

МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ НА БАЗЕ EBITDA И DACF КАК ИНДИКАТОР ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ ВЕРТИКАЛЬНО ИНТЕГРИРОВАННЫХ КОМПАНИЙ

Олег Владимирович ШИМКО

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

История статьи:

Рег. № 701/2020
Получена 14.12.2020
Получена в
доработанном виде
28.12.2020
Одобрена 14.01.2021
Доступна онлайн
29.04.2021

УДК 338.001.36

JEL: G32, L25, L71,
M41, O12

Ключевые слова:

оценка стоимости,
мультипликатор,
EV/EBITDA, EV/DACF,
нефтегазовая отрасль

Аннотация

Предмет. Показатели коэффициентов EV/EBITDA и EV/DACF у 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций в период с 2008 по 2018 г.

Цели. Выявление ключевых тенденций изменения значений коэффициентов отношения EV/EBITDA и EV/DACF ведущих публичных нефтегазовых корпораций, определение тех факторов, которые привели к данной трансформации за изученный период, установление применимости указанных мультипликаторов для оценки стоимости бизнеса в рамках нефтегазовой отрасли.

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

Результаты. Выявлено, что мультипликаторы EV/EBITDA и EV/DACF приемлемы для оценки стоимости нефтегазовых компаний. Установлено, что уровень EV зависит от рентабельности, обеспеченности доказанными запасами и странового фактора. Определено, что требуется производить корректировку EBITDA на отражаемые отдельно от затрат на износ, истощение и амортизацию сведения по обесценению, переоценке и списанию активов, а также на доходы или расходы, которые образуются после реализации основных средств и по результатам вступивших в силу судебных решений или мировых соглашений. Выявлено, что DACF целесообразно корректировать на доходы, расходы и изменения в активах и обязательствах, которые вызваны неординарными для нефтегазовых компаний событиями. Установлено, что при существенном выходе поправочного коэффициента за стандартный диапазон на передний план в DACF может выдвинуться поправка на процентные платежи, и тогда лучше ограничиться мультипликатором EV/CF.

Выводы. Применение мультипликаторов EV/EBITDA и EV/DACF требует детального анализа и при необходимости корректировки входящих в их состав компонентов, но вполне актуально в условиях снижения рентабельности и роста долговой нагрузки в биржевом секторе мировой нефтегазовой отрасли.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2020

Для цитирования: Шимко О.В. Мультипликаторы на базе EBITDA и DACF как индикатор инвестиционной привлекательности отечественных вертикально интегрированных компаний // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2021. – Т. 20, № 4. – С. 718 – 752.
<https://doi.org/10.24891/ea.20.4.718>

Введение

Для отечественных экономистов характерен повышенный интерес к нефтегазовому сектору, что вполне закономерно ввиду того, что уже на протяжении многих лет данная отрасль имеет огромную важность для всего национального хозяйства страны. Так, продукция нефтегазового сектора находится на ведущих ролях в структуре промышленного производства и экспорта товаров и, как следствие, обеспечивает заметную часть поступлений в бюджет государства и формирует стабилизационный фонд страны. Нефтегазовые корпорации совокупно образуют также и основу всего биржевого сегмента экономики Российской Федерации.

В своих трудах научное сообщество не обходит стороной и такой важный аспект, как оценка стоимости различных нефтегазовых активов. Авторы уделяют внимание распространенным методам доходного, расходного и сравнительного подходов, выявляют сильные и слабые стороны их использования применительно именно к нефтегазовому сектору, а также оценивают стоимость всевозможных отраслевых активов. В данном контексте весьма примечательны относящиеся к сравнительному подходу в оценке стоимости метод компании-аналога и метод отраслевых коэффициентов, которые получили достаточно широкое освещение в отечественной научной литературе [1].

Перечисленные методы выстраиваются на применении разнообразных мультипликаторов, в числе которых имеются как общераспространенные коэффициенты, так и характерные сугубо для нефтегазового сектора показатели. К общепринятым мультипликаторам обычно причисляют те коэффициенты, которые выражают отношение рыночной капитализации или отличающегося от нее на величину чистого долга показателя стоимости компании к активам [2], выручке [3], чистой прибыли [4], EBITDA [5] и DACF [6]. А среди специальных мультипликаторов обычно выделяют коэффициенты, где в качестве составных компонентов в структуре используются сведения по добыче [7] и запасам [8] сырой нефти и природного газа.

Стоит заметить, что среди обозначенных мультипликаторов достаточно широкое распространение в рамках сравнительного подхода в нефтегазовой отрасли получил коэффициент отношения стоимости компании (EV) к величине EBITDA [9]. Данный коэффициент отражает то количество лет, которое может потребоваться потенциальному инвестору, чтобы генерируемая нефтегазовой корпорацией величина EBITDA совокупно достигла затрат на приобретение самой компании. Указанный показатель вполне закономерно рассматривается при анализе эффективности применения специальных отраслевых мультипликаторов в сравнении с универсальными мультипликаторами [10]. Данный коэффициент затрагивается и при определении оптимальной премии в сделках слияния и поглощения [11]. Важно подчеркнуть и то, что отечественные авторы изучают

особенности практического применения обозначенного мультипликатора для нефтегазовых компаний с высокой долговой нагрузкой [12].

Но коэффициент отношения стоимости компании к EBITDA затрагивается и в тех научных работах, которые относятся к оценке стоимости корпораций отрасли достаточно опосредованно. Так, данному мультипликатору уделяется внимание при стратегическом анализе тех факторов, которые влияют на развитие нефтегазовых компаний России [13]. Показатель представляет интерес и при сравнительной оценке эффективности крупных отраслевых корпораций [14]. Коэффициент упоминается и с позиции определения влияния структуры капитала на стоимость компаний, в том числе и относящихся к нефтегазовому сектору [15]. Искомый мультипликатор имеет значимость при исследовании особенностей проведения обратного выкупа акций [16], а также способствует принятию решений при формировании инвестиционного портфеля [17].

Напротив, научное сообщество почти не задействует в своих работах по тематике оценки стоимости коэффициент отношения стоимости компании (EV) к чистому денежному потоку нефтегазовой корпорации от основной деятельности с поправкой на долг (DACF). Следовательно, показатель DACF представляет собой чистый денежный поток нефтегазовой корпорации от основной деятельности, который суммируется с процентными расходами, скорректированными на отношение расходов по налогу на прибыль к прибыли до выплаты упомянутого налога. Данный мультипликатор демонстрирует то количество лет, которое может потребоваться потенциальному инвестору, чтобы денежные средства, полученные от операционной деятельности, сравнялись с затратами на приобретение компании. А потому неудивительно, что публичные нефтегазовые корпорации включают указанный показатель в публикуемые ими аналитические материалы¹. Необходимо отметить, что авторы используют и довольно близкий по смыслу коэффициент отношения рыночной стоимости акции к величине денежного потока от основной деятельности [18], но и обозначенный мультипликатор на практике широкого распространения не получил.

Получается, что отечественным научным сообществом фактически не охватывается столь значимое при оценке стоимости сравнительным подходом направление, как установление характерного для всего биржевого сегмента нефтегазовой отрасли уровня мультипликаторов на основе EBITDA и DACF. Следовательно, не определяются ключевые тенденции и не выявляются основные причины происходящих в нефтегазовом секторе изменений. Но осуществление подобного рода исследований представляет собой достаточно сложную задачу, которая требует сбора и последующей обработки весьма обширного массива данных за длительный период времени и по довольно внушительному количеству отраслевых компаний. Хотя именно такой подход и обеспечивает возможность получения наиболее

¹ Справочник аналитика 2019.

URL: <http://extraowa.lukoil.com/op/view.aspx?src=https://lukoil.ru/FileSystem/9/468449.xlsx>

полного и достоверного представления о складывающейся в отрасли ситуации с изучаемыми мультипликаторами.

Методика формирования перечня ведущих публичных нефтегазовых корпораций мира

При выявлении характерных для биржевого сегмента отрасли значений мультипликаторов большое значение имеет определение тех принципов, согласно которым происходит выбор и включение тех или иных компаний в исследуемый в последующем перечень корпораций. В связи с этим требуется выделить то обстоятельство, что для любой компании, акции которой торгуются на бирже, важнейшим показателем выступает рыночная капитализация. А потому обозначенную характеристику лучше всего использовать как целевой ориентир для отнесения корпорации к числу ведущих публичных нефтегазовых компаний. Но биржевой сегмент мировой экономики включает в себя внушительное число компаний из разных отраслей народного хозяйства. Тогда ощутимую значимость приобретает наличие самих инструментов для корректного отбора корпораций в перечень ведущих публичных нефтегазовых компаний мира за продолжительный временной диапазон на базе достоверных источников информации, что в итоге и даст возможность отследить трансформацию присущего для биржевого сегмента отрасли уровня интересующих мультипликаторов.

Такому подходу к анализу суммарно соответствуют публиковавшийся вплоть до 2015 года рейтинг *Financial Times Global 500*² и до сих пор выходящий список *Forbes Global 2000*³, в которых как раз и приводятся данные по рыночной капитализации самых крупных в мире корпораций. Закономерно, что в искомый перечень ведущих публичных нефтегазовых компаний мира надлежит включать лишь те корпорации, которые на протяжении всего охватываемого рамками исследования периода стабильно попадали в каждый из существовавших на тот момент рейтингов. По результатам анализа выявлено, что заявленному критерию всецело удовлетворяют 25 нефтегазовых компаний.

Больше всего компаний из полученного списка относятся к нефтегазовому сектору США. Таковыми являются интегрированные корпорации *ExxonMobil* и *Chevron* и крупные независимые компании *ConocoPhillips*, *Occidental Petroleum*, *Devon Energy*, *Anadarko Petroleum*, *EOG Resources*, *Apache* и *Marathon Oil*. И столь внушительное число компаний из США в совокупном перечне является вполне объяснимым по причине того, что именно там расположено гораздо больше компаний с высокой рыночной капитализацией, чем в любой другой стране мира. В список вошли и компании из Канады. Ими стали интегрированные корпорации *Imperial Oil*, *Suncor Energy*, *Husky Energy* и независимая компания *Canadian Natural Resources*. Имеется

² FT Global 500. URL: <http://im.ft-static.com/content/images/b38c350e-169d-11e5-b07f-00144feabdc0.xls>

³ Forbes Global 2000 2019. URL: <http://www.forbes.com/global2000/list>

там и одна компания из Южной Америки, которой выступает базирующаяся в Бразилии интегрированная корпорация Petrobras.

Страны Западной Европы в перечне представляют сугубо интегрированные корпорации Royal Dutch Shell, BP, TOTAL, Eni и Equinor. Присутствуют в нем и компании из Китая. В данную совокупность входят интегрированные корпорации Sinopec и PetroChina и независимая компания CNOOC. В списке есть и компании из России. Туда попали крупнейшие интегрированные нефтегазовые корпорации ПАО «Газпром», ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «ЛУКОЙЛ». В своей сумме все перечисленные компании и формируют тот самый перечень ведущих публичных нефтегазовых корпораций, на базе которого затем уже образуются характерные для биржевого сегмента отрасли значения мультипликаторов, выражающих отношение стоимости компании к EBITDA и DACF.

Динамика изменения значений мультипликаторов EV/EBITDA и EV/DACF ведущих публичных нефтегазовых компаний

За рассмотренный период, характерный для биржевого сегмента нефтегазовой отрасли, уровень мультипликатора на основе EBITDA несколько понизился (*табл. 1*), тогда как соответствующее значение коэффициента на базе DACF продемонстрировало определенный рост (*табл. 2*). Примечательно, что в охваченном временном диапазоне максимальная величина у обоих показателей превосходила минимальные значения менее чем в три раза. Получается, что рыночная оценка нефтегазовых компаний отрасли не изменяется соразмерно трансформации EBITDA и DACF. Сам же уровень среднеотраслевых показателей варьируется в сравнительно узком интервале величин, что вполне позволяет использовать их для оценки стоимости нефтегазовых компаний даже в периоды низких цен на нефть, которые наблюдались в самый разгар мирового финансового кризиса и во время довольно затяжного отраслевого потрясения.

