

## ПРИМЕНЕНИЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ НА БАЗЕ ВЫРУЧКИ В ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОРПОРАЦИЙ

Олег Владимирович ШИМКО

кандидат экономических наук,  
ведущий научный сотрудник сектора энергетической политики,  
Центр инновационной экономики и промышленной политики,  
Институт экономики Российской академии наук (ИЕ РАН),  
Москва, Российская Федерация  
shima\_ne@mail.ru  
<https://orcid.org/0000-0002-0779-7097>  
SPIN-код: 7599-9637

### История статьи:

Рег. № 625/2020  
Получена 03.11.2020  
Получена в  
доработанном виде  
16.11.2020  
Одобрена 30.11.2020  
Доступна онлайн  
25.12.2020

УДК 338.001.36

JEL: G32, L25, L71,  
M41, O12

### Ключевые слова:

выручка, оценка  
стоимости,  
сравнительный подход,  
мультипликатор,  
нефтегазовая отрасль

### Аннотация

**Предмет.** Коэффициенты отношения рыночной капитализации и стоимости компании к выручке 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций в период 2008–2018 гг.

**Цели.** Выявление ключевых тенденций изменения значений коэффициентов отношения рыночной капитализации и стоимости компании к выручке ведущих публичных нефтегазовых корпораций, определение тех факторов, которые привели к такой трансформации за изученный период, и установление применимости указанных мультипликаторов для оценки стоимости бизнеса в рамках нефтегазовой отрасли.

**Методология.** Используются методы сравнительного и финансово-экономического анализа, а также обобщения материалов финансовой отчетности.

**Результаты.** Установлено, что мультипликаторы на базе выручки приемлемы для оценки стоимости нефтегазовых компаний. Выявлено, что при схожей структуре чистой выручки компании с лучшей рентабельностью имеют более высокие значения мультипликатора. Определено, что по величине мультипликаторов интегрированные корпорации обычно уступают независимым компаниям. Выпуск нефтепродуктов из покупного сырья оценивается рынком ниже, чем продукция, которая производится из собственных ресурсов. Наличие перепродажи в структуре выручки уменьшает величину мультипликатора. Рост долговой нагрузки способствует снижению показателя мультипликатора. Следовательно, при значительной разнице в долговой составляющей в мультипликаторе вместо рыночной капитализации целесообразно использовать показатель стоимости компании, который включает в себя чистый долг. Обнаружено наличие странового фактора, который необходимо учитывать при использовании мультипликатора.

**Область применения.** Оценка возможной стоимости нефтегазовых активов в рамках сравнительного подхода и разработка мер по повышению рыночной капитализации публичных нефтегазовых компаний.

**Выводы.** Применение мультипликаторов на базе выручки требует тщательного анализа финансово-хозяйственной деятельности компаний, но вполне уместно даже в условиях общего снижения рентабельности и роста долговой нагрузки в биржевом секторе мировой нефтегазовой отрасли.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2020

**Для цитирования:** Шимко О.В. Применение мультипликаторов на базе выручки в оценке стоимости нефтегазовых корпораций // *Дайджест-Финансы*. – 2020. – Т. 25, № 4. – С. 387 – 415. <https://doi.org/10.24891/df.25.4.387>

## Введение

На протяжении всей современной истории России представителями экономического направления отечественной науки проявляется стабильный и неподдельный интерес к различным направлениям финансово-хозяйственной деятельности в рамках нефтегазовой отрасли. Такая специфика обусловлена той значимостью, которую указанный сектор представляет для всего национального хозяйства страны. Важно отметить, что до сих пор именно нефтегазовая отрасль доминирует в структуре промышленного производства и товарного экспорта, а потому приносит внушительную составляющую доходной части бюджета и обеспечивает наполнение стабилизационного фонда страны. Кроме того, ведущие нефтегазовые корпорации составляют основу биржевого сектора в России.

В своих работах научное сообщество исследует и такое весьма значимое для всей отрасли направление, как оценка стоимости активов. Авторы подробно изучают основные методы доходного, расходного и сравнительного подхода, определяют преимущества и недостатки их использования в рамках отрасли, а также оценивают возможную стоимость тех или иных нефтегазовых корпораций. Среди них требуется выделить относящиеся к сравнительному подходу в оценке метод компании-аналога и метод отраслевых коэффициентов, которые получили достаточно широкое распространение в отечественной научной литературе [1]. Указанные методы основываются на применении целого ряда мультипликаторов, среди которых есть общепринятые коэффициенты и специальные отраслевые показатели, характерные лишь для нефтегазового сектора. К перечню стандартных мультипликаторов зачастую причисляют коэффициенты на основе активов [2], выручки [3], чистой прибыли [4], EBITDA [5] и DACF [6], а вот под используемыми сугубо в отраслевых показателях компонентами подразумеваются обычно данные по добыче [7] и запасам [8] сырой нефти и природного газа.

Между тем показатель отношения рыночной капитализации к выручке при оценке стоимости методами сравнительного подхода [9] считается одним из ключевых коэффициентов для инвесторов во всем биржевом сегменте [10], в том числе и в рамках нефтегазовой отрасли [11]. Потому, учитывая значимость отрасли для экономики России, вполне закономерно, что в научных статьях именно на примере корпораций нефтегазового сектора изучаются особенности проведения оценки стоимости компании [12] и исследуются риски использования технологии мультипликаторов [13], где затрагивается и указанный показатель. Кроме того, мультипликаторы на основе выручки применяются при анализе инвестиционной привлекательности нефтегазовых корпораций на фоне своих конкурентов [14]. К тому же изучаемые коэффициенты указываются в качестве основных показателей

при определении справедливой стоимости нефтегазовых корпораций для принятия решения о проведении обратного выкупа акций [15]. Эти мультипликаторы важны и при организации внутреннего финансового контроля [16], оценке эффективности [17], анализе факторов, влияющих на развитие [18] нефтегазовых компаний.

Вместе с тем необходимо отметить также и то, что авторами весьма слабо охватывается такой важный в рамках обозначенной тематики аспект, как определение характерного уровня мультипликаторов на базе выручки в масштабах всего биржевого сектора мировой нефтегазовой отрасли. К тому же не выявляются основные тенденции и ключевые причины происходящих в нефтегазовом секторе трансформаций. Стоит заметить, что проведение подобных исследований само по себе является весьма сложной задачей, которая требует аккумулирования и последующего анализа довольно внушительного массива информации за довольно продолжительный период времени и по большому числу публичных нефтегазовых корпораций. Тем не менее, только указанный подход позволяет сформировать достаточно полное и достоверное представление о той ситуации, которая складывается в отрасли с рассматриваемыми коэффициентами.

### **Методика формирования перечня ведущих публичных нефтегазовых корпораций мира**

При установлении присущего для всего биржевого сегмента уровня тех или иных показателей существенную значимость имеет выбор принципов, в соответствии с которыми осуществляется сортировка и внесение корпораций в анализируемый затем совокупный перечень. В таком контексте необходимо отметить то, что для любой публичной компании важнейшей характеристикой является рыночная капитализация, а потому указанный показатель наилучшим образом подходит и в качестве целевого ориентира при включении в перечень ведущих публичных корпораций нефтегазовой отрасли. Однако биржевой сегмент мировой экономики состоит из огромного количества представляющих различные сектора национального хозяйства компаний. В таком случае важным фактором для последующего анализа становится возможность проведения отбора компаний в список ведущих публичных нефтегазовых корпораций мира в рамках весьма длительного периода времени на основе достоверных источников информации, что в результате и позволяет проследить изменение характерных для биржевого сегмента нефтегазовой отрасли в целом значений мультипликаторов.

Заявленному подходу в совокупности удовлетворяют выпускавшийся до 2015 г. рейтинг *Financial Times Global 500*<sup>1</sup> и выходящий до сих пор перечень *Forbes Global 2000*<sup>2</sup>, где и содержатся сведения по рыночной капитализации крупнейших публичных корпораций мира. Получается, что в необходимый для дальнейшего формирования отраслевых показателей список ведущих публичных нефтегазовых

<sup>1</sup> FT Global 500 2015. URL: <http://im.ft-static.com/content/images/b38c350e-169d-11e5-b07f-00144feabdc0.xls>

<sup>2</sup> Forbes Global 2000. Forbes. May 13, 2020. URL: <http://www.forbes.com/global2000/list>

корпораций целесообразно включать только те компании, которые на протяжении всего рассматриваемого периода времени на постоянной основе включались в каждый из имевшихся на тот момент рейтингов. По итогам анализа опубликованных в рамках охваченного исследованием временного интервала рейтингов установлено, что подобным критериям удовлетворяют только лишь 25 компаний мировой нефтегазовой отрасли.

Необходимо отметить, что наибольшее число компаний в сформированном списке являются представителями нефтегазового сектора США. К ним относятся общеизвестные транснациональные интегрированные корпорации ExxonMobil и Chevron, а также достаточно значимые независимые компании ConocoPhillips, Occidental Petroleum, Devon Energy, Anadarko Petroleum, EOG Resources, Apache и Marathon Oil. Подобное лидерство выглядит вполне закономерным, ведь именно в США сосредоточено гораздо больше крупных биржевых компаний, чем в любой другой стране мира. В полученном списке также имеются и компании из другой североамериканской страны – Канады. В их числе находятся интегрированные корпорации Imperial Oil, Suncor Energy, Husky Energy и независимая компания Canadian Natural Resources. В перечень попала и южноамериканская компания, которой выступает интегрированная корпорация Petrobras из Бразилии.

Из стран Западной Европы в список вошли интегрированные корпорации Royal Dutch Shell, BP, TOTAL, Eni и Equinor. Китай в указанном перечне представляют интегрированные корпорации Sinopec и PetroChina, а также независимая компания CNOOC. В общем списке присутствуют и компании из России. Таковыми являются ведущие интегрированные нефтегазовые корпорации ПАО «Газпром», ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «ЛУКОЙЛ». Все упомянутые компании суммарно и образуют тот список публичных нефтегазовых корпораций, на основе которого потом составляется характерный для биржевого сегмента нефтегазовой отрасли уровень рассматриваемых мультипликаторов.

### **Методика оценки выручки ведущих публичных нефтегазовых компаний**

Несмотря на кажущуюся простоту и явную шаблонность составных компонентов коэффициентов отношения рыночной капитализации или стоимости компании к выручке, существуют и свои нюансы, которые необходимо учитывать в процессе определения указанных мультипликаторов. Основная сложность при сопоставлении корпораций нефтегазовой отрасли из различных стран мира за длительный период времени заключается в надлежащем выборе обобщенного показателя, который затем уже целесообразно использовать в качестве выручки. Так, нефтегазовые корпорации из США примечательны тем, что не приводят в структуре собственной выручки платежи роялти.

