный ранее мультипликатор P/E через сравнительный подход остается неизменным в постпрогнозном периоде и равным 5,65. Далее рассчитанный мультипликатор, умножается на прибыль прогнозного периода, а именно 2019 года, таким образом, получается стоимость компании на 2019 год. Расчет стоимости компании «по методу мультипликаторов» представлен в таблице 34.

Таблица 34 – Расчет стоимости компании по «методу мультипликаторов»

Показатель	Значение
Чистая прибыль на 2019 год, руб.	1 178 059 118 729
Мультипликатор P/E	5,65
Стоимость компании по мультипликатору P/E, руб.	6 656 034 020 817

Таким образом, по «методу мультипликаторов» стоимость компании равна 6 656,034 млрд. руб.

Справедливая стоимость находится для того, чтобы оценить настоящую стоимость компании. Она показывает достоверную рыночную стоимость активов компании на текущий момент времени. Для того, чтобы сравнить найденную стоимость с настоящей рыночной ценой, необходимо найти стоимость одной акции компании. По данным компании ПАО «НК «Роснефть», компания обладает 10 598 млн. шт. обыкновенных акций [10]. Таким образом, была найдена справедливая стоимость по каждой модели на одну акцию компании и представлена в таблице 35.

Таблица 35 – Расчет справедливой стоимости на одну акцию

Показатель	В рублях		
	Модель «без роста»	Модель «с ростом»	Модель «по методу мультипликаторов»



Стоимость компании	6 547 581 672 780	9 196 034 516 958	6 656 034 020 817
Справедливая стоимость акции	411,875	578,476	418,697

Все расчеты были рассчитаны на начало 2019 года с целью оценить расчетную стоимость с рыночной ценой. Рыночная цена акции компании ПАО «НК «Роснефть» на 01.01.2019 года составляла 425,85 рублей [24].

При сравнении справедливой стоимости акции компании ПАО «НК «Роснефть» и их рыночной ценой можно сказать, что по разным расчетам, по разным моделям были получены значения как меньше, чем рыночная цена компании, так и больше. Однако большинство рассчитанных моделей говорит о переоцененности акций компании эмитента. Данные результаты делают компанию инвестиционно- непривлекательной для инвесторов, так как переоцененные акции – это ценные бумаги, у которых капитализация больше, чем балансовая стоимость компании. Покупка переоцененных акций компании приведет к потере части инвестиционных вложений инвестора, так как, когда цена опустится до объективного уровня, акции компании станут дешевле в стоимости.

Все прогнозные расчеты на 2019 – 2021 гг. были получены расчетными методами. Каждый расчетный метод имеет небольшую вероятность отклонения от действительности, поэтому далее были произведены расчеты при увеличении и уменьшении прогнозной чистой прибыли на 10 процентов, что позволило составить дополнительно оптимистический и пессимистический сценарий. Изменение чистой прибыли в период 2019 – 2021 гг. сведен в таблицу 36.

Таблица 36 – Расчет прогнозной чистой прибыли на 2018 – 2020 гг.

В рублях

Показатели	Период, год		
	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Расчетная ЧП	1 178 059 118 729	1 339 780 644 132	1 412 328 937 129
Рост ЧП на 10%	1 295 865 030 601	1 473 758 708 545	1 553 561 830 842
Снижение ЧП на 10%	1 060 253 206 856	1 205 802 579 719	1 271 096 043 416

Для каждого значения чистой прибыли из таблицы 36 был заново произведен расчет по каждой модели для получения оптимистического и пессимистического сценария справедливой стоимости акции компании на начало 2019 год. Расчеты по оптимистическому сценарию представлены в таблице 37, по пессимистическому сценарию – в таблице 38.

Таблица 37 – Расчет справедливой стоимости на одну акцию при росте чистой прибыли на 10%

В рублях

Показатель	Модель «без роста»	Модель «с ростом»	Модель «по методу мультипликаторов»
Рост ЧП на 10% на 2019г.	1 295 865 030 601	1 295 865 030 601	1 295 865 030 601
Стоимость компании	7 661 628 062 379	10 743 269 722 585	7 321 637 422 898
Справедливая стоимость акции	481,95	675,81	460,57

При оптимистическом сценарии полученная стоимость на акцию больше, чем рыночная стоимость акции компании ПАО «НК «Роснефть», что в данном случае показывает её недооцененность по всем использованным моделям, однако при расчете прогнозной чистой прибыли уже были учтены факторы, способствующие её росту, что уменьшает точность рассчитанных данных.

