

УДК 330.322

DOI 10.25799/AR.2019.80.1.025

## **Сравнительный подход к оценке стоимости акций нефтегазовых компаний России на основе фундаментального анализа**

**Кокин Александр Семёнович**

Доктор экономических наук,  
профессор кафедры «Финансы и кредит»,  
Институт экономики и предпринимательства,  
Нижегородский государственный национальный исследовательский  
университет им. Н.И. Лобачевского,  
603008, Российская Федерация, Нижний Новгород, ул. Большая Покровская, 37;  
e-mail: kockin@mail.ru

**Осколков Илья Михайлович**

Кандидат экономических наук,  
старший преподаватель кафедры «Финансы и кредит»,  
Институт экономики и предпринимательства,  
Нижегородский государственный национальный исследовательский  
университет им. Н.И. Лобачевского,  
603008, Российская Федерация, Нижний Новгород, ул. Большая Покровская, 37;  
e-mail: oskolkoff.ilya@yandex.ru

**Сызганова Анастасия Александровна**

Студент,  
Институт экономики и предпринимательства,  
Нижегородский государственный национальный исследовательский  
университет им. Н.И. Лобачевского,  
603008, Российская Федерация, Нижний Новгород, ул. Большая Покровская, 37;  
e-mail: miss555\_3@mail.ru

### **Аннотация**

В работе проведены исследования по определению потенциально привлекательных для инвестиций компаний с использованием метода сравнительного подхода. На примере обыкновенных акций нефтегазового сектора рассмотрены основные коэффициенты фундаментального анализа. Проведен анализ компаний, таких как: ПАО «Газпром», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «НК «Роснефть», ПАО НК «РуссНефть», ПАО «НОВАТЭК». Обнаружены недооцененные и переоцененные бумаги с помощью метода баллов. По результатам расчетов даны рекомендации по покупке наиболее привлекательных акций. Актуальность исследования состоит в том, что появляется все больше и больше инвесторов, которым необходимы инструменты и методы анализа для совершения потенциальных действий на рынке. Фундаментальный анализ один из них. Он считается

одним из наиболее часто используемых методов оценки цен акций среди инвесторов. Цель исследования состоит в том, чтобы определить наиболее привлекательные для инвестирования акции компаний нефтегазового сектора России. Фундаментальный анализ рынка ценных бумаг – система оценки рыночной стоимости компании или ее акций, отражающая состояние дел компании, рентабельность ее деятельности. На рынке ценных бумаг исторически сложился феномен двойственности «цена-стоимость», где понятие реальной текущей рыночной цены акции противопоставляется с понятием внутренней или истинной стоимостью акции.

#### **Для цитирования в научных исследованиях**

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. Том 9. № 1А. С. 241-258.

#### **Ключевые слова**

Акции, фундаментальный анализ, коэффициенты фундаментального анализа, сравнительный подход, фондовый рынок.

## **Введение**

Большое значение в инвестиционной деятельности инвестора занимает фундаментальный анализ рынка акций. Используя его, инвестор может осуществлять рациональный выбор ценных бумаг. При этом для диверсификации своих рисков инвесторы выбирают не одну, а несколько ценных бумаг, формируя тем самым оптимальный портфель инвестиций. Фундаментальный анализ можно сравнить с рентгеном компании, поскольку с помощью него можно определить внутреннее состояние организации и сделать выводы о степени ее благополучия. Таким образом, основой фундаментального анализа является разработка рекомендаций о целесообразности приобретения и продаж акций компаний. Данный анализ ориентирован на принятие инвестиционных решений посредством исследования рынка ценных бумаг, которое направлено на прогнозирование основных параметров рынка, на исследование факторов, влияющих на динамику рынка.

Большое значение имеет учет конкурентоспособности, валютных курсов при принятии инвестиционных решений [Кокин, Осколков, 2013].

Цена акции, определяемая соотношением спроса и предложения, т.е. рыночная цена, как правило, отличается от внутренней стоимости акции. Инвесторы предъявляют спрос, исходя из предположений о соответствии рыночных цен истинным стоимостям акции. В этой связи, их интересуют в первую очередь ситуации, когда внутренняя стоимость акции превышает рыночную цену акции на бирже, потому что такие акции считаются недооцененными, а значит, они являются потенциально привлекательными объектами для вложений. При этом, инвесторы считают, что цена акций на бирже будет стремиться к справедливой стоимости, то есть в данном случае будет расти.

Таким образом, задача фундаментального анализа - определить степень недооцененности или переоцененности акций компаний – эмитента на базе анализа генерируемых компанией денежных потоков, результатом которого будет принятие решения по управлению портфелем ценных бумаг.

## Коэффициенты фундаментального анализа

В мировой практике существует большое количество коэффициентов, с помощью которых можно провести фундаментальный анализ. Аналитиками изучаются данные финансовой отчетности, где отражаются важнейшие финансовые показатели, такие как активы и обязательства организации, ее выручка и чистая прибыль. Более того, аналитики определяют динамику продаж товаров, долю рынка, которую занимает компания, а также темпы ее роста и в целом положение компании в отрасли. Кроме этого, предусматриваются рейтинги компании, данные других фондовых специалистов. Также, важно знать, что на цену акций каждой компании влияет внешняя среда, поэтому принято считать, что цена акции на одну треть определяется финансовым состоянием компании, еще на 1/3 положением дел в отрасли, и на ту же величину настроением инвесторов на глобальных рынках.

В настоящее время сформировалась группа показателей, которые наиболее часто используются при реализации сравнительного метода оценки [Русяев, 2013]:

- Прибыль на одну акцию (EPS)
- Коэффициент цена / прибыль (P/E)
- Коэффициент цена / выручка (P/S)
- Коэффициент цена / балансовая стоимость (P/BV)
- Коэффициент EV / EBITDA
- Коэффициент рентабельности собственного капитала (ROE)
- Необходимо рассмотреть каждый коэффициент отдельно.

Коэффициент EPS (Earningspershare) – прибыль компании в расчете на 1 акцию. Значение данного показателя можно сравнивать с размером дивиденда, который выплачен с акции. Оставшаяся прибыль после выплаты всех дивидендов пойдет на последующее развитие бизнеса. EPS рассчитывается следующим образом [Кочнева, 2016]:

$$EPS = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Количество акций}}, \quad (1)$$

Использование данного коэффициента может приводить к сложностям при сравнении его с прибылью на 1 акцию других компаний. Все потому, что EPS выражается в руб., а для того чтобы обнаружить лидера по доходности на акцию необходимо использовать показатель относительный – цена / прибыль [Аленинская, 2013].

Коэффициент цена / прибыль (P/E – Priceto Earningsratio) определяется как:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Цена акции}}{\text{Прибыль на 1 акцию}} \quad (2)$$

Или как:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Капитализация}}{\text{Прибыль}}, \quad (3)$$

где:

Капитализация = цена акции × количество акций (4)

Коэффициент цена / прибыль выражает рыночную стоимость 1 ед. прибыли компании, т.е. показывает, сколько инвесторы готовы платить за одну денежную единицу текущей прибыли. Данный мультипликатор сравнивают с темпом роста прибыли. Если он ниже темпа роста

прибыли, то значит, рынок недооценивает акции компании. Показатель цена / прибыль примечателен тем, что на его основе дается приблизительная оценка сроку окупаемости инвестированного в компанию капитала, ставке дисконтирования (величина обратная показателю), ожидаемому темпу роста прибыли [Когденко, 2014].