В свою очередь, отраслевые компании из Канады перешли к подобной практике лишь в текущем десятилетии. Помимо этого, далеко не все нефтегазовые

корпорации Канады отражают в структуре затрат акцизы, сборы, а также все прочие налоги, которые не относятся к налогу на прибыль, а потому и не учитывают их в своей выручке. Другим наглядным примером того, что со временем в структуре отчета о прибылях и убытках разных компаний способны происходить определенные трансформации, является ExxonMobil, которая с 2017 г.<sup>5</sup> перестала включать в состав затрат налоги с продаж, а потому и выручку очистила на величину этого компонента. Ведущие отечественные нефтегазовые корпорации наоборот до сих пор продолжают учитывать в затратах и выручке составляющую от акцизов и экспортных пошлин.

Кроме того, некоторые компании при отображении сведений в отчете о прибылях и убытках под выручкой подразумевают только реализацию, которая возникает от операционной деятельности в связи с продажей собственной продукции или маркетинговой перепродажей ранее приобретенных товаров, а оставшиеся поступления причисляют к категории прочих доходов. К таковым среди изученных корпораций относятся Canadian Natural Resources, Petrobras, PetroChina, Sinopec, Total, ПАО «Газпром» и ПАО «ЛУКОЙЛ». Другие компании в качестве исходной составляющей в отчете komponуют выручку от операционной деятельности с различным набором из прочих поступлений, среди которых стоит выделить такие, как доход от долевого участия в дочерних организациях или же прибыль от реализации активов. Между тем, как правило, в суммарной структуре поступлений та доля, которая приходится на не основную для нефтегазовых корпораций деятельность, не является высокой, но в некоторых случаях подобные доходы способны оказать значительное воздействие на совокупный показатель.

Выходит, что для корректного сопоставления компаний между собой и установления характерного для всего биржевого сегмента отрасли показателя необходимо руководствоваться таким компонентом от совокупной реализации, который представляется возможным установить для любой крупной публичной нефтегазовой корпорации. На роль подобного показателя наилучшим образом подходит чистая выручка от основной деятельности, которая не содержит все прочие поступления, а также очищена от сумм платежей по роялти, акцизам, экспортным пошлинам и другим налогам, не относящимся к налогу на прибыль. Под выручкой от основной деятельности для нефтегазовой компании понимается реализация собственных и перепродажа покупных запасов нефти, газоконденсата, природного газа и продуктов нефтепереработки и нефтехимии.

Выбор указанного показателя имеет целый ряд преимуществ, которые как раз и связаны с тем, что такая выручка включает в себя лишь предназначенную непосредственно самой корпорации составляющую от общих поступлений, где не учитываются доходы от неосновной деятельности. Так, существующие подходы к

<sup>5</sup> Form 10-K Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 for the Fiscal Year Ended December 31, 2017. Exxon Mobil Corporation.  
URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/34088/000003408818000015/xom10k2017.htm>

налогообложению нефтегазового сектора в разных странах характеризуются наличием довольно существенных отличий. Такое несоответствие ожидаемо приводит к тому, что нефтегазовым корпорациям в результате достаются весьма разные доли в общих поступлениях от реализации. Более того, такие единичные поступления от неосновной деятельности, как продажа значимой для размеров самой компании доли во внеоборотных активах, способны заметно сказаться на совокупных показателях нефтегазовой корпорации. Потому именно чистую выручку от основной деятельности целесообразно использовать в качестве составного компонента исследуемого мультипликатора при сопоставлении нефтегазовых корпораций из разных стран и определении присущего для всего биржевого сегмента отрасли уровня показателя.

### **Динамика изменения значений мультипликаторов на базе выручки ведущих публичных нефтегазовых компаний**

Требуется отметить незначительное итоговое увеличение характерного для биржевого сегмента нефтегазовой отрасли уровня коэффициента, выражающего отношение рыночной капитализации к чистой выручке от основной деятельности. Кроме того, в рамках изученного периода времени наибольшее значение этого показателя превышало его наименьшую величину примерно в два раза (*табл. 1*). Следовательно, рыночная капитализация компаний отрасли не изменяется соразмерно выручке. Тем не менее, средний показатель варьируется в довольно узком диапазоне значений, что делает мультипликатор отношения рыночной капитализации к чистой выручке от основной деятельности вполне приемлемым для оценки стоимости отраслевых активов даже в периоды низких цен на нефть. Вместе с тем по причине внушительного числа анализируемых нефтегазовых корпораций динамику изменения мультипликаторов целесообразно исследовать в разрезе отдельных регионов или стран, что позволяет легче выявить и выделить характерные особенности отдельных компаний отрасли.

Так, анализ коэффициентов представителей нефтегазового сектора США демонстрирует то, что для интегрированных корпораций страны присущи более низкие значения указанного показателя по сравнению с независимыми компаниями. Подобный результат связан с тем, что выручку интегрированных корпораций преимущественно формируют поступления от реализации продукции сегмента переработки, которая зачастую по стоимости в расчете за баррель гораздо выше сырой нефти и природного газа. Такой тезис наглядно подтверждается путем сравнения значений у коэффициентов отношения чистой прибыли акционеров к чистой выручке от основной деятельности интегрированных корпораций и независимых компаний (*табл. 2*). Более того, показатели мультипликаторов у интегрированных корпораций обычно стабильнее и меняются в более узком диапазоне в сравнении с показателями независимых компаний. Примечательны и сведения по изучаемым мультипликаторам ConocoPhillips и Marathon Oil.

Указанные корпорации приняли решение о разделении бизнеса посредством полного вывода из своей структуры сегмента переработки. В 2011 г. из состава Marathon Oil выделилась публичная корпорация Marathon Petroleum, которая сосредоточила в себе все перерабатывающие активы материнской компании. Следовательно, сама Marathon Oil из интегрированной корпорации превратилась в независимую компанию, специализирующуюся сугубо на добыче сырой нефти и природного газа. Схожие изменения через год произошли и у ConocoPhillips, когда сегмент переработки компании трансформировался в самостоятельную публичную корпорацию Phillips 66. Важно отметить, что именно после указанных преобразований величина рассматриваемого коэффициента у Marathon Oil и ConocoPhillips значительно выросла. Следовательно, при оценке стоимости и сравнении нефтегазовых корпораций важно учитывать имеющиеся различия в развитии нефтепереработки.

Привлекает внимание тот факт, что в определенные периоды времени у Devon Energy, ConocoPhillips и Marathon Oil наблюдались весьма низкие, на фоне конкурентов по нефтегазовой отрасли США, значения исследуемого показателя. Необходимо отметить, что у Devon Energy явный спад уровня мультипликатора прослеживается с 2014 г. Согласно данным финансовой отчетности, у компании за указанный год выручка в сегменте транспортировки, хранения и маркетинга возросла с 2 066 млн долл. США до 7 667 млн долл. США<sup>4</sup>, тогда как реализация нефти, природного газа и газоконденсата увеличилась с 8 522 млн долл. США до 9 910 млн долл. США. Вместе с тем, в сегменте транспортировки, хранения и маркетинга произошло и заметное повышение затрат, которые за тот же год с 1 553 млн долл. США доросли до уровня в 6 815 млн долл. США. Вполне соизмеримое наращивание выручки и расходов в обозначенном сегменте деятельности Devon Energy являлось следствием сугубо формальной покупки и последующей продажи сырья, которая возникла в связи с принятием обязательств по обеспечению загрузки нисходящих трубопроводов, а потому и не привела к соразмерному повышению рыночной капитализации.

Получается, что и такую особенность структуры реализации требуется учитывать при оценке стоимости посредством указанного мультипликатора. Выходит, что при выборе компании-аналога пристальное внимание надлежит уделять структуре выручки от основной деятельности. В качестве характерного примера вполне подходят данные по структуре чистой выручки от основной деятельности за 2016 г. (табл. 3), когда в разгар отраслевого кризиса средние цены на нефть пребывали на самом низком в рамках охваченного периода уровне. Примечательно, что ConocoPhillips в своей отчетности не приводит отдельные сведения по каждому сегменту выручки, а лишь ограничивается отдельной публикацией данных по той реализации, которая связана с деятельностью по добыче нефти и газа, но и в таком

<sup>4</sup> Form 10-K Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 for the Fiscal Year Ended December 31, 2014. Devon Energy Corporation.  
URL: <http://d11ge852tjqow.cloudfront.net/CIK-0001090012/586c36d8-232d-4072-8807-07c5da8a19c5.pdf>

случае представляется возможным сделать определенные выводы по доле перепродаж.

Так, при чистой выручке от основной деятельности в 23 693 млн долл. США и поступлениях от связанной непосредственно с добычей деятельности в 12 599 млн долл. США<sup>5</sup>, затраты самой ConocoPhillips на покупку сырья составили 9 994 млн долл. США. Соответственно, оценочно на долю тех сегментов, которые не относятся непосредственно к добыче, могло приходиться примерно 45% от совокупной реализации. Более того, затраты компании на покупку сырья вполне сопоставимы с совокупной выручкой от всей напрямую не связанной с добычей деятельности. Следовательно, и в случае с ConocoPhillips поступления от перепродажи сырья не приводили к соответствующему росту рыночной оценки компании, что снижало величину исследуемого мультипликатора.

Сегмент маркетинга, который включает закупку товаров у третьих лиц в целях перепродажи и служит для агрегирования объемов при выполнении транспортных обязательств, а также для достижения гибкости в отношении типов продуктов и точек доставки, присутствует и у Marathon Oil. Однако доля компонента в структуре выручки невелика, а потому один лишь сегмент маркетинга не мог послужить ключевой причиной низких значений показателя у компании. В случае с Marathon Oil следует назвать целый спектр причин. Стоит отметить, что одним из таких факторов является наличие весьма ощутимой составляющей от реализации синтетической нефти, которая получается из разрабатываемых битуминозных песков, а потому относится к нетрадиционным для корпораций отрасли ресурсам.

Вместе с тем издержки, связанные с добычей песка и последующим производством нефти, зачастую внушительно превосходят затраты на добычу традиционных для отрасли ресурсов. Закономерно, что указанное обстоятельство негативно влияло на рентабельность Marathon Oil, особенно в период затяжного отраслевого кризиса, когда нефтяные котировки продолжительное время находились на низком уровне. Низкая рентабельность, в свою очередь, не лучшим образом отражалась на рыночной капитализации компании. Поэтому уже в 2017 г. компания продала весь свой бизнес по разработке нефтяных песков в Канаде. Примечательно, что указанная составляющая имеется также и в структуре чистой выручки нефтегазовых корпораций ConocoPhillips и Devon Energy.