Показатели мультипликаторов по каждой из компаний ввиду их довольно внушительного числа целесообразно изучать в привязке к отдельным странам или регионам, что в значительной степени упрощает выявление и последующее структурирование присущей отдельным нефтегазовым корпорациям специфики. Так, для нефтегазовой отрасли США в благоприятные с позиции цен на сырье периоды характерно отсутствие явных различий между значениями EV/EBITDA и EV/DACF у независимых компаний и интегрированных корпораций, несмотря на ощутимые различия в структуре формируемой выручки. Указанную особенность подтверждают также и данные интегрированных корпораций Marathon Oil и ConocoPhillips, которые прошли через процедуру вывода из структуры бизнеса всех перерабатывающих активов и превратились в сугубо независимые компании. В 2011 г. от Marathon Oil отделилась перерабатывающая корпорация Marathon Petroleum, акции которой начали свободно обращаться на бирже. А в следующем году сегмент переработки ConocoPhillips был преобразован в самостоятельную

публичную корпорацию Phillips 66. Подобные трансформации не привели к серьезным изменениям значений EV/EBITDA и EV/DACF Marathon Oil и ConocoPhillips на фоне динамики конкурентов по нефтегазовой отрасли США.

В кризисные периоды величина исследуемых показателей существенно увеличивалась, а в ряде случаев и вовсе переходила в отрицательный диапазон. Следовательно, резкое падение цен сказывается на DACF и в особенности на EBITDA гораздо сильнее, чем на показателе EV. Несомненным преимуществом использования EV по сравнению с рыночной капитализацией является то, что показатель стоимости компании включает в свой состав чистый долг, который, в условиях повышения значимости привлеченного капитала в биржевом сегменте нефтегазовой отрасли позволяет в некоторой степени нивелировать воздействие на рыночную оценку указанной составляющей.

Помимо долговой нагрузки на уровень рыночной капитализации, а потому и на величину показателя EV, заметное воздействие оказывает и рентабельность нефтегазовой компании. По причине того, что при длительном сохранении низких цен на нефть происходит серьезное падение показателей DACF и EBITDA, влияние рентабельности на мультипликаторы становится более очевидным в благоприятные для отрасли периоды, когда котировки продолжительное время остаются высокими. И подобный период в нефтегазовом секторе отмечался с 2010 г., в то время отрасль начала оправляться от последствий мирового финансового кризиса. А продержались такие цены на сырье до обвала нефтяных котировок в 2014 г., который ознаменовал начало затяжного кризиса в отрасли.

Наглядным примером в данном случае является компания Marathon Oil, у которой оба исследуемых мультипликатора в благоприятный для отрасли период имели весьма низкие значения. Необходимо отметить, что такие результаты были свойственны Marathon Oil как в статусе интегрированной корпорации, так и после перехода в разряд независимых компаний. Ключевой причиной тому послужило наличие в общей структуре реализации Marathon Oil довольно внушительной составляющей от продажи синтетической нефти. Данный тип нефти получается из битуминозных песков и относится к нетрадиционным для компаний нефтегазовой отрасли ресурсам. Но сами издержки, которые возникают в связи с добычей песка и дальнейшей выработкой из него нефти, в расчете на баррель сырья зачастую ощутимо превышают затраты на разработку традиционных месторождений нефти и природного газа. Указанное обстоятельство не лучшим образом сказывалось на рентабельности Marathon Oil (табл. 3), которая в свою очередь негативно влияла на показатель EV (табл. 4). Завершилось все тем, что корпорация в 2017 г. реализовала все свои активы, связанные с разработкой нефтяных песков в Канаде.

Примечательно, что даже при высоких ценах на нефть у независимых компаний Devon Energy и Anadarko Petroleum временами отмечалось резкое падение показателя EBITDA (табл. 5), что в свою очередь оказывало воздействие на

значение мультипликаторов EV/EBITDA обозначенных корпораций. И потому вполне закономерно, что в периоды низких цен на нефть величина коэффициента EV/EBITDA у независимых компаний США возрастала гораздо сильнее, чем у интегрированных корпораций. А у независимых компаний Occidental Petroleum, Devon Energy, Anadarko Petroleum и EOG Resources значение данного показателя и вовсе перемещалось в отрицательный диапазон величин. Подобные результаты свидетельствуют о том, что для преимущественно реализующих добываемое или перепродаваемое сырье независимых компаний низкие нефтяные котировки являются более значимым фактором, чем для интегрированных корпораций, в структуре выручки большинства из которых доминирует продукция переработки. Причина кроется в том, что цены на нефтепродукты не изменяются соразмерно котировкам на нефть. А в кризисные для всей отрасли периоды происходит обвал цен на сырье, которые затем долгое время находятся на низком уровне, что и приводит к таким показателям у независимых компаний США.

Не только лишь снижение выручки в длительные периоды низких цен на нефть может существенным образом отразиться на величине показателя EBITDA. Также значительное влияние на значение EBITDA способны оказать и такие компоненты отчета о прибылях и убытках, как обесценение, переоценка и списание активов (табл. 6). Указанные составляющие приводятся как отдельные компоненты в структуре финансовой отчетности, а потому и учитываются при расчете показателя EBITDA в его стандартном представлении. Но так происходит далеко не у всех публичных компаний отрасли, часть корпораций включают их в состав затрат по износу, истощению и амортизации, которые вполне обоснованно возрастали в периоды мирового финансового и затяжного отраслевого кризисов, когда цены на нефть длительное время находились на низком уровне.

Довольно ярким примером выступает компания Apache, у которой в разгар отраслевого кризиса в 2015 г. расходы по износу, истощению и амортизации достигли 29 372 млн долл., хотя годом ранее они насчитывали лишь 10 158 млн долл. Основная часть данных расходов на сумму в 25 517 млн долл. пришлась на дополнительные затраты по износу, истощению и амортизации, к которым сама компания относила частичное списание по итогам переоценки балансовой стоимости доказанных запасов нефти и газа. Но Apache отдельно от расходов по износу, истощению и амортизации в отчете о прибылях и убытках приводила сведения по затратам, вызванным обесценением активов, на величину в 1 920 млн долл. В большинстве своем подобные расходы приходились на обесценение инфраструктуры по сбору, транспортировке и подготовке сырья.

Закономерно, что затраты на обесценение, переоценку и списание активов и у тех компаний из США, которые приводят их в структуре отчета о прибылях и убытках отдельно, также достигали своих наибольших значений именно во время кризисов, что затем оказывало заметное влияние на уровень показателя EBITDA. Тогда при определении величины мультипликатора целесообразно использовать

скорректированный показатель EBITDA (табл. 7), дополнительно очищенный на величину указываемых в отчетности отдельно от расходов по износу, истощению и амортизации затрат компании на обесценение, переоценку и списание активов. Такой подход позволяет нивелировать воздействие со стороны данного фактора на величину исследуемого мультипликатора (табл. 8). Но одного лишь учета обесценения, переоценки и списания активов в скорректированном показателе EBITDA недостаточно для получения надлежащей оценки стоимости посредством соответствующего мультипликатора. На уровень EBITDA существенным образом способны повлиять и другие доходы и расходы, которые непосредственно не относятся к операционной деятельности нефтегазовых корпораций, обычно носят разовый характер, но довольно ощутимы на фоне совокупной выручки или общих расходов нефтегазовой компании.

Так, заслуживает внимания довольно высокое значение мультипликатора EV/EBITDA у компании Anadarko Petroleum в 2011 г., когда цены на нефть достигали своих наибольших значений. Полученному результату способствовало отражение в отчетности расходов на сумму в 3 930 млн долл., которые Anadarko Petroleum понесла в соответствии с заключенным с ВР соглашением о погашении части убытков и сопутствующих платежей, вызванных аварией на глубоководной платформе Deepwater Horizon. Скорректированный с учетом таких затрат показатель EBITDA насчитывает 5 154 млн долл., а мультипликатор отношения EV к указанной величине тогда составляет 7,3, а не 16,87. А уже в следующем году компания указала в отчете о прибылях и убытках поступления на сумму в 1 797 млн долл. в рамках соглашения с Sonatrach об урегулировании спора по возмещению Anadarko Petroleum потерь от выплат по исключительному налогу на прибыль при добыче нефти для иностранных компаний в Алжире. Корректировка на данную сумму дает значение EBITDA в 6 847 млн долл., что увеличивает показатель мультипликатора с 5,55 до 7,01.

В 2014 г. у Occidental Petroleum подобным фактором стала прибыль от реализации активов, которая достигла 2 505 млн долл., что дает основание скорректировать показатель EBITDA до 11 397 млн долл., а соответствующий мультипликатор повысить с 4,69 до 5,72. Напротив, у Marathon Oil в структуре финансовой отчетности за 2017 г. отражен совокупный убыток от прекращенной деятельности на 4 893 млн долл., который возник после реализации бизнеса по разработке нефтеносных песков в Канаде. При учете обозначенных потерь скорректированный показатель EBITDA достигает уже 2 490 млн долл., а значение рассчитанного на его основе мультипликатора меняется с –8,04 на 7,76.

Ситуация с мультипликатором EV/DACF у ведущих публичных компаний нефтегазовой отрасли США выглядела более стабильной и предсказуемой, но и в таком случае имеются некоторые нюансы. Так, довольно пристального внимания к себе заслуживают мультипликаторы Anadarko Petroleum. Данная корпорация выделяется достаточно высоким на фоне конкурентов по нефтегазовому сектору

США значением мультипликатора в благополучном для всей отрасли 2011 г. Как упоминалось ранее, в обозначенном периоде Anadarko Petroleum погасила свою составляющую от убытков и сопутствующих платежей, которые повлекла авария на глубоководной платформе Deepwater Horizon, что в итоге и отразилось на показателе DACF корпорации (табл. 9). При очистке на указанные расходы значение скорректированного показателя DACF достигает 7 064 млн долл., а планка мультипликатора понижается с 16,14 до 7,16, что на тот момент вполне соотносилось с показателями остальных ведущих нефтегазовых компаний США. Корректировка DACF за 2012 г. на величину поступлений по соглашению с Sonatrach снижает данный показатель до 7 051 млн долл., а соответствующий мультипликатор возрастает с 5,42 до 6,81, что само по себе не столь существенно.

Значительный интерес вызывает также и то обстоятельство, что величина данного мультипликатора у Anadarko Petroleum в 2014–2015 гг. находилась уже в отрицательном диапазоне значений, чему поспособствовал соответствующий показатель DACF. В 2015 г. причиной тому стала отрицательная величина чистого денежного потока от операционной деятельности компании (табл. 10). Такое весьма нетипичное для биржевого сегмента мировой нефтегазовой отрасли значение мультипликатора образовалось преимущественно в результате того, что Anadarko Petroleum по итогам достигнутого мирового соглашения отразила в балансе связанные с компанией Tronox непредвиденные текущие обязательства на 5 210 млн долл. Указанная сумма в результате и нашла отражение в структуре чистых денежных средств от операционной деятельности компании. Корректировка на такую величину дает показатель DACF в 3 913 млн долл., а соответствующий мультипликатор обретает вполне приемлемое значение в 10,1.

Но в 2014 г. чистый денежный поток от операционной деятельности у Anadarko Petroleum имел положительную величину, а потому формирование отрицательного значения DACF произошло за счет иных компонентов показателя. Чистый денежный поток от операционной деятельности в показателе DACF суммируется с процентными расходами, которые корректируются на отношение расходов по налогу на прибыль к прибыли до выплаты данного налога. И именно соотношение между двумя заключительными компонентами способно послужить причиной того, что при положительном чистом потоке от операционной деятельности значение показателя DACF оказывается в отрицательном диапазоне.