Малые значения показателя свидетельствуют о недооцененности рассматриваемой компании, а большие – о переоцененности. Чем выше коэффициент цена / прибыль, тем менее привлекательна акция с точки зрения ее текущей доходности. Если на фоне остальных значение данного показателя слишком большое, то он демонстрирует, что инвесторы предсказывают компании большое будущее. Если значение слишком низкое, то это может говорить о скрытых (или явных) угрозах для компании или может указывать на неясность перспектив ее развития, или какую – либо неопределенность.

Мультипликатор цена / прибыль считается основным инвестиционным показателем для сравнительного анализа компаний, однако его следует с осторожностью использовать для мелких и средних компаний, у которых достоверность отчетности может вызывать сомнения.

Коэффициент цена / выручка (P/S) позволяет понять справедливую стоимость компании относительно объема выручки.

Важной величиной является объем продаж. Именно из выручки формируется прибыль разных уровней (валовая, прибыль до выплаты процентов, чистая). Таким образом, величина прибыли находится в прямой зависимости от величины объема продаж. Без роста продаж фирма не сможет в течение длительного времени обеспечивать рост прибыли. Мультипликатор находится по формуле [Кокин, 2015]:

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Цена акции}}{\text{Выручка на 1 акцию}} \quad (5)$$

Или:

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Капитализация}}{\text{Выручка}}, \quad (6)$$

Как правило, чем меньше показатель цена / выручка, тем лучше, поскольку такие акции по сравнению с другими более привлекательны. Теоретически акция считается довольно привлекательной для приобретения, если значение P/S близко к 1. Если же показатель постоянно возрастает, а уровень прибыльности остается неизменным, то в дальнейшем рост цены такой акции может не оправдать надежд инвесторов.

Показатель цена / выручка не может быть отрицательным, как коэффициент цена / прибыль, что является его важным преимуществом, а также он более устойчив к манипулированию со стороны компании.

Размерами прибыли можно манипулировать (например, метод начисления амортизации может регулировать величину прибыли), поэтому она является величиной изменчивой. Выручкой манипулировать крайне сложно, потому что она представляет собой приток денежных средств. Таким образом, с помощью данного показателя можно оценивать даже те компании, которые получили убыток в отчетном периоде.

Однако ограничивающим фактором применения показателя является то, что с помощью него можно сравнивать компании только одной отрасли, где можно сказать, что выручка должна генерировать аналогичные объемы прибыли.

Коэффициент цена / балансовая стоимость (P/BV – (PricetoBookValue) рассчитывается как [Кокин, 2015]:

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Рыночная стоимость акции}}{\text{Балансовая стоимость акции}}, \quad (7)$$

При этом:

$$\frac{\text{Общие активы} - \text{Общие обязательства}}{\text{Количество акций в обращении}} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Количество акций в обращении}} \quad (8)$$

Чем меньше коэффициент, тем лучше, однако необходимо сравнивать значение P/BV со средним значением для отрасли. Есть мнение, если акция с P/BV < 1 (на один рубль рыночной капитализации приходится более одного рубля балансовой стоимости компании), то она считается недооцененной; если акция с P/BV > 5, то она считается дорогой. По Б. Грэхему, если P/E × P/BV ≤ 22,5, то такая акция справедливо оценена [Грэхем, 2009].

Преимуществом показателя является стабильность, так как он меньше, чем чистая прибыль, находится в зависимости от текущих изменений экономической конъюнктуры. Таким образом, инвесторы используют показатель P/BV для того чтобы понять, сколько они платят за чистые активы компании, приходящиеся на 1 акцию, сопоставляя рыночную стоимость компании с ее балансовой стоимостью. Также данный коэффициент дает представление о том, не платит ли инвестор слишком много за тот остаток, который он может получить в случае разорения фирмы.

Коэффициент EV / EBITDA сравнивает стоимость предприятия с его EBITDA.

EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – это аналитический показатель, равный объему прибыли до вычета расходов по уплате налогов, процентов и начисленной амортизации [Чигринцев, www].

С помощью EBITDA можно сравнивать похожие по роду деятельности и размеру компании, что является преимуществом данного показателя. На первый взгляд две совершенно одинаковые фирмы могут иметь существенно различающуюся чистую прибыль, хотя EBITDA первой и второй компании будут примерно равными. Различия в прибыльности можно объяснить, необходимо лишь изучить как в каждой из компаний формируется прибыль на всех уровнях.

Коэффициент EV / EBITDA рассчитывается следующим образом:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Рыночная стоимость компании}}{\text{Прибыль} + \text{амортизация} + \text{проценты} + \text{налоги}}, \quad (9)$$

где:

$$EV = \text{Рыночная капитализация компании} + \text{Чистый долг} \quad (10)$$

Рассматриваемый показатель применяется для оценки стоимости компании и демонстрирует, как рынок оценивает единицу ее прибыли. Также, данный коэффициент представляет собой что-то среднее между показателями цена / прибыль и цена / выручка.

Коэффициент EV / EBITDA смотрит на компанию с точки зрения потенциального покупателя, так как он содержит в расчетах долг, ту статью, которую иные коэффициенты не включают. Например, в отличие от коэффициента P/E, он не подвержен воздействию изменения структуры капитала фирмы.

Преимущество показателя EV / EBITDA в том, что им сложнее манипулировать, чем прибылью, а также с помощью него можно сравнивать компании, которые находятся в разных странах с разными процентными ставками и налоговыми режимами. Коэффициент помогает инвесторам определить, насколько бизнес эффективен на самом деле.

Основной недостаток показателя в трудности его расчета, так как невозможно взять конкретную цифру из отчетности. Более того, в отчетности компаний напрямую не фигурирует показатель амортизации. Поэтому, как правило, он считается при приобретении готовых бизнесов, прямых вложениях в бизнес и т.д.

Коэффициент рентабельности собственного капитала – ROE (Return on Equity) рассчитывается по формуле:

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}} \quad (11)$$

Коэффициент показывает, сколько ден. ед. получила компания на 1 ден. ед. собственных средств. Данный показатель отражает уровень эффективности вложений акционеров.

При росте ROE должен расти P/BV. Низкий показатель рентабельности собственного капитала и высокое значение коэффициента цена / балансовая стоимость могут говорить о переоценке акций. Если наоборот, то рынок недооценивает потенциал компании.

Фундаментальный анализ можно проводить как для отдельно взятой компании, так и для отрасли экономики. Все же наиболее распространенным считается анализ отдельно взятой отрасли. Здесь главная задача состоит в том, чтобы обнаружить компанию, чьи финансовые показатели существенно выделяются из основной массы. Необходимо найти такие организации, которые будут демонстрировать стабильный и устойчивый рост. Это и будет ключевой гарантией отличных вложений в акции компаний.

### Сравнительный подход к оценке стоимости акций

Проведем сравнительный подход к оценке стоимости акций пяти нефтегазовых компаний России на базе фундаментального анализа. Необходимо определить потенциально привлекательные для инвестиций компании нефтегазовой отрасли. По результатам исследования следует дать рекомендации по выбору наиболее достойных для вложений компаний.