Таблица 38 – Расчет справедливой стоимости на одну акцию при снижении чистой прибыли на 10%

В рублях

Показатель	Модель «без роста»	Модель «с ростом»	Модель «по методу мультипликаторов»
Снижение ЧП на 10% на 2019г.	1 060 253 206 856	1 060 253 206 856	1 060 253 206 856
Стоимость компании	5 433 535 283 181	7 648 799 311 332	5 990 430 618 735
Справедливая стоимость акции	341,79	481,15	376,83

По полученным данным, можно сказать, что если рассматривать пессимистический сценарий, то по моделям «без роста» и по «методу мультипликаторов» рассчитанная стоимость акции компании получилась намного меньше рыночной стоимости компании, однако прогнозируемая чистая прибыль не сможет снизиться на 10 процентов из-за планируемого увеличения объемов продаж и применения инновационных технологий в добыче.

Как при пессимистическом, так и при оптимистическом сценариях модель «с ростом» показывает, что компания на рынке недооценена. Если сравнивать данные модели с моделями «без роста» и «по методу мультипликаторов», то они показывают более точные результаты, так как данные модели уже учитывают, как рост чистой прибыли в прогнозном периоде, так и все экономически обоснованные издержки.

Таким образом, при оценке компании ПАО «НК «Роснефть» практически по всем рассчитанным показателям справедливая стоимость получилась меньше, чем рыночная цена, поэтому можно утверждать о переоцененности компании.

Для наглядности представлено сравнение рыночной стоимости акции компании и справедливой стоимости по разным исследованным моделям на рисунках 22, 23 и 24.

Модель «без роста» предполагает, что компания достигла определенного масштаба деятельности, сохраняя бизнес-модель и все финансовые параметры.

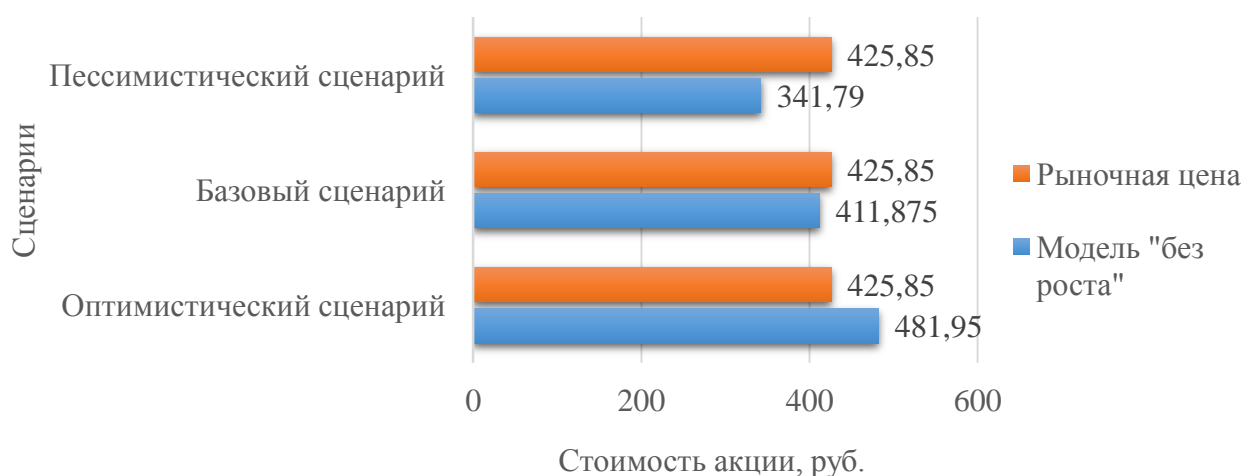


Рисунок 22 – Сравнение рыночной цены и модели «без роста» при использовании разных сценариев

Модель «с ростом» предполагает, что компания будет развиваться с определенным темпом роста, который равен 5,9% для компании ПАО «НК «Роснефть». Данная модель показывает недооцененность компании ПАО «НК «Роснефть» на 01.01.2019 год при использовании различных сценариев.