Согласно сведениям финансовой отчетности за отчетный период прибыль до уплаты налога на прибыль (ЕВТ) у корпорации составила всего лишь 54 млн долл. (табл. 11), тогда как расходы по налогу на прибыль достигли 1 617 млн долл. (табл. 12). Соотношение указанных показателей приводит к тому, что величина поправочного коэффициента достигает почти 30, что является весьма высоким значением, которое находится далеко за рамками характерного для данного показателя диапазона от 0 до 1. И при корректировке чистой прибыли от операционной деятельности обозначенная величина вычитается из 1, а затем

полученное число умножается на процентные расходы, которые у компании Anadarko Petroleum в том году насчитывали весьма солидную сумму в 772 млн долл. (табл. 13). Подобная комбинация процентных расходов и поправочного коэффициента в результате и обеспечила столь внушительное отрицательное значение поправки на долг для Anadarko Petroleum.

Получается, что в рамках нефтегазовой отрасли при оценке стоимости посредством мультипликатора EV/DACF пристального внимания заслуживает не только структура чистого денежного потока от операционной деятельности, но и поправочный к процентным платежам коэффициент, выражающий отношение расходов по налогу на прибыль к ЕВТ. И подобная необходимость возникает вследствие того, что данная поправка рассчитана на ту ситуацию, когда компания генерирует положительную ЕВТ, определенная часть от которой направляется на уплату налога на прибыль. Но рентабельность нефтегазовых компаний зависит от цен на сырье, которые не отличаются постоянством. И потому в кризисные в отрасли периоды показатель ЕВТ у некоторых корпораций принимал отрицательное значение и трансформировался в убыток до уплаты налога на прибыль, а также возникал доход по налогу на прибыль, что особенно характерно для нефтегазового сектора США. Следовательно, поправка способна не только принимать значение гораздо выше 1, но и менять свой знак.

Но в биржевом сегменте мировой нефтегазовой отрасли очищенные на величину капитализированных сумм процентные расходы обычно по своему уровню значительно уступают чистым денежным средствам от операционной деятельности компаний. А потому его воздействие на показатель DACF с учетом поправочного коэффициента зачастую оказывается достаточно незначительным. В нетривиальных ситуациях, как в случае с Anadarko Petroleum, целесообразно отказаться от поправочного коэффициента и использовать процентные расходы в чистом виде или же и вовсе ограничиться одними только чистыми денежными средствами от операционной деятельности, и тогда коэффициент преобразуется в ранее упомянутый мультипликатор EV/CF (табл. 14). Подобная замена как раз и позволяет нивелировать возможное влияние от поправочного коэффициента, когда его величина выходит далеко за рамки характерного диапазона значений, что способно исказить результаты оценки стоимости.

Выявленным ранее закономерностям вполне соответствует и динамика изменения показателей мультипликаторов EV/EBITDA и EV/DACF у ведущих публичных нефтегазовых корпораций Канады. Но отдельного внимания требуют данные за 2016 г. Так, на величину EV/EBITDA у Imperial Oil заметное влияние оказал доход от реализации активов на сумму примерно в 1 671 млн долл., которая образовалась в основном за счет продажи принадлежавших компании розничных автозаправочных станций под брендом Esso и авиационного бизнеса. Корректировка EBITDA на указанную величину уменьшает показатель до 1 415 млн долл., что приводит к повышению соответствующего мультипликатора до значения в 23,39. А в случае с

Suncor Energy примечателен мультипликатор EV/DACF, уровень которого понижал заметно выходящий за диапазон от 0 до 1 поправочный коэффициент, что очевидно из сравнения с показателем на базе CF.

Примечательна и ситуация с компанией Husky Energy, у которой после начала затяжного отраслевого кризиса мультипликаторы EV/EBITDA и EV/DACF по своей величине стали ощутимо уступать соответствующим показателям своих конкурентов по нефтегазовой отрасли Канады. Причиной тому является падение рыночной оценки Husky Energy в кризисные для нефтегазовой отрасли периоды. Негативное воздействие на капитализацию оказывали сразу несколько факторов, среди которых необходимо выделить серьезное на фоне конкурентов снижение рентабельности при низких ценах на нефть, что связано с той структурой бизнеса, которой обладала корпорация. Выручка в сегменте добычи формировалась по большей части за счет реализации тяжелой нефти и полученного из нефтяных песков битума. Сегмент переработки и маркетинга включал в себя поступления от продажи синтетической нефти и дорожного асфальта. Но основную выручку в указанном сегменте приносили расположенные в США мощности. А реализация продукции переработки из покупного сырья обычно не столь рентабельна, как при выработке из своих собственных ресурсов, поэтому подобная деятельность не способствует существенному росту рыночной капитализации.

В обстановке длительного сохранения низких цен на нефть у Husky Energy понизилась и без того не самая высокая обеспеченность доказанными запасами сырья (табл. 15), что оказало негативное влияние на рыночную оценку компании. И корпорация пошла на ряд мер, среди которых снижение долгового бремени, отказ от новых заимствований, сокращение затрат и разработка наиболее рентабельных запасов. Но предпринятых усилий оказалось недостаточно, а потому Husky Energy в 2016 г. реализовала ряд активов, преимущественно из сегмента транспортировки и хранения углеводородов, на сумму примерно в 1 217 млн долл. И поправка EBITDA на данную величину снижает показатель до 1 512 млн долл., а соответствующий мультипликатор увеличивает до 10,39.

Соотносятся с присущей для всего биржевого сегмента отрасли динамикой и показатели мультипликаторов EV/EBITDA и EV/DACF у ведущих публичных нефтегазовых корпораций Европы. Но и в данном случае требуется указать на некоторые особенности, присущие отдельным компаниям. Наглядным примером выступает корпорация BP, у которой в 2010 г. упомянутые мультипликаторы имели довольно высокие в сравнении с другими компаниями Европы значения. Такой результат вызван последствиями уже затронутой в рамках анализа данных Anadarko Petroleum аварии на глубоководной платформе Deepwater Horizon, где оператором бурения с долей в 65% выступала именно BP. А на составляющие корпораций Anadarko Petroleum и Mitsui Oil Exploration в Deepwater Horizon приходилось 25 и 10% соответственно. В отчете о прибылях и убытках BP отразила последствия от аварии на сумму в 40 858 млн долл., которые учтены в производственных расходах,

что позволяет дополнительно скорректировать показатель EBITDA до уровня в 49 349 млн долл. Коэффициент отношения EV к такому показателю EBITDA дает значение в 3,34, что по своей величине достаточно близко к мультипликаторам других компаний из Европы.

А вот корректировка показателя DACF производится сразу на несколько составляющих. В данном случае в чистом денежном потоке от операционной деятельности необходимо учитывать не только производственные расходы, которые приводят к его росту на соответствующую величину, но и финансовые последствия аварии для балансовой оценки активов и пассивов BP. К таковым относятся чистые отчисления на резервы для покрытия возможных потерь на 19 354 млн долл. и спровоцированное аварией увеличение прочих текущих и долгосрочных обязательств на сумму в 16 413 млн долл., которые приводят к снижению корректируемого показателя. Повышает значение DACF, вызванное той аварией, уменьшение и всех прочих, не относящихся к резервам, оборотных и внеоборотных активов на величину в 12 567 млн долл. Поправка на все перечисленные компоненты позволяет скорректированный показатель DACF оценить в 31 757 млн долл., а соответствующий мультипликатор возрастает до значения в 5,19, что вполне соотносится с показателями основных конкурентов по нефтегазовому сектору Европы.

Заслуживают внимания и мультипликаторы корпорации Equinor, значения которых после мирового финансового потрясения во время благоприятного с позиции цен на нефть периода стали заметно уступать своим конкурентам по нефтегазовой отрасли Европы. Причины подобной динамики мультипликаторов связаны с рыночной оценкой акционерного капитала Equinor, на которой далеко не лучшим образом отразилось падение рентабельности, а также рост задолженности, хотя его влияние отчасти и компенсировано наличием чистого долга в структуре показателя EV. На фоне прочих компаний из Европы Equinor выделяется весьма скромными показателями обеспеченности совокупными доказанными запасами жидких углеводородов и природного газа, что также негативно сказывается на рыночной капитализации данной нефтегазовой корпорации.

Заключительную группу исследуемых компаний формируют ведущие публичные нефтегазовые корпорации Китая, Бразилии и России. И указанным компаниям также вполне свойственны все характерные для биржевого сегмента мировой нефтегазовой отрасли особенности в динамике изменения показателей мультипликаторов EV/EBITDA и EV/DACF. Но и у нефтегазовых корпораций из этих стран имеются определенные моменты, на которые необходимо обратить пристальное внимание. Так, с началом продолжительного отраслевого кризиса весьма заметным снижением показателей, на фоне мультипликаторов PetroChina и CNOOC, выделяется компания Sinopec, у которой такому результату способствовало снижение EV вследствие ощутимого сокращения обеспеченности суммарными доказанными запасами жидких углеводородов и природного газа.

В 2014 и 2015 гг. достаточно высокими значениями мультипликатора EV/EBITDA выделялась Petrobras. Но такие показатели были вызваны в первую очередь не наступившим в отрасли кризисом, а разразившимся тогда же в самой компании грандиозным коррупционным скандалом. Данное событие послужило причиной задержки на два месяца публикации годовой отчетности и переоценки балансовой стоимости активов Petrobras, что и повлияло на EBITDA корпорации. А в связи с вводом в эксплуатацию большого количества дорогостоящих объектов незавершенного строительства у компании возникла необходимость привлечения значительных средств, что и привело к повышению долговой составляющей в структуре суммарного капитала. Все перечисленное отразилось на капитализации, но наличие чистого долга в структуре показателя EV отчасти компенсировало падение рыночной оценки. Но отношение EV к скорректированному на величину отраженных в результате переоценки активов затрат показателю EBITDA вполне соотносится со значениями мультипликаторов у конкурентов по отрасли.

В качестве специфики для нефтегазовых компаний из России необходимо выделить достаточно низкие на фоне остальных изученных ведущих публичных нефтегазовых корпораций значения показателей мультипликаторов EV/EBITDA и EV/DACF. Указанная особенность наглядно проявляется у ПАО «Газпром» и ПАО «ЛУКОЙЛ» и непосредственно связана с рыночной оценкой акционерного капитала, которая у крупных отечественных нефтегазовых компаний, несмотря на сравнительно высокую рентабельность и хорошую обеспеченность доказанными запасами сырья, выглядит весьма незначительной. Ключевой причиной в данном случае выступает именно фактор страны, который выражается в весьма скромной оценке рынком всей экономики России. Такому отношению способствует то, что сальдо внешней торговли товарами и наполнение бюджета страны в значительной мере обеспечиваются за счет поступлений от реализации сырой нефти, природного газа и продукции их переработки. Сырьевая модель делает всю экономику России зависимой от конъюнктуры мирового рынка нефти и подверженной серьезному негативному воздействию от вводимых против страны секторальных санкций.

Выводы

По результатам проведенного анализа определено, что мультипликаторы EV/EBITDA и EV/DACF вполне подходят для оценки стоимости нефтегазовых компаний в рамках методов сравнительного подхода. Данные показатели уместны как для независимых компаний, так и для интегрированных корпораций отрасли, но для их надлежащего применения необходимо учитывать некоторые нюансы. Так, установлено, что на рыночную оценку нефтегазовых компаний серьезное воздействие оказывает соотношение акционерного и заемного капитала, что сглаживается в показателе EV, который помимо капитализации содержит в себе и чистый долг компании. Выявлено, что кроме задолженности показатель EV зависит от рентабельности и обеспеченности доказанными запасами, а также странового фактора, характеризующего оценку рынком всей экономики страны.

Также важно обращать внимание на формирование показателя EBITDA. Определено, что при отражении сведений по обесценению, переоценке и списанию активов в структуре отчета о прибылях и убытках вне затрат на износ, истощение и амортизацию показатель EBITDA необходимо дополнять на указанную составляющую. Установлено, что требуется производить корректировку показателя EBITDA и на такие доходы и расходы, которые не имеют отношения к операционной деятельности нефтегазовых корпораций, но способны оказывать заметное воздействие на итоговый финансовый результат в виде чистой прибыли или убытка. Таковыми зачастую являются приводимые в отчетности совокупные доходы или расходы, которые образуются у компаний отрасли после реализации активов, а также по результатам вступивших в силу судебных решений или заключенных корпорациями мировых соглашений.