Представляет интерес и структура чистой выручки у Occidental Petroleum. Компания располагает весьма развитым нефтехимическим бизнесом, что выделяет Occidental Petroleum среди других ведущих публичных независимых нефтегазовых корпораций и оказывает заметное влияние на совокупную выручку. Более того, значение мультипликатора отношения рыночной капитализации к чистой выручке у Occidental Petroleum находилось на достаточно высоком для независимых компаний

---

<sup>5</sup> 2016 Annual Report. ConocoPhillips Company.  
URL: [http://static.conocophillips.com/files/resources/conocophillips\\_2016\\_annualreport.pdf](http://static.conocophillips.com/files/resources/conocophillips_2016_annualreport.pdf)

уровне, особенно в периоды низких цен на нефть, что подтверждает положительную роль более стабильного, по сравнению с сегментом добычи, химического бизнеса для рыночной оценки корпорации.

Помимо этого, перечисленные особенности указывают на то, что, кроме имеющейся структуры выручки от основной деятельности, необходимо обращать довольно пристальное внимание на разницу в уровне рентабельности отдельных сегментов деятельности сопоставляемых корпораций. В указанном контексте требуется отметить нефтегазовую компанию EOG Resources, которая выделялась среди своих конкурентов по нефтегазовому сектору США довольно высокими значениями мультипликатора. Важно отметить, что именно EOG Resources даже в периоды низких котировок на нефть отличалась сравнительно хорошим для независимых компаний нефтегазовой отрасли США уровнем рентабельности, что очевидно по показателям отношения чистой прибыли акционеров к чистой выручке от основной деятельности.

Подобная рентабельность EOG Resources стала следствием той стратегии развития, которой придерживается данная корпорация. Важно подчеркнуть, что в рамках охваченного периода компания смогла удвоить балансовую стоимость своих активов. Причем EOG Resources к приобретаемым активам предъявляла достаточно строгие требования. Для корпорации важным являлось то, чтобы такие активы были лучше тех, которыми располагает сама компания, стоимость была справедливой с позиции самой EOG Resources и обеспечивались разумные условия финансирования сделки. Корпорация ориентировалась на то, что при нефтяных котировках в интервале от 50 до 60 долл. США за баррель сумеет за счет генерируемого денежного потока обеспечивать среднегодовой уровень прироста добычи в диапазоне от 15% до 25% и выплачивать акционерам дивиденды.

Более того, EOG Resources старалась обеспечить доходность после падения цен на нефть в 2014 г. Согласно выбранной концепции развития, корпорация предъявляла определенные требования и к своим буровым скважинам, которые заключались в обеспечении нормы рентабельности после выплаты налога на прибыль в 30% при котировках нефти WTI в 40 долл. США за баррель и цене газа в 2,5 долл. США за 1 000 куб. футов. В соответствии с представлениями самой EOG Resources указанные цены на нефть и газ являлись минимальными или же близкими к таковым. К тому же в самой компании заявляли, что их скважины по производительности были одними из самых лучших в нефтегазовой отрасли США в основном благодаря активному применению передовых технологий.

Помимо рентабельности отдельных сегментов и всей структуры бизнеса, на величину отношения рыночной капитализации к чистой выручке свое влияние оказывает и уровень задолженности. Заявленное воздействие проявляется в том, что увеличение долговой нагрузки в суммарном капитале компании понижает рыночную оценку акционерной составляющей. В подобном контексте требуется

выделить компании Devon Energy, Anadarko Petroleum и Apache, у которых после начавшегося в 2014 г. отраслевого кризиса отмечается заметный рост, на фоне конкурентов по нефтегазовой отрасли, долговой нагрузки (*табл. 4*), что негативно сказалось на уровне рассматриваемого мультипликатора у указанных корпораций. Тогда для сопоставления корпораций, которые имеют внушительную разницу в уровне долговой нагрузки на акционерный капитал, вместо капитализации в числителе мультипликатора предпочтительнее использовать стоимость компании. Показатель представляет собой сумму рыночной капитализации и чистого долга, что позволяет в некоторой степени нивелировать то воздействие, которое на оценку капитала акционеров оказывает долговая составляющая (*табл. 5*).

В то же самое время довольно ощутимый итоговый рост задолженности способствовал и тому, что у ExxonMobil значение указанного мультипликатора увеличилось за изученный период не столь значительно, как в случае с Chevron. Между тем только лишь один долговой фактор не мог стать причиной столь заметной разницы в динамике изменения значений мультипликаторов ExxonMobil и Chevron. Примечательно и то, что в 2016 г. по величине отношения рыночной капитализации к чистой выручке от основной деятельности компании находились примерно на одном уровне. Более того, различия в совокупной доле сегментов маркетинга, переработки и нефтехимии в структуре чистой выручки у ExxonMobil и Chevron довольно незначительны.

Отдельного внимания заслуживает разница в результатах операционной деятельности (*табл. 6*). Получается, что Chevron перерабатывала меньше нефти, чем добывала, а также весьма активно занималась перепродажей нефтепродуктов. Напротив, выпуск нефтепродуктов у ExxonMobil существенно превышал добычу жидких углеводородов, а доля перепродаж продукции нефтепереработки была не столь значительной, как у Chevron. Выходит, что и в случае с нефтепродуктами высокая доля перепродажи в структуре выручки приводит к заметному снижению уровня мультипликатора. Более того, получается, что выпуск нефтепродуктов из покупного сырья не способствует такому повышению рыночной капитализации, как в случае производства из собственных углеводородов. Следовательно, переработка покупного сырья также приводит к уменьшению величины мультипликатора, но менее ощутимому, чем в случае с перепродажей. Важно подчеркнуть, что влияние химического сегмента не было столь ощутимым, как у компонентов маркетинга и переработки, ввиду его небольшой доли в общей структуре выручки даже у ExxonMobil, которая по массовым характеристикам реализации нефтехимической продукции в несколько раз превосходила Chevron.

Описанные закономерности наглядно подтверждает сопоставление изучаемых интегрированных корпораций и выведенных из структуры бизнеса ConocoPhillips и Marathon Oil перерабатывающих компаний Phillips 66 и Marathon Petroleum, у которых полностью отсутствует собственная добыча углеводородного сырья. Показательным является сравнение указанных корпораций по мультипликаторам,

которые выражают отношение рыночной капитализации и стоимости компании к физическим показателям по выпуску и продаже продукции переработки (табл. 7). Сопоставление компаний демонстрирует, что Phillips 66 и Marathon Petroleum по величине затрагиваемых коэффициентов в разы уступали ExxonMobil и Chevron. Подобные результаты вполне соотносятся с ранее полученными выводами о том, что рыночная оценка продукции переработки из собственного сырья гораздо выше, чем у выработки нефтепродуктов из покупной сырой нефти. Вместе с тем, показатели Phillips 66 и Marathon Petroleum также свидетельствуют о том, что перепродажа покупного сырья слабо сказывается на рыночной капитализации.

Тем не менее, для установления факторов, повлиявших на трансформацию значений мультипликаторов ExxonMobil и Chevron, требуется обратить внимание на операционные показатели компаний в 2008 г. Между тем сопоставление на основе структуры чистой выручки разных временных периодов представляется некорректным ввиду серьезных различий в динамике цен на добываемое сырье и продукцию переработки. В случае с ExxonMobil основное отличие от 2016 г. заключалось в том, что ранее компания выпускала примерно на 20% больше продукции нефтепереработки из покупного сырья, а потому их общая реализация была выше на величину соответствующей разницы. Более серьезные изменения отмечались у Chevron. Необходимо заметить, что в 2008 г. у компании выпуск продукции переработки несколько превосходил по величине уровень добычи жидких углеводородов. Выходит, что к 2016 г. производство нефтепродуктов упало почти на треть, а снижение выпуска привело к соразмерному падению их реализации. Следовательно, наряду с изменением долговой нагрузки, одной из основных причин различий в динамике мультипликаторов стала трансформация в сегменте нефтепереработки, которая оказалась гораздо серьезнее у Chevron.

Требуется отметить, что выявленные закономерности вполне актуальны и для нефтегазовых компаний Канады. Так, величина мультипликатора отношения рыночной капитализации к чистой выручке у независимой компании Canadian Natural превосходила соответствующие показатели интегрированных корпораций Imperial Oil, Suncor Energy, Husky Energy. Вместе с тем, Imperial Oil обладает наибольшей среди изученных компаний Канады долей нефтепереработки и нефтехимического сегмента (табл. 8) в структуре выручки, а потому по величине мультипликатора довольно ожидаемо не превосходит показатели Suncor Energy. Гораздо больший интерес представляет ситуация с компанией Husky Energy, которая уступала Suncor Energy и Imperial Oil как по доле сегмента переработки в общей структуре чистой выручки, так и по величине самого мультипликатора.

Столь явному несоответствию способствовал сразу целый ряд факторов, среди которых важно выделить весьма низкий, особенно на фоне Suncor Energy, уровень рентабельности, который в 2016 г. корпорации удалось поддержать за счет продажи части активов. Причиной таких результатов стало то, что основу сегмента добычи компании формировало извлечение тяжелой нефти и получение битума из

нефтяных песков. Кроме того, в сегмент переработки и маркетинга Husky Energy включала расположенный в Канаде комплекс по выработке синтетической нефти из битума. Также к перерабатывающим активам в стране компания относила собственное производство дорожного асфальта. Однако, большая часть выручки и физических объемов переработки Husky Energy приходилась на активы, которые находятся в США, а, как уже определено ранее, переработка из покупного сырья способствует росту рыночной капитализации гораздо слабее, чем выработка продукции из добываемых самой корпорацией углеводородов. Более того, Husky Energy выделяется и низкими показателями по обеспеченности доказанными запасами сырья (табл. 9), что в имеющихся экономических условиях выражает очень высокую для отрасли интенсивность разработки месторождений, а потому негативно влияет на оценку рынком акционерного капитала (табл. 10).

Кроме того, вполне соответствуют выявленным тенденциям и ведущие интегрированные корпорации Европы. Наименьшая доля переработки в структуре чистой выручки отмечается у компании Equinor, а потому и мультипликатор по своему значению выше, чем у конкурентов. Между тем Equinor характеризуется низкой для отрасли обеспеченностью доказанными запасами, что не лучшим образом сказывается на рыночной оценке. Eni несколько превосходит Equinor по составляющей переработки, но значение коэффициента у компании находится примерно на одном уровне с корпорацией TOTAL, у которой указанный сегмент в структуре выручки имеет гораздо больший удельный вес. Такой результат связан с заметным отставанием Eni от TOTAL по уровню рентабельности, что отражается и на рыночной оценке компании.

