

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования

«Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации»

Кредитно-экономический факультет

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

Б.Б. Рубцов

(И.О. Фамилия зав. кафедрой)

(подпись)

«__» _____ года

Выпускная квалификационная (бакалаврская) работа

Хайретдиновой Камилы Айратовны

на тему:

«Правила успешного инвестирования в акции инновационных компаний»

Направление 080100.62 – «Экономика»

Профиль подготовки – «Финансы и кредит»

Научный руководитель:

Старший преподаватель, к.э.н., Напольнов А.В.

(подпись)

(подпись автора работы)

Москва – 2015

Содержание

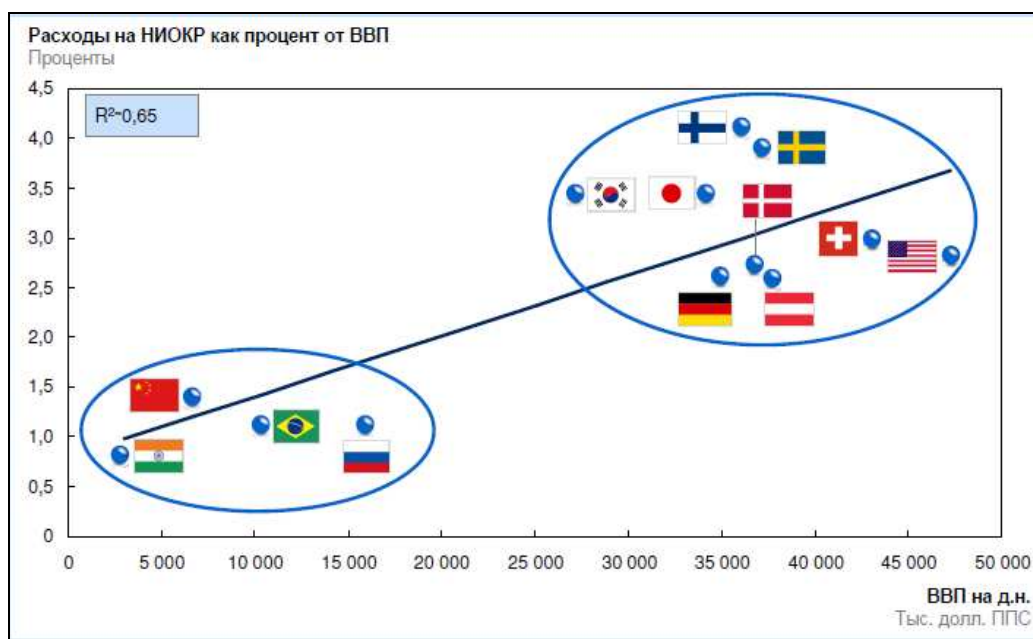
Содержание.....	2
Введение.....	3
1. Теоретические аспекты инвестирования в инновационные компании, место нефтесервисных компаний среди нефтегазовых и инновационных компаний....	9
1.1 Место нефтесервисных компаний среди инновационных и нефтегазовых компаний.....	9
1.2 Риски, с которыми сталкивается современная нефтесервисная компания	17
2. Критерии отбора инновационных нефтесервисных компаний для успешного инвестирования.....	23
2.1 Критерии отбора инновационной компании для инвестирования.....	23
2.2 Операционные показатели эффективности нефтесервисных компаний, на которые может опираться инвестор.....	28
2.3 Критерии присвоения рейтинга платежеспособности и финансовой устойчивости для компаний нефтесервисной подотрасли	30
3. Методология оценки нефтесервисных компаний	37
3.1 Существующие подходы к оценке стоимости бизнеса и инновационных компаний.....	37
3.2 Методология оценки стоимости нефтесервисной компании	44
3.2.1 Доходный подход к оценке стоимости нефтесервисных предприятий	44
3.2.2 Сравнительный подход к оценке нефтесервисных предприятий.....	51
3.2.3 Затратный подход к оценке нефтесервисных предприятий.....	60
Заключение	61
Список использованной литературы.....	63
Приложение А	67
Приложение Б.....	70
Приложение В.....	75
Приложение Г	76

Введение

Обоснование актуальности темы выпускной квалификационной работы(ВКР).

Выбор исследования компаний инновационной направленности обоснован тем, что они являются двигателями прогресса, и развивать их необходимо (выжимка из исследования крупнейшей консалтинговой компании McKinsey четко дает нам понять, что существует четкая зависимость между тем, инвестирует страна в инновационное развитие отраслей ее экономики и ее совокупным развитием. См. Рисунок 1.)

Рисунок 1. Расходы на НИОКР как процент от ВВП



Источник: ОЭСР; «Основные показатели науки и технологии», данные ООН, анализ McKinsey, 2008

Изначально исследование должно было охватить инновационные компании всех отраслей, но, после консультации, проведенной специалистами инновационной отрасли на месте прохождения автором преддипломной практики (Управление рынка инноваций и инвестиций Открытого

акционерного общества "Московская Биржа ММВБ-РТС", биржевой площадке, на которой обращаются высокотехнологичные компании России), автором было принято решение осуществить детальное рассмотрение специфики инвестирования в нефтесервисные компании (ввиду стремления к достижению наибольшей практической полезности от ВКР для реального рынка): их первоначальный отбор и дальнейшую оценку их справедливой стоимости для принятия итогового инвестиционного решения.

Выбор исследования компаний нефтесервисной среды обусловлен рядом факторов. Нефтегазовая отрасль, подотраслью которой является нефтесервисная индустрия, играет ключевую роль в экономике Российской Федерации (доля нефтегазового сектора составляет 20-21% ВВП России, по словам заместителя министра экономического развития РФ Андрея Клепача, произнесенным в рамках одной из сессий Московского экономического форума). Средства, которые российская экономика получает от успешного ведения энергетического бизнеса могут и должны быть перераспределены в инновационное развитие, для того, чтобы избавить нашу страну от сырьевой зависимости и перейти, наконец, к интенсивному развитию, вместо экстенсивного. Разумно начать данные преобразования со сферы, непосредственно касающейся нефтегазовую отрасль, поддерживающей ее, той индустрии, которая сама по себе предполагает постоянное внедрение инноваций – нефтесервис (нефтепромысел), и далее перейти в инновационное преобразование всех отраслей российской экономики, чтобы ускорить развитие и процветание нашей страны. Также интересно было рассматривать данную подотрасль ввиду последних событий в виде санкций по отношению к России, резкому снижению цен на нефть, в аспекте того, как индустрия отреагирует на данные изменения.

Таким образом, наличие факта существования потенциала нефтегазовой отрасли, возможности перенаправить средства именно из этой среды на

развитие инноваций в других отраслях (начиная с нее самой в форме развития нефтесервиса), которое так необходимо для нашей страны, обосновало актуальность выбора сферы исследования данной выпускной квалификационной (бакалаврской) работы.

Цели и задачи работы.

Для привлечения инвестиций в сферу инновационных компаний необходимо создать теоретико-практическую платформу принятия инвестиционных решений, которая обеспечит понимание процесса направления средств в инновационные компании нефтесервисной подотрасли для инвестора – это и есть основная **цель** написания бакалаврской работы. Инвестор в рамках данной ВКР рассматривается, с одной стороны, как источник благосостояния, распределяющий свои свободные денежные средства для получения прибыли, и с другой, как двигатель инновационного прогресса в различных отраслях, ведь для развития в экономике необходимы ресурсы, которые и привлекает инвестор в различные компании. На данный момент существует необходимость «построить мост» между инвестором и инновационными компаниями, нуждающимися в средствах, и промежуточными действиями будет становление опорных точек для данной взаимосвязи, такими как:

1). Разработка инфраструктуры инвестирования (сам процесс развития инновационных компаний посредством направления денежных средств для этих целей от инвестора должен быть легким и доступным, инвестор должен понимать, куда он должен прийти и как вложить средства в компании данного типа);

2). Разработка механизма отбора акций инновационной отрасли, и нефтесервисной, в частности, для наиболее эффективного использования средств инвестора, а значит и наиболее успешного развития инновационной отрасли.

3). Разработка механизма оценки акций инновационных компаний, который на данный момент находится в зачаточном состоянии, особенно в России и особенно в сфере компаний нефтесервисной отрасли, компаний выбранных к исследованию. «Рынок (инновационный, - примеч. автора ВКР) волатилен еще и потому, что инвесторы не всегда в должном объеме владеют методиками анализа стоимости инновационных компаний, — утверждает Светлана Самойлова из компании Институт стволовых клеток человека. — Реакция инвесторов зачастую непредсказуема»¹. Необходимо определить методику оценки данных компаний, для того, чтобы инвестор понимал, какова справедливая стоимость акции, в которую он собирается «вложиться».

В связи с указанными выше нерешенными вопросами в плане улучшения инфраструктуры инвестирования в инновационные компании, а конкретно, в компании нефтесервисной отрасли, которые неразделимы от инноваций, **задачами ВКР** являются следующие:

А) Выявить список критериев операционной и финансовой производительности, с помощью которых инвестор сможет определить, достойна ли инновационная нефтесервисная компания того, чтобы стать объектом направления денежных средств в ее развитие.

Б) Определить механизм оценки стоимости акции инновационной компании нефтесервисной подотрасли для детального изучения момента «входа» в инвестицию, чтобы инвестор понимал, когда нужно покупать акцию (описание благоприятных событий и микроклимата отраслевой инфраструктуры, способствующих успешному инвестированию) и за сколько (помощь в успешном выявлении справедливой стоимости акции, а значит и

¹ Почему российский индекс инновационных компаний отказывается расти/ инф. статья на сайте компании IPOboard/ http://ipoboard.ru/ru/page/pochemu_rossiiski_indeks

выявления ее недо- или переоцененности рынком для осуществления выгодного вложения).

Предмет и объект исследования.

Объектом исследования является механизм успешного инвестирования в акции инновационных нефтесервисных компаний.

Предметами исследования являются:

- критерии отбора акции нефтесервисной компании к инвестированию;
- методика фундаментальной оценки справедливой стоимости акции компаний данной подотрасли.

Теоретическая и методологическая основа исследования, характеристика использованной информационной базы.

В качестве **теоретической основы**, в исследовании использовались различные виды информационных источников: монографии зарубежных и отечественных авторов, их публикации в современных периодических изданиях, множество аналитических статей по исследованию нефтесервисной отрасли, интернет-сайты компаний этой сферы, самоучители по моделированию денежных потоков от зарубежных оценочных и инвестиционных компаний. **Информационная база** исследования может быть охарактеризована как практическая, акцент сделан на источниках прикладной направленности. Исследование опирается на применение следующей **методологической основы**: применялись методы моделирования, анализа и синтеза, индукции.

Структура бакалаврской работы с обоснованием последовательности изложения материала.

Структура бакалаврской работы обусловлена целью, задачами и логикой исследования. ВКР состоит из введения, трех глав, заключения, списка

литературы

и

приложений.

1. Теоретические аспекты инвестирования в инновационные компании, место нефтесервисных компаний среди нефтегазовых и инновационных компаний

1.1 Место нефтесервисных компаний среди инновационных и нефтегазовых компаний

Нефтесервисные компании находятся на стыке пула инновационных компаний и нефтегазовых компаний мира ввиду того, что они входят в производственно-сбытовую цепочку нефтегазовой отрасли наряду с тем, что они обладают огромным научно-исследовательским потенциалом, по-другому они просто не смогут быть конкурентными в своей среде.

Учитывая тот факт, что нефтяная промышленность является одной из наиболее зрелых отраслей, и очень устойчива к изменениям, сложно измерить важность введения технологических инноваций в данную отрасль. Почти все из инвесторов, кто следит за этой отраслью промышленности на финансовых рынках, игнорируют вопрос технологии, т.к. большое значение придается капитальным вложениям в разведку и добычу. Но с усилившимся надзором, последовавшим после аварии на Макондо (на нефтедобывающей платформе в Мексиканском заливе в 2010 году, крупнейшей экологической катастрофе за всю историю США), и с увеличением объемов разведки в более глубоких, труднодоступных водах, все большее значение придается аспекту технологии как со стороны Международных нефтяных компаний (заказчики) так и со стороны нефтяных сервисных компаний (поставщики).

Наблюдается 2 основных момента, способствующих увеличению важности технологических разработок, особенно для шельфовых месторождений:

Более строгие условия работы: Более строгие предписания по разработке месторождений и ведению добычи привели к увеличению внимания к развитию технологических разработок. Ограничения по использованию водолазов для тех. обслуживания месторождения и по рытью траншей для последующей прокладки трубопровода являются видами работ, к которым применяются более строгие предписания в современной практике нефтепромысла. Это поспособствовало тому, что международные нефтяные компании сфокусировали свое внимание на технологии, с целью увеличения механизации в разработке месторождений и добычи.

Более суровые климатические и разведочные условия: за последние 50 лет, в мире была разработана большая часть так называемой «легкой нефти» (наземной нефти). Новые границы нефтеносных регионов проходят на глубоководных территориях (Бразилия, Западная Африка, Арктика, Азия), и нефтяным компаниям в будущем будет труднее и сложнее добывать нефть, поэтому введение новых технологий так необходимо.

Таким образом, этой отрасли промышленности придется столкнуться с внедрением высокоспециализированной техники и стремлением к достижениям в разработке технических средств (морская донная фонтанная арматура, трубопроводы, системы контроля, трубы и составные кабели, реагентопроводы).

Доказательством того факта, что нефтесервисные компании являются инновационными по своей сути является наличие данных компаний в списке классификации Европейской Ассоциации Прямого и Венчурного

Инвестирования (EVCA)². Далее приведена часть классификации, посвященная компаниям энергетической отрасли, это компании из сферы:

- Добычи и переработки нефти, угля и газа
- Бурения и геологоразведки
- Альтернативных источников энергии

С полным списком Классификации можно ознакомиться в Приложении А.

Также необходимо обозначить, какое место занимают компании нефтесервисной подотрасли среди компаний нефтегазовой отрасли. Для этого следует обратиться к производственно-сбытовой сети всего нефтегазового сектора (Value chain).