Выявлено, что тщательный анализ необходим и тем компонентам, которые входят в структуру показателя DACF. Определено, что чистые денежные средства от операционной деятельности целесообразно корректировать на учитываемые в их структуре и значительные по величине доходы и расходы, а также изменения в активах и обязательствах, которые вызваны неординарными для нефтегазовых компаний событиями. Установлено, что при выходе поправочного коэффициента, выражающего отношение расходов по налогу на прибыль к ЕВТ, далеко за рамки стандартного диапазона от 0 до 1, именно поправка на обычно незначительные для компаний отрасли процентные платежи может выдвинуться на передний план в показателе DACF. В подобных случаях лучше отказываться от поправочного коэффициента как такового и использовать процентные расходы в чистом виде или ограничиться только лишь чистыми денежными средствами от операционной деятельности, что приводит к трансформации исследуемого мультипликатора на базе DACF в показатель EV/CF.

Таблица 1

Отношение стоимости компании к EBITDA 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг.

Table 1

The ratio of company value to EBITDA of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	3,89	6,8	5,46	4,55	4,13	6,1	5,97	8,9	13,46	10,05	6,41
Chevron	2,82	5,11	4	3,39	3,38	4,87	4,72	7,64	15,08	9,46	5,72
ConocoPhillips	16,73	5,1	3,74	3,49	3,77	4,33	5,28	29,18	18,16	14,95	4,83
Occidental Petroleum	3,6	8,93	8,06	5,6	5,52	5,28	9,99	-12,39	19,27	11,57	5,42
Devon Energy	40,09	-22,64	4,44	3,1	9,75	9,28	4,4	-1,35	-27,16	8,51	2,37
Anadarko Petroleum	2,81	9,34	7,6	41,32	5,81	7,44	9,26	-9,27	37,13	11,24	5,47
EOG Resources	3,55	10,58	11,16	6,66	8,2	6,93	5,91	-13,31	27,96	15,64	6,98
Apache	3,2	6,52	6,3	3,35	3,46	3,76	4,61	17,17	23,1	6,35	4,61
Marathon Oil	2,74	4,46	3,7	3,1	3,14	3,77	3,51	45,28	12,75	-7,34	3,86
Imperial Oil	5,56	11,44	9,43	7,44	6,5	9,47	8,03	13,66	10,72	12,99	6,6
Suncor Energy	7,08	17,74	8,45	4,81	4,92	5,34	5,58	10,78	13,4	7,66	6,61
Husky Energy	3,82	7,21	7,2	4,46	5,71	6,53	5,45	6,26	5,76	6,03	3,44
Canadian Natural Resources	3,9	9,77	7,72	6,38	5,47	5,97	5,13	9,7	15,4	8,89	6,38
Royal Dutch Shell	2,54	5,85	4,53	3,66	3,58	4,68	4,38	5,72	9,07	7,2	4,81
BP	3,66	5,54	24,23	3,28	5,08	4,01	6,87	19,94	12,98	7,93	5,4
TOTAL	3,25	4,88	3,91	3,29	3,27	4,29	4,47	5,5	7,18	5,5	4,81
Eni	2,69	3,93	3,21	3,03	2,69	3,2	3,86	6,54	8,68	4,51	3,67
Equinor (Statoil)	1,93	3,2	2,82	2,2	1,86	2,69	2,68	4,35	7,22	4,23	3,08
PetroChina	7,26	10,84	7,13	6,05	6,13	5,06	6,63	6,75	6,39	5,64	4,32
Sinopec	9,61	9,39	5,07	4,68	5,1	4,47	6,35	4,82	3,59	3,8	3,12
CNOOC	4,17	8,47	6,93	4,14	4,94	4,5	3,48	4,86	7,9	5,4	4,7
Petrobras	3,31	8,23	8,11	5,86	7,97	6,72	22,17	18,41	9,87	7,34	5,36
ПАО «Газпром»	2,89	4,49	3,46	2,53	2,36	2,24	6,13	3,73	2,92	3,3	2,59
ПАО «НК «Роснефть»	3,31	7,83	4,66	3,83	4,82	4,52	5,11	5,39	7,87	6,23	5,11
ПАО «ЛУКОЙЛ»	2,26	4,18	3,29	2,62	2,85	3,41	2,53	2,96	4,74	3,08	3,12
Среднее значение	5,87	6,29	6,58	5,71	4,82	5,15	6,1	8,05	10,94	7,21	4,75

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 2**Отношение стоимости компании к DАCF 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг.****Table 2****The ratio of company value to DАCF of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018**

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	6,24	11,17	7,64	7,31	6,95	10,17	9,11	11,74	18,33	12,82	8,86
Chevron	4,97	8,05	5,74	4,99	5,2	6,95	7,17	10,12	20,31	13,08	7,45
ConocoPhillips	3,81	7,93	6,29	5,48	6,23	6,21	5,98	9,87	16,47	10,52	5,97
Occidental Petroleum	4,58	11,24	8,65	6,15	5,95	6,1	5,88	16,34	17,63	12,09	6,7
Devon Energy	3,58	8,04	6,35	4,45	5,33	5,77	5,6	4,13	12,29	8,42	5,49
Anadarko Petroleum	3,77	8,35	8,3	16,14	5,42	5,42	-3,57	-30,46	13,85	9,6	5,71
EOG Resources	3,9	8,92	10,02	6,58	7,17	6,74	6,19	11,96	24,9	12,74	6,94
Apache	3,98	9,42	7,82	4,15	5,01	4,21	3,93	7,55	11,41	7,4	4,45
Marathon Oil	3,69	5,4	5,1	3,78	6,79	5,74	4,03	8,04	11,24	7,63	4,61
Imperial Oil	7,83	21,43	10,88	8,57	7,99	13,94	11,15	21,27	21,38	13	7,81
Suncor Energy	6,59	24,1	12,39	5,25	6,36	5,96	6,7	8,62	11,2	9,71	6,82
Husky Energy	3,94	13,88	9,66	4,99	5,94	7,88	5,65	5,54	9,52	5,12	3,79
Canadian Natural Resources	5,74	8,28	8,68	7,74	6,17	6,56	6,1	8,32	18,2	9,82	5,61
Royal Dutch Shell	3,69	9,55	8,39	6,83	5,05	6,42	5,18	5,44	12,95	8,89	5,26
BP	4,34	7,42	11,69	7,33	7,75	8,15	4,25	6,38	15,9	9,66	7,58
TOTAL	5,41	9,11	6,24	5,77	4,9	5,82	5,75	6,69	8,96	6,79	6,3
Eni	3,59	7,71	5,71	5,85	6,59	7,47	4,94	5,51	11,18	6,41	4,64
Equinor (Statoil)	4,11	7,37	6,5	5,19	3,87	5,57	2,71	4,59	3,32	6,48	4,43
PetroChina	10,8	9,62	6,93	6,69	8,1	5,97	6,3	6,84	6,47	4,58	4,32
Sinopec	9,75	8,21	4,89	5,23	5,79	5,19	6,69	4,42	3,19	3,94	3,58
CNOOC	5	8,99	8,27	4,34	6,52	5,54	4,41	5,37	7,24	5,57	4,77
Petrobras	3,89	9,72	10,07	6,57	7,7	7,6	6,82	5,93	8,5	5,7	6,39
ПАО «Газпром»	3,37	5,81	3,57	2,99	2,97	2,41	2,39	2,49	3,29	4,3	3,86
ПАО «НК «Роснефть»	3,85	9,41	5,65	5,12	6,05	3,8	3,02	2,36	9,29	13,9	4,83
ПАО «ЛУКОЙЛ»	2,42	6,01	3,77	2,95	2,76	3,34	2,52	2,58	3,7	3,41	3,41
Среднее значение	4,91	9,81	7,57	6,02	5,94	6,36	5,16	6,07	12,03	8,46	5,58

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 3**Рентабельность активов 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., %****Table 3****Return on assets of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018, percentage**

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	19,24	8,36	11,37	12,96	13,5	9,57	9,34	4,71	2,35	5,81	6
Chevron	15,44	6,44	10,89	13,64	11,83	8,8	7,4	1,72	-0,19	3,58	5,84
ConocoPhillips	-10,6	3,29	7,35	8,04	6,23	7,79	5,86	-4,14	-3,86	-0,97	8,73
Occidental Petroleum	17,57	6,8	9,37	12,04	7,4	8,83	0,98	-15,71	-1,33	3,08	9,62
Devon Energy	-5,86	-8,05	14,53	12,71	-0,49	-0,05	3,44	-36,06	-11,91	3,2	12,3
Anadarko Petroleum	6,7	-0,27	1,5	-5,13	4,58	1,48	-2,98	-12,38	-6,68	-1,04	1,49
EOG Resources	17,38	3,21	0,81	4,7	2,19	7,59	8,92	-14,66	-3,89	8,71	10,72
Apache	2,46	-0,99	8,47	9,6	3,55	3,65	-9,19	-61,82	-6,79	5,87	0,18
Marathon Oil	8,26	3,26	5,29	7,24	4,75	4,94	8,5	-6,45	-6,75	-21,55	5,06
Imperial Oil	23,28	9,15	11,62	14,65	13,75	8,49	9,7	2,67	5,1	1,18	5,57
Suncor Energy	7,54	2,24	5,1	5,94	3,68	5,05	3,42	-2,54	0,52	5	3,68
Husky Energy	15,57	5,36	4,23	7,23	5,99	5,08	3,32	-10,71	2,82	2,41	4,28
Canadian Natural Resources	12,66	3,78	4,06	5,88	3,93	4,51	7,02	-1,07	-0,35	3,62	3,56
Royal Dutch Shell	9,52	4,36	6,55	9,26	7,54	4,56	4,19	0,56	1,22	3,17	5,79
BP	9,11	7,14	-1,46	9,09	3,9	7,74	1,28	-2,37	0,04	1,26	3,36
TOTAL	9,14	6,87	7,79	7,98	6,37	4,89	1,85	2,24	2,72	3,64	4,58
Eni	8,09	3,73	5,07	4,99	5,51	3,72	0,91	-6,25	-1,13	2,82	3,54
Equinor (Statoil)	8,15	3,21	6,32	11,16	8,87	4,78	2,34	-3,84	-2,73	4,26	6,74
PetroChina	10,15	7,82	9,01	7,44	5,64	5,75	4,51	1,48	0,33	0,95	2,17
Sinopec	3,97	7,51	7,67	6,84	5,3	4,99	3,28	2,24	3,17	3,31	3,87
CNOOC	23,68	13,13	19,36	20,16	15,23	10,61	9,26	2,98	0,09	4,06	7,92
Petrobras	13,89	10,32	7,65	6,41	3,39	3,4	-2,38	-3,19	-2,03	-0,04	3,03
ПАО «Газпром»	10,64	10,04	11,01	12,98	10,3	8,93	1,11	4,88	5,6	4,06	7,46
ПАО «НК «Роснефть»	14,6	8,1	11,75	12,46	9,38	9,56	4,28	3,86	1,75	1,91	4,32
ПАО «ЛУКОЙЛ»	13,95	9,32	11,05	11,82	11,57	7,52	4,29	5,15	4,12	8,18	11,3
Среднее значение	10,58	5,36	7,85	9,2	6,96	6,09	3,63	-5,95	-0,71	2,26	5,64

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 4

Показатель стоимости компании 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., млн долл. США

Table 4

Company value indicator of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018, million USD