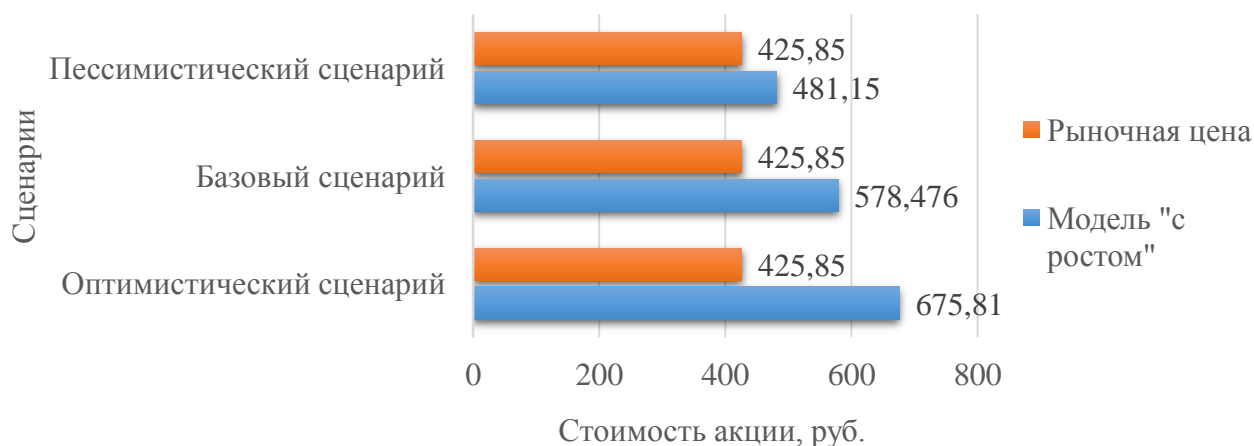


Рисунок 23 – Сравнение рыночной цены и модели «с роста» при использовании разных сценариев

«Метод мультипликаторов» предполагает, что на рынке имеются компании-аналоги, на основании которых возможно провести сравнительную оценку. Данный метод способен дать мгновенную, но менее точную информацию по сравнению с более трудоёмкими моделями: он показывает, насколько по сравнению с конкурентами, переоценена или недооценена стоимость акций компании.

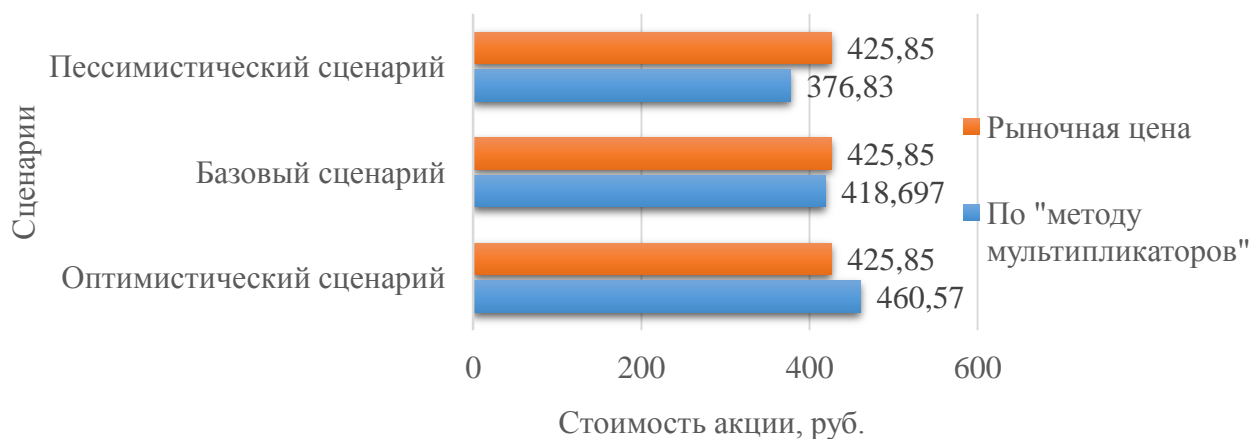


Рисунок 24 – Сравнение рыночной цены и модели «по методу мультипликаторов» при использовании разных сценариев. Рассматривая модель «по методу мультипликаторов», как при базовом, так и при пессимистическом сценариях, расчетная стоимость меньше, чем рыночная.

Таким образом, на сегодняшний момент компания ПАО «НК «Роснефть» является переоцененной, что делает ее инвестиционно-непривлекательной на фондовом рынке. В данный момент рекомендуется продавать акции, так как:

- стоимость акции переоценена по ожидаемой прибыли;
- ожидаемая дивидендная доходность ниже рынка.

Акции стоит покупать только со спекулятивными намерениями. Инвестировать свои средства с точки зрения инвестиционного подхода рискованно.

#### Выводы по разделу два

В данной главе исследован стратегический анализ компании ПАО «НК «Роснефть»; определены основные факторы необходимые для прогноза и рассчитана справедливая стоимость компании доходным методом; рассчитаны основные мультипликаторы компании и рассчитана справедливая стоимость компании сравнительным методом. По полученным справедливым стоимостям акций дана оценка инвестиционной привлекательности

нефтегазодобывающей компании ПАО «НК «Роснефть». Были получены следующие выводы:

1. Результатами стратегического анализа компании ПАО «НК «Роснефть» являются укрепление своих лидирующих позиций в нефтедобывающей сфере благодаря осуществлению стратегических планов, таких, как «Роснефть-2022» и относительно стабильного спроса на нефть и нефтепродукты; рост уровня нефтедобычи и переработки нефти за счет разработки и внедрения новых проектов для повышения эффективности своей работы.