Нефтегазовая производственно-сбытовая цепочка (типы компаний):

- Нефтегазодобывающие компании (Upstream), также известны как Разведка и Добыча, E&P, они фокусируются на обнаружении и извлечении минералов и ресурсов из земли.
- Мидстрим компании: они фокусируются на транспортировке нефти, газа и других сырьевых товаров компаниям, которые будут их продавать. Это, в большинстве случаев, производится посредством магистральных нефтегазовых трубопроводов, которые транспортируют данное сырьё на большие расстояния.
- Компании по переработке и сбыту нефтепродуктов (Downstream), они очищают и продают сырьё (следовательно, они называются "R&M" refine and market), превращают его во что-то полезное: авиатопливо, автомобильный бензин, дизель и т.д.- и затем продают их клиентам.
- Нефтесервисные компании (Oil field Service): Они не добывают, транспортируют или продают газ или нефть, вместо этого они предоставляют

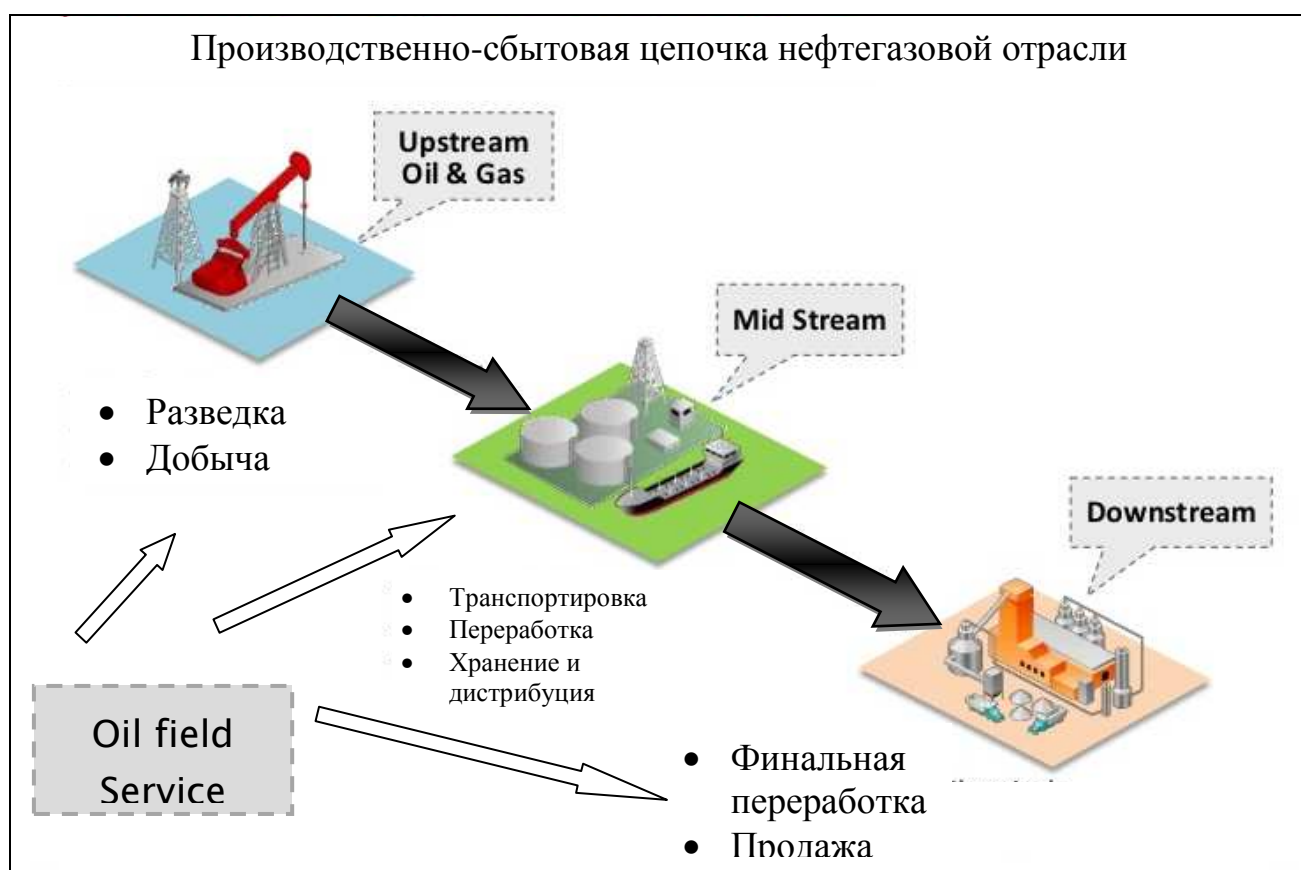
² Аналитический отчет по итогам обзора рынка российских венчурных фондов за I-III квартал 2014 года Российской ассоциации венчурного инвестирования, ноябрь 2014, режим доступа: <http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/>

сервис компаниям, которые этим занимаются. Они могут проводить обслуживание нефтяных месторождений, устранять неисправности, модернизировать технологии, или даже обеспечивать безопасность сотрудников.

- Объединенные нефтяные конгломераты (Majors), такие как BP и Exxon Mobil. Данные компании делают все вышеперечисленное, только в других пропорциях. Самая распространенная комбинация - это фокусировка на разведке и добыче, переработке и сбыту нефтегазовой продукции, предоставляя остальную работу компаниям, специализирующимся на определённых задачах.³

Ниже приведена иллюстрация к цепочке:

Рисунок 2. Производственно-сбытовая цепочка нефтегазовой отрасли



³ Моделирование денежных потоков в нефтегазовом секторе / Oil & Gas Modeling 101 / Режим доступа: (<http://www.mergersandinquisitions.com/oil-gas-modeling-101/>)

Источник: модифицированная автором Value-chain схема из презентации THE GLOBAL OIL & GAS INDUSTRY: PROSPECTS & CHALLENGES IN THE NEXT DECADE, режим доступа: <http://www.slideshare.net/theoacheampong/theo-acheampong-presentation>

На основе информации о том, что нефтесервисные компании находятся на стыке инновационных и нефтегазовых компаний, автором была создана следующая схема, отображающая место данных компаний в предприятиях всего мира, схема была создана для определения участка исследования данной ВКР, а также для наглядного представления участка направления средств для потенциального инвестора.

Рисунок 3. Место нефтесервисных компаний среди инновационных и нефтегазовых компаний мира



Источник: рисунок автора.

Сами компании по предоставлению нефтепромысловых сервисных услуг производят широкий спектр продукции и услуг, используемых в исследовании, извлечении, транспортировке и переработке нефти и природного газа, сюда входят компании, задействованные в производстве оборудования, используемого нефтепромысловыми сервисными компаниями. Они приблизительно могут быть разделены на несколько категорий:

- **Геофизические и сейсморазведочные нефтесервисные компании (геологоразведка) (Geophysical):** Компании, предоставляющие сейсмические услуги, такие как исследование, интерпретация и констатация пластовой геологии.
- **Буровые компании (Drilling):** Компании привлекаемые для бурения - прохождения сквозь поверхность земли - поиска под поверхностью земли (наземных) и под морским дном (шельфовых) нефтяных и газовых резервуаров.
- **Нефтесервисные компании шельфового нефтепромысла (Offshore):** Обеспечение добычи ресурсов с помощью морских сооружений, плавучих установок.
- **Производство нефтепромыслового оборудования (Equipment):** Обеспечение необходимой инфраструктурой и оборудованием (такими как буровая и производственная оснастка), необходимым для исследования нефти и газа.
- **Объединенные нефтесервисные конгломераты (Majors):** так же, как и в предыдущей классификации компаний нефтяной отрасли, эта группа обозначает общее название компаний, предоставляющих все типы нефтесервисных услуг.

Мировая нефтепромысловая сервисная индустрия (нефтесервисная отрасль), и в особенности, буровой бизнес, характеризуется более высокой технической и капиталоемкостью по сравнению с другими типами нефтегазовых услуг. Бурение - это один из наиболее масштабных компонентов, в отношении исследования и производства. Другие сервисные услуги и предоставление оборудования стоят ниже в производственно-сбытовой цепочке, в связи с относительно низкой технической и капиталоемкостью, хотя требования к качеству производства и сервиса, требуемые в нефтегазовой отрасли, обычно завышены, т.к. стоимость отказа, возникновения неисправности оборудования может быть достаточно высокой для нефтедобывающей компании. Кроме того, индустрия характеризуется цикличностью, т.к. требование к данным сервисным услугам определяется капиталовложениями нефтедобывающей компании.⁴

Из вышеизложенного можно резюмировать, что нефтесервисные компании различаются по типам предоставляемых ими услуг, что важно понимать ввиду различий в оценке их стоимости и, соответственно, инвестировании в данные компании. Предприятия данной подотрасли относятся и к нефтегазовым и к инновационным компаниям одновременно, поэтому важно учитывать специфику этих двух обширных сфер при инвестировании.

По мере определения того, какие компании являются нефтесервисными, их положения среди компаний отрасли, а также существующих разновидностей данных компаний, можно перейти к описанию событий в отрасли, рискам, с которыми сталкиваются данные компании и привязанности их к ценам на нефть-актуальному на сегодняшний день вопросу.

⁴ Методология выставления рейтинга для нефтесервисных компаний от компании ICRA Rating Feature. Режим доступа: http://www.icra.in/Files/Articles/Oilfield%20Services_Rating%20Methodology.pdf

1.2 Риски, с которыми сталкивается современная нефтесервисная компания

Основная часть данной ВКР будет посвящена тому, как успешно инвестировать средства в нефтесервисную компанию, для того чтобы получить значительную прибыль, но важно понимать, какие риски берет на себя инвестор, ведь золотое правило инвестирования никто еще не отменял: Чем выше доходность инвестиций, тем выше и риск.

Риски, присущие сфере нефтесервисных услуг, ничуть не менее существенны, чем те, с которыми приходится иметь дело участникам других сегментов нефтегазовой отрасли. Развитие нефтесервисных услуг по-прежнему обусловлено конкуренцией между ее участниками в области разработки и освоения новых технологий. Далее представлена информация о ключевых рисках для нефтесервисных компаний, аккумулированная компанией Ernst & Young. Риски перечислены в порядке их значимости.

1. Новые сложности операционного характера, в том числе связанные с работой в неизученных условиях

Риск возникновения новых сложностей, связанных с осуществлением операционной деятельности, в том числе в неизученных природно-климатических условиях, является весьма существенным для участников рассматриваемого сегмента. Все большее число нефтесервисных компаний переносят деятельность в расположенные за рубежом регионы с экстремальными природными условиями. Специфика налогового режима, сложившаяся практика хозяйствования и проблемы, связанные с необходимостью комплектации штата за счет местного населения при осуществлении деятельности за рубежом, могут оказать самое непосредственное влияние на уровень операционных рисков, с которыми

предстоит столкнуться той или иной нефтесервисной компании. К проблемам, связанным с осуществлением операционной деятельности, также следует отнести высокую степень сложности проекта, удаленность географического расположения, необходимость использования новых технологий и возможность негативных экологических последствий. Более того, сегодня все более актуальной становится задача обеспечения соответствия интересов компаний-операторов интересам нефтесервисных предприятий, выступающих в качестве подрядчиков.

2. Сдерживание роста затрат

По мере увеличения степени сложности проектов их реализация становится все более рискованной и затруднительной — как в плане соблюдения сроков и утвержденного бюджета, так и с точки зрения обеспечения надлежащего уровня качества и производственной безопасности.

Компании производственного и инженерно-технического профиля, как правило, имеют более одного варианта при решении вопроса о выборе источника снабжения. В этой связи все большее число нефтесервисных предприятий проводят расчет относительной суммы затрат на обеспечение соблюдения ими законодательных требований в ходе осуществления деятельности. Зачастую они переносят производственную деятельность в развивающиеся страны, в которых расходы на соблюдение законодательных норм, производство и прочее могут быть ниже. В то же время при переводе операций в оффшорные юрисдикции следует принимать во внимание требования местного законодательства при заключении контрактов с ННК в таких регионах, как Южная Америка и Африка. Мировой финансовый кризис способствовал закреплению практики применения подобных требований на законодательном уровне, тем самым расширяя список рисков, с которыми приходится иметь дело нефтесервисным компаниям. В случае нарушения

данного требования правительство страны, в которой сконцентрирована деятельность нефтесервисной компании, может наложить на нее штраф, вынудить к пересмотру условий договоров и т. д. — вплоть до выставления требования о прекращении деятельности на территории страны.

Помимо этого, рост числа законодательных актов, вероятно, приведет к повышению затрат на проведение буровых работ в результате увеличения числа проверок и сертификаций, а также в связи с избыточностью оборудования. Ожидается, например, что производители оборудования смогут извлечь выгоду из процессов переоснащения производства, резервирования и ускоренной амортизации. Однако общий уровень спроса на услуги и оборудование может снизиться в случае, если рост издержек и ухудшение экономических показателей вынудят операторов сократить расходы. Повышение себестоимости операций в таких регионах может привести к направлению части финансовых средств на национальные или развитые международные рынки.

3. Взаимное дублирование услуг, предлагаемых международными нефтяными и нефтепромысловыми сервисными компаниями

В качестве меры по минимизации рисков, связанных с необходимостью сокращения затрат, некоторые нефтесервисные компании консолидировали производственные подразделения или осуществили продажу активов либо стратегические приобретения для укрепления рыночных позиций. Отдельные нефтесервисные компании реализовали ряд мер, направленных на расширение специализации в областях, которые традиционно воспринимались в качестве неотъемлемой составляющей профильной деятельности МНК. Это было сделано с целью расширения спектра услуг, предлагаемых нефтесервисными компаниями. В результате сегодня наблюдается взаимное дублирование услуг, предлагаемых международными нефтяными и нефтепромысловыми сервисными компаниями.

Для укрепления собственных позиций в конкурентной борьбе с МНК, некоторые НСК учредили совместные предприятия с неконкурирующими компаниями несмотря на то, что совместная деятельность на международном уровне сопряжена с рисками юридического, политического и экономического характера. Данные риски требуют эффективного управления как на внутреннем уровне (т. е. непосредственно компаниями, участвующими в совместной деятельности), так и вне совместного предприятия (т. е. во взаимодействии с ННК и местными органами власти). На фоне продолжающегося сокращения показателя доходности в данном сегменте многие нефтесервисные компании будут вынуждены искать новые пути обеспечения рентабельности деятельности с переходом к управлению рисками в рамках новых операционных моделей.

4. Ухудшение финансовых условий деятельности компаний

Ужесточение требований в области налогообложения — очередная проблема, с которой сталкиваются компании сегмента нефтесервисных услуг. Нефтесервисные компании, большинство из которых ведут хозяйственную деятельность в рамках международных партнерств, все чаще сталкиваются с проблемой увеличивающейся налоговой нагрузки, а также роста издержек, связанных с вопросами налогообложения применительно к сложной цепочке поставок, функционирующей в рамках целого ряда налоговых режимов. Отдельные НСК перемещают штаб-квартиры в юрисдикции с более благоприятным налоговым режимом. Согласно ожиданиям компании Ernst & Young, автора исследования о рисках, данная тенденция в будущем сохранится в связи с пересмотром странами действующих систем налогообложения на фоне колебаний валютных курсов и изменения рыночной ситуации.

5. Устаревшая нефтегазовая инфраструктура

Затраты, связанные с оборудованием и его техническим обслуживанием, а также с соблюдением требований безопасности, сохраняют текущие темпы роста. Актуальность операционного риска, обусловленного износом объектов нефтегазовой инфраструктуры, для рассматриваемого сегмента по-прежнему высока, что обусловлено необходимостью обеспечения регулярного технического обслуживания стареющей нефтегазовой инфраструктуры. Вопросы безопасности инфраструктуры и оборудования, несомненно, полностью сохраняют свою актуальность.