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	375 222	321 246	371 253	405 623	391 647	456 757	412 887	358 942	413 503	393 709	323 675
Chevron	147 386	156 072	180 313	204 956	201 670	243 117	225 824	196 868	261 675	272 306	232 127
ConocoPhillips	103 373	104 014	111 573	110 530	88 856	102 029	102 540	80 221	85 702	77 989	80 029
Occidental Petroleum	49 577	67 616	82 268	78 082	67 741	79 245	65 168	56 825	62 023	64 514	53 282
Devon Energy	34 520	39 725	36 539	29 279	27 774	31 047	34 756	23 761	32 080	29 468	13 618
Anadarko Petroleum	25 968	38 364	47 128	50 578	47 995	49 826	49 522	39 505	50 574	39 608	36 577
EOG Resources	18 186	26 680	27 660	30 895	38 246	50 430	54 304	44 866	63 691	67 976	55 291
Apache	28 686	37 730	53 600	41 714	42 929	41 836	34 072	24 121	31 235	22 900	17 326
Marathon Oil	25 216	28 579	30 236	24 928	27 689	30 802	23 089	14 579	19 447	19 322	15 781
Imperial Oil	27 284	32 587	34 853	37 843	37 540	43 137	42 323	33 617	33 095	29 191	22 914
Suncor Energy	24 033	68 267	70 975	51 898	56 688	57 636	52 687	45 456	65 271	70 654	55 375
Husky Energy	22 274	27 148	27 558	25 461	31 214	34 254	27 231	15 459	15 714	17 194	11 933
Canadian Natural Resources	32 159	48 619	56 805	49 536	40 144	45 805	45 855	35 990	47 910	61 574	44 062
Royal Dutch Shell	164 408	208 376	234 422	256 444	237 664	264 607	238 417	173 331	302 350	343 634	292 258
BP	168 668	209 092	164 846	166 158	162 112	177 436	142 105	125 809	168 850	189 461	181 005
TOTAL	137 642	156 546	148 996	141 408	139 708	164 875	148 732	138 183	156 660	158 459	163 436
Eni	110 692	126 299	114 146	111 400	109 695	115 781	91 216	78 682	81 455	80 401	73 904
Equinor (Statoil)	60 508	93 831	90 250	97 653	89 558	93 183	76 464	68 836	86 544	95 040	89 061
PetroChina	272 982	374 665	330 271	317 394	326 669	300 936	385 552	294 102	261 601	267 608	230 100
Sinopec	113 969	189 934	130 282	130 690	138 700	136 099	171 203	117 250	102 393	118 541	94 744
CNOOC	40 865	69 693	105 006	80 373	97 120	102 448	79 708	70 073	75 548	82 504	87 153
Petrobras	109 340	239 961	280 120	219 221	207 193	190 037	163 445	127 057	161 177	151 849	151 865
ПАО «Газпром»	121 842	183 977	174 500	154 411	144 470	131 295	82 500	71 437	88 178	91 696	92 225
ПАО «НК «Роснефть»	59 021	101 473	88 302	81 895	103 954	145 125	90 815	74 722	116 423	117 470	117 037
ПАО «ЛУКОЙЛ»	35 280	56 511	53 231	47 311	53 640	56 160	40 380	31 213	47 746	46 046	50 738
Среднее значение	92 364	120 280	121 805	117 827	116 425	125 756	115 232	93 636	113 234	116 364	103 421

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 5**Показатель EBITDA 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., млн долл. США****Table 5****EBITDA of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018, million USD**

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	96 449	47 242	67 978	89 087	94 941	74 902	69 213	40 325	30 730	39 168	50 464
Chevron	52 245	30 571	45 048	60 400	59 579	49 955	47 850	25 760	17 353	28 770	40 550
ConocoPhillips	6 179	20 389	29 810	31 691	23 566	23 557	19 415	2 749	4 720	5 216	16 567
Occidental Petroleum	13 779	7 569	10 201	13 932	12 276	15 017	6 523	–4 586	3 218	5 576	9 838
Devon Energy	861	–1 755	8 233	9 459	2 848	3 346	7 904	–17 622	–1 181	3 461	5 739
Anadarko Petroleum	9 238	4 107	6 197	1 224	8 255	6 700	5 350	–4 261	1 362	3 523	6 686
EOG Resources	5 125	2 522	2 479	4 637	4 664	7 273	9 194	–3 371	2 278	4 345	7 921
Apache	8 969	5 789	8 514	12 467	12 393	11 113	7 388	1 405	1 352	3 604	3 760
Marathon Oil	9 205	6 401	8 176	8 050	8 810	8 160	6 569	322	1 525	–2 632	4 084
Imperial Oil	4 905	2 850	3 698	5 085	5 778	4 557	5 273	2 462	3 086	2 247	3 469
Suncor Energy	3 393	3 848	8 398	10 801	11 515	10 801	9 437	4 216	4 872	9 223	8 377
Husky Energy	5 834	3 765	3 830	5 703	5 464	5 247	4 996	2 468	2 729	2 854	3 468
Canadian Natural Resources	8 237	4 975	7 361	7 761	7 333	7 672	8 942	3 712	3 112	6 927	6 906
Royal Dutch Shell	64 645	35 636	51 782	70 052	66 447	56 549	54 411	30 290	33 351	47 718	60 729
BP	46 056	37 723	6 802	50 590	31 889	44 293	20 695	6 308	13 004	23 897	33 499
TOTAL	44 331	33 987	39 980	45 122	44 995	40 645	33 268	25 135	21 807	28 827	33 991
Eni	41 130	32 115	35 522	36 811	40 731	36 230	23 641	12 029	9 389	17 808	20 120
Equinor (Statoil)	31 284	29 360	32 005	44 466	48 254	34 617	28 526	15 836	11 979	22 480	28 880
PetroChina	37 620	34 578	46 333	52 453	53 279	59 461	58 170	43 581	40 961	47 438	53 287
Sinopec	11 855	20 234	25 704	27 939	27 215	30 421	26 972	24 301	28 539	31 205	30 404
CNOOC	9 803	8 232	15 153	19 437	19 640	22 758	22 905	14 415	9 559	15 274	18 543
Petrobras	33 026	29 153	34 526	37 436	26 011	28 263	7 372	6 903	16 330	20 692	28 332
ПАО «Газпром»	42 196	40 935	50 377	61 139	61 128	58 494	13 451	19 142	30 248	27 791	35 674
ПАО «НК «Роснефть»	17 839	12 958	18 946	21 364	21 565	32 081	17 775	13 872	14 788	18 854	22 902
ПАО «ЛУКОЙЛ»	15 635	13 533	16 162	18 075	18 836	16 463	15 950	10 534	10 076	14 938	16 283
Среднее значение	24 794	18 669	23 329	29 807	28 697	27 543	21 248	11 037	12 607	17 168	22 019

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 6**Обесценение, переоценка и списание активов 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., млн долл. США****Table 6****Impairment, revaluation and write-off of assets of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018, million USD**

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Chevron	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ConocoPhillips	32 853	0	0	792	680	529	856	2 245	139	6 601	27
Occidental Petroleum	647	170	275	0	1 751	621	7 379	10 239	825	545	561
Devon Energy	10 379	6 408	0	0	2 024	1 976	1 953	20 820	4 975	17	156
Anadarko Petroleum	223	115	216	1 774	389	794	836	5 075	227	408	800
EOG Resources	193	306	743	1 031	1 271	287	744	6 614	620	479	347
Apache	0	0	0	0	0	0	2 357	1 920	1 103	8	511
Marathon Oil	0	0	479	310	371	96	132	752	67	229	75
Imperial Oil	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Suncor Energy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Husky Energy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Canadian Natural Resources	0	0	0	389	0	0	0	0	0	0	0
Royal Dutch Shell	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BP	1 733	2 333	1 689	2 058	6 275	1 961	8 965	1 909	–1 664	1 216	860
TOTAL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Eni	0	0	0	0	0	0	0	0	369	315	1 106
Equinor (Statoil)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PetroChina	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sinopec	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CNOOC	226	1	4	3	5	–7	664	424	1 753	1 403	82
Petrobras	519	319	402	0	0	0	16 823	12 299	6 193	1 191	2 005
ПАО «Газпром»	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ПАО «НК «Роснефть»	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ПАО «ЛУКОЙЛ»	425	381	363	1 663	–30	2 561	1 753	0	0	0	0
Среднее значение	1 888	401	167	321	509	353	1 698	2 492	584	497	261

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 7**Скорректированный показатель EBITDA 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., млн долл. США****Table 7****Adjusted EBITDA of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018, million USD**

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	96 449	47 242	67 978	89 087	94 941	74 902	69 213	40 325	30 730	39 168	50 464
Chevron	52 245	30 571	45 048	60 400	59 579	49 955	47 850	25 760	17 353	28 770	40 550
ConocoPhillips	39 032	20 389	29 810	32 483	24 246	24 086	20 271	4 994	4 859	11 817	16 594
Occidental Petroleum	14 426	7 739	10 476	13 932	14 027	15 638	13 902	5 653	4 043	6 121	10 599
Devon Energy	11 240	4 653	8 233	9 459	4 872	5 322	9 857	3 198	3 794	3 478	5 895
Anadarko Petroleum	9 461	4 222	6 413	2 998	8 644	7 494	6 186	814	1 589	3 931	7 486
EOG Resources	5 318	2 828	3 222	5 668	5 935	7 560	9 937	3 243	2 898	4 824	8 268
Apache	8 969	5 789	8 514	12 467	12 393	11 113	9 745	3 325	2 455	3 612	4 271
Marathon Oil	9 205	6 401	8 655	8 360	9 181	8 256	6 701	1 074	1 592	-2 403	4 159
Imperial Oil	4 905	2 850	3 698	5 085	5 778	4 557	5 273	2 462	3 086	2 247	3 469
Suncor Energy	3 393	3 848	8 398	10 801	11 515	10 801	9 437	4 216	4 872	9 223	8 377
Husky Energy	5 834	3 765	3 830	5 703	5 464	5 247	4 996	2 468	2 729	2 854	3 468
Canadian Natural Resources	8 237	4 975	7 361	8 150	7 333	7 672	8 942	3 712	3 112	6 927	6 906
Royal Dutch Shell	64 645	35 636	51 782	70 052	66 447	56 549	54 411	30 290	33 351	47 718	60 729
BP	47 789	40 056	8 491	52 648	38 164	46 254	29 660	8 217	11 340	25 113	34 359
TOTAL	44 331	33 987	39 980	45 122	44 995	40 645	33 268	25 135	21 807	28 827	33 991
Eni	41 130	32 115	35 522	36 811	40 731	36 230	23 641	12 029	9 758	18 124	21 226
Equinor (Statoil)	31 284	29 360	32 005	44 466	48 254	34 617	28 526	15 836	11 979	22 480	28 880
PetroChina	37 620	34 578	46 333	52 453	53 279	59 461	58 170	43 581	40 961	47 438	53 287
Sinopec	11 855	20 234	25 704	27 939	27 215	30 421	26 972	24 301	28 539	31 205	30 404
CNOOC	10 029	8 233	15 157	19 440	19 645	22 751	23 569	14 839	11 312	16 677	18 625
Petrobras	33 545	29 472	34 928	37 436	26 011	28 263	24 195	19 202	22 523	21 883	30 337
ПАО «Газпром»	42 196	40 935	50 377	61 139	61 128	58 494	13 451	19 142	30 248	27 791	35 674
ПАО «НК «Роснефть»	17 839	12 958	18 946	21 364	21 565	32 081	17 775	13 872	14 788	18 854	22 902
ПАО «ЛУКОЙЛ»	16 060	13 914	16 525	19 738	18 806	19 024	17 703	10 534	10 076	14 938	16 283
Среднее значение	26 681	19 070	23 495	30 128	29 206	27 896	22 946	13 529	13 192	17 665	22 280

Источник: [19, 20]*Source:* [19, 20]

Таблица 8

Отношение стоимости компании к скорректированному показателю EBITDA 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг.