Вместе с тем, отдельного внимания заслуживает корпорация BP, у которой величина анализируемого мультипликатора находилась на весьма низком уровне на протяжении всего изученного периода. Необходимо отметить, что компания располагает самым крупным по отношению ко всей чистой выручке от основной деятельности сегментом маркетинга, нефтепереработки и нефтехимии среди всех ведущих публичных нефтегазовых корпораций Европы. В то же самое время отставание Royal Dutch Shell и TOTAL от BP по обозначенному показателю является довольно незначительным. Тем не менее, анализ результатов операционной деятельности BP демонстрирует то, что компания намного активнее Royal Dutch Shell и TOTAL занималась перепродажей нефтепродуктов.

Более того, BP в сегмент маркетинга, нефтепереработки и нефтехимии включала и продажу сырой нефти в основном в целях оптимизации поставок на собственные нефтеперерабатывающие мощности. Этот показатель в 2016 г. составлял 2 169 тыс. баррелей в сутки. Важно отметить, что за указанный год из 167 683 млн долл. США<sup>6</sup> выручки в этом сегменте на реализацию сырой нефти пришлось 31 569 млн долл. США, или примерно пятая часть от общей реализации. Как уже было установлено

<sup>6</sup> Financial and Operating Information 2012–2016. BP p.l.c. URL: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/investors/bp-foi-full-book-2012-2016.pdf>

ранее, выручка от перепродажи не способствует существенному приросту рыночной капитализации, что и выразилось в низких значениях исследуемого мультипликатора.

Определенные закономерности проявляются и при изучении показателей отношения рыночной капитализации к чистой выручке от основной деятельности крупнейших публичных нефтегазовых корпораций Китая, Бразилии и России. Примечательно, что значения мультипликатора независимой компании CNOOC весьма закономерно превосходят соответствующие показатели интегрированных корпораций PetroChina и Sinopet. Кроме того, величина указанного коэффициента у CNOOC вполне соответствует уровню изученных независимых компаний США. В структуре чистой выручки CNOOC (*табл. 11*) имеется и сегмент маркетинга, который связан с перепродажей углеводородного сырья, что обычно не лучшим образом сказывается на анализируемом показателе. Тем не менее, доля этого сегмента в структуре чистой выручки не столь значительна.

Вместе с тем, по составляющей переработки и нефтехимии в структуре чистой выручки Sinopet ощутимо превосходит PetroChina. Поэтому довольно закономерным представляется то, что по величине мультипликатора Sinopet уступает PetroChina. Отдельного внимания заслуживает то, что сам уровень этого показателя у компаний весьма низкий на фоне основных конкурентов, особенно у Sinopet. Причина кроется в том, что сегмент маркетинга компаний включает солидные поступления от перепродажи продукции нефтепереработки. Выходит, что и для ведущих интегрированных корпораций Китая перепродажа являлась одним из ключевых факторов низких значений исследуемого показателя. Более того, негативное воздействие на величину мультипликатора Sinopet оказывала весьма невысокая обеспеченность доказанными запасами.

Необходимо отметить, что у Petrobras принята несколько специфическая конфигурация тех сегментов, которые формируют совокупную чистую выручку от основной деятельности. Примечательно, что выручка от реализации продукции переработки включена в сегменты дистрибуции, а также нефтепереработки, транспортировки и маркетинга. Сегмент дистрибуции в основном формируется за счет поступлений от реализации собственной нефтепереработки. Вместе с тем, сегмент нефтепереработки, транспортировки и маркетинга вобрал в себя выручку не только от оптовой реализации продукции НПЗ, но и от прочих составляющих. Туда вошла выручка от транспортировки, экспорта нефти и нефтепродуктов, продажи нефтехимической продукции, сырья из сланцевых месторождений и сжиженного нефтяного газа. Несмотря на такую конфигурацию, сама структура чистой выручки Petrobras вполне сопоставима с реализацией других ведущих публичных интегрированных нефтегазовых компаний мира.

Между тем важно отметить, что существенное влияние на величину мультипликатора Petrobras оказал разразившийся в 2014 г. коррупционный скандал,

который привел к задержке публикации годовой отчетности компании на целых два месяца и переоценке части активов. Это обстоятельство стало причиной увеличения долговой составляющей в структуре суммарного капитала и сказалось на рыночной капитализации Petrobras, которая за указанный год, когда в отрасли к тому же произошел обвал цен на сырье, снизилась гораздо значительнее, чем у других ведущих интегрированных корпораций. В следующем году падение капитализации Petrobras продолжилось, лишь затем ситуация с рыночной оценкой корпорации стала выправляться. Кроме того, значения мультипликатора Petrobras являются очередным подтверждением того факта, что высокая долговая составляющая снижает рыночную оценку капитала акционеров, а потому при условии ощутимой разницы в уровне задолженности целесообразно использовать мультипликатор на базе показателя стоимости компании.

Заключительную группу исследуемых компаний формируют крупнейшие отечественные нефтегазовые корпорации ПАО «Газпром», ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «ЛУКОЙЛ». По величине отношения показателя рыночной капитализации к чистой выручке от основной деятельности ПАО «Газпром» и ПАО «ЛУКОЙЛ» находились на уровне Sinores и BP, у которых весьма высокая доля перепродажи нефтепродуктов в общей структуре реализации. Однако, у ПАО «НК «Роснефть» этот показатель больше соответствовал значениям ведущих интегрированных корпораций США и Канады. Необходимо отметить, что ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «ЛУКОЙЛ» имели вполне характерную и для других интегрированных корпораций структуру чистой выручки от основной деятельности.

Между тем перечисленные компании обладали сравнительно высокой долей от реализации сырой нефти и природного газа, особенно ПАО «НК «Роснефть». Следовательно, закономерно и то, что по величине коэффициента отношения рыночной капитализации к чистой выручке ПАО «НК «Роснефть» превосходила ПАО «ЛУКОЙЛ». Более того, на уровне мультипликатора ПАО «НК «Роснефть» заметно отразились последствия завершенной в 2013 г. крупной сделки по покупке ТНК-ВР. Ключевым фактором в таком случае послужил связанный со сделкой весьма внушительный рост долговой нагрузки, который оказал влияние на рыночную капитализацию ПАО «НК «Роснефть».

В то же время на фоне остальных ведущих публичных компаний отрасли выделяется структура чистой выручки у ПАО «Газпром», которая обусловлена спецификой деятельности самой корпорации. Так, ПАО «Газпром» в основном специализируется на добыче, транспортировке и последующей реализации природного газа, тогда как переработка добываемого углеводородного сырья является вспомогательным сегментом, что делает структуру бизнеса компании особенной не только для России, но также и в масштабах всего биржевого сегмента мировой нефтегазовой отрасли. Вместе с тем величина исследуемого мультипликатора у ПАО «Газпром» представляется весьма низкой по сравнению со значениями основных конкурентов по нефтегазовой отрасли, которые имеют более

развитый сегмент переработки. Подобные результаты, особенно на фоне компаний из США, являются наглядным проявлением странового фактора, который выражается в низкой оценке инвесторами отечественного биржевого сектора, что связано с экспортно ориентированной сырьевой структурой экономики России, которая зависит от цен на сырьевые товары и подвержена сильному влиянию от вводимых санкций.

## **Выводы**

По результатам исследования установлено, что мультипликаторы на базе выручки вполне приемлемы для оценки стоимости нефтегазовых компаний. Между тем для корректной оценки целесообразно использовать такой компонент от совокупной реализации, который может быть свободно определен для любой крупной публичной корпорации отрасли. Выявлено, что указанным показателем является чистая выручка от основной деятельности, которая представляет собой реализацию собственных и перепродажу покупных углеводородов, продукции нефтепереработки и нефтехимии, не содержит все прочие поступления, а также очищена от сумм платежей по роялти, акцизам, экспортным пошлинам и другим налогам, не относящимся к налогу на прибыль.

Помимо этого, определено, что для надлежащей оценки требуется проводить тщательный анализ структуры и рентабельности каждого из сегментов выручки. Выявлено, что при схожей структуре чистой выручки компании с лучшей рентабельностью имеют более высокие значения мультипликатора. К тому же установлено, что для интегрированных корпораций характерны более низкие значения мультипликатора. Также установлено, что выпуск нефтепродуктов из покупного сырья оценивается рынком ниже той продукции, которая производится из собственных ресурсов. Кроме того, определено, что наличие перепродажи в структуре выручки снижает уровень мультипликатора нефтегазовых компаний.

Более того, выявлено, что рост уровня долговой нагрузки способствует снижению показателя мультипликатора. Поэтому при значительной разнице в долговой составляющей при сопоставлении или оценке стоимости в составе мультипликаторов вместо рыночной капитализации целесообразно использовать показатель стоимости компании, который включает в себя также и чистый долг. Подобная корректировка мультипликатора не является подлинным возмещением от воздействия, которое задолженность оказывает на рыночную капитализацию, но позволяет в значительной степени его нивелировать. Также определено наличие странового фактора, который необходимо учитывать при использовании мультипликатора отношения рыночной капитализации к чистой выручке от основной деятельности нефтегазовой компании.