Исследование осуществлялось по таким компаниям как (в скобках указан биржевой тиккер каждой):

1. ПАО «Газпром» (GAZP);
2. ПАО «ЛУКОЙЛ» (LKON);
3. ПАО «НК «Роснефть» (ROSN);
4. ПАО НК «РуссНефть» (RNFT);
5. ПАО «НОВАТЭК» (NVTK).

Для проведения исследования были использованы основные финансовые показатели компаний, которые были рассмотрены выше.

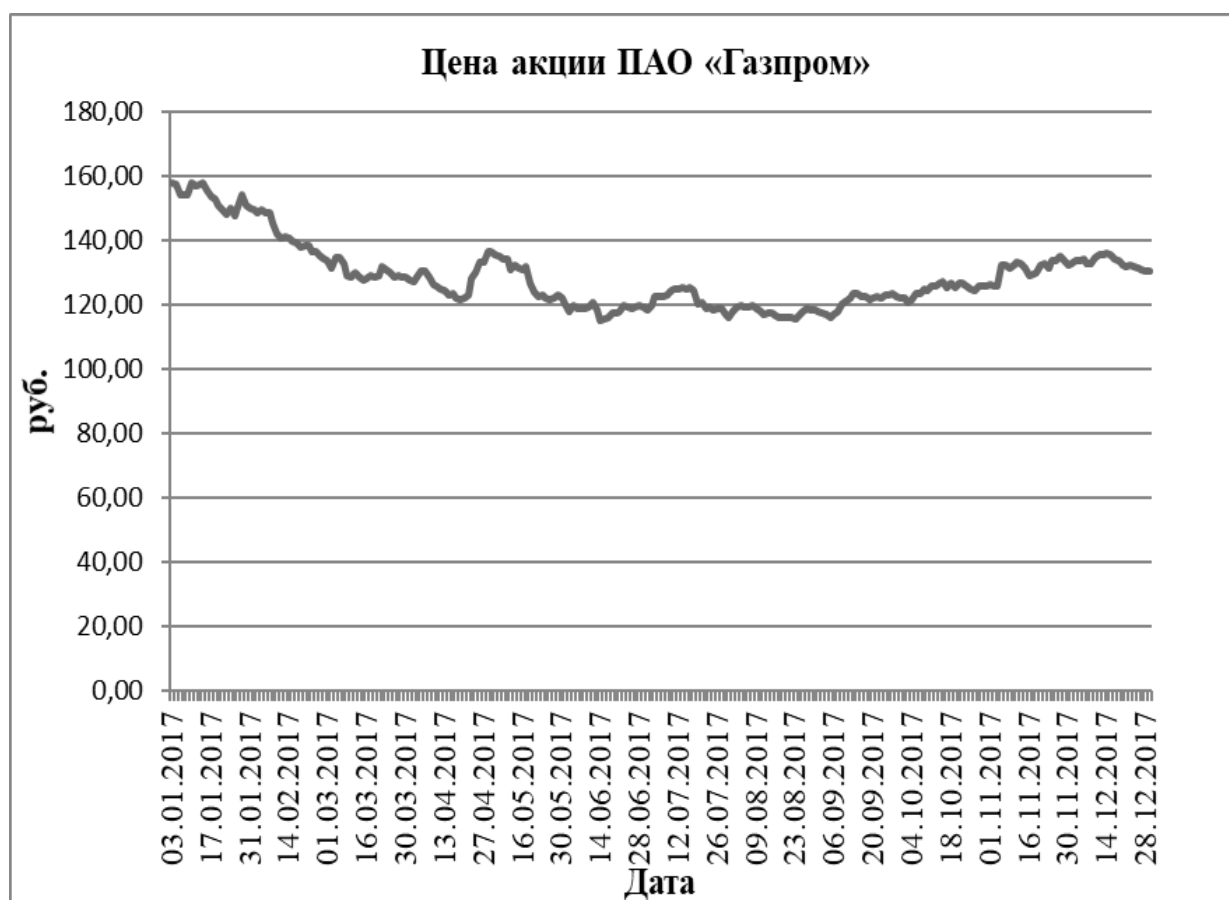
Рыночная цена акций непостоянна, она меняется на рынке под воздействием спроса и предложения. При этом, в рамках рассматриваемых компаний самая низкая цена наблюдается у обыкновенных акций Газпрома, а самая высокая у ЛУКОЙЛа. Отразим на графиках стоимость акций выбранных компаний, рис. 1 – рис.3.

### Усреднение значений рыночных цен акций

Поскольку рыночная цена акций изменчива, то для исследования необходимо усреднить значения 2017 года. Таким образом, с сайта <https://investfunds.ru> (по данным Московской биржи) были взяты рыночные цены акций компаний-аналогов за каждый из 252-х дней работы биржи. Затем, для каждой выбранной для исследования компании была рассчитана средняя величина стоимости акции путем деления суммы цен акции (в руб.) за 2017 год на 252 дня. Расчет величины капитализации компании представлен в таблице 1.

**Таблица 1 – Данные для расчета капитализации выбранных компаний**

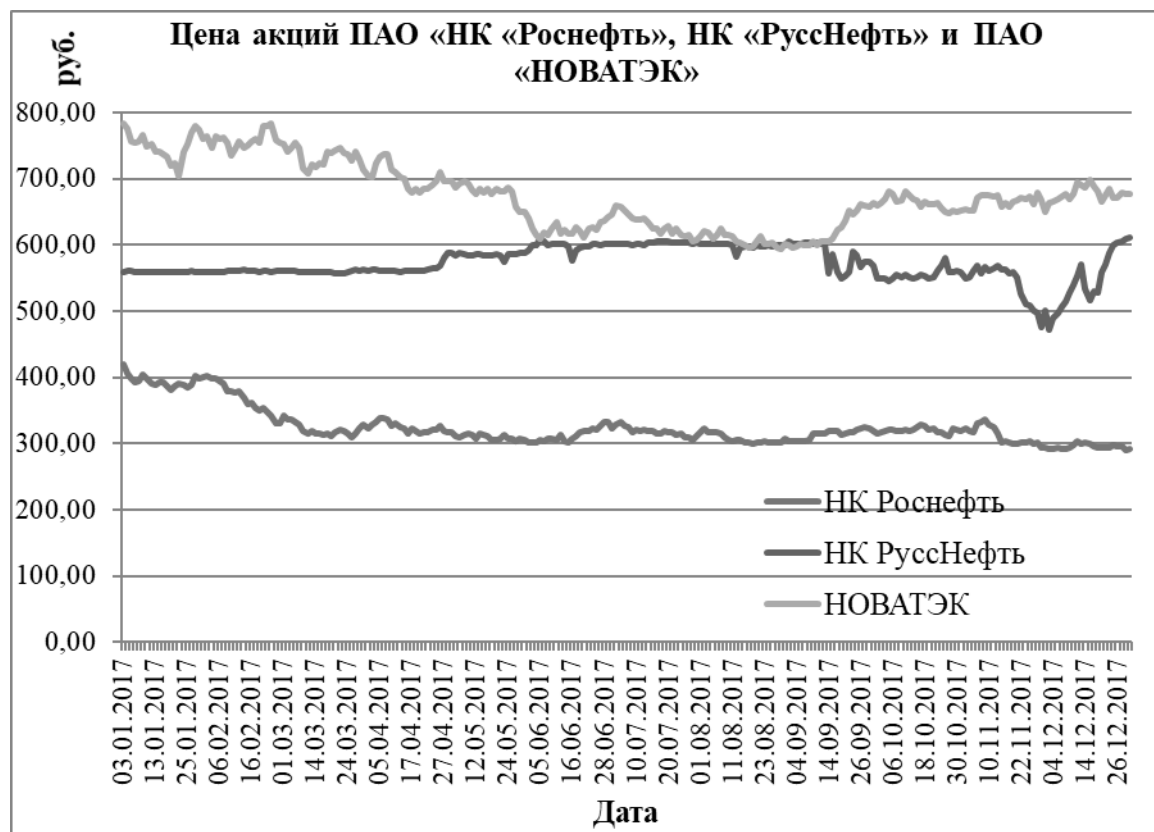
Наименование	Газпром	ЛУКОЙЛ	НК Роснефть	НК РуссНефть	НОВАТЭК
Число акций ао, млн.	23 673,51	850,6	10 598,18	294,12	3 036,31
Средняя цена ао, руб.	128,88	3 050,66	324,18	571,52	674,89
Капитализация, млрд. руб.	3 051	2 595	3 435,7	168	2 049