Table 8

The ratio of company value to adjusted EBITDA of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	3,89	6,8	5,46	4,55	4,13	6,1	5,97	8,9	13,46	10,05	6,41
Chevron	2,82	5,11	4	3,39	3,38	4,87	4,72	7,64	15,08	9,46	5,72
ConocoPhillips	2,65	5,1	3,74	3,4	3,66	4,24	5,06	16,06	17,64	6,6	4,82
Occidental Petroleum	3,44	8,74	7,85	5,6	4,83	5,07	4,69	10,05	15,34	10,54	5,12
Devon Energy	3,07	8,54	4,44	3,1	5,7	5,83	3,53	7,43	8,46	8,47	2,31
Anadarko Petroleum	2,74	9,09	7,35	16,87	5,55	6,65	8,01	48,53	31,83	10,08	4,89
EOG Resources	3,42	9,43	8,58	5,45	6,44	6,67	5,46	13,83	21,98	14,09	6,69
Apache	3,2	6,52	6,3	3,35	3,46	3,76	3,5	7,25	12,72	6,34	4,06
Marathon Oil	2,74	4,46	3,49	2,98	3,02	3,73	3,45	13,57	12,22	–8,04	3,79
Imperial Oil	5,56	11,44	9,43	7,44	6,5	9,47	8,03	13,66	10,72	12,99	6,6
Suncor Energy	7,08	17,74	8,45	4,81	4,92	5,34	5,58	10,78	13,4	7,66	6,61
Husky Energy	3,82	7,21	7,2	4,46	5,71	6,53	5,45	6,26	5,76	6,03	3,44
Canadian Natural Resources	3,9	9,77	7,72	6,08	5,47	5,97	5,13	9,7	15,4	8,89	6,38
Royal Dutch Shell	2,54	5,85	4,53	3,66	3,58	4,68	4,38	5,72	9,07	7,2	4,81
BP	3,53	5,22	19,41	3,16	4,25	3,84	4,79	15,31	14,89	7,54	5,27
TOTAL	3,1	4,61	3,73	3,13	3,1	4,06	4,47	5,5	7,18	5,5	4,81
Eni	2,69	3,93	3,21	3,03	2,69	3,2	3,86	6,54	8,35	4,44	3,48
Equinor (Statoil)	1,93	3,2	2,82	2,2	1,86	2,69	2,68	4,35	7,22	4,23	3,08
PetroChina	7,26	10,84	7,13	6,05	6,13	5,06	6,63	6,75	6,39	5,64	4,32
Sinopec	9,61	9,39	5,07	4,68	5,1	4,47	6,35	4,82	3,59	3,8	3,12
CNOOC	4,07	8,46	6,93	4,13	4,94	4,5	3,38	4,72	6,68	4,95	4,68
Petrobras	3,26	8,14	8,02	5,86	7,97	6,72	6,76	6,62	7,16	6,94	5,01
ПАО «Газпром»	2,89	4,49	3,46	2,53	2,36	2,24	6,13	3,73	2,92	3,3	2,59
ПАО «НК «Роснефть»	3,31	7,83	4,66	3,83	4,82	4,52	5,11	5,39	7,87	6,23	5,11
ПАО «ЛУКОЙЛ»	2,2	4,06	3,22	2,4	2,85	2,95	2,28	2,96	4,74	3,08	3,12
Среднее значение	3,79	7,44	6,25	4,65	4,5	4,93	5,02	9,84	11,2	6,64	4,65

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 9

Показатель DАCF 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., млн долл. США

Table 9

DACF of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018, million USD

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	60 103	28 748	48 567	55 487	56 368	44 919	45 302	30 578	22 558	30 705	36 544
Chevron	29 632	19 389	31 389	41 098	38 812	35 002	31 475	19 456	12 886	20 824	31 158
ConocoPhillips	27 151	13 113	17 731	20 174	14 266	16 427	17 136	8 128	5 204	7 410	13 399
Occidental Petroleum	10 834	6 014	9 514	12 702	11 389	12 999	11 089	3 477	3 519	5 337	7 956
Devon Energy	9 652	4 943	5 755	6 582	5 207	5 377	6 204	5 757	2 610	3 500	2 482
Anadarko Petroleum	6 886	4 596	5 675	3 134	8 848	9 195	–13 879	–1 297	3 653	4 126	6 409
EOG Resources	4 667	2 990	2 760	4 699	5 332	7 480	8 767	3 750	2 557	5 337	7 966
Apache	7 208	4 007	6 857	10 049	8 576	9 942	8 674	3 193	2 737	3 093	3 896
Marathon Oil	6 840	5 295	5 924	6 592	4 077	5 368	5 732	1 812	1 730	2 533	3 424
Imperial Oil	3 483	1 521	3 204	4 415	4 700	3 095	3 797	1 580	1 548	2 246	2 933
Suncor Energy	3 645	2 833	5 728	9 884	8 914	9 671	7 859	5 275	5 830	7 277	8 114
Husky Energy	5 652	1 956	2 853	5 106	5 253	4 345	4 820	2 791	1 650	3 357	3 148
Canadian Natural Resources	5 600	5 869	6 548	6 400	6 502	6 984	7 513	4 328	2 633	6 273	7 849
Royal Dutch Shell	44 533	21 816	27 927	37 540	47 078	41 248	45 983	31 839	23 344	38 645	55 598
BP	38 826	28 195	14 099	22 684	20 926	21 764	33 433	19 725	10 618	19 617	23 892
TOTAL	26 589	18 208	25 030	25 713	30 038	30 018	25 855	20 665	17 479	23 342	25 939
Eni	30 864	16 379	19 979	19 031	16 648	15 497	18 452	14 283	7 285	12 535	15 922
Equinor (Statoil)	14 739	12 729	13 887	18 829	23 146	16 716	28 193	14 981	26 038	14 672	20 109
PetroChina	25 287	38 954	47 673	47 419	40 333	50 382	61 151	42 969	40 417	58 490	53 272
Sinopec	11 693	23 137	26 625	25 005	23 967	26 216	25 585	26 507	32 127	30 109	26 474
CNOOC	8 174	7 751	12 694	18 509	14 890	18 497	18 092	13 037	10 431	14 813	18 271
Petrobras	28 099	24 694	27 825	33 352	26 894	25 021	23 967	21 421	18 953	26 654	23 775
ПАО «Газпром»	36 124	31 651	48 904	51 653	48 571	54 429	34 461	28 664	26 820	21 305	23 880
ПАО «НК «Роснефть»	15 344	10 782	15 637	16 005	17 195	38 234	30 035	31 720	12 533	8 448	24 248
ПАО «ЛУКОЙЛ»	497	311	463	498	640	513	285	12 104	12 908	13 490	14 863
Среднее значение	18 485	13 435	17 330	20 102	19 543	20 374	19 599	14 670	12 323	15 366	18 461

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 10

Чистые денежные средства от операционной деятельности 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., млн долл. США

Table 10

Net cash from operating activities of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018, million USD

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	59 725	28 438	48 413	55 345	56 170	44 914	45 116	30 344	22 082	30 066	36 014
Chevron	29 632	19 373	31 359	41 098	38 812	35 002	31 475	19 456	12 846	20 515	30 618
ConocoPhillips	22 658	12 479	17 045	19 646	13 922	16 087	16 735	7 572	4 403	7 077	12 934
Occidental Petroleum	10 652	5 813	9 349	12 281	11 312	12 927	11 068	3 351	3 383	4 996	7 669
Devon Energy	9 408	4 737	5 478	6 224	4 956	5 436	5 981	5 383	1 746	2 909	2 228
Anadarko Petroleum	6 442	3 926	5 247	2 505	8 339	8 888	8 466	–1 877	3 000	4 009	5 929
EOG Resources	4 633	2 922	2 709	4 578	5 237	7 329	8 649	3 595	2 359	4 265	7 769
Apache	7 065	4 224	6 726	9 953	8 504	9 835	8 461	2 984	2 430	2 428	3 777
Marathon Oil	6 782	5 268	5 873	6 524	4 017	5 270	5 487	1 565	1 073	2 129	3 234
Imperial Oil	3 483	1 521	3 204	4 415	4 700	3 095	3 797	1 566	1 501	2 202	2 875
Suncor Energy	3 645	2 461	5 481	9 823	8 883	9 495	7 703	4 974	4 230	7 147	7 755
Husky Energy	5 557	1 833	2 701	5 008	5 211	4 367	4 814	2 717	1 468	2 952	3 030
Canadian Natural Resources	5 529	5 556	6 278	6 140	6 235	6 786	7 292	4 070	2 571	5 789	7 419
Royal Dutch Shell	43 918	21 488	27 350	36 771	46 140	40 440	45 044	29 810	20 615	35 650	53 085
BP	38 095	27 716	13 616	22 154	20 397	21 100	32 754	19 133	10 691	18 931	22 873
TOTAL	25 982	17 806	24 710	25 278	29 636	29 613	25 608	19 946	16 521	22 319	24 703
Eni	30 340	16 043	19 634	18 609	16 322	15 127	18 345	12 959	8 088	12 133	15 626
Equinor (Statoil)	14 650	12 637	13 799	18 600	22 995	16 651	28 090	18 822	9 034	14 363	19 694
PetroChina	24 947	38 366	46 912	46 050	38 070	47 355	58 257	40 241	38 227	56 113	51 225
Sinopec	9 907	22 272	25 720	23 905	22 652	24 930	24 244	25 536	30 927	29 221	25 625
CNOOC	8 170	7 744	12 651	18 456	14 858	18 318	17 811	12 365	10 494	14 561	18 018
Petrobras	28 220	24 920	28 495	33 698	27 888	26 289	26 632	25 913	26 114	27 112	26 353
ПАО «Газпром»	34 600	29 664	47 909	50 859	47 596	53 404	34 053	27 866	25 905	20 608	23 282
ПАО «НК «Роснефть»	14 393	10 319	15 172	15 749	16 989	37 062	28 902	30 117	10 683	5 851	21 621
ПАО «ЛУКОЙЛ»	14 312	8 883	13 541	15 514	18 997	16 449	15 568	11 648	12 402	13 168	14 490
Среднее значение	18 510	13 456	17 575	20 367	19 954	20 647	20 814	14 402	11 312	14 661	17 914

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 11

Прибыль до выплаты налога на прибыль (ЕВТ) 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., млн долл. США

Table 11

Earnings before income tax (EBT) of the twenty five biggest public oil and gas corporations for 2008–2018, million USD

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	83 397	34 777	52 959	73 257	78 726	57 711	51 630	21 966	7 969	18 674	30 953
Chevron	43 057	18 528	32 055	47 634	46 332	35 905	31 202	4 842	-2 160	9 221	20 575
ConocoPhillips	-3 523	10 032	19 750	23 001	16 440	15 624	10 521	-7 239	-5 530	-2 615	9 973
Occidental Petroleum	11 176	4 430	7 043	10 208	7 716	9 658	2 315	-9 159	-1 236	1 328	5 608
Devon Energy	-2 902	-4 204	5 953	6 880	-333	149	4 059	-21 268	-3 877	896	3 783
Anadarko Petroleum	5 346	-108	1 641	-3 424	3 565	2 106	54	-9 689	-3 829	-1 688	1 485
EOG Resources	3 747	972	408	1 910	1 281	3 437	4 995	-6 922	-1 558	661	4 241
Apache	932	326	5 206	8 093	4 877	4 216	-2 906	-28 226	-1 682	918	958
Marathon Oil	6 973	3 720	5 122	5 666	6 113	5 090	3 438	-2 958	-1 235	-5 347	1 427
Imperial Oil	4 310	2 103	2 951	4 333	5 014	3 513	4 328	1 390	1 820	464	2 253
Suncor Energy	2 559	1 232	4 243	6 952	5 062	5 994	3 957	-1 465	64	4 716	3 653
Husky Energy	4 208	1 871	1 557	3 088	2 848	2 471	1 538	-3 881	708	338	1 413
Canadian Natural Resources	5 940	1 888	2 875	3 845	2 620	2 854	4 451	-482	-792	2 290	2 582
Royal Dutch Shell	50 820	21 020	35 344	55 660	50 289	33 592	28 314	2 047	5 606	18 130	35 621
BP	34 283	25 124	-4 825	38 834	18 809	30 221	4 950	-9 571	-2 295	7 180	16 723
TOTAL	34 930	23 597	28 107	34 488	31 543	27 266	12 864	6 439	7 176	11 328	18 066
Eni	26 790	17 392	22 101	23 907	21 902	19 280	8 914	-4 333	940	8 208	11 573
Equinor (Statoil)	25 785	19 889	23 362	35 684	37 134	22 749	14 722	488	-178	13 420	18 874
PetroChina	23 678	20 508	28 584	29 236	26 539	29 225	25 618	8 903	6 507	8 125	16 786
Sinopec	3 558	11 799	15 657	16 595	14 421	15 600	10 705	8 667	11 554	13 268	14 441
CNOOC	8 484	5 980	11 008	14 708	14 475	13 356	13 299	2 644	-760	5 588	10 934
Petrobras	26 992	22 061	25 831	26 724	14 493	13 410	-8 824	-9 748	-3 665	1 997	12 098
ПАО «Газпром»	35 113	32 384	41 792	52 178	49 780	45 405	5 454	12 695	21 187	17 674	26 667
ПАО «НК «Роснефть»	13 119	8 519	13 316	15 706	14 388	19 310	8 497	6 312	5 226	6 858	11 976
ПАО «ЛУКОЙЛ»	12 449	9 063	11 470	13 119	13 723	10 458	6 772	5 339	4 493	9 100	11 127
Среднее значение	18 449	11 716	15 740	21 931	19 510	17 144	10 035	-1 328	1 778	6 029	11 752

