

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.93-115>

JEL classification: F23, F51, G30, G32, G34



Выход иностранного бизнеса из России: анализ стратегий и оценка результатов

Николай Дувакинаналитик, family office, Москва, Россия,
nduvakin@yandex.ru, [ORCID](#)**Лаки Алексис Исагалиева** ✉ведущий аналитик, ПАО Ростелеком, Москва, Россия,
isagalieva.alexis@gmail.com, [ORCID](#)**Андрей Пантелеев**аналитик, Керт, Москва, Россия,
andrew-pant@mail.ru, [ORCID](#)

Аннотация

В статье составлена база данных с подробным описанием выхода иностранных компаний из России в 2022 г. и определены их основные стратегии выхода. Нынешняя ситуация беспрецедентна по масштабам санкций в отношении России и не имеет аналогов в истории экономики, следовательно, она еще недостаточно изучена. Для первоначального исследования были выбраны 28 отраслей в 25 странах. В результате анализа моделей выхода было выявлено девять основных стратегий: выход из совместных предприятий, «мягкое» закрытие, продажа местным покупателям, приостановка деятельности, ликвидация, выкуп менеджментом, продажа акций партнерам, передача местным юридическим лицам и продажа иностранным покупателям. Затем исследование было сосредоточено на нефтегазовой отрасли и были рассмотрены кейсы пяти ее ведущих компаний: Shell, TotalEnergies, Equinor, Exxon-Мобил и ВР. Были оценены как финансовые, так и нефинансовые потери, понесенные этими компаниями в результате их решений уйти с российского рынка. Финансовые потери определялись с использованием метода дисконтированных денежных потоков и метода оценки с экономической добавленной стоимостью, а нефинансовые факторы оценивались с помощью таких операционных показателей, как запасы и добыча нефти и газа. Определено, что фундаментальная стоимость указанных компаний составляет до 20.6 млрд, 1.1 млрд, 0.5 млрд, 17.8 млрд и 36.5 млрд долл. соответственно. Исследование показало, что компании со стратегически важными и значимыми проектами в России, в частности, ВР и TotalEnergies, придерживались стратегии «мягкого» выхода.

Несмотря на решение выйти из России, эти компании продолжали получать дивиденды и фактически сохраняли право собственности на долю в активах, даже несмотря на то, что финансовая отчетность отражала обесценение.

Ключевые слова: дисконтированный денежный поток (DCF), экономическая добавленная стоимость (EVA), потери иностранных компаний, выходы иностранных компаний, нефтегазовый сектор, стратегии выхода с рынка

Цитирование: Duvakin N., Isagalieva L.A., Pantelev A. (2023). Leaving Russia: Exit Strategies of Foreign Companies. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(3): 93-115. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.93-115>.

Введение

В связи с высокой степенью геополитической напряженности в 2022 г. ряд иностранных компаний принял решение покинуть российский рынок. Учитывая политизированность данного решения и диверсифицированность иностранных компаний, конечный покупатель, структура сделки и прочие факторы значительно различались в каждом конкретном случае. При этом не все компании, заявившие ранее о намерении покинуть российский рынок, осуществили выход в полной мере.

Актуальность данной работы обусловлена текущей геополитической обстановкой, в рамках которой иностранные компании были вынуждены покинуть российский рынок. Исходя из сложившейся беспрецедентной по масштабам санкций против России ситуации, не имеющей аналогов в истории отечественной экономики, существует исследовательский интерес к ней, имеющий научную новизну. Мы детально изучили и классифицировали стратегии уходящих компаний, а также влияние решений о выходе с российского рынка на их деятельность, включая операционные, финансовые и другие показатели.

Цель работы – создать максимально полную картину выхода иностранных компаний с российского рынка и рассмотреть на примере нескольких компаний, как выход повлиял на их бизнес.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

- 1) Дифференцировать стратегии выходов зарубежных компаний с российского рынка.
- 2) Сформировать карту выходов по отраслям, странам и стратегиям выходов.
- 3) Оценить влияние выходов компаний из нефтегазовой отрасли на их стоимость исходя из следующих двух подходов: DCF и EVA.
- 4) В дополнение к финансовым показателям рассмотреть операционные метрики, применимые к выбранной отрасли.

Методом исследования был выбран кейсовый подход, поскольку он позволяет наиболее полно рассмотреть, как решение об уходе с российского рынка повлияло на компании с учетом их особенностей.