2. Использованы различные методы при оценке справедливой стоимости компании из-за нестабильного финансового рынка РФ.

3. Прогноз выручки от реализации нефти для исследуемых методов найден через прогнозные значения цены на нефть марки Urals. Последнее было рассчитано как среднее значение двух использованных методов: через главный фактор, влияющий на цену нефти (курс доллара), прогнозируемый при помощи метода экстраполяции данных, и прогнозных значений цены на нефть Мировым Валютным Фондом.

4. Выручка от основной деятельности рассчитана с помощью прогнозных значений объемов реализации, представленных в стратегическом плане «Роснефть-2022» и рассчитанных показателей.

5. Доходный метод оценки стоимости компании «Роснефть» содержит в себе две модели определения справедливой стоимости: «без роста», «с ростом». Модель «без роста» показала переоцененность стоимости акций компании, модель «с ростом» недооцененность.

6. Сравнительный подход также показал переоцененность стоимости акций на фондовом рынке.

7. Каждый расчетный метод имеет небольшую вероятность отклонения от действительности, поэтому дополнительно рассмотрены два сценария по каждой модели: пессимистический и оптимистический. Пессимистический показал переоцененность акций эмитента, оптимистический – недооцененность.

8. В итоге был сделан вывод, что акции компании ПАО «НК «Роснефть» переоценены на фондовом рынке, что делает их инвестиционно-непривлекательными для долгосрочных инвесторов.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Понятие «инвестиционная привлекательность» является широким и имеет множество формулировок. Основываясь на проведенном анализе определений инвестиционной привлекательности, приведенных различными авторами, можно обобщить данные понятия и вывести следующее определение – инвестиционная привлекательность предприятия – это система экономических отношений между инвестором и объектом инвестирования по поводу как получения экономического и/или внешнеэкономического эффекта, так и эффективного развития бизнеса, поддержания его конкурентоспособности.

В ходе работы был выбран объект исследования, проанализированы основные проблемы привлечения инвестиций в российский бизнес, рассмотрены разнообразные подходы к инвестиционной привлекательности компаний, выделены основные трудности их применения, а также выбран подход к оценке инвестиционной привлекательности объекта.

Оценка инвестиционной привлекательности ПАО «НК «Роснефть» проводилась доходным и сравнительным подходами. Для этого была проанализирована деятельность компании, определены основные предпосылки её роста и рассчитана стоимость, на основе которой произведена итоговая оценка инвестиционной привлекательности акций ПАО «НК «Роснефть».

Проведенное исследование дало возможность получить следующий ряд результатов:

1) актуальность данной темы обоснована тем, что перед российским бизнесом сегодня стоят серьезные проблемы, решение которые существенным образом зависит от развития и совершенствования инвестиционной политики;

2) оценка инвестиционной привлекательности компании играет ключевую роль в поведении инвесторов, ведь потенциальная возможность инвестиций генерировать доход может быть обеспечена лишь в случае эффективного выбора объектов инвестирования;



3) каждый подход оценки инвестиционной обладает своими преимуществами и недостатками, в данной работе были применены доходный и сравнительный подходы, затратный подход исключен из исследования из-за его трудоемкости и недостаточности официальных данных для его оценки;

4) результатами стратегического анализа компании ПАО «НК «Роснефть» являются укрепление своих лидирующих позиций в нефтедобывающей сфере благодаря осуществлению стратегических планов, таких, как «Роснефть-2022» и относительно стабильного спроса на нефть и нефтепродукты; рост уровня нефтедобычи и переработки нефти за счет разработки и внедрения новых проектов для повышения эффективности своей работы; увеличения экспорта сырой нефти, нефтепродуктов и природного газа; рост стоимости нефти в долгосрочном периоде;

5) основными предпосылками прогноза выручки от реализации нефти является прогноз цены на нефть марки Urals, стоимость которой, на основе данных корреляционно-регрессионного анализа, находится в обратной зависимости от курса доллара;

б) выручка от основной деятельности была спрогнозирована с помощью прогнозных объемов продаж и цены на корзину нефтепродуктов, представленных в стратегическом плане «Роснефть-2022», цена на газ была спрогнозирована с помощью метода прогнозной экстраполяции;

7) доходный подход «без роста» и сравнительный подход по «методу мультипликаторов» показали переоцененность акций компании, доходный подход «с ростом» – недооцененность;

8) дополнительно в рамках исследования были рассмотрены два сценария по каждой модели: пессимистический и оптимистический, которые в пессимистическом сценарии показали переоцененную стоимость акций, а в оптимистическом недооцененность;

9) в итоге был сделан вывод, что акции компании ПАО «НК «Роснефть» переоценены на фондовом рынке, что делает их инвестиционно-непривлекательными для долгосрочных инвесторов.

## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

- 1 Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», №135-ФЗ от 29 июля 1998 г. Ст. 1. [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_126896](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_126896).
- 2 Валдайцев, С.В. Оценка бизнеса: учеб. / С.В. Валдайцев. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ТК Велби; Изд-во Проспект, 2006. – 360 с.
- 3 Теплова, Т.В. Инвестиции. Теория и практика: учебник для бакалавров / Т.В. Теплова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Юрайт, 2014. – 782 с.
- 4 Батеева, Т.А. Рынок ценных бумаг. Учебное пособие / Т.А. Батеева, И.И. Столяров. – М.: Инфра-М, 2006. – 294 с.
- 5 Теплова, Т.В. Тестирование преимуществ перехода от традиционного бета-коэффициента как меры рыночного риска в конструкции CAPM к прогнозному бета-коэффициенту с учетом степени ликвидности акций [Электронный ресурс] / В.А. Родина, Т.В. Теплова. – Электрон. дан. – Режим доступа: <https://www.hse.ru/data/2010/09/27/1223792587/Aton%27s%20Beta.pdf>
- 6 Официальный сайт ПАО «НК «Роснефть» [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://polyus.com/ru/>.
- 7 Абчук, В.А. Менеджмент: учеб. пособие / В.А. Абчук. – СПб: Изд-во Михайлова В.А., 2016. – 340 с.
- 8 Голубков, Е.П. Маркетинг: стратегии, планы, структуры / Е.П. Голубков. – М.: Дело, 2015. – 688 с.
- 9 Investfunds [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://gold.investfunds.ru/indicators/224/#beginf>.
- 10 Forex Club [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <https://www.fxclub.org/markets/forex/usd-rub/>.
- 11 Финам [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <https://www.finam.ru/international/macroevent/?str=2&ind=591&timestep=1>.

12 Myfin.by [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <https://myfin.by/crypto-rates/chart-bitcoin>.

13 Statanaliz.INFO [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <https://statanaliz.info/metody/proverka-gipotez/178-raspredelenie-t-kriteriya-studenta-dlya-proverki-gipotezy-i-rascheta-doveritelnogo-interval-a-v-ms-excel>.

14 Invest Future [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <https://investfuture.ru/articles/id/dollar-prognoz-na-2018-2020-god-cto-budet-s-kursom-rublja-v-rossii>.

15 Агентство прогнозирования экономики [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <https://apecon.ru/tsena-na-zoloto-prognoz-tsen-na-zoloto-na-zavtra-nedelyu-mesyats-gody>.

16 Официальный сайт ПАО Московская биржа [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <https://www.moex.com>.

17 Официальный сайт ЦБ РФ [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.

18 Прогноз социально-экономического развития РФ на 2018 год и на плановый период 2019 и 2020 годов [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: [http://economy.gov.ru/wps/wcm/connect/2e83e62b-ebc6-4570-9d7b-ae0beba79f63/prognoz2018\\_2020.pdf?MOD=AJPERES](http://economy.gov.ru/wps/wcm/connect/2e83e62b-ebc6-4570-9d7b-ae0beba79f63/prognoz2018_2020.pdf?MOD=AJPERES).

19 Официальный сайт Rusbonds [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.rusbonds.ru/cmngos.asp>.

20 Официальный сайт Investing.com [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <https://ru.investing.com/rates-bonds/usa-government-bonds>.

21 Вайн, Саймон. Опционы. Полный курс для профессионалов / Саймон Вайн. – М.: Альпина Паблишер, 2017. – 438 с.

22 Legendre, On Least Squares / Translated from the French by Professor Henry A. Ruger and Professor Helen M. Walker. – New York City: Columbia University, 2016. – 134 p.

23 Линник, Ю.В. Метод наименьших квадратов и основы математико-статистической теории обработки наблюдений / Ю.В. Линник. – Изд. 2-е, доп. и испр. – М.: Гос. изд-во физ.-мат. лит., 1962. – 349 с.

24 ПАО «Управляющая компания «Арсгера» [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: [https://arsagera.ru/o\\_kompanii](https://arsagera.ru/o_kompanii).

25 Polymetal International PLC [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.polymetalinternational.com/ru>.

26 ПАО «Газпром» [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.len-zoloto.ru>.

27 ПАО «Лукойл» [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://buryatzoloto.ru/>.