**Рисунок 1 – Изменение рыночной цены обыкновенной акции ПАО «Газпром» в 2017 году**



**Рисунок 2 – Изменение рыночной цены обыкновенной акции ПАО «ЛУКОЙЛ» в 2017 году**



**Рисунок 3 – Изменение рыночных цен обыкновенных акции ПАО «НК «Роснефть»», НК «РуссНефть» и ПАО «НОВАТЭК» в 2017 г.**



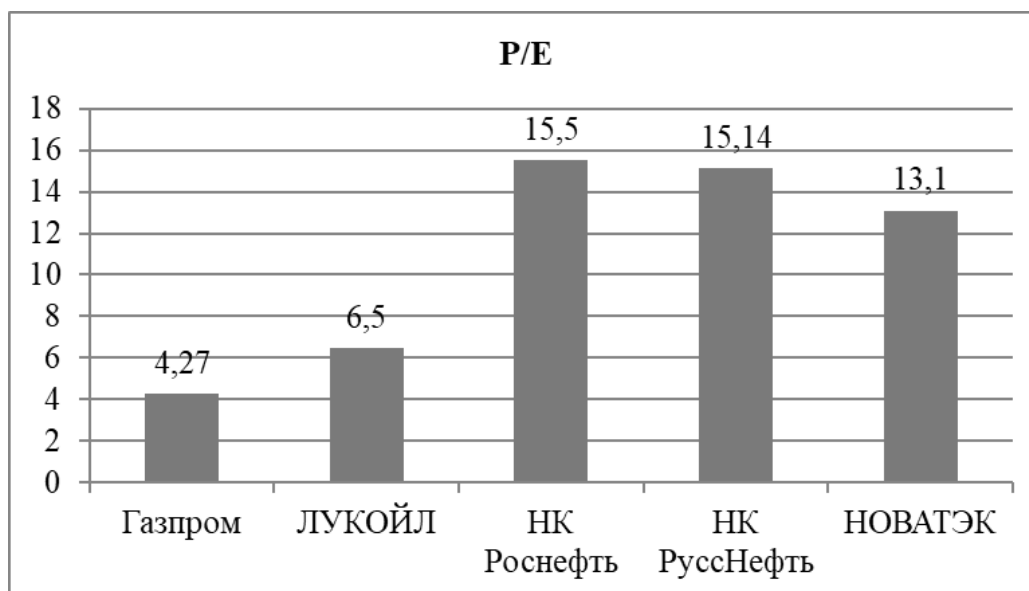
Иные необходимые для исследования данные были взяты из консолидированной финансовой отчетности выбранных компаний (по стандартам МСФО), а также с сайта <https://smart-lab.ru>, результаты анализа представлены в таблице 2.

**Таблица 2 – Данные для исследования выбранных нефтегазовых компаний за 2017 г.**

Наименование	Газпром	ЛУКОЙЛ	НК Роснефть	НК РуссНефть	НОВАТЭК
Капитализация, млрд. руб.	3 051	2 595	3 435,7	168	2 049
Выручка, млрд. руб.	6 546	5 937	6 014	129,2	583,2
ЕВITDA, млрд. руб.	1 467	831,6	1 403	29,9	256,5
Чистая прибыль, млрд. руб.	714,3	399,4	222	11,1	156,7
Чистый долг млрд. руб.	2 397	285,3	5 012	79,5	89,8
EV, млрд. руб.	5 448	2880,3	8 447,7	247,5	2 138,8
Балансовая стоимость, млрд. руб.	11 524	3 442	3 283	38,2	775,7
EPS, руб.	30,2	469,6	20,95	37,7	51,6
P/E	4,27	6,5	15,5	15,14	13,1
P/S	0,47	0,44	0,57	1,3	3,5
P/BV	0,26	0,75	1,05	4,4	2,64
EV/ЕВITDA	3,7	3,5	6	8,28	8,34
ROE,%	6,54	12,5	7,46	11,4	23,23

### Инвестиционные показатели компаний-аналогов

На основании расчетов для лучшей наглядности отразим инвестиционные показатели компаний-аналогов в рисунках, оценим акции компаний, выявим наиболее привлекательные и недооцененные бумаги с помощью метода баллов. На рис. 4 отражен показатель P/E.



**Рисунок 4 – Сравнение показателя цена / прибыль Мультипликатор цена / прибыль**

Мультипликатор цена / прибыль считается самым популярным, но анализировать его трудно. Высокое значение коэффициента может свидетельствовать как о хороших перспективах для компании, так и о нежелательном падении ее чистой прибыли. Если одна из компаний-аналогов имеет меньший P/E, тогда можно говорить об имеющемся потенциале роста за счет, либо недооцененных акций, либо высокой чистой прибыли.

Таким образом, рисунок 4 показывает, что наибольший потенциал роста имеют акции Газпрома и ЛУКОЙЛа. Акции ПАО «НК «Роснефть» и ПАО НК «РуссНефть» следует продавать, так как они переоценены с точки зрения показателя P/E.

Стоит добавить, что экономист Бенджамин Грэм считал, что нормальное значение  $8 \leq P/E \leq 15$ . Тогда, можно сделать вывод, что мультипликатор цена / прибыль ПАО «НОВАТЭК» в норме.

На рисунке 5 представлен показатель цена / выручка. Из него следует, что акции Газпрома, ЛУКОЙЛа и Роснефти дешевле акций конкурентов по отрасли. Теоретически, такие акции являются очень привлекательными для покупки. Величина показателя P/S для обыкновенных акций РуссНефти находится немного выше единицы, а бумаги НОВАТЭКа выглядят явно переоцененными и значительно превышают 1.

На рис. 6 изображен мультипликатор EV/ EBITDA, который дает возможность обнаружить компании с неэффективными капиталовложениями. Рисунок 6 показывает, что акции ЛУКОЙЛа и Газпрома являются наиболее недооцененными. Акции ПАО НК «РуссНефть» и ПАО «НОВАТЭК» переоценены. Исходя из сравнительного подхода, показатель по ПАО «НК «Роснефть» находится на уровне среднеотраслевого.