Объектом исследования стали пять иностранных компаний нефтегазового сектора: Shell, TotalEnergies, Equinor, ExxonMobil и BP.

Авторами были выдвинуты следующие гипотезы:

- 1) Часть компаний, заявивших о решении покинуть российский рынок, так и не предприняли комплекс мер по полному выходу.
- 2) Компании, имеющие прочные связи с локальным рынком, используют наиболее «мягкую» стратегию выхода.
- 3) Нефтегазовые компании, имеющие стратегически важные активы в России, понесут наибольшие убытки по сравнению с другими компаниями нефтегазового сектора.
- 4) Компании выбранной для исследования нефтегазовой отрасли имеют неоднозначный результат по итогам выхода.
- 5) Убыток от обесценения российского бизнеса, показанный в финансовых отчетах нефтегазовых компаний, не отображает полную картину их потерь.

Научная новизна работы заключается в следующем:

- 1) Разработка карты стратегий выходов иностранного бизнеса с российского рынка.
- 2) Детальное изучение влияния решений о выходе с российского рынка на деятельность компаний через призму операционных показателей и стоимости компании, оцененной через DCF-модель и показатель экономической добавленной стоимости (EVA).

Почему и как компании уходят с иностранного рынка

Согласно статье К.С. Озкана [1], компании решают уйти с иностранного рынка по следующим причинам:

- 1) несоответствие стратегии компании внешней среде иностранного рынка, что может привести к недостаточной конкурентоспособности и негативному финансовому результату;
- 2) слишком высокие или непредсказуемые для компании риски иностранного рынка;
- 3) сложности в коммуникации, различия в культуре или проблемы с местным персоналом.

Помимо указанных факторов, которые, несомненно, играют важную роль в принятии решения о выходе, авторы других исследований (см., например, [2]) называют такие причины, как низкая доходность, несоответствие целей и возможностей компании требованиям рынка, недостаточный опыт деятельности на международном уровне.

Когда компания принимает решение об уходе с иностранного рынка, перед ней стоит выбор различных стратегий в зависимости от целей и обстоятельств. Некоторые из распространенных стратегий включают ликвидацию компании, продажу местному покупателю или локальному менеджменту.

Влияние геополитического конфликта на Украине

Геополитический кризис между Россией и Украиной вызвал повышенную неопределенность и риски, сопряженные с политическими и экономическими последствиями. Многие иностранные компании столкнулись с проблемами, связанными с санкциями, ограничениями на торговлю и инвестиции, а также с возможным ухудшением делового климата.

Несмотря на то, что данная тема пока недостаточно изучена, уже опубликованы работы, посвященные выходу иностранного бизнеса из России.

Так, по данным Йельского университета [3], на май 2023 г. из России ушло или находилось в процессе сворачивания бизнеса более 1000 крупных международных компаний. Исследователи из этого университета в своей работе [4] определили, что Россия потеряла компании, на долю которых приходилось ~40% ее ВВП.

Согласно исследованию экономистов из Университета Санкт-Галлена и бизнес-школы IMD в Швейцарии [5], по состоянию на конец ноября 2022 г. 8.5% компаний ЕС и G7 продали, по крайней мере, одну из своих российских дочерних компаний. Данный показатель, вероятно, будет расти по мере того, как те компании, которые объявили о своем намерении уйти, сделают это.

Однако не только иностранные институты заинтересовались данной темой. Так, российский Центр стратегических разработок (ЦСР) в октябре 2022 г. выпустил отчет, в котором было изучено 5000 иностранных компаний [6].

Как отмечается исследователями из ЦСР, на начало сентября 2022 г. 34% крупнейших иностранных компаний, оперировавших в России, сократили деятельность в стране, 15% прекратили работу путем передачи своих бизнесов новым владельцам, а 7% объявили о полном уходе. Согласно результатам исследования, среди компаний, которые решили продать свой бизнес в России, 33% уже передали его новым собственникам, 34% находятся в процессе передачи, а 33% ищут покупателя.

Анализ стратегий выхода иностранного бизнеса из России

Для определения стратегий выхода иностранных компаний с российского рынка была собрана база данных по 489 компаниям, заявившим о намерении покинуть Россию. Лидерами по выходу стали компании, производящие потребительские товары, продукты питания и напитки, а также относящиеся к промышленности и автомобилестроению (Рисунок 1).