28 Investfunds [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://stocks.investfunds.ru/stocks/230/>.

# ПРИЛОЖЕНИЕ А

ПАО «НК «Роснефть»  
 Консолидированный баланс  
 (В миллиардах российских рублей)

	Прим.	На 31 декабря	
		2018 г.	2017 г. (пересмотренные данные)
<b>АКТИВЫ</b>			
<b>Оборотные активы</b>			
Денежные средства и их эквиваленты	19	832	322
Денежные средства с ограничением к использованию	19	12	13
Прочие оборотные финансовые активы	20	633	336
Дебиторская задолженность	21	642	843
Товарно-материальные запасы	22	393	324
Авансы выданные и прочие оборотные активы	23	510	454
<b>Итого оборотные активы</b>		<b>3 022</b>	<b>2 292</b>
<b>Внеоборотные активы</b>			
Основные средства	24	8 445	7 923
Нематериальные активы	25	75	75
Прочие внеоборотные финансовые активы	26	239	606
Инвестиции в ассоциированные и совместные предприятия	27	735	635
Банковские кредиты выданные		239	121
Отложенные налоговые активы	16	28	26
Гудвил	25	85	265
Прочие внеоборотные нефинансовые активы	28	295	285
<b>Итого внеоборотные активы</b>		<b>10 141</b>	<b>9 936</b>
<b>Итого активы</b>		<b>13 163</b>	<b>12 228</b>
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ</b>			
<b>Краткосрочные обязательства</b>			
Кредиторская задолженность и начисления	29	1 130	971
Кредиты и займы и прочие финансовые обязательства	30	978	2 229
Обязательства по налогу на прибыль		23	39
Обязательства по прочим налогам	31	327	278
Резервы	32	43	29
Предоплата по долгосрочным договорам поставки нефти и нефтепродуктов	33	354	264
Прочие краткосрочные обязательства		19	26
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>		<b>2 874</b>	<b>3 836</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>			
Кредиты и займы и прочие финансовые обязательства	30	3 413	1 783
Отложенные налоговые обязательства	16	837	814
Резервы	32	244	245
Предоплата по долгосрочным договорам поставки нефти и нефтепродуктов	33	1 072	1 322
Прочие долгосрочные обязательства	34	46	45
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>		<b>5 612</b>	<b>4 209</b>
<b>Капитал</b>			
Уставный капитал	36	1	1
Добавочный капитал	36	633	627
Прочие фонды и резервы		(191)	(322)
Нераспределенная прибыль		3 610	3 313
<b>Итого акционерный капитал Роснефти</b>		<b>4 053</b>	<b>3 619</b>
Неконтролирующие доли	17	624	564
<b>Итого капитал</b>		<b>4 677</b>	<b>4 183</b>
<b>Итого обязательства и капитал</b>		<b>13 163</b>	<b>12 228</b>

Рисунок А.1 – Консолидированный баланс за 2018 – 2017 гг.

## ПАО «НК «Роснефть»

## Консолидированный отчет о прибылях и убытках

(В миллиардах российских рублей, за исключением прибыли на акцию и количества акций)

	Прим.	За годы, оканчивающиеся 31 декабря	
		2018 г.	2017 г. (пересмотренные данные)*
<b>Выручка от реализации и доход от ассоциированных и совместных предприятий</b>			
Реализация нефти, газа, нефтепродуктов и нефтехимии	8	8 076	5 877
Вспомогательные услуги и прочая реализация		80	77
Доход от ассоциированных и совместных предприятий	27	82	57
<b>Итого выручка от реализации и доход от ассоциированных и совместных предприятий</b>		<b>8 238</b>	<b>6 011</b>
<b>Затраты и расходы</b>			
Производственные и операционные расходы		642	607
Стоимость приобретенной нефти, газа, нефтепродуктов и услуг по переработке		1 099	837
Общехозяйственные и административные расходы		167	172
Тарифы за пользование нефтепроводом и расходы на транспортировку		638	596
Затраты, связанные с разведкой запасов нефти и газа		11	15
Износ, истощение и амортизация	24, 25	635	586
Налоги, кроме налога на прибыль	9	2 701	1 919
Экспортная пошлина	10	1 061	658
<b>Итого затраты и расходы</b>		<b>6 954</b>	<b>5 390</b>
<b>Операционная прибыль</b>		<b>1 284</b>	<b>621</b>
Финансовые доходы	11	122	107
Финансовые расходы	12	(290)	(225)
Прочие доходы	13	49	110
Прочие расходы	13	(294)	(75)
Курсовые разницы		107	3
Реализованные курсовые разницы по инструментам хеджирования	6	(146)	(146)
<b>Прибыль до налогообложения</b>		<b>832</b>	<b>395</b>
Налог на прибыль	16	(183)	(98)
<b>Чистая прибыль</b>		<b>649</b>	<b>297</b>
<b>Чистая прибыль, относящаяся к:</b>			
- акционерам Роснефти		549	222
- неконтролирующим долям	17	100	75
<b>Чистая прибыль, относящаяся к Роснефти, на одну обыкновенную акцию (в рублях) – базовая и разводненная прибыль</b>	18	<b>51,80</b>	<b>20,95</b>
<b>Средневзвешенное количество акций в обращении (миллионов шт.)</b>		<b>10 598</b>	<b>10 598</b>

\* Некоторые показатели за 12 месяцев, закончившихся 31 декабря 2017 г., были пересмотрены – Примечание 7.