**Таблица 1**

**Отношение рыночной капитализации к чистой выручке от основной деятельности  
25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг.,  
по состоянию на 31 декабря, %**

**Table 1**

**The ratio of the market capitalization to net revenue from core operations of the twenty five  
leading public corporations in the oil and gas sector, 2008–2018, as of 31 December, percent**

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	1,04	1,34	1,19	1,02	1,01	1,23	1,17	1,55	2,18	1,71	1,17
Chevron	0,61	1,03	1,02	0,92	0,96	1,15	1,12	1,44	2,26	1,95	1,34
ConocoPhillips	0,35	0,57	0,56	0,41	1,3	1,68	1,69	2,01	2,7	2,28	2,01
Occidental Petroleum	2,06	4,41	4,3	3,26	2,63	3,19	3,31	4,26	5,55	4,62	2,65
Devon Energy	1,96	4,52	3,86	2,47	2,47	2,48	1,47	1,06	2,33	1,58	1
Anadarko Petroleum	1,34	4,12	3,87	3,07	3,08	2,9	2,76	2,76	4,86	2,74	1,75
EOG Resources	2,74	6,76	4,24	3,09	3,11	3,33	3,18	4,73	8,2	5,86	3,09
Apache	2,2	4,34	3,97	2,19	1,91	2,18	1,81	2,76	4,59	2,8	1,38
Marathon Oil	0,28	0,46	0,39	1,43	1,41	1,74	1,83	1,61	3,8	3,43	2,1
Imperial Oil	1,18	1,72	1,46	1,32	1,22	1,27	1,22	1,52	1,69	1,19	0,81
Suncor Energy	1,32	3,32	1,92	1,16	1,3	1,39	1,34	1,77	2,73	2,35	1,57
Husky Energy	1,06	1,7	1,3	1,02	1,3	1,43	1,1	0,9	1,32	1	0,67
Canadian Natural Resources	1,86	4,06	3,75	3,03	2,14	2,42	2,08	2,68	4,52	3,3	1,88
Royal Dutch Shell	0,34	0,66	0,55	0,49	0,47	0,51	0,51	0,55	0,98	0,91	0,62
BP	0,4	0,77	0,47	0,37	0,36	0,4	0,33	0,44	0,72	0,63	0,46
TOTAL	0,54	0,84	0,68	0,55	0,48	0,59	0,55	0,73	0,97	0,93	0,75
Eni	0,56	0,77	0,6	0,53	0,52	0,55	0,51	0,73	1	0,74	0,65
Equinor (Statoil)	0,56	1	0,84	0,76	0,63	0,75	0,69	0,84	1,3	1,16	0,9
PetroChina	1,87	2,73	1,56	1	0,85	0,69	0,93	0,95	0,98	0,77	0,59
Sinopec	0,4	0,9	0,38	0,26	0,23	0,2	0,28	0,32	0,38	0,33	0,23
CNOOC	2,77	5,07	4,49	2,49	2,96	2,07	1,57	1,92	2,88	2,4	2,26
Petrobras	0,81	2,18	1,91	1,07	0,87	0,65	0,34	0,27	0,8	0,75	0,86
ПАО «Газпром»	0,79	1,53	1,34	0,93	0,79	0,7	0,62	0,59	0,66	0,54	0,5
ПАО «НК «Роснефть»	1,18	3,15	2,04	1,37	1,71	1,2	0,81	0,94	1,45	0,94	1,06
ПАО «ЛУКОЙЛ»	0,38	0,77	0,58	0,42	0,49	0,45	0,27	0,36	0,57	0,49	0,53
Среднее значение	1,14	2,35	1,89	1,39	1,37	1,41	1,26	1,51	2,38	1,82	1,23

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

**Таблица 2**

**Отношение чистой прибыли акционеров к чистой выручке от основной деятельности 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., по состоянию на 31 декабря, %**

**Table 2**

**The ratio of net profit of shareholders to net revenue from core operations of the twenty five leading public corporations in the oil and gas sector, 2008–2018, as of 31 December, percent**

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	11,8	8,01	9,97	10,43	11,65	9,13	9,78	7,71	4,57	9,52	8,45
Chevron	9,82	7	10,57	11,76	12	10,34	10,24	3,89	-0,5	7,52	9,62
ConocoPhillips	-7,72	3,63	6,58	5,49	15,49	17,77	13,62	-15,45	-15,75	-2,8	17,69
Occidental Petroleum	29,02	19,47	24,41	29,02	19,57	24,9	3,28	-64,51	-5,85	10,75	23,76
Devon Energy	-14,47	-33,88	52,01	46,35	-2,45	-0,2	9,43	-117,95	-32,28	6,51	30,26
Anadarko Petroleum	24,73	-1,81	7,79	-21,38	19,79	5,81	-11,57	-74,91	-38,82	-4,39	5,02
EOG Resources	40,18	15,05	2,93	12,74	5,4	15,95	18,36	-54,94	-15,42	24,22	20,84
Apache	6,28	-3,56	26,38	28,81	12,44	14,34	-41,34	-378,94	-26,81	22,73	0,56
Marathon Oil	4,92	3,04	3,85	20,41	10,27	12,39	29,18	-41,68	-55,4	-136,59	19,56
Imperial Oil	12,96	7,89	9,35	11,56	12,67	9,04	10,92	4,45	9,25	1,78	6,95
Suncor Energy	12,75	6,56	11,42	10,94	7,28	9,88	6,77	-6,83	1,62	13,86	8,54
Husky Energy	15,2	9,39	6,45	9,52	9,01	7,84	5,01	-23,52	7,14	4,23	6,55
Canadian Natural Resources	35,21	15,58	13,15	19,16	12,97	14,06	20,83	-5,15	-1,94	14,4	12,32
Royal Dutch Shell	5,73	4,5	5,47	6,58	5,69	3,63	3,53	0,73	1,96	4,25	6,01
BP	5,97	7,04	-1,27	7	3,15	6,3	1,08	-2,92	0,06	1,42	3,16
TOTAL	6,61	7,53	7,53	7,37	5,87	4,92	2	3,55	4,84	5,79	6,22
Eni	8,16	5,25	6,41	6,26	6,12	4,5	1,18	-12,97	-2,63	5,04	5,44
Equinor (Statoil)	6,64	3,96	7,23	12,2	9,76	6,44	3,61	-8,06	-6,4	7,53	9,59
PetroChina	12,08	11,7	10,93	7,65	5,94	6,45	5,24	2,34	0,55	1,25	2,46
Sinopec	2,13	5,1	4,09	3,16	2,46	2,46	1,76	1,82	2,75	2,41	2,33
CNOOC	43,22	31,15	34,96	35,59	31,29	23,28	25,34	12,88	0,47	14,22	25,09
Petrobras	15,05	18,38	16,29	13,85	7,68	7,89	-5,16	-8,94	-6	-0,1	7,56
ПАО «Газпром»	22,79	28,39	29,29	30,98	28,25	25,08	3,3	14,94	18,26	13,48	21,65
ПАО «НК «Роснефть»	36,16	25,68	30,8	26,7	23,37	24,57	13,58	12,37	6,17	6,73	12,73
ПАО «ЛУКОЙЛ»	12,55	11,39	11,68	10,51	10,72	7,44	4,32	6,26	4,81	8,6	9,41
Среднее значение	14,31	8,66	13,93	14,51	11,46	10,97	5,77	-29,83	-5,81	1,69	11,27

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

**Таблица 3**

**Структура чистой выручки от основной деятельности ведущих публичных нефтегазовых корпораций США в 2016 г., %**

**Table 3**

**The composition of net revenue from core operations of the leading public corporations in the U.S. oil and gas sector, 2016, percentage**

Сектор	ExxonMobil	Chevron	Occidental Petroleum	Devon Energy	Anadarko Petroleum	EOG Resources	Apache	Marathon Oil
Энергетика и электричество	–	–	–	–	–	–	–	–
Сжиженный природный газ	–	–	–	–	–	–	–	–
Природный газ	9,23	14,89	58,95	9,04	18,52	9,94	18,02	73,41
Газоконденсат				3,95	10,9	5,86	4,25	
Сырая нефть				19,31	55,26	57,85	77,73	
Битум	–	–	–	7,5	–	–	–	19,87
Синтетическая нефть	–	–	–	–	–	–	–	–
Химический сегмент	11,92	84,98	34,7	–	–	–	–	–
Переработка	78,85		–	–	–	–	–	–
Маркетинг и перепродажа			–	60,19	15,32	26,35	–	6,71
Сбор и подготовка сырья	–	–	6,32				–	–
Транспортировка	–	–			–	–	–	–
Дистрибуция	–	–	–	–	–	–	–	–
Прочая выручка	–	0,13	–	–	–	–	–	–

Источник: [20]

Source: [20]

**Таблица 4**

**Отношение чистого долга к акционерному капиталу 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., по состоянию на 31 декабря, %**

**Table 4**

**The ratio of net debt to share capital of the twenty five leading public corporations in the oil and gas sector, 2008–2018, as of 31 December, percent**

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	-19,49	-0,98	4,9	2,83	1,21	10,38	14,05	20,48	23,37	20,86	18,12
Chevron	-0,91	1,63	-2,73	-4,81	-6,48	2,74	9,65	18	26,82	22,86	16,25
ConocoPhillips	48,4	45	20,62	25,82	37,73	29,59	33,72	56,62	67,66	43,71	28,34
Occidental Petroleum	3,55	5,38	7,8	5,56	15,07	8,22	8,72	21,08	35,29	39,65	34,15
Devon Energy	32,02	42,6	14,36	19,72	32,93	29,06	45,42	153,26	138,27	83,56	38,46
Anadarko Petroleum	43,84	38,23	45,12	69,22	52,34	45,14	39,15	115,55	99,4	104,11	177,99
EOG Resources	17,37	21,12	43,34	34,76	40,92	29,8	21,58	45,91	38,53	34,1	23,38
Apache	22,66	19,14	32,85	23,87	38,89	23,41	40,39	284,88	114,89	91,91	105,05
Marathon Oil	27,56	29,55	16,6	25,2	32,88	32,04	19	32,64	27,28	42,12	33,29
Imperial Oil	-20,2	-3,95	4,38	0,04	7,11	30,81	29,63	35,49	19,36	16,42	17,12
Suncor Energy	49,76	39,22	30,26	18,07	16,91	15,19	18,83	28,83	32,3	28,44	34,38
Husky Energy	7,26	19,68	25,4	11,65	9,88	15,05	19,56	40,31	22,81	16,29	7,38
Canadian Natural Resources	70,69	49,65	40,4	37,28	35,82	37,42	48,38	61,08	63,91	70,52	64,18

Royal Dutch Shell	6,35	18,55	20,87	15,27	10,19	19,36	13,92	16,35	39,3	33,63	25,21
BP	29,73	26,95	29,33	27,85	26	21,11	22,75	30,05	38,7	39,73	44,93
TOTAL	23,66	28,1	26,4	26,76	24,44	25,52	34,59	36,42	32,82	17,26	22,08
Eni	42,53	50,34	51,23	50,65	28,21	35,37	32,26	43,62	40,66	36,11	29,46
Equinor (Statoil)	28,37	40,94	39,89	34,76	17,7	28,02	39,75	60,14	77,32	61,01	43,45
PetroChina	11,71	17,4	20,01	25,65	37,75	39,22	39,6	39,66	35,18	28,7	26,48
Sinopec	66,53	55,8	46,03	44,5	52,38	51,76	53,91	27,8	9,54	9,17	5,96
CNOOC	-3,67	-2,26	-2,88	5,45	0,93	34,4	32,05	39,58	35,76	31,5	29,97
Petrobras	21,74	43,09	28,54	36,24	49,11	66,23	99,28	154,99	126,23	108,43	98,23
ПАО «Газпром»	21,98	25,52	13,99	13,92	12,93	11,94	16,81	19,67	17,42	20,62	22,66
ПАО «НК «Роснефть»	58,6	47,98	35,58	27,55	29,91	66,7	105,68	95,77	84,47	101,96	87,81
ПАО «ЛУКОЙЛ»	15,04	16,16	14,91	9,37	5,06	11,59	12,97	18,7	13,57	8,21	1,04
Среднее значение	24,2	26,99	24,29	23,49	24,39	28,8	34,07	59,87	50,43	44,43	41,42