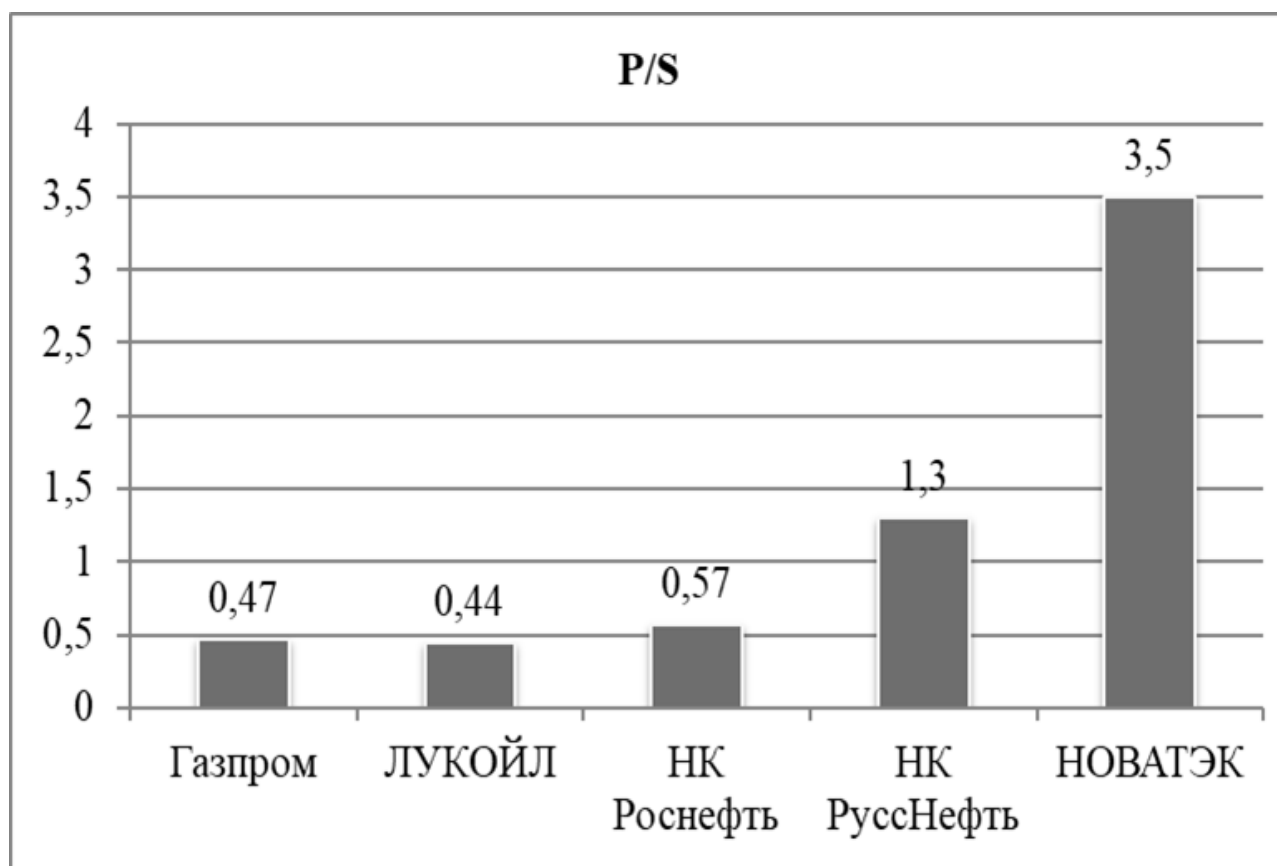
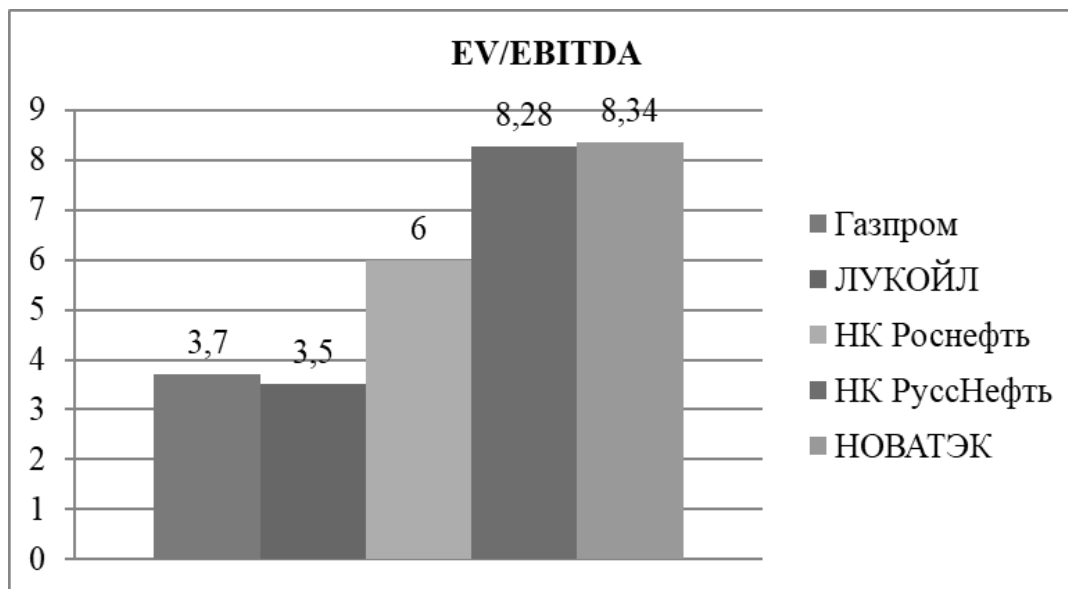


Рисунок 5 – Сравнение показателя цена / выручка



**Рисунок 6 – Сравнение коэффициента EV/EBITDA**

Сравнение показателя цена / балансовая стоимость нефтегазовых компаний показано на рис. 7. Данный коэффициент дает инвестору представление о том, не переплачивает ли он за то, что останется от компании в случае ее немедленного банкротства. По рисунку 7 можно сказать, что наиболее привлекательными на фоне остальных остаются акции Газпрома и ЛУКОЙЛа, поскольку их акции считаются недооцененными. Более того, по Б. Грэхему, акции Роснефти также справедливо оценены ( $15,5 \times 1,05 \leq 22,5$ ;  $16,22 \leq 22,5$ ).

На рис. 8 представлен коэффициент рентабельности собственного капитала – ROE. Данный показатель не имеет какого-либо конкретного значения, но некоторые отечественные экономисты считают, что 20% это нормальное значение для рентабельности собственных средств.

Однако очевидно, что более высокие значения показателя предпочтительнее, поскольку они демонстрируют относительное увеличение чистой прибыли, генерируемой на ту же сумму капитала. Тенденция стабильного роста коэффициента ROE означает увеличение способности компании генерировать прибыль собственникам. Тем не менее, снижение собственного капитала (которое может быть вызвано, например, выкупом акций) приводит к увеличению показателя рентабельности собственного капитала.

Таким образом, рис. 8 показывает, что ROE находится на высоком уровне лишь у ЛУКОЙЛа и НОВАТЭКа.