Рисунок А.2 – Консолидированный отчет о прибылях и убытках за 2018 – 2017 гг.

ПАО «НК «Роснефть»  
 Консолидированный баланс  
 (В миллиардах российских рублей)

	Прим.	На 31 декабря	
		2016 г.	2015 г. (пересмотренные данные)
<b>АКТИВЫ</b>			
<b>Оборотные активы</b>			
Денежные средства и их эквиваленты	20	790	559
Денежные средства с ограничением к использованию	20	2	2
Прочие оборотные финансовые активы	21	447	986
Дебиторская задолженность	22	485	367
Товарно-материальные запасы	23	283	219
Авансы выданные и прочие оборотные активы	24	293	271
<b>Итого оборотные активы</b>		<b>2 300</b>	<b>2 404</b>
<b>Внеоборотные активы</b>			
Основные средства	25	7 090	5 896
Нематериальные активы	26	59	48
Прочие внеоборотные финансовые активы	27	808	510
Инвестиции в ассоциированные и совместные предприятия	28	411	353
Банковские кредиты выданные		26	18
Отложенные налоговые активы	17	22	25
Гудвил	26	230	230
Прочие внеоборотные нефинансовые активы	29	84	8
<b>Итого внеоборотные активы</b>		<b>8 730</b>	<b>7 088</b>
Активы, предназначенные для продажи	8	-	150
<b>Итого активы</b>		<b>11 030</b>	<b>9 642</b>
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ</b>			
<b>Краткосрочные обязательства</b>			
Кредиторская задолженность и начисления	30	583	476
Кредиты и займы и прочие финансовые обязательства	31	1 671	1 040
Обязательства по налогу на прибыль		6	8
Обязательства по прочим налогам	32	222	138
Резервы	33	29	28
Предоплата по долгосрочным договорам поставки нефти и нефтепродуктов	34	255	120
Прочие краткосрочные обязательства		7	7
<b>Итого краткосрочные обязательства</b>		<b>2 773</b>	<b>1 817</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>			
Кредиты и займы и прочие финансовые обязательства	31	1 914	2 283
Отложенные налоговые обязательства	17	785	582
Резервы	33	203	143
Предоплата по долгосрочным договорам поставки нефти и нефтепродуктов	34	1 586	1 785
Прочие долгосрочные обязательства	35	43	40
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>		<b>4 531</b>	<b>4 833</b>
Обязательства, относящиеся к активам, предназначенным для продажи	8	-	63
<b>Капитал</b>			
Уставный капитал	37	1	1
Добавочный капитал	37	603	507
Прочие фонды и резервы		(497)	(768)
Нераспределенная прибыль		3 202	3 146
<b>Итого акционерный капитал Роснефти</b>		<b>3 309</b>	<b>2 886</b>
Неконтролирующие доли	18	417	43
<b>Итого капитал</b>		<b>3 726</b>	<b>2 929</b>
<b>Итого обязательства и капитал</b>		<b>11 030</b>	<b>9 642</b>

Главный исполнительный директор  И.И. Сечин

22 февраля 2017 г.

Прилагаемые примечания к консолидированной финансовой отчетности являются ее неотъемлемой частью.

Рисунок А.3 – Консолидированный баланс за 2016 – 2015 гг.



## ПАО «НК «Роснефть»

## Консолидированный отчет о прибылях и убытках

*(В миллиардах российских рублей, за исключением прибыли на акцию и количества акций)*