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

#### Таблица 5

Отношение стоимости компании к чистой выручке от основной деятельности 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., по состоянию на 31 декабря, %

Table 5

The ratio of corporate value to net revenue from core operations of the twenty five leading public corporations in the oil and gas sector, 2008–2018, as of 31 December, percent

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	0,98	1,33	1,22	1,03	1,02	1,28	1,24	1,71	2,41	1,9	1,31
Chevron	0,6	1,04	1	0,9	0,92	1,17	1,2	1,67	2,66	2,23	1,51
ConocoPhillips	0,47	0,78	0,65	0,49	1,63	1,98	2,03	2,8	3,73	2,76	2,26
Occidental Petroleum	2,1	4,52	4,43	3,35	2,88	3,34	3,47	4,68	6,32	5,29	3,06
Devon Energy	2,33	5,43	4,18	2,88	3,31	3,07	2,04	1,94	3,14	2,14	1,34
Anadarko Petroleum	1,97	5,14	4,82	4,08	3,97	3,61	3,27	4,42	6,39	3,81	2,99
EOG Resources	3	7,35	5,05	3,61	3,62	3,66	3,42	5,45	8,95	6,38	3,37
Apache	2,53	4,72	4,66	2,62	2,67	2,69	2,61	3,95	5,96	3,99	2,43
Marathon Oil	0,35	0,59	0,45	1,73	1,8	2,18	2,21	2,76	5,03	4,61	2,82
Imperial Oil	1,12	1,7	1,48	1,32	1,26	1,47	1,42	1,85	1,9	1,33	0,94
Suncor Energy	1,75	4,09	2,27	1,34	1,48	1,55	1,53	2,15	3,27	2,75	1,96
Husky Energy	1,1	1,88	1,52	1,11	1,39	1,56	1,26	1,31	1,63	1,16	0,73
Canadian Natural Resources	2,78	5,01	4,41	3,65	2,74	3,02	2,82	4,03	6,11	4,64	2,86
Royal Dutch Shell	0,36	0,75	0,64	0,55	0,51	0,59	0,57	0,65	1,29	1,13	0,75
BP	0,48	0,89	0,56	0,45	0,44	0,48	0,41	0,57	0,93	0,79	0,61
TOTAL	0,62	0,97	0,79	0,66	0,58	0,7	0,7	0,96	1,22	1,06	0,89
Eni	0,74	1,05	0,87	0,79	0,65	0,73	0,68	1,07	1,39	1	0,85
Equinor (Statoil)	0,65	1,17	1	0,91	0,71	0,92	0,94	1,3	1,89	1,56	1,13
PetroChina	1,97	2,89	1,71	1,15	1,06	0,91	1,15	1,26	1,27	0,96	0,74
Sinopec	0,56	1,07	0,49	0,36	0,34	0,31	0,4	0,43	0,42	0,36	0,25
CNOOC	2,72	5,03	4,45	2,56	2,97	2,56	2,08	2,89	3,89	3,09	2,85
Petrobras	0,93	2,62	2,34	1,51	1,44	1,35	1,14	1,34	2	1,75	1,6
ПАО	1,1	2,03	1,61	1,18	1,05	0,95	0,96	0,99	1,03	1	0,95

«Газпром»											
ПАО «НК «Роснефть»	1,92	4	2,62	1,76	2,17	2,14	1,99	1,9	2,41	2,05	1,89
ПАО «ЛУКОЙЛ»	0,48	0,92	0,69	0,48	0,52	0,53	0,37	0,49	0,67	0,54	0,54
Среднее значение	1,34	2,68	2,16	1,62	1,65	1,71	1,6	2,1	3,04	2,33	1,63

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

**Таблица 6**

**Операционные показатели ведущих публичных интегрированных нефтегазовых корпораций за 2012 и 2016 гг.**

**Table 6**

**Operating indicators of the leading public integrated corporations in the oil and gas sector, 2012 and 2016**

Компания	Добыча природного газа, тыс. барр. н.э./сутки	Добыча жидких углеводородов, тыс. барр. н.э./сутки	Выпуск продуктов переработки, тыс. барр./сутки	Продажа продуктов переработки, тыс. барр./сутки	Продажа продуктов нефтехимии, тыс. тонн метрических
<b>2012 г.</b>					
ExxonMobil	1 516	2 405	5 416	6 761	24 982
Chevron	854	1 649	1 858	3 429	–
<b>2016 г.</b>					
ExxonMobil	1 688	2 365	4 269	5 482	24 925
Chevron	875	1 719	1 292	2 675	6 080
Imperial Oil	20	336	362	484	908
Suncor Energy	6	617	429	521	–
Royal Dutch Shell	1 830	1 848	2 952	6 483	–
BP	1 220	2 048	1 685	5 600	–
TOTAL	1 181	1 271	1 871	4 183	–
Eni	793	878	444	652	3 759
PetroChina	1 491	2 516	1 678	3 104	21 320
Sinopec	349	830	2 929	3 802	45 856
Petrobras	323	2 224	1 887	2 064	–
ПАО «Газпром»	7 450	1 299	1 024*	1 389*	–
ПАО «НК «Роснефть»	1 080	4 282	1 956	2 006	3 500
ПАО «ЛУКОЙЛ»	328	1 874	1 286	2 432	1 477

Примечание. \* – сведения ПАО «Газпром» включают данные по газо- и нефтехимии.

Источник: [20]

Source: [20]

**Таблица 7**

**Отношение рыночной капитализации и стоимости компании к физическим объемам выпуска и реализации продукции переработки ведущих публичных интегрированных нефтегазовых корпораций за 2016 г., долл. США / барр.**

**Table 7**

**The ratio of market capitalization and corporate value to physical output and sale of products refined by the leading public integrated corporations in the oil and gas sector, 2016, USD per barrel**

Компания	Капитализация Выпуск	Стоимость компании Выпуск	Капитализация Реализация	Стоимость компании Реализация
ExxonMobil	87,7	96,86	68,3	75,43
Chevron	172,31	202,54	83,23	97,82
Imperial Oil	81,46	91,01	60,92	68,07
Suncor Energy	127,12	152,15	104,67	125,28
Royal Dutch Shell	77,58	102,42	35,32	46,64
BP	78,32	98,99	23,57	29,78
TOTAL	66,42	83,73	29,71	37,45
Eni	132,26	183,46	90,07	124,93
PetroChina	119,96	155,9	64,85	84,28
Sinopec	31,62	34,96	24,36	26,93
Petrobras	34,05	85,41	31,13	78,09
ПАО «Газпром»	54,99	86,06	40,54	63,44
ПАО «НК «Роснефть»	35,98	59,52	35,08	58,04
ПАО «ЛУКОЙЛ»	32,94	38,8	16,67	19,63
Phillips 66	19,91	24,53	20,37	24,97
Marathon Petroleum	14,12	19,73	11,77	16,45

Источник: [20]

Source: [20]

**Таблица 8**

**Структура чистой выручки от основной деятельности ведущих публичных нефтегазовых корпораций Канады и Западной Европы в 2016 г., %**

**Table 8**

**The composition of net revenue from core operations of the leading public corporations in the oil and gas sector of Canada and Western Europe in 2016, percentage**

Сектор	Canadian Natural Resources	Imperial Oil	Suncor Energy	Husky Energy	Royal Dutch Shell	BP	TOTAL	Eni	Equinor (Statoil)
Энергетика и электричество	–	–	–	–	–	–	–	57,5	–
Сжиженный природный газ	–	–	–	–	10,82	8,53	9,81	–	20,14
Природный газ	13,03	21,92	7,62	32,34	2,75	–	–	–	–
Газоконденсат	62,87	–	–	–	–	–	–	–	8,84
Сырая нефть	–	–	–	–	–	–	–	11,44	53,2
Битум	24,07	–	32,36	–	–	–	–	–	–
Синтетическая нефть	–	–	–	9,31	86,4	–	–	–	–
Химический сегмент	–	4,18	–	–	–	90,92	43,83	30,71	–
Переработка	–	73,9	60,02	58,35	–	–	–	–	17,82
Маркетинг и перепродажа	–	–	–	–	–	–	46,36	–	–
Сбор и подготовка сырья	1,03	–	–	–	–	–	–	–	–
Транспортировка	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Дистрибуция	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Прочая выручка	–	–	–	–	0,03	0,55	–	0,35	–

Источник: [20]

Source: [20]

**Таблица 9**

**Обеспеченность доказанными запасами жидких углеводородов ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., по состоянию на 31 декабря, годы**

**Table 9**

**The availability of proven reserves of liquid hydrocarbons of the leading public corporations in the oil and gas sector, 2008–2018, as of 31 December, years**

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	13,64	13,37	13,2	14,49	16,03	16,47	17,8	17,2	12,2	14,44	18,93
Chevron	12,18	10,35	9,26	9,56	10,04	10,04	10,02	9,84	10,06	10,4	10,44
ConocoPhillips	11,63	12,06	10,14	15,51	12,03	17,45	17,03	15,96	11,47	10,06	10,81
Occidental Petroleum	13,05	13,26	12,2	11,85	11,72	12,54	13,13	8,91	10,31	11,5	10,96
Devon Energy	9,64	15,38	15,89	15,44	14,87	13,16	11,43	8,08	8,14	9,22	9,22
Anadarko Petroleum	11,45	11,83	11,09	10,78	10,13	10,17	9,39	6,45	6,06	5,44	5,25
EOG Resources	10	10,88	14,02	13,11	13,04	12,26	11,92	11,22	11,96	11,71	11,4
Apache	11,16	10,08	10,46	10,11	9,93	9,48	9,59	7,67	6,75	7,24	7,33
Marathon Oil	8,24	13,53	12,24	14,46	13,15	13,71	14,95	16,12	17,4	11,19	11,19
Imperial Oil	18,32	31,36	32,94	41,92	45,45	42,34	44,55	35,58	10,57	12,68	31,43
Suncor Energy	25,56	24,72	16,3	18,69	18,5	21,7	20,76	19,32	19,52	17,07	15,35
Husky Energy	6,18	8,58	8,98	9,82	9,94	9,93	9,51	6,08	5,31	11,82	8,1
Canadian Natural Resources	32,62	26,05	23,97	28,32	25,73	24,4	22,45	22,52	25,6	30,87	28,85
Royal Dutch Shell	7,4	9,27	9,85	9,95	10,37	11,77	11,32	9,63	9,3	7,9	8,27
BP	11,78	11,36	12,36	13,42	13,36	13,71	13,96	12,81	13,79	12,94	14,33
TOTAL	10,69	11,29	12,24	12,93	12,73	12,71	14,05	12,41	11,64	11,09	10,58
Eni	8,88	9,42	9,96	11,13	10,38	10,61	10,67	10,74	10,57	11	10,93
Equinor (Statoil)	5,01	4,96	5,19	5,58	5,74	5,7	5,7	5,77	5,74	6,45	7,14
PetroChina	12,89	13,35	13,15	12,56	12,02	11,6	11,2	8,77	8,08	8,43	8,58
Sinorec	9,57	9,36	8,81	8,86	8,64	9,31	8,44	6,41	5,11	5,45	5,79
CNOOC	10,22	8,96	7,27	8,38	8,76	9,79	9,29	7,39	6,33	8,86	9,27
Petrobras	12,58	13,38	13,68	13,66	14,09	14,69	14,17	10,79	10,12	10,42	10,78
ПАО «Газпром»	30,95	32,02	30,39	30,59	29,81	28,93	28,14	25,73	25,2	24,5	23,61
ПАО «НК «Роснефть»	17,1	17,49	16,22	16,45	16,35	16,56	16,87	16,51	17,44	16,78	16,92
ПАО «ЛУКОЙЛ»	20,56	19,03	18,81	19,96	19,76	19,69	18,7	16,8	18,19	18,34	18,33
Среднее значение	13,65	14,45	13,95	21,02	14,9	15,15	15	13,15	11,87	12,23	12,95