6. Изменение климата и экологические проблемы

Для значительной части компаний сегмента нефтесервисных услуг, стремящихся к увеличению собственной доли участия в цепочке создания стоимости в рамках текущей операционной деятельности, вопросы охраны окружающей среды, здоровья сотрудников и обеспечения производственной безопасности стали более важными. По мере развития глубоководных систем морской нефтедобычи и освоения месторождений, расположенных в экстремальных природных условиях или отдаленных регионах, нефтесервисные компании будут вынуждены заново оценить существующие и найти новые способы для того, чтобы снизить риски и лучше контролировать возможные экологические последствия своей деятельности.⁵

Для успешного осуществления инвестиционной деятельности в сфере нефтесервисных компаний, инвестору необходимо учитывать вероятность наступления неблагоприятной ситуации для компании в черте оговоренных выше рисков. Также необходимо добавить, что в свете последних событий – санкций, примененных по отношению к российской экономике, падения цен на

⁵ 10 основных рисков для компаний нефтегазовой отрасли. Исследование «Эрнст энд Янг» в области бизнес-рисков, исследование 2010 года. Режим доступа: <http://gaap.ru/articles/desat-osnovnykh-riskov-dlya-kompanii-neftegazovoi-otrasli/>

нефть, инвестиция может стать вдвойне рискованной. Задача принимающего решение по направлению средств в компанию состоит в четком определении стратегии выбора компании, которая, не смотря на сложившуюся ситуацию, сможет удержаться «на плаву» и даже более того, извлечь выгоду из текущей нестабильности, например, посредством поглощения какой-либо нефтесервисной компании, меньшей по размеру. Какими же критериями успешности должна обладать данная «сверхустойчивая» компания? Ответ на данный вопрос будет дан в следующей главе.

2. Критерии отбора инновационных нефтесервисных компаний для успешного инвестирования

2.1 Критерии отбора инновационной компании для инвестирования

Нефтесервисная компания, как было доказано в предыдущей главе, является по сути своей инновационной, поэтому при определении ключевых, опорных точек, отражающих благосостояние нефтесервисной компании, важно понять, каковы эти критерии для инновационных компаний любой отрасли.

Для определения критериев успешного инвестирования в инновационные, развивающиеся компании были проанализированы фонды, которые вкладываются в компании такого типа, т.е. включают их в свой инвестиционный портфель.

Из исследования 140 фондов прямых инвестиций (список фондов с ссылкой на сайт-источник информации приведен в Приложении Б) (30 из которых предоставили информацию о критериях инвестирования в открытом доступе), работающих на территории Российской Федерации, были выявлены следующие критерии определения растущей компании как успешной к инвестированию (т.е. это тот минимум, которым должна обладать компания, чтобы фонд принял ее в свой портфель):

Таблица 1. Критерии фондов России для инновационных компаний

Критерий	№ критерия
Эффективная и профессиональная команда менеджеров, нацеленная на увеличение капитализации и рыночной стоимости компании, улучшение ее корпоративного управления и финансовой прозрачности	1
Потенциал существенного роста	2
Наличие сильного бизнес-плана (бизнес-модели, модели денежных потоков)	3
Ясная стратегия выхода из бизнеса	4
«Привлекательный рынок» (т.е. предполагается, что сам рынок, на который претендует «войти» компания, развивается)	5

Принадлежность к определенной отрасли или территории, которая входит в круг инвестирования конкретного фонда («инвестируем в то, что знаем»)	6
Компания должна своим существованием решать острую, уже сложившуюся потребность/проблему, причем решение должно быть уникальным. («прорывная технология»)	7
Лидирующая позиция компании в отрасли или нише рынка (вне конкуренции, наличие барьеров для конкурентов по вхождению на рынок/занятию позиции)	8
«Наработанные» объемы продаж, прибыльность	9
Четкое понимание предпринимателем целевого рынка, ниши, уровня конкуренции и тенденций целевой отрасли	10
Наличие плана ликвидности, финансового плана	11
Стадия жизненного цикла (размер бизнеса)	12
Наличие патента или другого механизма защиты интеллектуальной собственности	13
Временной промежуток инвестирования: максимальная доходность с учетом завершения инвестиционного цикла до определенного фондом времени	14
Возможность для фонда увеличить стоимость компании (участие, связи, PR и др.)	15
Прозрачная учетная политика в компании, наличие финансовой отчетности за последние несколько лет	16
Юридически чистая структура бизнеса или наличие зарегистрированного юр. лица	17
«Наработанная» клиентская база	18
Наличие ключевых крупных партнеров – заказчиков	19
Личный контакт с предпринимателем, обсуждение, возможность участия фонда в управлении компанией	20
Возможность быстро двигаться, осуществляя поставленные задачи, быстро адаптироваться к изменениям среды	21
Успешно функционирующая цепочка поставок, взаимоотношений с поставщиками	22
Положительное значение операционных денежных потоков с малой долей заемных денежных средств	23
Четкая стратегия входа в бизнес, наличие оценки стоимости хода (оценки бизнеса)	24
Публичная версия продукта с работающим набором функций/ прототип	25
Наличие системы минимизации денежных расходов в политике компании	26
Незначительная политическая составляющая (политические риски минимизированы)	27
Ограниченная зависимость от экономических циклов	28
Обдуманная политика взаимоотношений с государством, политика в отношении государственной поддержки, льгот и трансфертов	29
Компания-узнаваемый бренд	30

Источник: исследование автора

Гистограмма с отображением количества упоминаний приведенных критериев приведена далее:

Рисунок 4.. Критерии инвестиционных фондов к инвестированию.



Источник: расчеты автора

Из анализа критериев инвестиционных фондов, специализирующихся на инновационных компаниях, можно сделать следующие выводы:

Наиболее значимыми критериями для фондов прямых инвестиций с инновационными компаниями в портфеле являются: 1) команда управленцев в инновационной компании 2) наличие потенциала роста для исследуемой компании 3) наличие конкурентоспособного бизнес-плана 4) ясная стратегия выхода из бизнеса для инвестора (т.е. инвестор должен понимать, как будет решена судьба компании, в которую он собирается вложиться уже после наступления крайней точки развития-переходу к exit-стадии). Очень важно наличие в деятельности инновационной компании уникальной технологии, создающей непреодолимые барьеры для конкурентов.

Также была произведена попытка найти фонды прямых инвестиций, которые включают в свой портфель только лишь компании нефтесервисной подотрасли, был найден один такой фонд (Lime rock management LP.) и финансовый конгломерат, в составе деятельности которого была статья инвестирования в данные компании в качестве отдельного направления (Berenberg LP.). Критерии включения нефтесервисных компаний в

фонд, а значит и критерии, на которые может ориентироваться инвестор, приведены ниже.

Критерии фонда Lime rock management LP:

1. Отдача от инвестиций от \$50 млн. до \$150 млн. от компаний с капитализацией в \$500 млн. Меньшие по объему инвестиции в выдающиеся молодые технологические компании в преддверии их прогнозируемого значимого роста.

2. Наличие у компании уникальной разработки, позволяющей ей быть лучшей в своем сегменте.

3. В управлении компании - зарекомендовавшие себя предприниматели с опытом достижения задач на уровне, превышающем ожидания, признанным умением адаптироваться к изменяющимся ситуациям на рынке, и историей управления успешными и не простыми организациями.

4. Дифференцированные компании, которые могут расти быстрее отрасли. Фонд ищет энергосервисные компании с технологической дифференциацией или бизнес, более гибкий, чем его крупнейшие конкуренты, или более продуманный, чем его более мелкие конкуренты. Фонд также ищет компании, занимающиеся разведкой и добычей, с которыми он может заключить партнерское соглашение по геологическим изысканиям, инжинирингу, наземным работам и операционной деятельности, обладающими серьезными конкурентными преимуществами.

5. Компании с высоким уровнем возврата инвестиций, и которые зачастую остались незамеченными, эффективно выполняющими программу бурения, и улучшающими добычу посредством высокого профессионализма.

6. Компания, обладающая знаниями местной специфики, территории и отрасли, в которой она ведет свою деятельность, по мнению Фонда эти знания жизненно необходимы для долгосрочного развития в нефтегазовой промышленности.

7. Открытая к сотрудничеству компания в плане приятия средств, предлагаемых фондов и готовность к соруководству - в обмен.⁶

Критерии финансового конгломерата Berenberg LP., в одну из сфер деятельности которого входит инвестирование в нефтесервисные компании:

Программа выбора акций Общества основана на трехточечной системе оценки. Посредством отбора наиболее выгодных сегментов и отраслей для инвестирования и глубокого анализа компаний, Общество принимает инвестиционное решение. С точки зрения секторов Berenberg LP предпочитает сегменты рынка с более высокими входными параметрами и, следовательно, более высокой маржой. Этот параметр применим к компаниям, занимающимся шельфовым нефтепромыслом (Offshore) и разработкой месторождений наряду с производством оборудования (Equipment) касательно инжиниринга и строительства в области нефтепереработки и разработки месторождений на небольших глубинах. Таким образом, Berenberg LP отдает предпочтение сегментам рынка, которые требуют развития высоких технологий и, следовательно, вероятность получения высокой маржи от вложения в которые в средней и долгосрочной перспективе значительно повышается.⁷

Представление о том, в какие инновационные и нефтесервисные компании вкладываются фонды прямых инвестиций и венчурные фонды, помогает определить, какими критериями должна обладать потенциальная для инвестирования нефтесервисная компания.

⁶ Критерии инвестиционного фонда Lime rock management LP для включения нефтесервисной компании в портфель. Режим доступа: <https://www.lrpartners.com/investment-criteria.aspx>

⁷ Исследование Berenberg в сфере нефтесервисных компаний, 10 июля 2013 года / BERENBERG EQUITY RESEARCH Oil Field Services Bottom-up analysis points to earnings growth Part I: sector overview Asad Farid, Jaideep Pandya Режим доступа: https://www.berenberg.de/fileadmin/user_upload/berenberg2013/02_Investment_Banking/Equity_Research/2013_07_11_Oil_Field_Services_part2.pdf стр..40-44.(из 66)

2.2 Операционные показатели эффективности нефтесервисных компаний, на которые может опираться инвестор

Нефтесервисный рынок имеет очевидную специфику по видам оказываемых услуг, что, безусловно, должно быть учтено при формировании экономического потенциала такого типа компаний. Стоит отметить, что наиболее специфична для нефтесервисных компаний оценка производственного потенциала в контексте операционных показателей ввиду их существенного различия в зависимости от специфики оказываемых услуг.

Исследование, опубликованное в журнале «Науковедение» Габдрашитовой Э.И. и Гамиловой Д.А. позволяет определить круг операционных показателей, на которые может ориентироваться инвестор⁸.

В Таблице 2 представлены специфические показатели, характеризующие отдельные виды нефтесервиса по элементам производственного потенциала.

Таблица 2. Специфические показатели оценки производственного потенциала компаний, оказывающих различные виды нефтесервисных услуг

Виды нефтесервисных услуг	Показатели, характеризующие специфику производственного потенциала
Геолого- и сейсморазведка (Geophysical)	<ul style="list-style-type: none">- показатели объемов физических 2D и 3D наблюдений;- показатели объемов 2D и 3D сеймики (пог.м. и кв.км.);- количество сеймопартий;- максимальная производительность 2D и 3D партий (км/год; кв. км./год);- прирост разведанных запасов на 1 рубль затраченных на геолого-разведочные работы (ГРР);- контрактная база;- сроки лицензий.
Бурение	<ul style="list-style-type: none">- коммерческая скорость бурения м./ станко-мес.;- совокупная выручка на одну буровую;- коэффициент оборачиваемости буровых установок;

⁸ Габдрашитова Э.И., Гамилова Д.А. Оценка производственного потенциала нефтесервисных предприятий //Интернет-журнал «Науковедение», 2014 №3 (22) май-июнь [Электронный ресурс]-М.: Науковедение, 2014 -.- Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/PDF/30EVN314.pdf>

	<ul style="list-style-type: none"> - динамика метража/количества эксплуатационных скважин, законченных и сданных заказчику (объем буровых работ) - аварийность в процессе бурения - контрактная база; - сроки лицензий.
Ремонт и обслуживание скважин	<ul style="list-style-type: none"> - технологичность ремонтных работ; - аварийность работ; - средняя величина межремонтного периода; - контрактная база; - сроки лицензий.
Интенсификация нефтедобычи	<ul style="list-style-type: none"> - динамика числа методов интенсификации добычи нефти (МИДН); - показатели прироста добычи на 1 рубль вложенных средств; - прирост добычи от 1 мероприятия; - аварийность работ; - контрактная база; - сроки лицензий.

Источник: Габдраштова Э.И., Гамилова Д.А. Оценка производственного потенциала нефтесервисных предприятий //Интернет-журнал «Науковедение», 2014 №3 (22) май-июнь

Важнейшей составляющей показателей эффективности нефтесервисного предприятия являются операционные показатели его деятельности, которые варьируются в зависимости от вида оказываемых компанией услуг, будь то бурение или геологоразведка.

2.3 Критерии присвоения рейтинга платежеспособности и финансовой устойчивости для компаний нефтесервисной подотрасли

Далеко не секрет, что, при выборе объекта для вложений, многие инвесторы ориентируются на рейтинги кредитоспособности, которые присваиваются компаниям авторитетными рейтинговыми агентствами, такими как Moody's, Fitch и т.д.

Дополнительными критериями определения жизнеспособности, успешности деятельности нефтесервисной компании может быть список тех ориентиров, на которые опираются рейтинговые компании при выставлении рейтинга надежности компании: для присвоения рейтинга эти компании проводят детальнейший анализ деятельности компании, поэтому этому источнику можно доверять в плане достоверности полученных данных.

В данном разделе будет описана методология выставления рейтинга для нефтесервисных компаний от компании Moody's. Автором был направлен запрос на получение методологии в компании S&P и Fitch, но на момент написания работы ответа от организаций не последовало.

Moody's оценивают нефтесервисную компанию по трем разделам показателей, затем суммируют баллы по ним и выставляют индивидуальный рейтинг для каждой из них. Ознакомиться с этими разделами можно изучив Таблицу 3.

Таблица 3. Соответствие фактора выставления рейтинга баллу для оценки нефтесервисной компании.