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 12**Налоги на прибыль 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., млн долл. США****Table 12****Income taxes of the twenty five biggest public oil and gas corporations for 2008–2018, million USD**

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	36 530	15 119	21 561	31 051	31 045	24 263	18 015	5 415	-406	-1 174	9 532
Chevron	19 026	7 965	12 919	20 626	19 996	14 308	11 892	132	-1 729	-48	5 715
ConocoPhillips	13 405	5 096	8 333	10 499	7 942	6 409	3 583	-2 868	-1 971	-1 822	3 668
Occidental Petroleum	4 629	1 918	2 995	4 201	-3 118	-3 755	-1 685	1 330	662	-17	-1 477
Devon Energy	-954	-1 773	1 235	-132	-132	169	2 368	-6 065	-173	-182	156
Anadarko Petroleum	2 148	-5	820	-856	1 120	1 165	1 617	-2 877	-1 021	-1 477	733
EOG Resources	1 310	325	247	819	710	1 240	2 080	-2 397	-461	-1 921	822
Apache	220	611	2 174	3 509	2 876	1 928	1 637	-5 469	-442	-585	672
Marathon Oil	3 445	2 257	2 554	2 720	4 531	3 337	392	-754	905	376	331
Imperial Oil	1 142	594	743	1 018	1 232	855	1 065	579	208	73	556
Suncor Energy	813	137	1 558	2 719	2 267	2 317	1 630	-23	-267	1 162	1 239
Husky Energy	1 141	517	385	901	817	751	453	-1 099	21	-289	345
Canadian Natural Resources	1 868	378	1 180	1 246	720	720	1 064	-22	-640	379	682
Royal Dutch Shell	24 344	8 302	14 870	24 475	23 449	17 066	13 584	-153	829	4 695	11 715
BP	12 617	8 365	-1 501	12 737	6 993	6 463	947	-3 171	-2 467	3 712	7 145
TOTAL	19 687	11 166	13 667	18 209	17 239	15 322	8 614	1 653	970	3 029	6 516
Eni	13 488	9 733	12 236	13 811	15 383	12 423	7 882	3 426	2 041	4 158	6 836
Equinor (Statoil)	19 603	16 822	16 933	22 594	24 648	16 306	11 759	4 722	2 724	8 822	11 335
PetroChina	5 147	4 902	5 815	6 072	5 758	5 874	6 166	2 422	2 273	2 494	6 235
Sinopec	-276	2 356	3 879	4 145	3 794	4 064	2 872	1 942	2 985	2 491	2 945
CNOOC	1 979	1 661	2 764	3 545	4 250	4 029	3 596	-481	-852	1 795	3 271
Petrobras	9 259	5 238	6 356	6 732	3 562	2 578	-1 321	-1 137	684	1 828	4 684
ПАО «Газпром»	10 452	6 026	8 183	8 672	9 089	6 168	2 157	1 403	3 596	4 198	4 005
ПАО «НК «Роснефть»	1 904	2 000	2 644	3 117	3 128	2 475	2 275	1 427	1 912	1 701	2 634
ПАО «ЛУКОЙЛ»	4 167	1 922	2 104	2 678	2 738	2 051	2 876	1 377	959	1 736	1 973
Среднее значение	8 284	4 465	5 786	8 204	7 602	5 941	4 221	-28	414	1 405	3 691

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 13**Процентные расходы 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., млн долл. США****Table 13****Interest expenses of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018, million USD**

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	673	548	259	247	327	9	286	311	453	601	766
Chevron	0	28	50	0	0	0	0	0	201	307	748
ConocoPhillips	935	1 289	1 187	972	709	612	648	920	1 245	1 098	735
Occidental Petroleum	129	140	116	298	130	118	77	147	292	345	389
Devon Energy	329	349	363	352	406	437	536	523	904	491	298
Anadarko Petroleum	742	702	855	839	742	686	772	825	890	932	947
EOG Resources	52	101	130	210	214	235	201	237	282	274	245
Apache	186	249	225	170	175	197	136	259	416	406	397
Marathon Oil	114	69	101	130	232	286	277	332	379	377	248
Imperial Oil	0	0	0	0	0	0	0	25	54	52	77
Suncor Energy	0	418	390	100	56	288	265	306	309	172	543
Husky Energy	130	169	202	138	59	–31	8	103	188	218	155
Canadian Natural Resources	105	392	457	385	368	265	291	270	321	580	585
Royal Dutch Shell	1 181	542	996	1 373	1 757	1 642	1 804	1 888	3 203	4 042	3 745
BP	1 157	718	701	788	842	844	840	886	977	1 421	1 779
TOTAL	1 392	764	621	923	885	924	748	967	1 108	1 396	1 933
Eni	1 054	764	774	1 000	1 095	1 038	922	739	686	813	725
Equinor (Statoil)	373	593	317	625	449	230	511	443	1 043	903	1 040
PetroChina	434	772	954	1 728	2 890	3 788	3 811	3 746	3 366	3 429	3 257
Sinopec	1 657	1 081	1 204	1 467	1 785	1 740	1 833	1 252	1 617	1 094	1 067
CNOOC	5	10	58	70	45	257	385	569	524	371	360
Petrobras	184	296	889	463	1 318	1 665	3 173	5 085	6 035	5 412	4 206
ПАО «Газпром»	2 039	2 452	1 270	994	1 218	1 307	795	917	1 180	926	725
ПАО «НК «Роснефть»	1 112	605	580	320	263	1 344	1 546	2 072	2 918	3 455	3 368
ПАО «ЛУКОЙЛ»	391	667	712	694	538	488	637	605	664	401	463
Среднее значение	575	549	536	571	660	735	820	937	1 170	1 181	1 152

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 14

Отношение стоимости компании к чистым денежным средствам от операционной деятельности 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг.

Table 14

The ratio of company value to net cash from operating activities of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	6,28	11,3	7,67	7,33	6,97	10,17	9,15	11,83	18,73	13,09	8,99
Chevron	4,97	8,06	5,75	4,99	5,2	6,95	7,17	10,12	20,37	13,27	7,58
ConocoPhillips	4,56	8,34	6,55	5,63	6,38	6,34	6,13	10,59	19,46	11,02	6,19
Occidental Petroleum	4,65	11,63	8,8	6,36	5,99	6,13	5,89	16,96	18,33	12,91	6,95
Devon Energy	3,67	8,39	6,67	4,7	5,6	5,71	5,81	4,41	18,37	10,13	6,11
Anadarko Petroleum	4,03	9,77	8,98	20,19	5,76	5,61	5,85	-21,05	16,86	9,88	6,17
EOG Resources	3,93	9,13	10,21	6,75	7,3	6,88	6,28	12,48	27	15,94	7,12
Apache	4,06	8,93	7,97	4,19	5,05	4,25	4,03	8,08	12,85	9,43	4,59
Marathon Oil	3,72	5,42	5,15	3,82	6,89	5,84	4,21	9,32	18,12	9,08	4,88
Imperial Oil	7,83	21,43	10,88	8,57	7,99	13,94	11,15	21,47	22,05	13,25	7,97
Suncor Energy	6,59	27,73	12,95	5,28	6,38	6,07	6,84	9,14	15,43	9,89	7,14
Husky Energy	4,01	14,81	10,2	5,08	5,99	7,84	5,66	5,69	10,7	5,82	3,94
Canadian Natural Resources	5,82	8,75	9,05	8,07	6,44	6,75	6,29	8,84	18,63	10,64	5,94
Royal Dutch Shell	3,74	9,7	8,57	6,97	5,15	6,54	5,29	5,81	14,67	9,64	5,51
BP	4,43	7,54	12,11	7,5	7,95	8,41	4,34	6,58	15,79	10,01	7,91
TOTAL	5,3	8,79	6,03	5,59	4,71	5,57	5,81	6,93	9,48	7,1	6,62
Eni	3,65	7,87	5,81	5,99	6,72	7,65	4,97	6,07	10,07	6,63	4,73
Equinor (Statoil)	4,13	7,42	6,54	5,25	3,89	5,6	2,72	3,66	9,58	6,62	4,52
PetroChina	10,94	9,77	7,04	6,89	8,58	6,35	6,62	7,31	6,84	4,77	4,49
Sinopec	11,5	8,53	5,07	5,47	6,12	5,46	7,06	4,59	3,31	4,06	3,7
CNOOC	5	9	8,3	4,35	6,54	5,59	4,48	5,67	7,2	5,67	4,84
Petrobras	3,87	9,63	9,83	6,51	7,43	7,23	6,14	4,9	6,17	5,6	5,76
ПАО «Газпром»	3,52	6,2	3,64	3,04	3,04	2,46	2,42	2,56	3,4	4,45	3,96
ПАО «НК «Роснефть»	4,1	9,83	5,82	5,2	6,12	3,92	3,14	2,48	10,9	20,08	5,41
ПАО «ЛУКОЙЛ»	2,47	6,36	3,93	3,05	2,82	3,41	2,59	2,68	3,85	3,5	3,5
Среднее значение	5,07	10,17	7,74	6,27	6,04	6,43	5,6	6,69	13,53	9,3	5,78

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Таблица 15

Обеспеченность суммарными доказанными запасами углеводородов 25 ведущих публичных нефтегазовых корпораций за 2008–2018 гг., лет

Table 15

Availability of total proved hydrocarbon reserves of the twenty five biggest public oil and gas corporations in 2008–2018, number of years