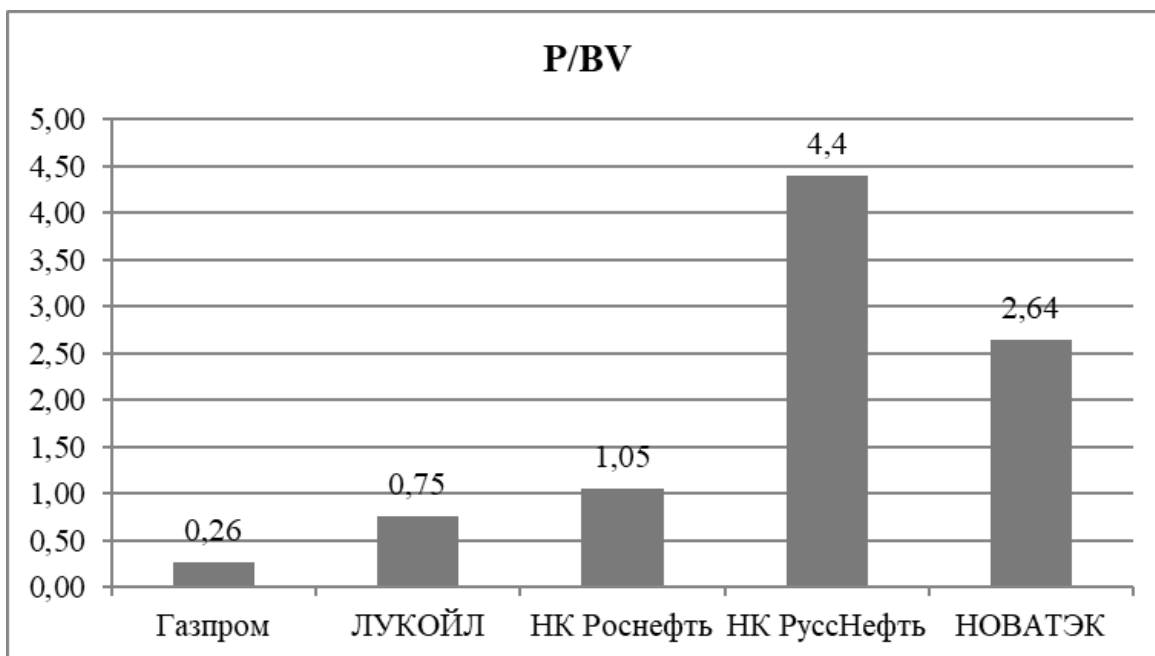
### Метод баллов

На основе полученных результатов можно подвести итоги с помощью метода баллов. Данный метод заключается в применении оценок значимости параметров. Использование методов при определении наиболее перспективных ценных бумаг осуществляется по следующему алгоритму [Аленинская, 2013]:

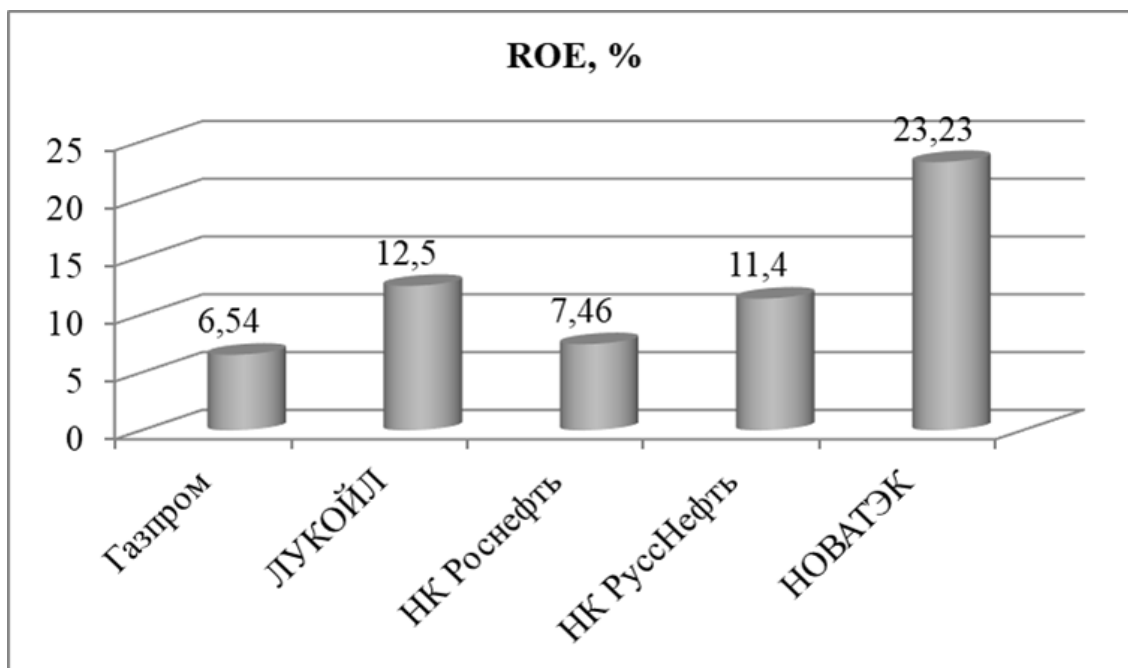
Сначала определяются основные показатели и их веса (в таблице 3);

Вес каждого выбранного показателя определен исходя из достоинств и недостатков выбранных параметров.

При использовании сравнительного подхода часто применяется метод взвешивания, когда различным показателям дают различные веса, а справедливая стоимость компании, где вес умножается на стоимость компании, исходя из того или иного показателя [Русяев, 2013].



**Рисунок 7 – Сравнение показателя цена / балансовая стоимость**



**Рисунок 8 – Сравнение показателя ROE, %**

Так как обычно коэффициент цена / балансовая стоимость акции используется для сравнения банков, по причине того, что активы и пассивы банков почти всегда соответствуют их рыночной стоимости, то в данном исследовании, где сравниваются компании нефтегазовой

отрасли, показатель цена/ балансовая стоимость акции исключен.

Далее начисляются баллы по каждому показателю для конкретной ценной бумаги (в таблице 4), исходя из представлений относительно потенциала роста акций, оцениваемых компаний на основании проведенного выше исследования. Баллы распределяются от 5 до 1: если потенциал роста высокий, то ставится 5-4; если средний, то 4-3; если низкий, то 3-2; если нулевой или отрицательный (компания переоценена), то 2-1.

Затем необходимо найти взвешенную оценку параметра для определенной акции, суммировать взвешенные баллы для каждой ценной бумаги и ранжировать ценные бумаги на основе полученных результатов (в таблице 5);

В итоге подведем конечные результаты оценки наиболее перспективных акций.

Анализ в таблице 3 проводился на основе четырех важных с точки зрения автора финансовых коэффициентов, не учитывая производственные показатели.