	Прим.	За годы, оканчивающиеся 31 декабря	
		2016 г.	2015 г.
<b>Выручка от реализации и доход от ассоциированных и совместных предприятий</b>			
Реализация нефти, газа, нефтепродуктов и нефтехимии	9	4 887	5 071
Вспомогательные услуги и прочая реализация		75	70
Доход от ассоциированных и совместных предприятий	28	26	9
<b>Итого выручка от реализации и доход от ассоциированных и совместных предприятий</b>		<b>4 988</b>	<b>5 150</b>
<b>Затраты и расходы</b>			
Производственные и операционные расходы		559	575
Стоимость приобретенной нефти, газа, нефтепродуктов и услуг по переработке		614	530
Общехозяйственные и административные расходы		129	130
Тарифы за пользование нефтепроводом и расходы на транспортировку		575	542
Затраты, связанные с разведкой запасов нефти и газа		14	13
Износ, истощение и амортизация	25, 26	482	450
Налоги, кроме налога на прибыль	10	1 296	1 277
Экспортная пошлина	11	657	925
<b>Итого затраты и расходы</b>		<b>4 326</b>	<b>4 442</b>
<b>Операционная прибыль</b>		<b>662</b>	<b>708</b>
Финансовые доходы	12	91	55
Финансовые расходы	13	(193)	(269)
Прочие доходы	14	50	75
Прочие расходы	14	(76)	(72)
Курсовые разницы		(70)	86
Реализованные курсовые разницы по инструментам управления курсовым риском	6	(147)	(123)
<b>Прибыль до налогообложения</b>		<b>317</b>	<b>460</b>
Налог на прибыль	17	(116)	(104)
<b>Чистая прибыль</b>		<b>201</b>	<b>356</b>
<b>Чистая прибыль, относящаяся к:</b>			
- акционерам Роснефти		181	355
- неконтролирующим долям	18	20	1
<b>Чистая прибыль, относящаяся к Роснефти, на одну обыкновенную акцию (в рублях) – базовая и разводненная прибыль</b>	19	<b>17,08</b>	<b>33,50</b>
<b>Средневзвешенное количество акций в обращении (миллионов шт.)</b>		<b>10 598</b>	<b>10 598</b>

*Прилагаемые примечания к консолидированной финансовой отчетности являются ее неотъемлемой частью.*

Рисунок А.4 – Консолидированный отчет о прибылях и убытках за 2016 – 2015 гг.

## ПРИЛОЖЕНИЕ Б

	Цена на нефть Ural, дол.	Курс доллара, дол.	Мировой спрос на нефть	Мировое предложение нефти	Коэффициент S/D			
Цена на нефть Ural, дол.	1							
Курс доллара, дол.	-0,846995613	1						
Мировой спрос на нефть	-0,288443632	0,519632683	1					
Мировое предложение нефти	-0,417855326	0,712081641	0,888350478	1				
Коэффициент S/D	-0,299353609	0,4409879	-0,201230534	0,270904798	1			
<b>ВЫВОД ИТОГОВ</b>								
<i>Регрессионная статистика</i>								
Множественный R	0,90236401							
R-квадрат	0,814260806							
Нормированный R-квадрат	0,764730354							
Стандартная ошибка	9,458088767							
Наблюдения	20							
<b>Дисперсионный анализ</b>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>			
Регрессия	4	5882,446753	1470,611688	16,43959984	2,33593E-05			
Остаток	15	1341,831647	89,45544312					
Итого	19	7224,2784						
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>	<i>Верхние 95%</i>	<i>Нижние 95,0%</i>	<i>Верхние 95,0%</i>
Y-пересечение	13975,21159	11396,73033	1,226247457	0,239008173	-10316,34411	38266,77	-10316,3	38266,77
Переменная X 1	-1,881631528	0,401459799	-4,686973724	0,000292134	-2,737322834	-1,02594	-2,73732	-1,02594
Переменная X 2	-145,4736491	116,243387	-1,251457419	0,229933422	-393,2405634	102,2933	-393,241	102,2933
Переменная X 3	147,1690341	115,0645175	1,279013177	0,220325645	-98,08517935	392,4232	-98,0852	392,4232
Переменная X 4	-13964,94288	11294,73408	-1,236411834	0,235316325	-38039,09871	10109,21	-38039,1	10109,21
t-критерий Стьюдента(табличное)	2,131449546							

**Рисунок Б.1 – Корреляционно-регрессионный анализ цены на нефть от доллара, мирового спроса и предложения на нефть**

<b>ВЫВОД ИТОГОВ</b>								
<i>Регрессионная статистика</i>								
Множественный R	0,84320355							
R-квадрат	0,710992227							
Нормированный R-квадрат	0,695781292							
Стандартная ошибка	10,48609639							
Наблюдения	21							
<b>Дисперсионный анализ</b>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Значимость F</i>			
Регрессия	1	5139,686402	5139,686402	46,74217642	1,59035E-06			
Остаток	19	2089,206133	109,9582175					
Итого	20	7228,892534						
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>P-Значение</i>	<i>Нижние 95%</i>	<i>Верхние 95%</i>	<i>Нижние 95,0%</i>	<i>Верхние 95,0%</i>
Y-пересечение	156,9521928	13,8569649	11,32659236	6,82797E-10	127,9492319	185,9551537	127,9492319	185,9551537
Переменная X 1	-1,578619877	0,230899558	-6,836825025	1,59035E-06	-2,061898206	-1,095341548	-2,061898206	-1,095341548

**Рисунок Б.2 – Корреляционно-регрессионный анализ цены на нефть от доллара**