Компания	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ExxonMobil	16,02	16,02	15,28	15,16	16,22	16,55	17,44	16,56	13,47	14,59	17,14
Chevron	12,09	11,46	10,46	11,52	11,88	11,82	11,83	11,67	11,71	11,72	11,27
ConocoPhillips	12,32	12,37	10,95	14,19	14,96	15,82	15,84	14,1	11,19	10,02	11,24
Occidental Petroleum	13,49	13,74	12,24	11,87	11,76	12,51	12,94	9,02	10,43	11,82	11,46
Devon Energy	10,2	11,73	12,6	12,51	11,87	11,72	11,21	8,79	9,2	10,86	9,87
Anadarko Petroleum	11,05	10,45	10,32	10,23	9,56	9,79	9,29	6,74	5,93	5,87	6,06
EOG Resources	11,94	13,94	13,82	13,31	10,61	11,38	11,5	10,14	10,47	11,37	11,15
Apache	12,27	11,12	12,3	10,95	10,01	9,53	10,03	7,67	6,87	7,04	7,26
Marathon Oil	8,71	11,41	10,89	12,36	11,7	12,24	13,12	13,81	14,57	10	8,36
Imperial Oil	16,39	26,79	28,39	36,13	40,19	38,31	41,24	34,16	10,61	12,84	30,35
Suncor Energy	22,73	21,34	14,59	17,02	17,45	20,44	20,59	19,29	19,35	17,09	15,36
Husky Energy	7,56	8,7	9,28	9,61	9,76	10,41	10,12	6,73	6,45	10,95	8,4
Canadian Natural Resources	22,07	18,56	18,45	20,71	19,2	19,46	18,08	17,25	19,19	24,42	23,69
Royal Dutch Shell	10,31	12,33	11,8	12,16	11,37	11,94	11,64	10,89	9,87	9,15	8,65
BP	12,92	12,54	12,95	14,08	13,94	15,26	15,24	14,36	14,89	14,05	14,84
TOTAL	12,21	12,59	12,32	13,34	13,5	13,74	14,71	13,52	12,83	12,25	11,9
Eni	10,03	10,18	10,33	12,75	11,51	11,06	11,32	10,73	11,63	10,55	10,59
Equinor (Statoil)	7,93	7,55	7,73	8,04	7,39	7,91	7,62	7,03	6,92	7,07	8,01
PetroChina	18,13	18,24	18,08	17,3	16,59	15,98	15,48	14,35	14,02	13,92	13,67
Sinopec	11,58	11,23	9,87	9,72	9,26	9,52	8,69	7,43	6,37	6,16	6,2
CNOOC	12,95	11,67	9,11	9,61	10,2	10,76	10,35	8,71	8,13	10,3	9,65
Petrobras	12,74	13,17	13,52	13,45	13,55	14,15	13,48	10,34	9,47	9,66	10,02
ПАО «Газпром»	32,89	39,46	36,66	36,75	38,22	37,7	40,71	41,86	41,44	36,73	34,28
ПАО «НК «Роснефть»	17,01	17,39	16,52	18,67	19,24	18,56	18,21	18,32	19,25	19,12	19,59
ПАО «ЛУКОЙЛ»	23,67	21,24	20,7	21,3	21,13	20,89	20,04	18,61	19,69	19,34	18,6
Среднее значение	14,37	15,01	14,37	15,31	15,24	15,5	15,63	14,08	12,96	13,08	13,5

Источник: [19, 20]

Source: [19, 20]

Список литературы

1. Минасян В.Б. Оценка рисков, возникающих при применении технологии мультипликаторов для оценки акций // *Финансы: теория и практика*. 2018. № 22(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. № 23(6). С. 91–116. URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2019-23-6-91-116>

3. *Басиладзе Г.Р.* Сравнительный анализ инвестиционной привлекательности ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «РОСНЕФТЬ», ПАО «ГАЗПРОМ» // Гуманитарные, социально-экономические и общественные науки. 2017. № 1.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sravnitelnyy-analiz-investitsionnoy-privlekatelnosti-pao-lukoil-pao-rosneft-pao-gazprom>
4. *Халикова М.А., Белай И.Е., Галимзянов Р.Н.* Оценка стоимости контрольного пакета акций нефтяной компании // Наукоедение. 2016. Т. 8. № 3.
URL: <http://naukovedenie.ru/PDF/114EVN316.pdf>
5. *Тимофеев Д.В.* Моделирование суверенной премии за риск на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2015. № 2.
URL: <https://cfjournal.hse.ru/article/view/1451/2050>
6. *Липатников В.С., Кирсанова К.А.* Оценка влияния неблагоприятной экономической и геополитической ситуации на стоимость российских нефтегазовых компаний // Управленческие науки. 2018. № 8(2). С. 30–43.
URL: <https://doi.org/10.26794/2404-022X-2018-8-2-30-43>
7. *Козлова А.С., Одинокоева 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>
8. *Эдер Л.В., Филимонова И.В., Кожевин В.Д.* Анализ эффективности крупнейших нефтегазовых компаний России // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом. 2016. № 3. С. 9–18.
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. № 1-1. С. 241–258.
URL: <http://publishing-vak.ru/file/archive-economy-2019-1/25-kokin.pdf>
10. *Скавыш И.А.* Эффективность применения специальных отраслевых мультипликаторов в сравнении с универсальными мультипликаторами // Финансовое право и управление. 2017. № 1.
URL: https://nbpublish.com/library_read_article.php?id=22220
11. *Назарова В.В., Шевякина О.Р.* Определение оптимальной премии в сделках слияния и поглощения в нефтегазовом секторе // Корпоративные финансы. 2015. № 4. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/opredelenie-optimalnoy-premii-v-sdelkah-sliyaniya-i-pogloscheniya-v-neftegazovom-sektore>
12. *Волков М.А.* Актуальные вопросы расчета и практического применения мультипликаторов фундаментальной стоимости компаний с высокой долговой нагрузкой // Инновации и инвестиции. 2020. № 3. С. 31–35.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/aktualnye-voprosy-raschyota-i-prakticheskogo-primeneniya-multiplikatorov-fundamentalnoy-stoimosti-kompaniy-s-vysokoy-dolgovoy>

13. *Васильева Е.В., Петрова С.Б.* Стратегический анализ факторов, влияющих на развитие нефтегазовых корпораций России // Вестник Екатеринбургского института. 2015. № 2. С. 8–14.
14. *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/sravnitelnaya-otsenka-effektivnosti-krupnyh-kompaniy-neftegazovogo-sektora/viewer>
15. *Черненко В.А., Буров А.Н.* Российская и международная практика формирования структуры капитала: влияние на стоимость компании // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2019. № 1. С. 38–42. URL: https://unecon.ru/sites/default/files/izvestiya_no_1-2019.pdf
16. *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>
17. *Кузнецова Н.В., Казанцев Л.В.* Формирование инвестиционного портфеля начинающего инвестора // Вестник Забайкальского государственного университета. 2018. Т. 24. № 5. С. 125–135. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/formirovanie-investitsionnogo-portfelya-nachinayuschego-investora>
18. *Гурвиц Ю.Б.* Разработка стратегии оптимизации портфеля акций компаний нефтегазового сектора // Вестник Московского университета. Сер. 6: Экономика. 2017. № 2. С. 65–89. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/razrabotka-strategii-optimizatsii-portfelya-aktsiy-kompaniy-neftegazovogo-sektora/viewer>
19. *Шимко О.В.* Анализ результатов финансово-хозяйственной деятельности ведущих публичных корпораций нефтегазовой отрасли после мирового финансового кризиса. М.: Наука, 2019. 339 с.
20. *Шимко О.В.* Современные особенности оценки стоимости нефтегазовых корпораций сравнительным подходом. 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.

EBITDA AND DACF MULTIPLIERS AS AN INDICATOR OF INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF DOMESTIC VERTICALLY INTEGRATED 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. 701/2020
Received 14 Dec 2020
Received in revised form
28 December 2020
Accepted 14 Jan 2021
Available online
29 April 2021

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

Keywords: valuation,
multiplier, EV/EBITDA,
EV/DACF, oil and gas
industry

Abstract

Subject. The article addresses the EV/EBITDA and EV/DACF ratios of the twenty five largest public oil and gas corporations from 2008 to 2018.

Objectives. The purpose is to identify key trends in the value of EV/EBITDA and EV/DACF ratios of biggest public oil and gas corporations, determine factors resulted in the changes over the studied period, and establish the applicability of these multipliers for assessing the business value within the industry.

Methods. I apply methods of comparative and financial-economic analysis, and generalization of consolidated financial statements data.

Results. The study revealed that EV/EBITDA and EV/DACF multiples are acceptable for valuing oil and gas companies. The EV level depends on profitability, proved reserves, and a country factor. It is required to adjust EBITDA for information on impairment, revaluation and write-off for assets that are reported separately from depreciation, depletion and amortization costs, as well as for income or expenses arising after the sale of fixed assets and as a result of effective court decisions or settlement agreements. It is advisable to adjust DACF for income, expenses and changes in assets and liabilities, which are caused by events that are unusual for oil and gas companies.

Conclusions. The application of EV/EBITDA and EV/DACF multiples requires a detailed analysis and, if necessary, adjustments of their constituent components. However, they are quite relevant in the context of declining profitability and growing debt burden in the stock exchange sector of the global oil and gas industry.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2020

Please cite this article as: Shimko O.V. EBITDA and DACF Multipliers as an Indicator of Investment Attractiveness of Domestic Vertically Integrated Companies. *Economic Analysis: Theory and Practice*, 2021, vol. 20, iss. 4, pp. 718–752.
<https://doi.org/10.24891/ea.20.4.718>

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, no. 22(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, no. 23(6), pp. 91–116. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2019-23-6-91-116>
3. Basiladze G.R. [Comparative analysis of investment appeal of PJSC "LUKOIL", PJSC "Rosneft", PJSC "Gazprom"]. *Gumanitarnye, sotsial'no-ekonomicheskie i obshchestvennye nauki = Humanities, Social-economic and Social Sciences*, 2017, no. 1. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sravnitelnyy-analiz-investitsionnoy-privlekatelnosti-pao-lukoil-pao-rosneft-pao-gazprom> (In Russ.)
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: <http://naukovedenie.ru/PDF/114EVN316.pdf>
5. Timofeev D.V. [Country risk premium in emerging markets]. *Korporativnye finansy*, 2015, no. 2. (In Russ.) URL: <https://cfjournal.hse.ru/article/view/1451/2050>
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, no. 8(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 = Vestnik of Saratov State Socio-Economic University*, 2019, no. 1, pp. 105–111. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osnovnye-podhody-k-otsenke-stoimosti-publicnyh-kompaniy> (In Russ.)
8. Eder L.V., Filimonova I.V., Kozhevin V.D. [Efficiency analysis of the Russian oil and gas companies]. *Problemy ekonomiki i upravleniya neftegazovym kompleksom = Problems of Economics and Management of Oil and Gas Complex*, 2016, no. 3, pp. 9–18. (In Russ.)
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 and Tomorrow*, 2019, vol. 9, no. 1-1, pp. 241–258. URL: <http://publishing-vak.ru/file/archive-economy-2019-1/25-kokin.pdf> (In Russ.)
10. Skavysh I.A. [Efficiency of applying industry-specific multipliers versus universal multipliers]. *Finansovoe pravo i upravlenie*, 2017, no. 1. (In Russ.)
URL: https://nbpublish.com/library_read_article.php?id=22220

11. Nazarova V.V., Shevyakina O.R. [Determination of an optimum premium paid in M&A transactions in oil and gas section]. *Korporativnye finansy*, 2015, no. 4. (In Russ.) URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/opredelenie-optimalnoy-premii-v-sdelkah-sliyaniya-i-pogloscheniya-v-neftegazovom-sektore>
12. Volkov M.A. [Current issues of fundamental multiples application for high-leveraged companies investment analysis]. *Innovatsii i investitsii = Innovation and Investment*, 2020, no. 3, pp. 31–35. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/aktualnye-voprosy-raschyota-i-prakticheskogo-primeneniya-multiplikatorov-fundamentalnoy-stoimosti-kompaniy-s-vysokoy-dolgovoy> (In Russ.)
13. Vasil'eva E.V., Petrova S.B. [Strategic analysis of factors affecting the development of oil and gas corporations in Russia]. *Vestnik Ekaterininskogo instituta = Bulletin of Catherine the Great National Institute*, 2015, no. 2, pp. 8–14. (In Russ.)
14. 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.)
15. Chernenko V.A., Burov A.N. [Russian and global capital structure approach: Enterprise value impact]. *Izvestiya Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta = Bulletin of Saint-Petersburg State University of Economics*, 2019, no. 1, pp. 38–42. URL: https://unecon.ru/sites/default/files/izvestiya_no_1-2019.pdf (In Russ.)
16. 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> (In Russ.)
17. Kuznetsova N.V., Kazantsev L.V. [Formation of investment portfolio of a beginning investor]. *Vestnik Zabaikal'skogo gosudarstvennogo universiteta = Transbaikalian State University Journal*, 2018, vol. 24, no. 5, pp. 125–135. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/formirovanie-investitsionnogo-portfelya-nachinayushchego-investora> (In Russ.)
18. Gurvits Yu.B. [The development of strategy for stock portfolio optimization in oil and gas sector]. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Ser. 6: Ekonomika = Moscow University Economics Bulletin*, 2017, no. 2, pp. 65–89. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/razrabotka-strategii-optimizatsii-portfelya-aktsiy-kompaniy-neftegazovogo-sektora/viewer> (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'nyy podkhodom: monografiya* [Modern features of valuation of oil and gas corporations by a comparative approach: a monograph]. 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.