**Таблица 3 – Определение веса по четырем наиболее важным показателям**

Наименование показателя	Недостатки	Достоинства	Вес
EV/EBITDA	непросто рассчитать; малодоступна информация для расчета	смотрит на компанию как вероятный покупатель; не подвержен воздействию краткосрочного изменения структуры капитала компании; легко сопоставим при сравнении фирм с различными финансовыми рычагами; не зависит при применении разных методов начисления износа	0,35
P/S	не предусматривает разницу в доходности продаж между оцениваемой компанией и другими компаниями отрасли	используется для оценки компаний с отрицательной прибылью; в меньшей степени подвержен изменениям; практически не зависит от вида, применяющегося стандарта бухгалтерского учета; информация по выручке легкодоступна	0,3
ROE	достоверно не оценивает эффективность бизнеса; возможны манипуляции со стороны менеджмента	показывает насколько эффективно компания инвестирует средства в свою деятельность; дает представление о прибыльности компании	0,2
P/E	не применяется для фирм, показавших в отчетном периоде убытки, потому что стоимость компании станет отрицательной; не дает представления о деятельности фирмы	доступность информации для расчета	0,15

**Таблица 4 – Подсчет баллов по каждому показателю**

Наименование	EV/EBITDA	P/S	ROE, %	P/E
Газпром	4,5	4,5	2	5
ЛУКОЙЛ	5	5	3,5	4,5
НК Роснефть	3	4	2,5	1
НК РуссНефть	1,5	3,5	3	1,5
НОВАТЭК	1	1	5	3

**Таблица 5 – Суммирование взвешенных баллов  
и распределение мест по исследуемым компаниям**

Наименование	Сумма баллов	Место
Газпром	4,075	2
ЛУКОЙЛ	4,625	1
НК Роснефть	2,9	3
НК РуссНефть	2,4	4
НОВАТЭК	2,1	5

Результаты таблицы 5 демонстрируют, что лидирующую позицию занимает «ЛУКОЙЛ», а, следовательно, с фундаментальной точки зрения ее акции наиболее привлекательны для покупки.

Чистая прибыль «ЛУКОЙЛ» по МСФО в 2017 г. увеличилась в 2 раза, она достигла 418, 8 млрд. руб. EBITDA компании возросла на 14% и достигла отметки в 831, 6 млрд. руб.

В компании пояснили что, положительная динамика EBITDA связана с ростом цен реализации, увеличением доли высоко-маржинальных объемов в структуре добычи, ростом объемов добычи газа в России и Узбекистане, а также с улучшением структуры выпуска продукции на собственных НПЗ и ростом объемов продаж через премиальные каналы сбыта.

Выручка от реализации на 2017 г. увеличилась на 13,6%, до 5,937 трлн. руб. по сопоставлению с 2016 г.

Стало известно, что выросшие в 2017 г. цены на нефть отрицательно отразились на приросте запасов ЛУКОЙЛа: 500 млн. баррелей нефтяного эквивалента при добыче 800 млн. баррелей. В частности, компания не досчиталась более 150 млн. баррелей нефтяного эквивалента на иракской Западной Курне-2, где получает сырье в качестве оплаты по сервисному контракту.

В 2017 г. среднесуточная добыча углеводородов ЛУКОЙЛ выросла на 2,5% по сравнению с 2016 г, до 2 235 тыс. баррелей н. э./сут. Рост добычи связан с развитием газовых проектов. Добыча газа за 2017 г. составила 28, 9 млрд. куб. м., что на 15, 8% выше показателя в 2016 г. Компания достигла прогресса в развитии газовых проектов в Узбекистане. Так, в 2017 г. добыча газа по проектам Кандым и Гиссар выросла до 8,1 млрд. куб. м., или на 43,9% по сравнению с 2016 г. Рост связан с запуском новых мощностей по подготовке газа, а также с запуском газового промысла Пякяхинского месторождения в январе 2017 г.

Исходя из вышеприведенных оценок, акции ЛУКОЙЛа обладают значительным потенциалом роста.

Бумаги Газпрома занимают второе место. С точки зрения сравнительного подхода акции компании выглядят достойно. Однако следует обратить внимание на такие факты: чистая прибыль данной компании по МСФО в 2017 г. снизилась на 24,9% по сравнению с 2016 г. и составила 714,3 млрд. руб. Выручка за отчетный период увеличилась на 7,1% и составила 6, 55 трлн. руб. Также, вырос чистый долг Газпрома за прошлый на 24% и по состоянию на 31 декабря 2017 г., он достиг почти 2,4 трлн. руб. Рост данного показателя связан с увеличением суммы долгосрочных кредитов и займов.

Эксперты БКС считают, что квартальная отчетность Газпрома 2018 г. поспособствует росту акций и рекомендуют инвестировать в компанию.

Акции НОВАТЭК являются наиболее переоцененными, и существует вероятность того, что они будут выглядеть хуже по сравнению с компаниями-конкурентами в обозримом будущем, остается довольно высокой. В данном случае необходимо проведение дополнительных исследований для оценки компании.

Бумаги «НК «Роснефть» и НК «РуссНефть» с фундаментальной точки зрения выглядят на среднем уровне.

### Заключение

На основе проведенного исследования, можно сделать следующие выводы. Наиболее привлекательными смотрятся акции ЛУКОЙЛа и Газпрома. Вероятно, что на уровне рынка будут находиться акции НК Роснефти и НК РуссНефти. Наиболее переоцененными выглядят акции НОВАТЭКа.

Проведенная методика не учитывает большое количество факторов, а значит, не дает максимально точно спрогнозировать динамику цен. Об этом свидетельствует фактическая динамика изменения цен анализируемых акций в таблице 6.

**Таблица 6 – Динамика изменения цен анализируемых акций за 2018 г.**

Наименование компании	Рост/падение в% за 2018 г.
Газпром	+ 14,34%
ЛУКОЙЛ	+ 47,68%
НК Роснефть	+ 39, 01%
НК РуссНефть	- 4, 01%
НОВАТЭК	+ 63,82%

Исходя из таблицы 6, на сегодняшний день акции ЛУКОЙЛа выросли в цене, более того, наибольший рост показали акции НОВАТЭКа, также рост продемонстрировали акции ПАО «НК «Роснефть». Наименьшая динамика стоимости акций у Газпрома, в то время как у РуссНефти вовсе наблюдается падение цены.

Таким образом, можно сделать вывод, что методика сравнительного подхода оценки стоимости акций позволяет инвесторам решить проблему выбора компаний, которые имеют лучшие возможности развития и смогу обеспечить инвестору большую выгоду от вложений в их ценные бумаги.

Сравнительный подход относительно прост в применении. Но важно то, что методика не отвечает на следующие вопросы: Когда лучше купить акции выбранных компаний? По какой цене покупать акции? Ответы на эти вопросы может дать проведение технического анализа выбранных для вложений акций.

В основе фундаментального подхода к анализу акций лежит постулат о том, что цена акций растет у успешных компаний, а падает у убыточных. Акционер является совладельцем бизнеса, чем более прибыльным становится бизнес, тем дороже должна стоить доля в нем. И, наоборот, если фирма несет убытки, а задолженность перед кредиторами увеличивается, то стоимость компании будет уменьшаться.

Для долгосрочных вложений в основном выбираются компании, которые длительное время демонстрирует стабильные производственные результаты и прочно удерживают свои позиции на отраслевом рынке.

Наконец, можно сделать общий вывод: в основе сравнительного подхода лежит сопоставление компаний с помощью специальных мультипликаторов – коэффициентов. Они отражают ситуацию на рынке путем сравнения стоимостей компаний или их акций.