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

**Таблица 10**

**Рыночная капитализация ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., по состоянию на 31 декабря, млн. долл. США**

**Table 10**

**The market capitalization of the leading public corporations in the oil and gas sector, 2008–2018, as of 31 December, million USD**

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	397 234	322 334	364 064	401 254	389 648	438 702	388 382	323 960	374 398	354 550	288 921
Chevron	148 173	154 575	183 183	210 796	210 516	239 028	210 859	169 378	222 630	238 450	207 010
ConocoPhillips	76 673	75 903	97 435	93 687	70 749	86 613	85 037	57 709	62 037	64 611	70 976
Occidental Petroleum	48 607	66 050	79 735	75 992	61 710	75 699	62 119	51 693	54 437	56 358	45 998
Devon Energy	29 058	33 092	33 775	25 054	20 767	25 091	24 974	12 958	23 885	21 735	10 085
Anadarko Petroleum	17 728	30 746	37 795	38 045	37 197	39 959	41 799	24 693	38 435	28 472	21 455
EOG Resources	16 620	24 569	23 225	26 501	32 810	45 835	50 482	38 924	58 304	62 423	50 764
Apache	24 946	34 710	45 593	34 793	30 744	34 017	23 596	16 811	24 068	16 084	9 836
Marathon Oil	19 316	22 104	26 291	20 606	21 677	24 604	19 096	8 523	14 662	14 391	11 744
Imperial Oil	28 780	32 944	34 365	37 838	36 370	37 483	36 568	27 610	29 488	25 993	19 842
Suncor Energy	18 130	55 480	59 873	45 037	50 028	51 755	45 934	37 323	54 535	60 365	44 285
Husky Energy	21 421	24 436	23 627	23 425	29 313	31 413	23 761	10 628	12 719	14 861	10 872
Canadian Natural Resources	21 547	39 399	48 336	41 140	31 408	36 738	33 807	23 904	35 406	43 782	29 020
Royal Dutch Shell	156 327	183 062	203 534	230 561	218 460	229 751	214 484	146 704	229 004	278 281	242 175
BP	141 528	181 709	136 987	135 111	131 319	150 138	116 750	96 591	131 975	150 329	136 324
TOTAL	121 510	135 270	127 687	117 850	116 195	139 309	117 490	104 500	124 270	139 208	137 908
Eni	84 391	92 888	79 092	75 046	87 664	87 384	67 812	54 104	58 724	59 600	56 695
Equinor (Statoil)	51 830	79 776	75 295	81 472	79 408	76 812	56 102	44 622	59 426	70 719	70 389
PetroChina	259 427	353 079	301 897	276 574	262 772	228 028	309 453	222 042	201 295	215 192	183 247
Sinorec	81 973	159 235	101 155	97 332	96 120	87 778	118 952	88 396	92 620	108 356	88 517
CNOOC	41 727	70 268	105 949	78 098	96 660	83 033	60 102	46 488	55 853	64 109	68 960
Petrobras	95 878	199 428	228 322	155 493	124 750	91 669	48 014	25 950	64 256	65 322	81 589
ПАО «Газпром»	87 396	139 024	145 808	122 145	108 740	97 295	53 160	42 855	56 312	50 072	48 834
ПАО «НК «Роснефть»	36 229	79 983	68 931	63 893	82 125	81 451	36 885	36 826	70 377	53 634	65 979
ПАО «ЛУКОЙЛ»	27 710	47 462	44 405	40 972	49 933	47 051	29 855	22 947	40 538	41 081	50 127
Среднее значение	82 166	105 501	107 054	101 949	99 083	102 665	91 019	69 446	87 586	91 919	82 062

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

**Таблица 11**

**Структура чистой выручки от основной деятельности ведущих публичных нефтегазовых корпораций Китая, Бразилии и России в 2016 г., %**

**Table 11**

**The composition of net revenue from core operations of the leading public corporations of China, Brazil and Russia in 2016, percentage**

Сектор	PetroChina	Sinopec	CNOOC	Petrobras	ПАО «Газпром»	ПАО «НК «Роснефть»	ПАО «ЛУКОЙЛ»
Энергетика и электричество	–	–	–	8,49	7,88	–	–
Сжиженный природный газ	–	–	–	–	–	–	–
Природный газ	16,2	3,74	82,82	1,82	54,04	33,25	23,61
Газоконденсат					6,74%		
Сырая нефть							
Битум	–	–	–	–	–	–	–
Синтетическая нефть	–	–	–	–	–	–	–
Химический сегмент	22,88	10,81	–	–	24,51	65,57	75,09
Переработка		27,61	–	55,89			
Маркетинг и перепродажа	51,12	33,97	13,86				
Транспортировка	9,72	–	–		3,26		
Сбор и подготовка сырья	–	–	–	–	–	–	–
Дистрибуция	–	–	–	33,79	–	–	–
Прочая выручка	0,08	23,87	3,32	0,01	3,57	1,18	1,3

Источник: [20]

Source: [20]

### Список литературы

1. *Минасян В.Б.* Оценка рисков, возникающих при применении технологии мультипликаторов для оценки акций // *Финансы: теория и практика.* 2018. Т. 22. Вып. 3. С. 124–135. URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2018-22-3-124-135>
2. *Минасян В.Б., Ивко Д.Г.* Анализ модельного риска использования технологии мультипликаторов при оценке акций российских компаний // *Финансы: теория и практика.* 2019. Т. 23. Вып. 6. С. 91–116. URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2019-23-6-91-116>
3. *Тимофеев Д.В.* Моделирование суверенной премии за риск на развивающихся рынках капитала // *Корпоративные финансы.* 2015. Т. 9. № 2. С. 54–75. URL: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.9.2.2015.54-75>
4. *Халикова М.А., Белай И.Е., Галимзянов Р.Н.* Оценка стоимости контрольного пакета акций нефтяной компании // *Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ».* 2016. Т. 8. № 3. URL: <https://naukovedenie.ru/PDF/114EVN316.pdf>

5. Назарова В.В., Шевякина О.Р. Определение оптимальной премии в сделках слияния и поглощения в нефтегазовом секторе // *Корпоративные финансы*. 2015. Т. 9. № 4. С. 5–30. URL: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.9.4.2015.5-30>
6. Липатников В.С., Кирсанова К.А. Оценка влияния неблагоприятной экономической и геополитической ситуации на стоимость российских нефтегазовых компаний // *Управленческие науки*. 2018. Т. 8. Вып. 2. С. 30–43. URL: <https://doi.org/10.26794/2404-022X-2018-8-2-30-43>
7. Козлова А.С., Одинокова К.А., Тараскин Д.С. Основные подходы к оценке стоимости публичных компаний // *Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета*. 2019. № 1. С. 105–111. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osnovnye-podhody-k-otsenke-stoimosti-publichnyh-kompaniy/viewer>
8. Скавыш И.А. Эффективность применения специальных отраслевых мультипликаторов в сравнении с универсальными мультипликаторами // *Финансовое право и управление*. 2017. № 1. С. 1–10. URL: <https://doi.org/10.7256/2454-0765.2017.1.22220>
9. Кокин А.С., Осколков И.М., Сызганова А.А. Сравнительный подход к оценке стоимости акций нефтегазовых компаний России на основе фундаментального анализа // *Экономика: вчера, сегодня, завтра*. 2019. Т. 9. № 1А. С. 241–258. URL: <http://publishing-vak.ru/file/archive-economy-2019-1/25-kokin.pdf>
10. Татаринцева С.Г., Самойлов Н.А., Удалова Д.В. Финансовый контроль индикаторов инвестиционной привлекательности корпорации в учетной и стоимостной модели // *Инновационное развитие экономики*. 2019. № 1. С. 210–216. URL: [http://www.ineconomic.ru/sites//field\\_print\\_version/jurnal-1-49-2019.pdf](http://www.ineconomic.ru/sites//field_print_version/jurnal-1-49-2019.pdf)
11. Усманова А.С., Нестеренко Е.А., Тараскин Д.С. Оценка стоимости публичных компаний России по отраслям хозяйствования // *Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета*. 2020. № 2. С. 103–107. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-stoimosti-publichnyh-kompanii-rossii-po-otraslyam-hozyaystvovaniya/viewer>
12. Ивко Д.Г. Особенности проведения оценки стоимости российских компаний методом рыночных мультипликаторов // *Финансы и управление*. 2017. № 1. С. 34–46. URL: <https://doi.org/10.7256/2409-7802.2017.1.22087>
13. Ивко Д.Г. Проведение оценки стоимости российских компаний: риски использования метода рыночных мультипликаторов // *Финансы и управление*. 2018. № 1. С. 8–22. URL: <https://doi.org/10.25136/2409-7802.2018.1.25448>
14. Басиладзе Г.Р. Сравнительный анализ инвестиционной привлекательности ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «РОСНЕФТЬ», ПАО «ГАЗПРОМ» // *Гуманитарные,*

- социально-экономические и общественные науки. 2017. № 1. С. 145–147.  
URL: <https://online-science.ru/userfiles/file/j4fvpgaivpzuzjeo7td7snavgwf6uldm.pdf>
15. Пономарева С.В., Железнова И.В. Особенности проведения обратного выкупа акций компаниями в России // Вестник Пермского национального исследовательского политехнического университета. Социально-экономические науки. 2017. № 2. С. 165–178. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-provedeniya-obratnogo-vykupa-aktsiy-kompaniyami-v-rossii/viewer>
16. Дорофеева К.А. Организация внутреннего финансового контроля в корпорациях нефинансового сектора // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2020. № 4. С. 108–113.  
URL: [https://unecon.ru/sites/default/files/izvestiya\\_no\\_4-2020.pdf](https://unecon.ru/sites/default/files/izvestiya_no_4-2020.pdf)
17. Юрлов Ф.Ф., Корнилов Д.А., Корнилова Е.В., Плеханова А.Ф. Сравнительная оценка эффективности крупных компаний нефтегазового сектора // Вестник НГИЭИ. 2020. № 7. С. 83–92. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sravnitel'naya-otsenka-effektivnosti-krupnyh-kompaniy-neftegazovogo-sektora/viewer>
18. Васильева Е.В., Петрова С.Б. Стратегический анализ факторов, влияющих на развитие нефтегазовых корпораций России // Вестник Екатеринбургского института. 2015. № 2. С. 8–14.
19. Шимко О.В. Анализ результатов финансово-хозяйственной деятельности ведущих публичных корпораций нефтегазовой отрасли после мирового финансового кризиса: монография. М.: Наука, 2019. 339 с.
20. Шимко О.В. Современные особенности оценки стоимости нефтегазовых корпораций сравнительным подходом: монография. М.: Международные отношения, 2018. 252 с.