Фактор выставления рейтинга	«Вес» фактора	Соответствующий «субфактор»	«Вес» субфактора»
Уровень развития бизнеса	45%	Активы предприятия Уровень развития бизнеса, ниша	25% 20%

Рентабельность и платежеспособность	15%	ЕВИТ* / Активы (ср.знач. за 5 лет)	15%
Финансовая устойчивость	40%	ЕВИТ / Interest (ср.знач. за 5 лет)	20%
		Debt / ЕВИТДА*** (ср.знач. за 5 лет)	10%
		Debt**** / Book Capitalization*****	10%

Источник: методология выставления рейтинга кредитоспособности нефтесервисных компаний аналитического центра Moody's, где:

* *ЕВИТ – Earnings before income and tax – прибыль до уплаты процентов и налогов;*

***Interest – выплаты по % по имеющимся задолженностям;*

****ЕВИТДА – Earnings before income, tax, depreciation and amortization – прибыль до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации;*

*****Debt – задолженность компании;*

***** *Book Capitalization – капитализация компании согласно ее балансу.*

Moody's рассчитывают рейтинг, суммируя баллы по рассматриваемым аспектам и выставляют оценку по следующей шкале:

Таблица 4. Соответствие суммарного балла рейтингу нефтесервисной компании по методологии Moody's.

Рейтинг	Взвешенный по критериям балл	Рейтинг	Взвешенный по критериям балл	Рейтинг	Взвешенный по критериям балл
Aaa	$x < 1.5$	Baa1 Baa2 Baa3	$7.5 \leq x < 8.5$ $8.5 \leq x < 9.5$ $9.5 \leq x < 10.5$	Caа1 Caа2	$16.5 \leq x < 17.5$ $17.5 \leq x \leq 18.0$
Aa1 Aa2 Aa3	$1.5 \leq x < 2.5$ $2.5 \leq x < 3.5$ $3.5 \leq x < 4.5$	Ba1 Ba2 Ba3	$10.5 \leq x < 11.5$ $11.5 \leq x < 12.5$ $12.5 \leq x < 13.5$	-	-
A1 A2 A3	$4.5 \leq x < 5.5$ $5.5 \leq x < 6.5$ $6.5 \leq x < 7.5$	B1 B2 B3	$13.5 \leq x < 14.5$ $14.5 \leq x < 15.5$ $15.5 \leq x < 16.5$	-	

Источник: методология выставления рейтинга кредитоспособности нефтесервисных компаний аналитического центра Moody's.

Далее вышеупомянутые критерии (3 раздела) будут рассмотрены более детально, с акцентом на возможность их использования инвестором.

I. Уровень развития бизнеса

1. **Активы предприятия**, как считают в Moody's, очень тесно переплетены с величиной получаемой в нефтесервисном предприятии выручки,

являясь показателем более подверженным к измерению, чем сама выручка. Чем больше у предприятия имеется активов, тем более вероятна установка им платформы для устойчивой прибыли и денежных потоков, а также приобретения выгодной рыночной, маркетинговой позиции.

Таблица 5. Рейтинговая шкала по объему активов предприятия

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Саа
Активы	>\$25 млрд.	\$12 - \$25 млрд.	\$8 - \$12 млрд.	\$4 - \$8 млрд.	\$2 - \$4 млрд.	\$0.5 - \$2 млрд.	<\$0.5 млрд.
Балл по критерию	<1.5	1.5 - 4.5	4.5 - 7.5	7.5 - 10.5	10.5-13.5	13.5 - 16.5	>16.5

Источник: методология выставления рейтинга кредитоспособности нефтесервисных компаний аналитического центра Moody's.

2. Анализ **уровня развития бизнеса, ниши** включает в себя исследование следующих субфакторов:

2.1.1. **Эффективная дифференцированность продуктовой линейки.** Moody's считают, что чем более разнообразен портфель предоставляемых нефтесервисной компанией услуг, тем более вероятно получение ею регулярного дохода.

2.1.2. **Состав парка оборудования.** Данный подпункт рассматривается для компаний по предоставлению услуг в сфере шельфового нефтепромысла, а также для бурильных компаний. Оборудование, которое используется в этих типах нефтесервисных услуг в большинстве своем массивное, дорогостоящее, немобильное, поэтому, например, даже во времена спада в отрасли в целом, наиболее качественные единицы техники все равно продолжают функционировать, низкосортное оборудование снимается с производства. Также важно рассматривать состав оборудования нефтесервисной компании в связи с тем, что часто происходит смена тренда, и спрос на оборудование определенного типа может вырасти, а на другого типа – упасть (например, на оборудование для глубоководных вод, шельфовых месторождений и т.д.).

2.2. **Географическая диверсификация** позволяет минимизировать влияние территориальных законодательных, экологических изменений, а также резких колебаний в спросе на определенный вид услуг со стороны локальных контрагентов на основной бизнес.

2.3. **Рыночная позиция.** Важно не только диверсифицировать пакет услуг в территориальном плане, но и иметь в каждом сегменте, в котором функционирует нефтесервисная компания, сильную позицию, т.е. для компании важно уметь фокусироваться на своих уникальных или наиболее выигрышных сегментах предоставления услуг.

Далее приведена система выставления баллов для данных по анализу уровня развития бизнеса, которую инвестор может рассматривать как ориентиры при выборе компании. В данном разделе также производится выделение компаний, занимающихся шельфовым нефтепромыслом и бурением (различие в пункте 1, который разделен на 2 подвида).

Таблица 6. Рейтинговая шкала по уровню развития бизнеса нефтесервисного предприятия

Анализ уровня развития бизнеса, ниши				
Критерий (%)/балл:	1 - 4	5 - 10	11 - 16	17 - 18
1.1. Эффективная дифференцированность продуктовой линейки (33%)	Более пяти продуктовых линий, прекрасно сбалансированных в по крайней мере двух отраслевых сегментах	Более трех продуктовых линий, прекрасно сбалансированных в по крайней мере двух отраслевых сегментах	Более одной продуктовой линии, жестко привязанных к одному отраслевому сегменту	Единственная продуктовая линия
1.2. Состав парка оборудования	Значительная часть оборудования (флота) состоит из высокотехнологичных установок или вспомогательных	Ведущее положение в индустрии, высококачественные установки шельфового бурения, диверсифицированные по типу	Высококачественные установки шельфового бурения, предназначенные для одного-двух видов деятельности	Установки шельфового бурения более низкого качества, чем у лидеров отрасли, одного-двух видов

	подразделений для шельфового нефтепромысла			
2.Географическая диверсификация (33%)	Деятельность компании простирается во всех наиболее активных регионах, производящих нефтесервисные услуги	Компания базируется в, по меньшей мере, трех основных мировых точках распространения нефтесервисных услуг, пропорционально распределив свои мощности по этим локациям	Деятельность компании простирается в по меньшей мере в двух основных производственных регионах	Фокусировка на единственном основном рынке на определенной территории
3.Рыночная позиция (33%)	Компания входит в первую тройку в по меньшей мере в 3-х из своих предоставляемых продуктовых линий	Компания входит в первую пятерку компаний в по меньшей мере в 3-х из своих предоставляемых продуктовых линий	Компания входит в первую пятерку компаний в 2-х из своих предоставляемых продуктовых линий	Региональный игрок ниши

Источник: методология выставления рейтинга кредитоспособности нефтесервисных компаний аналитического центра Moody's.

II. Рентабельность и платежеспособность.

В этой секции оценивается, насколько эффективно нефтесервисная компания использует свои активы, ресурсы. Ввиду цикличности подотрасли, для определения показателей этого раздела Moody's используют временной промежуток, равный пяти годам.

Таблица 7.Рейтинговая шкала по рентабельности и

Критерий (%) / рейтинг:	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Саа
ЕВИТ / Активы (ср.знач. за 5 лет)	>22%	15% - 22%	11% - 15%	8% - 11%	5% - 8%	2% - 5%	<2%

платежеспособности

Источник: методология выставления рейтинга кредитоспособности нефтесервисных компаний аналитического центра Moody's.

III. Финансовая устойчивость

Эта часть исследования нефтесервисной компании также важна, потому что она отражает, сможет ли компания справиться с сильными падениями всей отрасли, в которой она функционирует. Финансовая устойчивость в данном контексте показывает возможности компании сохранить или даже усилить свою позицию в не лучшие для индустрии времена.

Таблица 8. Рейтинговая шкала по финансовой устойчивости предприятия

Критерий (%) / рейтинг:	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Саа
ЕБИТ / Interest (ср.знач. за 5 лет)	>16x	10x - 16x	7.5x - 10x	5x - 7.5x	2.5x - 5x	1.5x - 2.5x	<1.5x
Debt / ЕБИТDA (ср.знач. за 5 лет)	<0.25x	0.25x - 1x	1x - 2x	2x - 3x	3x - 4x	4x - 6x	>6x
Debt / Book Capitalization	<5%	5% - 15%	15% - 25%	25% - 35%	35% - 55%	55% - 70%	>70%

Источник: методология выставления рейтинга кредитоспособности нефтесервисных компаний аналитического центра Moody's.

Показатель ЕБИТ / Interest отражает быстроту покрытия процентов по имеющейся задолженности из прибыли до уплаты процентов и налогов.

Показатель Debt/ЕБИТDA отражает возможность компании покрыть свои долги с помощью отведенной для этого части денежных потоков.

Показатель Debt / Book Capitalization не является динамичным, учитывающим ретроспективные данные, но зато он помогает сравнить компанию с аналогами по отрасли и также он менее волатилен, чем большинство остальных метрик финансовой устойчивости.⁹

Приведенные показатели выставления рейтинга позволяют инвестору вооружиться нормативами, на которые он может ориентироваться при выборе компании к инвестированию. Комплексный подход компании Moody's,

⁹ Методология выставления рейтинга кредитоспособности нефтесервисных компаний аналитического центра Moody's. Режим доступа: <http://www.rmgfinancial.com/core/files/rmgfinancial/uploads/files/4%20Oilfield%20services%20RM.pdf>

включающий в себя рассмотрение как финансовых, так и операционных показателей, достоин изучения инвестором.

3. Методология оценки нефтесервисных компаний

3.1 Существующие подходы к оценке стоимости бизнеса и инновационных компаний

После того как инвестор определил примерный список потенциальных нефтесервисных компаний для инвестирования, он должен понять, какая должна быть справедливая стоимость для выбранных акций, чтобы осуществить выгодное инвестиционное решение. Каким образом осуществляется оценка стоимости акции? В данной главе будут поэтапно рассмотрены методологии от оценки стоимости любого бизнеса до оценки нефтесервисной компании (будут оговорены специфические поправки, которые необходимо применять к тому или иному подходу в оценке нефтесервисной компании).

Основные подходы к оценке стоимости бизнеса. Оценка бизнеса, а также стоимости акции компании, осуществляется с помощью трех основных подходов: доходного, сравнительного и затратного, каждый из которых утверждается к применению исходя из определенных условий. В определенных случаях профессиональные оценщики выбирают использовать только какой-либо один подход из всех, например, если информации о рынке, на котором функционирует компания, слишком мало, то мы не можем использовать сравнительный подход. Часто оценщики используют несколько подходов для оценки стоимости бизнеса, подтверждая корректность выявленной величины стоимости. На совершенном рынке все подходы в конечном итоге приводят оценщиков к одинаковой стоимости компании, но в реальной жизни результаты определения стоимости с помощью разных подходов различаются. Они рассчитывают величину стоимости с помощью разных подходов, затем присваивают значимость для полученных величин исходя из релевантности их

применения, составляют окончательный диапазон значений для стоимости бизнеса.

Далее следует краткое описание каждого из подходов: суть и особенности применения, методы внутри каждого из принципов.

При использовании **доходного подхода** к оценке стоимости бизнеса, оценка основана на анализе финансовых результатов и их прогнозах. Доходный подход к оценке стоимости бизнеса катализатором цены бизнеса определяет доход, который потенциальный или нынешний собственник способен получить от данного бизнеса. Соответственно, «чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях». Доходный подход заключается в исчислении текущей стоимости будущих доходов, которые генерирует бизнес, и выгод, возникающих в случае его дальнейшей продажи.

Методами доходного подхода являются следующие:

Рисунок 5. Методы доходного подхода к оценке бизнеса



Источник: Грязнова А.Г., Федотова М.А, Оценка бизнеса Учебник. Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е издание, перераб. и доп. М. 2008г. 736 с. / стр. 167-168

В методе дисконтирования денежных потоков осуществляется прогнозирование доходов, генерируемых бизнесом и дальнейшее приведение этих денежных потоков к определенной дате по ставке дисконта, соответствующей требуемой инвестором ставке дохода.

Метод капитализации доходов основан на базовой предпосылке, в соответствии с которой стоимость доли собственности в предприятии равна текущей

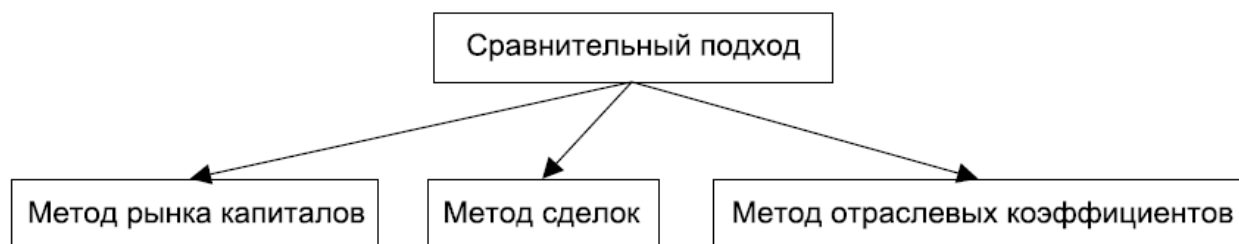
стоимости будущих доходов, которые принесет эта собственность. Чаще всего метод применяется при оценке недвижимости, нежели при оценке бизнеса: для большинства предприятий характерны значительные колебания величин прибылей и денежных потоков по годам, а описываемый метод в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного времени будет получать примерно одинаковые величины дохода (или темпы его роста будут постоянными)¹⁰.

Сравнительный подход к оценке бизнеса состоит в выявлении стоимости бизнеса с помощью сопоставления аналогичных анализируемой компании объектов, обычно являющихся ее конкурентами по отрасли, с оцениваемой компанией, т.е. наиболее вероятной ценой бизнеса может быть реальная цена продажи сходной фирмы, зафиксированная рынком. Ввиду факта объективного отсутствия существования в мире двух абсолютно одинаковых компаний, оценщики делают корректировки к стоимости сопоставимых анализируемой компании объектов и получают, таким образом, диапазон искомой стоимости. Для успешного применения данного принципа необходимо наличие насыщенного субъектами-аналогами рынка, ведь известно, что чем больше выборка и количество измерений, тем точнее обычно является конечный искомый результат. Важно также следить за тем, чтобы временной промежуток между моментом оценки объекта и моментом совершения сделки (или оценки стоимости) по сопоставимому аналогу был небольшим, особенно в динамичных и труднопредсказуемых отраслях.