---

## Библиография

1. Аленинская Е.И. Применение сравнительного подхода к оценке стоимости акций на основе фундаментального анализа: поиск наиболее привлекательных для инвестирования акций в нефтегазовом секторе России // Социально-экономические явления и процессы. 2013. №5 (051). С. 23-30.
2. Грэхем Б. Разумный инвестор. М.: Вильямс, 2009. 672 с.
3. Когденко В.Г. Фундаментальный анализ компании: особенности и ключевые индикаторы // Дайджест-Финансы. 2014. №4 (232). С. 2-15.
4. Кокин А.С. Финансовый менеджмент. М.: ЮНИТИ, 2015. 511 с.
5. Кокин А.С., Осколков И.М. Определение валютно-инвестиционных коэффициентов как возможная альтернатива метода дисконтирования денежных потоков инвестиционного проекта // Аудит и финансовый анализ. 2013. № 5. С. 218-221.
6. Кокин А.С., Осколков И.М. Управление международной ценовой конкурентоспособностью продукции инвестиционного проекта // Вестник Нижегородского университета им. Н.И. Лобачевского. 2013. № 2-1. С. 214-219.
7. Кочнева Л.Ф. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: фундаментальный анализ. М., 2016. 50 с.
8. Национальная Ассоциация нефтегазового сервиса. URL: <https://nangs.org/news/business/lukojl-opublikoval-finansovye-rezultaty-po-msfo-za-2017-god>
9. Русяев Я.В. Практика использования сравнительного и доходного подходов к фундаментальному анализу в прогнозировании рынка ценных бумаг // Финансы и кредит. 2013. №4 (532). С. 51-60.
10. Чигринец В.О. Особенности вычисления показателей ЕБИТ и ЕБИТДА по МСФО. URL: [http://elib.bsu.by/bitstream/123456789/175386/1/chigrinets\\_sbormik18.pdf](http://elib.bsu.by/bitstream/123456789/175386/1/chigrinets_sbormik18.pdf)

### Comparative approach to estimation of cost of stocks of the oil and gas companies of Russia on the basis of the fundamental analysis

**Aleksandr S. Kokin**

Doctor of Economics,  
Professor of Finance and Credit departments,  
Institute of Economy and Entrepreneurship,  
Nizhniy Novgorod State National Research University named after N.I. Lobachevsky,  
603008, 37, Bol'shaya Pokrovskaya st., Nizhny Novgorod, Russian Federation;  
e-mail: kokin@mail.ru

**Il'ya M. Oskolkov**

PhD in Economics,  
Senior Lecturer of Finance and Credit department,  
Institute of Economy and Entrepreneurship,  
Nizhniy Novgorod State National Research University named after N.I. Lobachevsky,  
603008, 37, Bol'shaya Pokrovskaya st., Nizhny Novgorod, Russian Federation;  
e-mail: oskolkoff.ilya@yandex.ru

**Anastasiya A. Syzganova**

Graduate Student,  
Institute of Economy and Entrepreneurship,  
Nizhniy Novgorod State National Research University named after N.I. Lobachevsky,  
603008, 37, Bol'shaya Pokrovskaya st., Nizhny Novgorod, Russian Federation;  
e-mail: miss555\_3@mail.ru



## Abstract

The paper studies the definition of the companies, potentially attractive to investments, with use of a method of comparative approach are conducted. On the example of common stocks of the oil and gas sector the main coefficients of the fundamental analysis are considered. The analysis of the companies, such as is carried out: PJSC Gazprom, PJSC Lukoil, PJSC Rosneft, PJSC Oil Company Russneft, PJSC Novatek. The underestimated and overestimated papers by means of a method of points are found. On calculation results recommendations about purchase of the most attractive stocks are made. The relevance of a research consists that there are more and more investors for whom tools and methods of the analysis are necessary for commission of potential actions in the market. Fundamental analysis one of them. It is considered to be one of the most often used methods of assessment of stock prices among investors. The research objective consists in defining the stocks of the companies of the oil and gas sector of Russia, most attractive to investment. The fundamental analysis of securities market – the system of assessment of market value of the company or its actions reflecting the state of affairs of the company, profitability of its activity. In securities market historically there was a duality phenomenon of a price cost where the concept of actual current market price of an action is opposed with a concept internal or true stock price.

## For citation

Kokin A.S., Oskolkov I.M., Syzganova A.A. (2019) Sravnitel'nyi podkhod k otsenke stoimosti aktsii neftegazovykh kompanii Rossii na osnove fundamental'nogo analiza [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], 9 (1A), pp. 241-258.

## Keywords

Stocks, fundamental analysis, coefficients of the fundamental analysis, comparative approach, stock market.

## References

1. Aleninskaya E.I. (2013) Primenenie sravnitel'nogo podkhoda k otsenke stoimosti aktsii na osnove fundamental'nogo analiza: poisk naibolee privlekatel'nykh dlya investirovaniya aktsii v neftegazovom sektore Rossii [The application of a comparative approach to the valuation of shares on the basis of fundamental analysis: the search for the most attractive shares for investment in the oil and gas sector of Russia]. *Sotsial'no-ekonomicheskie yavleniya i protsessy* [Social and economic phenomena and processes], 5 (051), pp. 23-30.
2. Chigrinets V.O. *Osobennosti vychisleniya pokazatelei EBIT i EBITDA po MSFO* [Features of the calculation of EBIT and EBITDA under IFRS]. Available at: [http://elib.bsu.by/bitstream/123456789/175386/1/chigrinets\\_sbornik18.pdf](http://elib.bsu.by/bitstream/123456789/175386/1/chigrinets_sbornik18.pdf) [Accessed 12/12/2018]
3. Graham B. (2009) *Razumnyi investor* [Reasonable Investor]. Moscow: Vil'yams Publ.
4. Kochneva L.F. (2016) *Rynok tsennykh bumag i birzhevoe delo: fundamental'nyi analiz* [Securities Market and Exchange Business: Fundamental Analysis]. Moscow.
5. Kogdenko V.G. (2014) Fundamental'nyi analiz kompanii: osobennosti i klyuchevye indikatory [Fundamental analysis of the company: features and key indicators]. *Daidzhest-Finansy* [Digest Finance], 4 (232), pp. 2-15.
6. Kokin A.S. (2015) *Finansovyi menedzhment* [Financial management.]. Moscow: YuNITI Publ.
7. Kokin A.S., Oskolkov I.M. (2013) Opredelenie valyutno-investitsionnykh koeffitsientov kak vozmozhnaya al'ternativa metoda diskontirovaniya denezhnykh potokov investitsionnogo proekta [Determination of currency and investment ratios as a possible alternative to the method of discounting cash flows of an investment project]. *Audit i finansovyi analiz* [Audit and financial analysis], 5, pp. 218-221.
8. Kokin A.S., Oskolkov I.M. (2013) Upravlenie mezhdunarodnoi tsenovoi konkurentosposobnost'yu produktsii investitsionnogo proekta [Managing the international price competitiveness of investment project products]. *Vestnik Nizhegorodskogo universiteta im. N.I. Lobachevskogo* [Bulletin of Nizhny Novgorod University], 2-1, pp. 214-219.

9. *Natsional'naya Assotsiatsiya neftegazovogo servisa* [National Association of Oil and Gas Services]. Available at: <https://nangs.org/news/business/lukoil-opublikoval-finansovye-rezultaty-po-msfo-za-2017-god> [Accessed 12/12/2018]
10. Rusaev Ya.V. (2013) Praktika ispol'zovaniya sravnitel'nogo i dokhodnogo podkhodov k fundamental'nomu analizu v prognozirovanii rynka tsennykh bumag [The practice of using comparative and income approaches to the fundamental analysis in forecasting the securities market]. *Finansy i kredit* [Finance and Credit], 4 (532), pp. 51-60.