### **Информация о конфликте интересов**

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

## THE USE OF REVENUE-BASED MULTIPLIERS FOR THE APPRAISAL OF OIL AND GAS COMPANIES

Oleg V. SHIMKO

Institute of Economics of Russian Academy of Sciences (IE RAS),  
Moscow, Russian Federation  
shima\_ne@mail.ru  
<https://orcid.org/0000-0002-0779-7097>

### Article history:

Article No. 625/2020  
Received 3 Nov 2020  
Received in revised form  
16 November 2020  
Accepted 30 Nov 2020  
Available online  
25 December 2020

**JEL classification:** G32,  
L25, L71, M41, O12

**Keywords:** revenue,  
appraisal, comparative  
approach, multiplier, oil  
and gas

### Abstract

**Subject.** The article focuses on ratios of the market capitalization and corporate value to revenue of the twenty five leading public companies in the oil and gas sector within 2008 through 2018.

**Objectives.** The study is to trace key trends in ratios of corporations in the oil and gas. I also determine what caused such a transformation for the analyzable period and whether the multipliers are applicable to appraise the corporate value in the oil and gas sector.

**Methods.** The study is based on methods of comparative and financial-economic analysis, summarizing financial reporting data.

**Results.** Revenue-based ratios are found to be applicable to appraise the value of oil and gas companies. Although having the similar composition of net revenue, companies with better profitability have higher multipliers. Integrated corporations were found to have lower multipliers than independent companies. The study shows that the import-based petrochemical production tends to have the lower value than that using domestic resources. The multiplier goes down if the company's revenue includes proceeds from the resale. As the debt burden grows, the multiplier decreases. Therefore, considering the significant difference in the debt burden, the multiplier should better include the corporate value instead of the market capitalization, since the corporate value comprises the net debt. I also discovered the country-related factor, which should be taken into consideration when using the multiplier.

**Conclusions and Relevance.** The use of revenue-based multipliers requires the thorough analysis of the financial and business operations of companies. However, it is quite acceptable when the overall profitability decreases and the debt burden increases in the public segments of the global oil and gas industry. The findings can be used to appraise the value of oil and gas assets as part of the comparative approach and decide on actions for raising the market capitalization of public oil and gas corporations.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2020

**Please cite this article as:** Shimko O.V. The Use of Revenue-Based Multipliers for the Appraisal of Oil and Gas Companies. *Digest Finance*, 2020, vol. 25, iss. 4, pp. 387–415.  
<https://doi.org/10.24891/df.25.4.387>

## References

1. Minasyan V.B. [Assessment of risks arising from the use of multiplier technology to assess the shares]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2018, vol. 22, iss. 3, pp. 124–135. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2018-22-3-124-135>

2. Minasyan V.B., Ivko D.G. [Model risk analysis of multiplier technology applied at stock valuation of Russian companies]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2019, vol. 23, iss. 6, pp. 91–116. (In Russ.)  
URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2019-23-6-91-116>
3. Timofeev D.V. [Premium in emerging markets]. *Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance*, 2015, vol. 9, iss. 2, pp. 54–75. (In Russ.)  
URL: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.9.2.2015.54-75>
4. Khalikova M.A., Belai I.E., Galimzyanov R.N. [The evaluation of a controlling stake of the oil company]. *NAUKOVEDENIE*, 2016, vol. 8, no. 3. (In Russ.)  
URL: <https://naukovedenie.ru/PDF/114EVN316.pdf>
5. Nazarova V.V., Shevyakina O.R. [Determination of an optimum premium paid in M&A transactions in oil and gas section]. *Korporativnye finansy = Journal of Corporate Finance*, 2015, vol. 9, iss. 4, pp. 5–30. (In Russ.)  
URL: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.9.4.2015.5-30>
6. Lipatnikov V.S., Kirsanova K.A. [Assessment of the impact of the adverse economic geopolitical environment on the worth of Russian oil and gas companies]. *Upravlencheskie nauki = Management Science*, 2018, vol. 8, iss. 2, pp. 30–43. (In Russ.)  
URL: <https://doi.org/10.26794/2404-022X-2018-8-2-30-43>
7. Kozlova A.S., Odinkova K.A., Taraskin D.S. [Most popular approaches to valuation of public companies]. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsial'no-ekonomicheskogo universiteta = Bulletin of the Saratov State Socio-Economic University*, 2019, no. 1, pp. 105–111.  
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osnovnye-podhody-k-otsenke-stoimosti-publichnyh-kompaniy/viewer> (In Russ.)
8. Skavysh I.A. [Efficiency of applying industry-specific multipliers versus universal multipliers]. *Finansovoe pravo i upravlenie = Financial Law and Management*, 2017, no. 1, pp. 1–10. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.7256/2454-0765.2017.1.22220>
9. Kokin A.S., Oskolkov I.M., Syzganova A.A. [Comparative approach to estimation of cost of stocks of the oil and gas companies of Russia on the basis of the fundamental analysis]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra = Economics: Yesterday, Today, Tomorrow*, 2019, vol. 9, no. 1A, pp. 241–258. URL: <http://publishing-vak.ru/file/archive-economy-2019-1/25-kokin.pdf> (In Russ.)
10. Tatarintseva S.G., Samoilov N.A., Udalova D.V. [Financial control of indicators of investment attractiveness of a corporation in the accounting and value model]. *Innovatsionnoe razvitie ekonomiki = Innovative Development of Economy*, 2019, no. 1, pp. 210–216.  
URL: [http://www.ineconomic.ru/sites/field\\_print\\_version/jurnal-1-49-2019.pdf](http://www.ineconomic.ru/sites/field_print_version/jurnal-1-49-2019.pdf) (In Russ.)
11. Usmanova A.S., Nesterenko E.A., Taraskin D.S. [Valuation of public companies in Russia by business sector]. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo sotsial'no-ekonomicheskogo universiteta = Bulletin of Saratov State Socio-Economic University*, 2020, no. 2, pp. 103–107.  
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-stoimosti-publichnyh-kompanii-rossii-po-otraslyam-hozyaystvovaniya/viewer> (In Russ.)

12. Ivko D.G. [Peculiarities of assessing Russian companies' value by using the method of market multipliers]. *Finansy i upravlenie = Finance and Management*, 2017, no. 1, pp. 34–46. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.7256/2409-7802.2017.1.22087>
13. Ivko D.G. [Estimating Russian company value: Risks related to using the method of market multipliers]. *Finansy i upravlenie = Finance and Management*, 2018, no. 1, pp. 8–22. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.25136/2409-7802.2018.1.25448>
14. Basiladze G.R. [Comparative analysis of investment appeal of PJSC LUKOIL, PJSC ROSNEFT, PJSC CAZPROM]. *Gumanitarnye, sotsial'no-ekonomicheskie i obshchestvennyye nauki = Humanities, Social-Economic and Social Sciences*, 2017, no. 1, pp. 145–147. URL: <https://online-science.ru/userfiles/file/j4fvpgaivpzuzjeo7td7snavgwf6uldm.pdf>
15. Ponomareva S.V., Zheleznova I.V. [Features of share buybacks in Russia]. *Vestnik Permskogo natsional'nogo issledovatel'skogo politekhnicheskogo universiteta. Sotsial'no-ekonomicheskie nauki = PNRPU Sociology and Economics Bulletin*, 2017, no. 2, pp. 165–178. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-provedeniya-obratnogo-vykupa-aktsiy-kompaniyami-v-rossii/viewer>
16. Dorofeeva K.A. [Organization of internal financial control in non-finance corporations]. *Izvestiya Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta = Bulletin of Saint-Petersburg State University of Economics*, 2020, no. 4, pp. 108–113. URL: [https://unecon.ru/sites/default/files/izvestiya\\_no\\_4-2020.pdf](https://unecon.ru/sites/default/files/izvestiya_no_4-2020.pdf) (In Russ.)
17. Yurlov F.F., Kornilov D.A., Kornilova E.V., Plekhanova A.F. [Comparative evaluation of efficiency of large companies oil and gas sector]. *Vestnik NGIEI = Bulletin NGIEI*, 2020, no. 7, pp. 83–92. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sravnitel'naya-otsenka-effektivnosti-krupnyh-kompaniy-neftegazovogo-sektora/viewer> (In Russ.)
18. Vasil'eva E.V., Petrova S.B. [Strategic analysis of factors influencing the development of oil and gas corporations in Russia]. *Vestnik Ekaterininskogo instituta = Bulletin of the Yekaterina Institute*, 2015, no. 2, pp. 8–14. (In Russ.)
19. Shimko O.V. *Analiz rezul'tatov finansovo-khozyaistvennoi deyatel'nosti vedushchikh publichnykh korporatsii neftegazovoi otrasli posle mirovogo finansovogo krizisa* [An analysis of the results of financial and economic activities of leading public corporations in the oil and gas industry after the global financial crisis]. Moscow, Nauka Publ., 2019, 339 p.
20. Shimko O.V. *Sovremennye osobennosti otsenki stoimosti neftegazovykh korporatsii sravnitel'nym podkhodom* [Contemporary distinctions of the valuation of oil and gas companies through the comparative approach]. Moscow, Mezhdunarodnye otnosheniya Publ., 2018, 252 p.

### Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.