К методам сравнительного подхода обычно относят:

¹⁰ Грязнова А.Г., Федотова М.А., Оценка бизнеса Учебник. Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е издание, перераб. и доп. М. 2008г. 736 с. / стр. 167-168

Рисунок 6. Методы сравнительного подхода к оценке бизнеса



Источник: Грязнова А.Г., Федотова М.А, Оценка бизнеса Учебник. Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е издание, перераб. и доп. М. 2008г. 736 с. / стр. 167-168

Метод рынка капиталов базируется на использовании рыночных цен акций аналогичных компаний. Данный метод применим для оценки миноритарных пакетов акций.

В методе сделок анализируются цены приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний.

Метод отраслевых коэффициентов (или метод отраслевых соотношений) основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами¹¹.

Затратный подход к оценке бизнеса. В рамках данного подхода в поиске величины стоимости предприятия осуществляется корректировка его баланса, в целях учета активов по их текущей обоснованной рыночной стоимости (ведь в следствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка и методов учета и других факторов, балансовая стоимость активов не совпадает с рыночной) и вычета из найденной суммы всех его текущих обязательств, получая, таким образом, величину, равную собственному капиталу компании.

К методам затратного подхода относят:

¹¹ Грязнова А.Г., Федотова М.А, Оценка бизнеса Учебник. Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е издание, перераб. и доп. М. 2008г. 736 с. / стр. 216-217

Рисунок 7. Методы затратного подхода к оценке бизнеса



Источник: Грязнова А.Г., Федотова М.А, Оценка бизнеса Учебник. Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е издание, перераб. и доп. М. 2008г. 736 с. / стр. 167-168

В рамках метода чистых активов рыночная стоимость бизнеса определяется как разность между суммами рыночных стоимостей всех активов предприятия и величинами его обязательств.

Метод ликвидационной стоимости предприятия заключается в расчете этой стоимости как разнице между суммарной стоимостью активов предприятия и затратами на его ликвидацию.

Из всех трех подходов в оценке акций компаний наиболее часто используется доходный (наиболее часто) и сравнительный подход, затратный подход применяется реже всего. В рамках данной работы акцент будет сделан именно на доходном и сравнительном подходах к оценке стоимости акций.

Выбор к применению того или иного подхода и метода оценки обусловлен анализом цели проведения оценки (например, при ликвидации предприятия чаще всего используется затратный подход к оценке бизнеса) и исходных параметров оцениваемой компании: ее размера, отрасли функционирования (применяя метод отраслевых коэффициентов, например, для определенных отраслей используются определенные мультипликаторы, пренебрежение данными устоявшимися принципами может привести к некорректной оценке), а также стадии ее жизненного цикла.

Ввиду того, что многие свойства инновационных компаний присущи нефтесервисным компаниям, следует обозначить методику оценки инновационных компаний. В основном, в дополнение к доходному подходу (известный методолог оценочной деятельности Асват Дамодаран в своем труде «Инвестиционная оценка» прямо указывает на то, что для оценки инновационных, растущих компаний, с нестабильным доходом, следует использовать метод дисконтированных денежных потоков и частично метод мультипликаторов.¹²⁾ используется метод венчурного капитала и метод опционов. Поскольку метод венчурного капитала имеет весьма отдаленную связь с оценкой компаний нефтесервисной подотрасли, в контексте оценки инновационных компаний будет описан только метод опционов.

Метод опционов представляет собой оценку будущих денежных поступлений от реализации проектов компании на основе вероятности реализации событий по позитивному или негативному сценарию. При этом метод дает возможность учесть способность менеджмента гибко реагировать на изменения в спросе, себестоимости, динамике расходов и корректировать бизнес-модель, улучшая итоговые результаты. В результате происходит суммирование денежных потоков, ожидающихся по позитивному и негативному сценариям с присвоением весов (от 0% до 100%), соответствующих вероятности реализации того и другого. Из этой суммы вычитаются первоначальные инвестиции и текущие расходы. Потоки за каждый год дисконтируются. В итоге мы получаем значение приведенной стоимости бизнеса. В том случае, если она положительная, инвестицию можно одобрить.

¹² Дамодаран Асват/ Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов.5-е издание. Пер с англ. М. 2008. 1340с./ стр.851

Оценка по методу опционов может осуществляться по модели Блэка-Шоулза, подходящей для простых ситуаций и фиксированных сроков проектов, либо по биномиальной модели, немного более трудоемкой, но более гибкой, способной сочетать в себе сколь угодно много отдельных субпроектов и удобной для наложения на операционный бизнес-план развития с «деревом решений». ¹³

Оценка методом опционов прекрасно подходит для компаний нефтесервисных услуг, особенно если рассматривать вариант «успеха» как, например, открытие «непустых» скважин.

¹³ Пособие для эмитентов сектора РИИ, стр.21. Режим доступа:
<https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CB0QFjAA&url=http%3A%2F%2Ffs.moex.com%2Ffiles%2F3896&ei=bNRkVd-MIYmZsgGH04CoAQ&usg=AFQjCNEL20oUFnNoRoIRNMDkSJA1zPf7UQ&sig2=6SSjslGlvxHK5Kdz-X5lww&bvm=bv.93990622,d.bGg>

3.2 Методология оценки стоимости нефтесервисной компании

Методология оценки нефтесервисных компаний нуждается в детальной разработке, об этом свидетельствует отсутствие исчерпывающей и необходимой информации для проведения оценки в открытом доступе (автор ВКР столкнулся с проблемой отсутствия информации по методологии оценки нефтесервисных компаний), также данное утверждение подкреплено публикацией обозревателя журнала «Нефтегазовая вертикаль» Галиной Музловой¹⁴.

Методология оценки нефтесервисных компаний будет разделена на три подхода - в рамках доходного, сравнительного и затратного подходов, описанных ранее.

3.2.1 Доходный подход к оценке стоимости нефтесервисных предприятий

Являясь частью производственно-сбытовой цепочки нефтегазовой отрасли, компании нефтесервисной подотрасли, обладают схожими особенностями в вопросе моделирования денежных потоков, к ним можно отнести:

- **Другая система ведения финансовой отчетности** – не только другие позиции, но еще и две различные методологии бухучета: полные затраты и «успешные попытки». По методологии успешных попыток, вы отнесете затраты на разведку к основным затратам, а по методологии полных затрат вы их капитализируете и затем добавите капитальные затраты к собственности, производству и оборудованию в ваших балансовых ведомостях. Крупные

¹⁴ МУЗЛОВА Г./"По товару цена по цене товар"/ Журнал "Нефтегазовая вертикаль" №6 (163) ("Сервиснефтегаз"), апрель 2007. <http://www.trishin.ru/left/publishes/article/>

компании демонстрируют тенденцию к использованию успешных попыток, потому что они могут себе позволить удар по своей чистой прибыли, в то время как меньшие по размеру компании склонны использовать метод полных затрат, чтобы повысить свои доходы. «Затраты на сухую скважину», которые я упоминал выше, - это еще одно название для безуспешных разведок, и некоторые компании фактически добавляют их к своим отчетам о движении денежных средств.

- **Объем активов с течением времени уменьшается** – Для обычной компании, активы имеют свойство увеличиваться. Активы, такие как оборудование (PP&E), товарные запасы, дебиторская задолженность, и тому подобное увеличиваются по мере роста компании. Но по мере того, как нефте- или газодобывающая компания получает все большую и большую прибыль, ее активы уменьшаются, потому что израсходованы все те ценные ресурсы, которые были обнаружены в недрах.

- **Цикличность** – подчиняясь первому пункту, нефте- и газодобывающие компании следуют циклам цен на сырье. Инвестиции в энергетическую или горнодобывающую компанию почти то же самое, что и инвестирование в базисный сырьевой товар, что означает, что вам придется смириться с огромными скачками цен.¹⁵

Проекты разработки месторождений (основные проекты портфелей нефтесервисных компаний) содержат следующие денежные потоки:

- а. Доход – выручка от продажи товаров и предоставления услуг.
- б. Капитальные затраты – развитие проекта.
- в. Операционные затраты – текущие расходы проекта.
- г. Налоги – отчисления государству.

¹⁵ Моделирование денежных потоков в нефтегазовом секторе / Oil & Gas Modeling 101 / Режим доступа: (<http://www.mergersandinquisitions.com/oil-gas-modeling-101/>)

Величина дохода зависит от производства (добычи). В нефтяной отрасли добыча зависит непосредственно от запасов нефти и газа. Уровень добычи частично ограничивается производительностью имеющегося оборудования, объёмами запасов, а также геометрией и энергией пласта.

На разных стадиях реализации проектов разработки месторождений возникают следующие **капитальные затраты**:

1. Разведка месторождения (предварительное исследование): геология, геофизика и бурение.
2. Оценка запасов (принятие решения): геология, геофизика, бурение и гидродинамические исследования скважин.
3. Разработка месторождения: бурение, эксплуатационные скважины, системы обеспечения производства, производственное оборудование, оборудование для транспортировки нефти.
4. Изменение плана разработки: увеличение количества скважин, нагнетательное оборудование, механизированная добыча, оборудование для газлифта.
5. Ликвидация месторождения: закрытие скважин, демонтаж оборудования.

Каждый этап расходов будет иметь свою собственную экономическую оценку; на этапе разработки месторождения величина затрат обычно самая большая, часто превышая сотни миллионов и даже миллиардов рублей.

Операционные затраты (или текущие эксплуатационные затраты) – это затраты на обеспечение нормальной работы производственной системы. Обычно операционные затраты отражаются общей суммой, по результатам каждого года.

В операционные затраты может включаться следующее:

1. Аренда производственного оборудования.

2. Затраты на эксплуатацию и техническое обслуживание скважин и кустовых площадок.
3. Экспортные затраты на транспортировку сырья, включая оплату транспортного тарифа, затраты на эксплуатацию танкеров, трубопроводов и терминалов.
4. Затраты на капитальный ремонт скважин.
5. Административные расходы и страхование.

Со стороны **налоговых отчислений** можно сказать, что нефтяная отрасль испытывает пристальное внимание со стороны государства. Нефть и газ являются объектами высокого налогообложения на всех стадиях существования месторождения: от платы за право разработки недр до акцизов с продажи бензина.

Основными платежами являются:

1. Налог на добычу полезных ископаемых (Роялти).
Рассчитывается по формуле, утвержденной Правительством.
2. Аренда земли.
Платежи варьируются в зависимости от целей использования участка.
3. Приобретение лицензии.
Стоимость лицензии на аукционе.
4. Налог на прибыль.
Платят все компании России.
5. Экспортная пошлина.
Зависит от средней цены на нефть, устанавливается Правительством.
6. Страховые выплаты.
Налоги на Фонд оплаты труда.
7. Налог на имущество.
8. Налог на добавленную стоимость.
9. Страхование от несчастных случаев.

Зачастую очень сложно определить и разделить объем капитальный затрат от операционных расходов для конкретного нефтяного месторождения из-за сложности и разнообразия различных факторов влияния, таких как: а) размер месторождения, б) глубина залегания месторождения, в) располагается оно на суше или в море, г) природа конкретного углеводорода, и д) геология месторождения. В отличие от этих технических факторов, ключевым определяющим фактором является то, владеет нефтяная компания FPSO (плавучую систему нефтедобычи и хранения), или берет ее в аренду.

Эксперты-консерваторы данной отрасли уверяют, что правилом номер один будет деление капитальных затрат и операционных расходов для проекта по разработке глубоководного шельфового месторождения, например, на 50/50. Корзина капитальных затрат будет содержать затраты связанные с сейсмическими исследованиями, разведочным бурением, установкой инфраструктуры для разработки месторождения, и установкой аппаратуры на морское дно (такого как трубопроводы и «елки»). Корзина операционных расходов же будет включать затраты на аренду FPSO, техническое обслуживание нефтяного месторождения, затраты на рабочую силу и электроэнергию¹⁶.

Для определения значимости параметров при оценке нефтесервисной компании с помощью доходного подхода, следует обратиться к анализу чувствительности цены акции к одним из параметров, рассмотренных ранее.

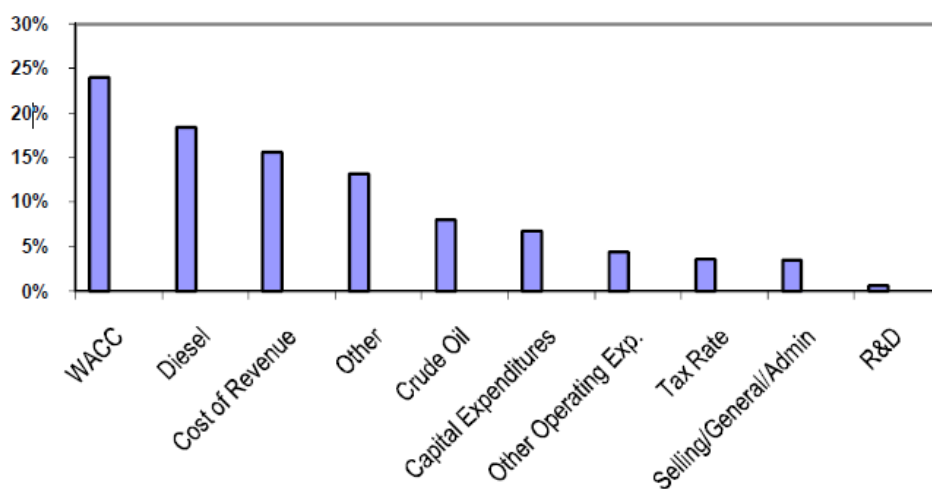
Эксперты Aarus school of business создали схему анализа чувствительности параметров, которые они использовали при оценке компании

¹⁶ BERENBERG EQUITY RESEARCH Oil Field Services Bottom-up analysis points to earnings growth Part I: sector overview Asad Farid, Jaideep Pandya, 10 July 2013
https://www.berenberg.de/fileadmin/user_upload/berenberg2013/02_Investment_Banking/Equity_Research/2013_07_11_Oil_Field_Services_part2.pdf p.40-44.(from 66)

Petrobas в одном из своих исследований. Схема анализа чувствительности показывает, насколько принятое во внимание предположение (параметр) влияет на ценность акции. Общая чувствительность прогноза относительно вводимых предположений - это комбинация двух факторов: чувствительность модели прогноза относительно вводимого предположения, и неопределенность вводимого предположения. Для того, чтобы определить чувствительность модели прогноза, алгебраически анализируются различные взаимоотношения между клеткой прогноза и вводимым предположением, расчеты производились в системе Crystal Ball.

Графики чувствительности отражают эти категории в виде гистограммы (Рисунок 9), указывая, какие предположения являются наиболее важными, или наименее важными в данной модели. Приведенный ниже график является кратким выводом вводимых предположений, которые преимущественно влияют на колебания в распределении ценности акции. Другими словами, это те пункты, которые больше всего влияют на конечную стоимость акции в анализе DCF (анализ дисконтированного денежного потока).

Рисунок 9. график чувствительности параметров к итоговой стоимости при применении доходного подхода к оценке нефтесервисных компаний.



Источник: STRATEGIC AND FINANCIAL ANALYSIS IN THE OIL INDUSTRY: PETROBRAS SHAREHOLDERS VALUE POTENTIAL AND FAIR VALUE OF STOCK / AARHUS SCHOOL OF BUSINESS

где

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

Diesel – доход от продаж топлива;

Cost of revenue – производственные расходы;

Other – прочие;

Crude oil – доход от продажи сырой нефти;

Capital expenditures – капитальные затраты;

Other operating expenditures – прочие операционные издержки;

Tax rate – налоговая ставка;

Selling/General/Admin – общехозяйственные и административные расходы;

R&D – расходы на разработки и исследования¹⁷.

Итоговый расчет денежных потоков и показателей эффективности инвестиционного проекта производится по следующей формуле, представляющей собой разницу между притоком и оттоком денежных средств:

$$\text{Cash flow}_t = \text{TR}_t - \text{Investments} - \text{OPEX}_t - \text{T}_t,$$

где:

Cash flow_t – денежный поток проекта в t-м году;

TR_t – выручка от реализации продукции в t-м году;

Investments – капитальные затраты в t-м году;

OPEX_t – операционные расходы (без НДС) проекта в t-м году;

T_t – налоги, платежи и отчисления в t-м году.

¹⁷ Талевски Д., Диогенес А., Де Лима Л./ Стратегический и финансовый анализ нефтегазовой отрасли: исследование компании Petrobras/ MSC IN FINANCE AND INTERNATIONAL BUSINESS, 4TH SEMESTER / DEJAN TALEVSKI, ANDRE DIOGENES LACET DE LIMA / STRATEGIC AND FINANCIAL ANALYSIS IN THE OIL INDUSTRY: PETROBRAS SHAREHOLDERS VALUE POTENTIAL AND FAIR VALUE OF STOCK / AARHUS SCHOOL OF BUSINESS / 2009 / страницы:90-91, Режим доступа: <http://pure.au.dk/portal/files/8058/M.THESIS.pdf>

3.2.2 Сравнительный подход к оценке нефтесервисных предприятий

Для определения факторов, наиболее сильно влияющих на ценообразование на нефтесервисные компании, необходимо изучить драйверы стоимости нефтесервисной компании. Важно учесть тип деятельности, которым занимается компания, потому как они это влияет на результирующий показатель стоимости нефтесервисной компании – ее внутреннюю стоимость, то, что ставит своей целью определить потенциальный инвестор. Иными словами, внутренняя стоимость - это функция роста выручки и рисков (что в результате помогает определить «прибыльность» вложений инвестора) поэтому они будут результирующими данными для определения эффективности нефтесервисной компании, а влиять на их изменение будут специфические для каждого типа нефтесервисных компаний факторы, которые и будут изучены детально для выявления успешного инвестирования в компании данной подотрасли.

В данном разделе будут рассмотрены финансовые показатели-коэффициенты для применения сравнительного подхода, на которые нужно ориентироваться при выборе нефтесервисных компаний для инвестирования.

Исследователями из C.T. Bauer College of Business Хьюстонского университета были изучены следующие показатели результативности нефтесервисных компаний (список исследованных компаний представлен в Приложении В) компаний за период с 2005 по 2013 год: совокупные темпы годового роста акционерного дохода (Total Shareholder Returns compound annual growth rate - TSR CAGR), совокупные темпы годового роста выручки (Revenue compound annual growth rate – Revenue CAGR), отношение прибыли до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации и совокупных активов (EBITDA/ Total Assets performance metrics), риск вложения (риск измерен с помощью

показателя beta – меры рыночного риска, отражающей изменчивость доходности ценной бумаги (портфеля) по отношению к доходности другой бумаги (портфеля), в роли которого часто выступает среднерыночный портфель). Далее приведены результаты статистического наблюдения по данным показателям (исходные данные для расчетов по данной таблице представлены в приложении Y):

Таблица 9. Результаты эффективности по сегментам нефтесервисной подотрасли

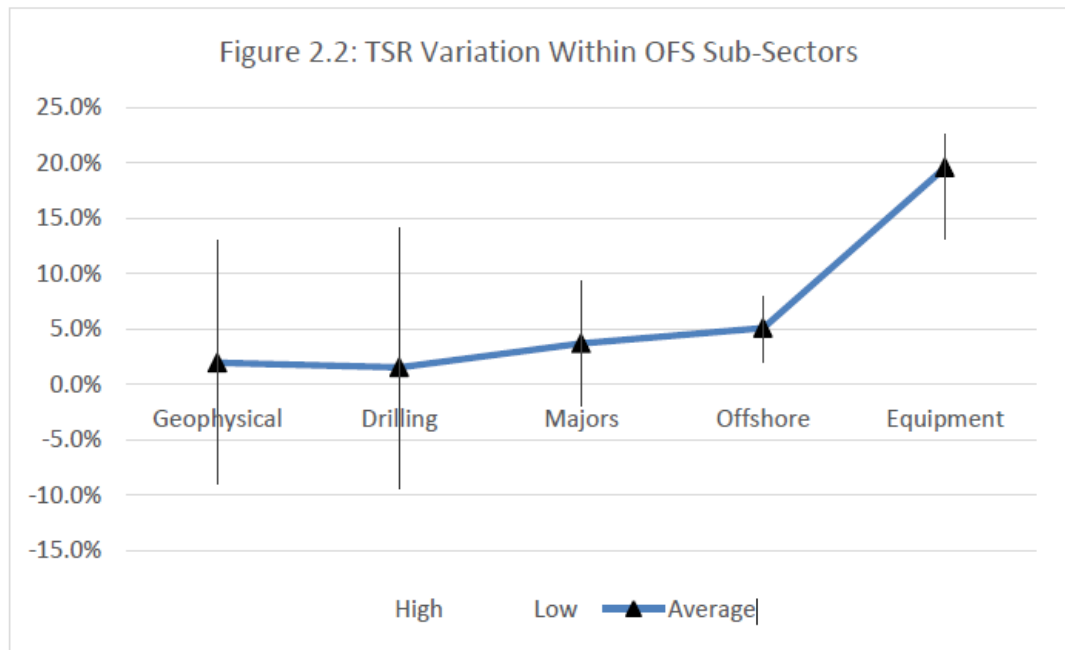
<i>Результаты эффективности по сегментам нефтесервисной подотрасли</i>				
Тип нефтесервисной компании	TSR CAGR	Revenue CAGR	EBITDA/ Total Assets	Risk (Beta)
Geophysical	2.0%	8.8%	24.2%	1.965
Drilling	1.6%	15.9%	16.8%	1.270
Majors	3.7%	15.5%	19.2%	1.484
Offshore	5.1%	10.9%	11.4%	1.555
Equipment	19.6%	15.5%	17.3%	1.416
S&P 500	5.0%	-	-	-

Источник: Образование стоимости в сфере нефтесервисных услуг Oilfield Service and Supply Sector: Value Creation 2005 – 2013 University of Houston, C.T. Bauer College of Business

Показатель совокупного акционерного дохода за период с 2008 по 2013 год варьировался очень сильно для разных типов компаний, самый сильный результат этой категории (19.6% среднегодового роста) показали компании, специализирующиеся на производстве оборудования для нефтегазовых работ (Equipment), вслед за ними с сильным отставанием (5,1%) идут компании, занимающиеся шельфовым нефтепромыслом (Offshore), остальные компании даже не превысили темпы прироста по индексу S&P 500 (5%) по данному критерию.

Рисунок 8. Вариация совокупного акционерного дохода для нефтесервисных компаний разной

специализации



Источник: анализ S&P Capital IQ и GEMI анализ

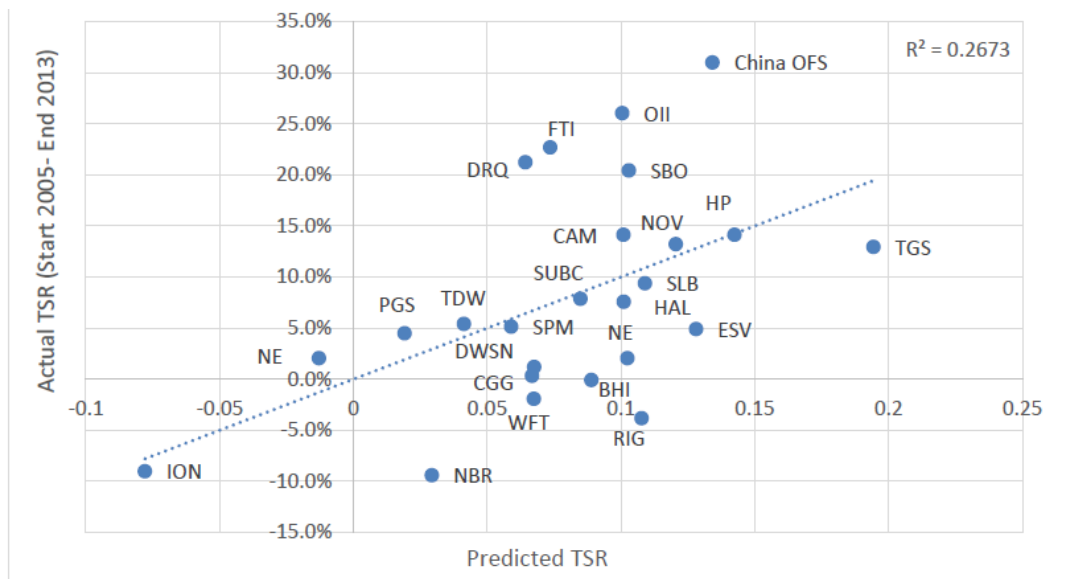
На первый взгляд, буровые компании (Drilling), нефтесервисные конгломераты (Majors) и подсекторы производства нефтепромыслового оборудования (Equipment) в среднем имеют схожий рост выручки и прибыли до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации деленной на производительность общей суммы активов, все же ими достигнуты очень разные показатели доходности для акционеров. Причиной является присутствие в трёх подсекторах, с самыми низкими общими доходами акционеров, компаний, находящихся в бедственном положении (например, ION в геофизической (геологоразведка), Nabors в бурении, и Weatherford в Majors). Однако, данные подсекторы содержат также компании с высокой среднегодовой совокупной акционерной доходностью (например, Helmerich & Payne в буровой отрасли и TGS Norpec в геофизической (геологоразведка). Большая вариация совокупных темпов годового роста акционерного дохода подсекторов говорит об изменениях внутри подсектора, которые заставили компании принять стратегические решения: одни были более результативны,

чем другие. Вариация также предоставляет нам информацию, которая помогает нам понять роль драйверов (рост, доходы и риски) в общих доходах акционеров в каждом подсекторе и определить успешные стратегии инвестирования.

Существует большое разнообразие деятельности компаний в различных подсекторах, зависящих от специфических сегментов, в которых они осуществляют свою деятельность, и от применяемых ими бизнес моделей.

Множественная регрессия с результирующим показателем в виде достижения совокупного акционерного дохода для всех исследуемых компаний (TSR), начиная с 2005 и заканчивая 2013 годом, с независимыми переменными в виде роста выручки, отношения прибыли до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации к чистым активам, общего дохода по активам и риска (беты) объясняет различия совокупной акционерного дохода среди всех исследованных нефтесервисных компаний (Рисунок 9.). Наличие данной вариативности обосновывает факт необходимости изучения отношений между совокупным акционерным доходом и драйверами в каждом подсекторе, т.е. важно изучить, что влияет на конечную стоимость акции и, соответственно, на отдачу для инвестора.

Рисунок 9. Текущий и предсказанный совокупный акционерный доход



Источник: анализ S&P Capital IQ и GEMI анализ

Остановливаясь на специфике драйверов роста компаний, дифференцированных по разным типам нефтесервисных услуг, необходимо изучить стратегии компаний, которые показали лучшие и худшие результаты, и на основе этих данных можно вести стратегию инвестирования в данный подтип нефтесервисных компаний.

- В геофизическом подсекторе (геологоразведка) (**Geophysics**) компания TGS Норес (12.9% совокупного темпа годового роста, здесь и далее по количественным данным см. Приложение Y) была абсолютным лидером в создании акционерной стоимости. Секрет TGS Норес в том, что компания не производит оборудование, используемое для получения геофизической информации, вместо этого она арендует оборудование, необходимое для выполнения данных исследований, т. о. получая более высокий результат по отношению прибыли до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации и совокупного дохода по активам, и снижая свои риски во время ухудшения общей экономической ситуации на рынке. С другой стороны, компания ION изначально была

производителем сырья в 2005 году и попыталась перестроиться в обработчика геофизической информации, но за этот период так и не продемонстрировала успешных результатов. **Вывод по данному типу компаний для инвестора:** вкладываясь в нефтесервисные компании геофизической направленности, более надежно выбирать те, что арендуют оборудование для своей деятельности, а также не отдавать предпочтение тем, что перестроились из другого типа деятельности и заново узнают специфику геофизической деятельности или начали создавать свое оборудование в геофизической деятельности совсем недавно.

- В подсекторе буровых компаний (**Drilling**) Helmerich & Payne - буровая компания с высочайшими показателями, рано осознавшая срочную необходимость в приобретении мощных технологий буровых установок для своей деятельности, способных безопасно бурить горизонтальные скважины с превосходной точностью. Фокусируясь на данном сегменте, она достигла высочайшего роста дохода и отношения прибыли до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации к совокупному доходу по активам. С другой стороны, компания Nabors не фокусировалась на этой возможности и обеспечила себе непоследовательное портфолио с парком традиционных наземных буровых установок, мелководных морских буровых установок, буровыми установками по гидроразрыву пластов, наклонным бурением и цементным тампонажем. Nabors имеет слабый совет директоров, которому не удалось обеспечить необходимое управление для переориентирования компании. **Вывод по данному типу компаний для инвестора:** вкладываться в компании, приоритезирующие один-два превалирующих типа буровых установок.
- Среди нефтесервисных конгломератов (**Majors**), два лидера роста совокупной акционерной прибыли (Schlumberger (9.4%-й рост) и Halliburton (7.6%-й рост)) наслаждаются постоянными высокими

позициями на рынке в своём сегменте, где они конкурируют и способны обеспечить интегрированные сервисные услуги национальным нефтяным компаниям для осуществления своей деятельности в зрелом нефтяном месторождении. Их сила и величина наравне с достойными одобрения поступлениями капитала, позволяют им формировать превосходные результаты по соотношению прибыли до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации к совокупному доходу по активам. Компания Weatherford составила прибыль серийными приобретениями и слияниями, но данная стратегия привела к размытию структуры ее портфеля, состоящего теперь из слабых позиций во множественных сегментах, финансовому стрессу, высокому бета-коэффициенту (т.е. риску) и необходимости радикальных модернизаций. **Вывод по данному типу компаний для инвестора:** выбирая для вложения средств компанию из сектора нефтесервисных конгломератов, следует внимательно относиться к тем, что проводят реструктуризацию портфелей своих услуг, разумнее будет инвестировать средства в устоявшиеся гиганты сегмента, на показатели доходности которых те же самые по объему изменения и нововведения не повлияют так сильно ввиду их устойчивости и высокой прибыльности.

- Все изученные компании, специализирующиеся на подсекторе оборудования (**Equipment**) показывают совокупную акционерную прибыль выше S&P 500. Компания Oceaneering (26.0%-й рост совокупного акционерного годового дохода) лидировала в подсекторе, благодаря своей доминирующей позиции по удаленно управляемым подводным судам, за ней следует FMC Technologies (22.7%) с сильным сосредоточением на подводной конкуренции и устьевом оборудовании. Schoeller-Bleckmann (20.4% годовых) - это Австрийская компания, обладающая уникальной сильной стороной в области производства немагнитной стали для скваженного оборудования и оснастки. Cameron

(14.1%) и National Oilwell Barcode (13.2%) обеспечили держателям акций выручку гораздо выше S&P 500 и увеличили свои доходные статьи посредством серийных приобретений. Данная стратегия обеспечила более низкую совокупную акционерную прибыль, чем другие компании с основным сосредоточением на разработке и производстве особых продуктов. **Вывод по данному типу компаний для инвестора:** следует вкладываться в компании, специализирующиеся на конкретном типе услуг по обеспечению оборудованием нефтегазового сектора (например, как разобрано в примерах данного подсектора, в использовании системы удаленно управляемых подводных судов или в применении системы устьевого оборудования).

- Советы по инвестированию по исследованным компаниям в сфере шельфового нефтепромысла (**Offshore**) не могут быть даны по причине отсутствия явного лидерства какой-то компании из выборки среди остальных, а значит и отсутствия выделения причин ее успеха среди остальных.

Полученные сведения по драйверам стоимости акционерного капитала говорят о существовании важных различий между драйверами стоимости акционерного капитала в различных сегментах, которые оказались интуитивно обоснованными, и предполагают необходимость осуществления различных стратегий инвестирования для каждого сегмента нефтесервисных услуг.

Совокупная акционерная прибыль в каждом секторе была зависима от переменных роста, доходности активов и от рисков. Сила зависимости от этих трёх переменных различалась в подсекторах следующим образом:

Коэффициенты корреляции переменных с итоговой переменной TSR			
Тип нефтесервисной компании	Revenue Growth	EBITDA/ Total Assets	Risk (Beta)
Geophysical	61%	83%	-93%
Drilling	81%	69%	-35%

Majors	65%	88%	-63%
Offshore	86%	68%	-13%
Equipment	-72%	81%	12%

Из анализа корреляции переменных в регрессии можно сделать вывод о том, что показатель отношения прибыли до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации к совокупным активам (EBITDA/ Total Assets) является сильнейшим драйвером для совокупного акционерного дохода (TSR) для всех подсекторов; рост выручки (Revenue growth) крайне важен для буровых и шельфовых компаний, а геофизико-сейсмические компании (геологоразведка) наиболее подвержены риску изменчивости доходности.¹⁸

Совокупный показатель роста акционерного дохода (TSR) наиболее тесно связан с ростом выручки (Revenue growth) для буровых компаний (Drilling); доход корпораций шельфового нефтепромысла (Offshore) наиболее чувствителен к изменению показателя отношения прибыли до уплаты налогов, процентов, износа и амортизации к совокупным активам (EBITDA/ Total Assets); рост акционерного дохода для геофизико-сейсмических компаний (геологоразведка) (Geophysical) и нефтепромысловых конгломератов (Majors) наиболее чувствителен к росту выручки (Revenue growth) и риску изменчивости доходности (Beta), по причине того, что инвесторы ищут компании с предсказуемыми положительными операционными и финансовыми результатами из этого сектора. Что касается компаний, специализирующихся на предоставлении оборудования (Equipment), то следует обратить внимание на сделки по слияниям в данной подотрасли-синергия от объединений и поглощений в компаниях по предоставлению оборудования дает наилучший результат для рассмотрения к инвестированию.

¹⁸ Образование стоимости в сфере нефтесервисных услуг Oilfield Service and Supply Sector: Value Creation 2005 – 2013 University of Houston, C.T. Bauer College of Business <http://www.bauer.uh.edu/centers/uhgemi/casedocs/OFS-Value-Creation-Report-Summary.pdf>

3.2.3 Затратный подход к оценке нефтесервисных предприятий

Особенностей в применении затратного подхода к оценке нефтесервисных компаний не наблюдается ввиду того, что затратный подход предполагает оценку предприятия как разности между его активами и суммой обязательств. В нефтесервисном предприятии будет проводиться оценка стоимости оборудования (буровых, сейсморазведочного оборудования) за вычетом обязательств, которые есть у компании.

В данной главе были изложены принципы и особенности оценки инновационных, нефтесервисных предприятий, инвестор может пользоваться доходным, затратным и сравнительным подходом, а также методом опционов, наиболее предпочтительными и чаще всего используемыми методами будут методы доходного (DCF), сравнительного (метод отраслевых мультипликаторов) и метода опционов, причем особенности нефтесервисного бизнеса накладывают отпечаток на каждый из выбранного метода: определенные статьи издержек и доходов отражаются в модели денежных потоков, отраслевые коэффициенты также отличны от драйверов в оценке других отраслей.

Заключение

В данной выпускной квалификационной работе был проанализирован процесс инвестирования в инновационные нефтесервисные компании, описана актуальность развития данной сферы, найдено решение для поставленных в части введения задач: определить критерии инвестирования, которыми может руководствоваться инвестор, а также выработать механизм оценки стоимости нефтесервисной акции. Научная новизна осуществленных исследований критериев и механизмов оценки очевидна-ранее не было создано поэтапного руководства, дающего полное представление о процессе инвестирования в акции инновационных нефтесервисных компаний.

В ходе написания работы было проанализировано 140 фондов прямых инвестиций, критерии двух специализированных нефтесервисных фондов, критерии рейтингового агентства Moody's, зарубежные исследования передовых научных центров по вопросам оценки нефтесервисных компаний.

Также в ходе исследования были организованы консультирующие встречи с профессионалами инновационной индустрии для придания работе прикладного характера.

Выводами из проделанной работы могут быть следующие:

1) Проблема «становления моста» между инвестором и эмитентом нефтесервисной компании решается, первый шаг навстречу данному процессу уже сделан в данной бакалаврской работе;

2) Процесс инвестирования таков, что сначала отбираются компании для рассмотрения, причем у каждой подотрасли нефтесервиса есть собственные критерии отбора, затем происходит оценка внутренней стоимости требуемой акции и, наконец, инвестором принимается решение. Даны конкретные советы

по инвестированию в компании каждого вида нефтесервисных услуг.

Список использованной литературы

- 1) Федеральный Закон РФ "О недрах" от 21.02.1992 N 2395-1
- 2) 10 основных рисков для компаний нефтегазовой отрасли. Исследование «Эрнст энд Янг» в области бизнес-рисков, исследование 2010 года. Режим доступа: <http://gaap.ru/articles/desat-osnovnykh-riskov-dlya-kompanii-neftegazovoi-otrasli/>
- 3) AIM: powering the companies of tomorrow // URL: <http://www.londonstockexchange.com>
- 4) BERENBERG EQUITY RESEARCH Oil Field Services Bottom-up analysis points to earnings growth Part I: sector overview Asad Farid, Jaideep Pandya, 10 July 2013 https://www.berenberg.de/fileadmin/user_upload/berenberg2013/02_Investment_Banking/Equity_Research/2013_07_11_Oil_Field_Services_part2.pdf p.40-44.(from 66)
- 5) Deloitte/ Vision 2040/ Global scenarios for the oil and gas industry URL: http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ru/Documents/energy-resources/ru_er_vision2040_eng.pdf
- 6) James Wicklund Credit Suisse-Oilfield Services industry report, 16 oct 2012 https://doc.research-and-analytics.csfb.com/docView?language=ENG&format=PDF&source=em&document_id=1001549321&serialid=F3i3%2fPFrfcLpj7fE4FgVhTuQETy0NFp1j4SWOAR4Bv0%3d
- 7) Mercer Capital's Value Focus: Energy Industry | Q4 2014 <http://www.slideshare.net/MercerCapital/mercer-capitals-value-focus-energy-industry-q4-2014-segment-oilfield-services-and-equipment>
- 8) АЗАРОВА А.И. ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ПРОЕКТОВ НЕФТЕГАЗОВОЙ КОМПАНИИ // Проблемы учета и финансов. 2011. №3. URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/problemy-otsenki-investitsionnoy-privlekatelnosti-proektov-neftegazovoy-kompanii>
- 9) АКСЕНОВ В.В. РОЛЬ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ В ФОРМИРОВАНИИ МЕХАНИЗМА УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ И ИННОВАЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ ВЫСОКОТЕХНОЛОГИЧНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ // Пространство экономики. 2011. №4-3. URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/rol-finansovyh-aktivov-v-formirovanii-mehanizma-ustoychivogo-razvitiya-i-innovatsionnoy-strategii-vysokotekhnologichnyh-predpriyatij> (дата обращения: 27.05.2015).
- 10) Аналитический отчет об итогах обзора рынка российских венчурных фондов за I-III квартал 2014 года Российской ассоциации венчурного

- инвестирования, ноябрь 2014, режим доступа:
<http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/>
- 11) Андреев А.Ф., Березина С.А., Мартынов В.Г., Матвеев Ф.Р., Пельменева А.А., Шпаков В.А., Шпакова З.Ф. Под ред. Андреева А.Ф. - Учебное пособие. - Москва. - Изд.: РГУ нефти и газа им. И.М. Губкина. - 2011. - 224 с.
 - 12) Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп – Бизнес, 2008. – 1008 с.
 - 13) Буренина И.В., Варакина В.А. Система единых показателей оценки эффективности деятельности вертикально-интегрированных нефтяных компаний //Интернет-журнал «Науковедение», 2014 №1 (20) январь-февраль [Электронный ресурс]-М.: Науковедение, 2014 -.- Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/12EVN114.pdf>, свободный.
 - 14) Габдрашитова Э.И., Гамилова Д.А. Оценка производственного потенциала нефтесервисных предприятий //Интернет-журнал «Науковедение», 2014 №3 (22) май-июнь [Электронный ресурс]-М.: Науковедение, 2014 -.- Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/PDF/30EVN314.pdf>
 - 15) Грязнова А.Г., Федотова М.А, Оценка бизнеса Учебник. Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е издание, перераб. и доп. М. 2008г. 736 с. / стр. 167-168
 - 16) Дамодаран Асват/ Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов.5-е издание. Пер с англ. М. 2008. 1340с./ стр.851
 - 17) Исследование Berenberg в сфере нефтесервисных компаний, 10 июля 2013 года / BERENBERG EQUITY RESEARCH Oil Field Services Bottom-up analysis points to earnings growth Part I: sector overview Asad Farid, Jaideep Pandya Режим доступа: https://www.berenberg.de/fileadmin/user_upload/berenberg2013/02_Investment_Banking/Equity_Research/2013_07_11_Oil_Field_Services_part2.pdf стр..40-44.(из 66)
 - 18) Критерии инвестиционного фонда Lime rock management LP для включения нефтесервисной компании в портфель. Режим доступа: <https://www.lrpartners.com/investment-criteria.aspx>
 - 19) Кузьмин Т.Г., Молодых П.В. Экономика инвестиционного проекта в нефтегазовой отрасли. Учебное пособие / Томск: Изд-во Томского политехнического университета, 2012. – 261 с.
 - 20) Методология выставления рейтинга для нефтесервисных компаний от компании ICRA Rating Feature. Режим доступа: http://www.icra.in/Files/Articles/Oilfield%20Services_Rating%20Methodology.pdf
 - 21) Методология выставления рейтинга кредитоспособности нефтесервисных компаний аналитического центра Moody's. Режим

доступа:

<http://www.rmgfinancial.com/core/files/rmgfinancial/uploads/files/4%20Oilfield%20services%20RM.pdf>

- 22) Министерство энергетики Российской Федерации - Месторождения нефти URL: http://minenergo.gov.ru/iviy/ils/ilii/by/f_ms
- 23) Моделирование денежных потоков в нефтегазовом секторе / Oil & Gas Modeling 101 / Режим доступа: (<http://www.mergersandinquisitions.com/oil-gas-modeling-101/>)
- 24) МУЗЛОВА Г./"По товару цена по цене товар"/ Журнал "Нефтегазовая вертикаль" №6 (163) ("Сервиснефтегаз"), апрель 2007. <http://www.trishin.ru/left/publishes/article/>
- 25) Образование стоимости в сфере нефтесервисных услуг Oilfield Service and Supply Sector: Value Creation 2005 – 2013 University of Houston, С.Т. Bauer College of Business <http://www.bauer.uh.edu/centers/uhgemi/casedocs/OFS-Value-Creation-Report-Summary.pdf>
- 26) Пособие для эмитентов сектора РИИ, стр.21. Режим доступа: <https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CB0QFjAA&url=http%3A%2F%2Ffs.moex.com%2Ffiles%2F3896&ei=bNRkVd-MIYmZsgGH04CoAQ&usg=AFQjCNEL20oUFnNoRoIRNMDkSJA1zPf7UQ&sig2=6SSjslGlvxHK5Kdz-X5lww&bvm=bv.93990622,d.bGg>
- 27) Почему российский индекс инновационных компаний отказывается расти/ инф.статья на сайте компании IPOboard/ http://ipoboard.ru/ru/page/pochemu_rossiiski_indeks
- 28) Правила листинга в РИИ Московской биржи. Режим доступа:
- 29) Талевски Д., Диогенес А., Де Лима Л./ Стратегический и финансовый анализ нефтегазовой отрасли: исследование компании Petrobras/ MSC IN FINANCE AND INTERNATIONAL BUSINESS, 4TH SEMESTER / DEJAN TALEVSKI, ANDRE DIOGENES LACET DE LIMA / STRATEGIC AND FINANCIAL ANALYSIS IN THE OIL INDUSTRY: PETROBRAS SHAREHOLDERS VALUE POTENTIAL AND FAIR VALUE OF STOCK / AARHUS SCHOOL OF BUSINESS / 2009 / страницы:90-91, Режим доступа: <http://pure.au.dk/portal/files/8058/M.THESIS.pdf>
- 30) Федеральная служба государственной статистики Росстат www.gks.ru/
- 31) ЮХИМЕНКО В.В. ПРОЦЕССНЫЙ ПОДХОД К ФОРМИРОВАНИЮ СТРАТЕГИИ ИННОВАЦИОННОГО РАЗВИТИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ // БИ . 2013. №12. С.254-258.

Приложение А. Классификация инновационных инвестиций по отраслям Европейской Ассоциации Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA).

Сектор ИКТ:

Телекоммуникации

- Телекоммуникационное оборудование
- Телекоммуникационные услуги
- Интернет
- Телеканалы и радиостанции
- Издательства

Компьютеры

- Компьютерное оборудование
- Программное обеспечение
- Компьютерные услуги

Сектор Биотехнологии/Медицина:

Биотехнологии

- Пищевые добавки
- Технологии растениеводства и животноводства
- Исследования и оборудование

Медицина/Здравоохранение

- Медицинские услуги
- Разработка и производство лекарств
- Медицинское оборудование

Сектор Промышленные технологии:

Промышленное оборудование

- Машиностроение
- Робототехника
- Автоматика
- Приборостроение

Строительство

- Инженерные и архитектурные услуги
- Производство строительных материалов
- Строительные работы

Транспорт

- Транспортные компании и перевозчики
- Транспортная инфраструктура
- Почтовые услуги

Химические материалы

- Лаки
- Краски
- Клеи
- Красители
- Удобрения
- Новые материалы

Электроника

- Батареи
- Источники питания
- Оптоволокно
- Научно-аналитические приборы
- Полупроводники и компоненты

Энергетика

- Добыча и переработка нефти, угля и газа
- Бурение и геологоразведка
- Альтернативные источники энергии

Экология

Сектор Другие (отрасли):

Легкая промышленность

- Текстиль
- Мебель
- Бумага и целлюлоза
- Типографии
- Упаковка

Потребительский рынок

- Производство продуктов питания и напитков
- Торговые сети
- Досуг и развлечения
- Туризм
- Производство одежды
- Товары для дома

Сельское хозяйство

- Растениеводство и животноводство
- Рыболовство
- Лесное хозяйство и заготовка древесины

Финансовые услуги

- Банковский сектор
- Страхование
- Лизинг
- Агентства недвижимости
- Финансовые брокеры и посредники

Другое

- Рекламные агентства
- Оптовая торговля
- Консалтинг
- И другие виды деятельности, не входящие в приведенную классификацию

Приложение Б. Список фондов с проанализированными критериями инвестирования (условиями включения компании в портфель фонда)

N	Компания/фонд	Действующий сайт
1	360 Capital Partners	http://360capitalpartners.com
2	ABRT Venture Fund	http://abrtfund.com/rus/
3	Accession Mezzanine Capital (AMC)	http://www.mezzmanagement.com/about-us/
4	AddVenture	http://www.addventure.to
5	Alfa Capital Partners	http://alfacp.ru/eng/private_equity.php
6	Almaz Capital	http://www.almazcapital.com
7	Angelico Ventures	http://www.angelicoventures.com/ru/
8	ARES GROUP Financial Consulting	http://www.aresandco.com/english/
9	Aton	http://www.am-aton.ru/
10	Aurora Russia Limited	http://www.aurorarussia.com/
11	Baring Vostok Capital Partners	http://www.baring-vostok.com/ru/
12	Bioprocess	http://www.bcvf.ru/
13	Black River Asset Management LLC	https://www.black-river.com/home
14	Bright Capital Management Company	http://bright-capital.com/
15	Capital AM-УК Капитал	http://www.kapital-am.ru
16	CapMan Russia	http://www.capman.com/capman-group/news-and-materials/releases/release/t=CapMan+expands+its+operations+to+Russia+and+acquires+private+equity+house+Norum/id=18516373/cm_language=ru_RU
17	Capricorn Venture Partners	http://www.capricorn.be/
18	Cisco Capital	http://www.cisco.com/web/RU/products/ciscocapital/why_finance.html
19	Credit Suisse	http://us-fund.credit-suisse.com/index.cfm?nav=funds&fundid=13&tab=1#
20	Da Vinci Capital management	http://dvcap.com/Private_Equity_ru/
21	Daiwa Securities	http://www.daiwa-inv.co.jp/english/
22	Delta Private Equity Partners	http://www.deltapartnersgroup.com/about-delta-partners
23	DFJ VTB Aurora	http://www.dfjaurora.com/
24	Diamond Age Capital Advisors Ltd	http://www.diamondage.ru/
25	Direct Group	http://www.directgroup.org/

26	East Capital	http://www.eastcapital.com/ru-RU/Corporate/
27	EBRD's Direct Investment Facility (DIF)	http://www.ebrd.com/work-with-us/project-finance/equity/direct-equity.html%20
28	Elbrus Capital	http://www.elbcp.ru
29	e-Trust Investment group	http://www.e-trustgroup.ru
30	Fast Lane Ventures	http://www.fastlaneventures.ru/
31	FinEx	http://finxcapital.com
32	Fleming Family & Partners	http://www.ffandp.com/
33	Foresight Capital Partners	alexander.antonyuk@forcap.ru
34	Global TechInnovations	http://globaltechin.com/labs/
35	Halcyon Asset Management LLC	http://www.halcyonllc.com/me.get-WEB.websections.show-amp-HAL_243.htm
36	I2BF	http://www.i2bf.com
37	Icon Private Equity	http://www.iconpe.com/
38	Intel Capital (Корпорация Интел)	http://www.intelcapital.com
39	International Finance Corporation (IFC) - IFC Russian Bank Capitalization Fund	http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/home
40	IQ Capital Partners	http://www.iqcapital.co.uk/index.php?section=879
41	IQ One (ООО "ИКАН", Ютинет)	http://www.iqone.ru/portfolio
42	iTech Capital	http://itcap.vc/?language=ru
43	iTech.vc	http://itech.vc
44	Kazimir Partners	http://www.kazimir.com/
45	Kite Ventures	http://kiteventures.com/
46	Mail.ru group (ex-Digital Sky Technologies)	https://corp.mail.ru/ru/
47	Marshall Capital Partners	http://www.marcap.ru/
48	Microsoft Seed Fund	http://www.microsoft.com/ru/ru/ms-start/accelerator/
49	Microsoft Ventures	
50	Mint Capital	http://www.mintcap.ru/ru/about/
51	Moorgate	http://www.moorgate-capital.com/index.html
52	Moscow Seed Fund	http://www.mosinnov.ru
53	New Russia Growth (NRG)	http://www.nrgc.com/ru
54	Pangaea Ventures LTD	http://www.pangaeaventures.com
55	Pantheon Ventures (UK) LLP	http://www.pantheon.com
56	PARTNERS GROUP AG	http://www.partnersgroup.com/en/
57	PCG Advisory Group	

58	Polar capital Partners	http://www.polarcapital.co.uk
59	PPF	http://www.ppf.eu/ru/homepage.html
60	PromSvyazCapital	http://www.pscapital.ru
61	Prosperity Capital Management (Россия)	https://www.prosperitycapital.com/account/disclaimer-choice/
62	Prostor Capital	http://prostor-capital.ru/
63	Qadriga Capital Russia	http://www.quadriga-capital.ru/
64	R&D Capital	http://www.rndcapital.org
65	Renaissance Capital	
66	Renaissance Investment Management	http://www.renasset.com/
67	Renova Capital	
68	Runa Capital	http://www.runacap.com/
69	Ru-net holding	http://ru-net.ru/ru/#main_block=about
70	Russia partners	http://www.russiapartners.ru/firm-profile-ru/
71	Sberbank CIB	http://www.sberbank-cib.ru/
72	SBI Holdings	http://www.sbigroup.co.jp/english/
73	Skyline Capital Partners	http://www.skyline-capital.ru/index.html
74	Softline Venture Partners	http://softlinevp.com/ru/
75	SPRING	http://sprin-g.com/company/index.php
76	SS&C	http://www.ssctech.com
77	Steep Rock	
78	Svarog capital	http://svarogcapital.com
79	TPG Capital Russia	https://tpg.com/
80	Trust	nm-trust.ru
81	UFG Asset Management	http://ufgam.ru/
82	UFG Asset Management ("UFG AM")	http://funds.ufgam.com
83	United Capital Partners	http://www.ucpfund.com/main.php
84	Uralsib private equity fund	http://www.pe.uralsib.com/eng/about/index.wbp
85	Ventech	
86	Venture Investments & Yield Management LLP (VIYM)	http://www.viymanagement.com
87	Vostok Nafta Investment	http://www.vostoknafta.com/
88	VR Capital Group	http://www.vr-capital.com/
89	Wermuth Asset Management	http://www.wermutham.com/home.aspx
90	A-1	http://www.a-1.com/
91	Агенство по инновациям и развитию (АИР)	http://www.innoros.ru

92	Альянс РОСНО Управление активами	http://www.allianz.ru/ru/moscow/about/
93	АТЛАНТА	http://atlantauk.ru
94	Бин-Банк (B&N Bank)	http://www.binbank.ru
95	Велес Капитал	http://www.veles-capital.ru/ru/Services/InvestmentBanking/PrivateEquity
96	ВТБ Капитал	http://www.vtbcapital-im.com/portfolio_management/
97	ВТБ Управление активами	http://www.vtbcapital-im.com/portfolio_management/
98	ВТБ-управление инвестициями	http://vtbcapital.com/products-services/investment-management/venture-capital/
99	ВЭБ	http://www.veb.ru
100	ВЭБ Инновации	http://www.innoveb.ru
101	Газпромбанк	gazprombank.ru
102	Газфинтраст	http://gazfin.ru/
103	Инвестиционно- венчурный фонд Татарстана	http://ivf.tatarstan.ru
104	Инновационные решения	http://www.innovative-solutions.ru/JamCms/venture/
105	Интернет-инкубатор Inventure фонда Russian Media Ventures	http://inventurepartners.ru
106	Интеррос	interros.ru
107	Инфра Фонд РВК	https://www.rusventure.ru/ru/investments/infrafund/about/
108	Инфраструктурные инвестиции	http://infra-invest.ru
109	ЛайфСреда	http://lifesreda.ru
110	Лидер-Инновации	http://www.leader-innovations.ru
111	Максвелл Биотех Групп	http://www.maxwellbio.com
112	МАКСВЕЛЛ ЭССЕТ МЕНЕДЖМЕНТ	http://www.ammaxwell.ru/index.htm
113	МСП Банк	
114	ОНЭКСИМ, группа	http://onexim.ru/ru/
115	Паллада Эссет Менеджмент	
116	Промышленные инвесторы	http://www.prominvestors.com/
117	Рбпартнеры	
118	РВК	rusventure.ru
119	РМИ Партнерс	http://rmivc.com/ru
120	Росбанк	rosbank.ru
121	Росинфокоминвест	http://rosinfocominvest.ru
122	РОСНАНО	rusnano.com

123	Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ)	http://rdif.ru
124	Сберинвест	sberinvest.ru
125	Свиньин и партнеры	http://www.svinin.ru/
126	С-Групп Капитал менеджмент	http://uk-sgcm.ru/index.html
127	Синергия инноваций	http://synergy.vc/ru/
128	Сколково	http://sk.ru/net/participants/p/benefits.aspx
129	Спутник	http://www.sputnik-uk.ru
130	Технопарк Ингрия	ingria-park.ru
131	Технопром	
132	TMT Investmens PLC	http://www.tmtinvestments.com
133	Третий Рим	
134	УК Промсвязь	http://www.psbank.ru
135	Фонд предпосевных инвестиций	http://pre-seed.ru
136	Фонд содействий развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере (Фонд Бортника)	http://www.fasie.ru
137	Фонд содействия кредитованию малого бизнеса Москвы	http://www.mosgarantfund.ru/
138	ХимРар Венчурс	http://chemrar.ru
139	Центр инноваций Куликова	www.kulikovinnovation.com
140	Эмпайр Траст	http://emptrust.ru/

Приложение В. Список исследованных компаний

1. China Oilfield
2. Transocean
3. FMC Tech
4. Noble Corp.
5. Schoeller-B
6. Saipem
7. Weatherford
8. Tidewater
9. Schlumberger
10. Halliburton
11. Ensco
12. Nabors
13. Cameron
14. Baker Hughes
15. H & P
16. TGS Nopec
17. NOV
18. CGG
19. Subsea 7
20. PGS
21. McDermott
22. Oceaneering
23. Dawson
24. Dril-Quip
25. ION

Приложение Г Используемые данные

	TSR	Growth	Return	Risk
TGS	12.9%	15.6%	41.9%	1.166
ION	-9.0%	4.7%	17.8%	3.060
CGG	0.3%	15.5%	15.1%	1.912
DWSN	1.2%	11.3%	19.8%	1.670
PGS	4.5%	6.0%	23.8%	2.016
RIG	-3.8%	14.1%	11.8%	1.032
ESV	4.9%	18.9%	13.5%	1.293
HP	14.1%	17.4%	21.1%	1.244
NBR	-9.4%	6.8%	15.3%	1.595
NE	2.0%	12.9%	16.5%	1.185
China OFS	31.0%	20.7%	12.7%	1.348
WFT	-1.9%	15.0%	11.8%	1.717
SLB	9.4%	13.7%	20.1%	1.317
BHI	-0.1%	13.4%	16.9%	1.453
HAL	7.6%	12.6%	23.0%	1.447
SPM	5.1%	13.3%	9.7%	1.581
SUBC	7.9%	17.4%	11.1%	1.675
TDW	5.4%	6.7%	11.8%	1.265
MDR	2.0%	4.2%	9.3%	1.698
OII	26.0%	14.2%	22.6%	1.595
FMC	22.7%	9.7%	15.0%	1.221
CAM	14.1%	16.3%	12.8%	1.401
SBO	20.4%	11.5%	20.3%	1.191
NOV	13.2%	19.4%	13.6%	1.455
DRQ	21.2%	11.0%	18.4%	1.633

www.antiplagiat.ru/My/Cabinet

АНТИПЛАГИАТ

kamila.khairatdinova@gmail.com
Бесплатный доступ (0/0), Баланс: 0
Коллекция ВЭГУ, Модуль поиска Интернет, Цитирование

Папки ? Корневая папка 2

Документы (2) ? Проверить документ Проверить текст В кабинет

Поиск

Имя документа	Дата	Оригинальность
+ для проверки нового документа переместите его в это поле или просто кликните здесь		
Формат документов: pdf, txt, html, htm, docx, doc, rtf, odt, odg Формат архивов: 7z, tar, gz, bz2, rar, zip Максимальный размер: 20 МБ		
Глава 1...docx (подробнее)	22.05.2015 19:28:29	82.45%
Дипломная работа Хайретдинова К.А..docx (подробнее)	27.05.2015 08:01:19	94.28%

Выберите действие 1 / 1 Выводить по 10 [20] [50] [100] Документов: 2

О системе | Товарный знак | Новости | Контакты | Вакансии

Доступ для преподавателей | Пользовательское соглашение | Report Viewer | Помощь

otsenka-proizvodstv...pdf t20.jpg WleVjM9AtaAjpg k2dWv6WZxMY.jpg sam_0256.jpg Все скачанные файлы...

5:02 27.05.2015