Иностранные компании, совершившие выход, зарегистрированы в 25 странах, включая Германию, Францию, США, Италию, Нидерланды, Швецию, Финляндию, Великобританию, Данию, Японию, Швейцарию, Австрию, Канаду, Испанию, Австралию, Китай, Литву, Норвегию, Польшу, Бельгию, Чехию, Ирландию, Мексику, Южную Корею, Тайвань.

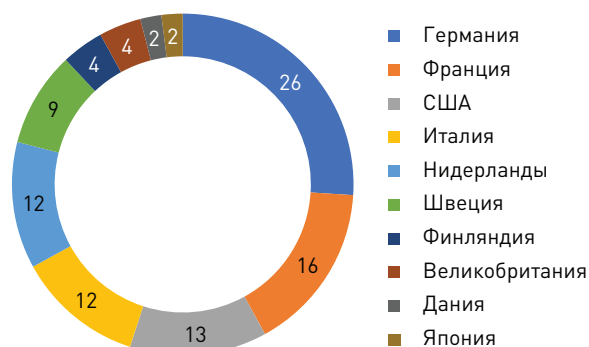
Рисунок 1. Анализ стратегий выхода компаний (%)

Структура выходов компаний по отраслям (топ 10 отраслей)



Отрасли – лидеры по выходу иностранных компаний: потребительские товары, продукты питания и напитки, промышленность и автомобильная

Структура выходов компаний по странам (топ 10 стран)



Страны – лидеры по выходу иностранных компаний: Германия, Франция, США

Всего командой исследования было определено девять основных стратегий. Авторами была сформирована методология по разработке карты стратегий выхода иностранных компаний:



- 1) выход из СП (159 компаний);
- 2) «мягкое» закрытие (128) – в эту группу были включены компании, заявившие о своих намерениях выйти с российского рынка, но не предпринявшие никаких серьезных действий по выходу. Компании, придерживающиеся данной стратегии, ограничились приостановлением маркетинговой и инвестиционной деятельности в российских представительствах, но при этом сохранили основную бизнес-активность в полной мере;
- 3) продажа юридического лица местному покупателю (67);
- 4) приостановка деятельности на территории России без понятных дальнейших шагов по продаже или ликвидации (63);
- 5) ликвидация (28);
- 6) продажа местному менеджменту (24);
- 7) продажа доли российскому партнеру (11);
- 8) выделение из контура в отдельное юридическое лицо, работающее на территории России (4);
- 9) продажа российского бизнеса другой иностранной компании (3).

В ходе исследования авторами была разработана карта стратегий в двух разрезах: 1) соотношение стратегии выхода и страны, в которой была зарегистрирована компания; 2) соотношение стратегии выхода и отрасли (Таблицы 1 и 2).

Таблица 1. Карта стратегий. Соотношение страны и стратегий

Страна	Выделение в отдельное юридическое лицо	Приостановка деятельности	Выход из СП	Ликвидация	МВО	Продажа локальному покупателю	Продажа иностранному покупателю	Продажа доли локальному партнеру	«Мягкое» закрытие	Итого
Германия	x	9	50	8	7	12	x	1	33	120
Франция	x	10	30	4	4	6	x	1	18	73
США	x	11	7	1	3	11	2	4	20	59
Италия	x	12	25	x	x	4	x	x	13	54
Нидерланды	1	9	26	8	1	3	x	1	4	53
Швеция	1	2	17	3	3	5	x	1	9	41
Великобритания	3	2	1	2	x	4	x	1	7	20
Финляндия	2	2	x	x	1	5	x	1	7	18
Дания	x	1	x	x	1	3	x	x	5	10
Япония	x	2	x	x	x	1	x	x	4	7
Швейцария	x	1	1	x	1	2	x	x	1	6
Австрия	x	x	1	2	x	x	x	x	2	5
Канада	x	1	x	x	1	1	x	x	x	3
Испания	x	x	x	x	1	1	x	x	1	3
Австралия	x	x	x	x	x	2	x	x	x	2
Китай	x	x	x	x	x	1	x	x	1	2
Литва	x	x	x	x	x	1	x	x	1	2
Норвегия	x	x	x	x	1	x	x	x	1	2
Польша	x	x	x	x	x	1	1	x	x	2
Бельгия	x	x	x	x	x	x	x	1	x	1
Чехия	1	x	x	x	x	x	x	x	x	1
Ирландия	x	x	x	x	x	x	x	x	1	1
Мексика	x	1	x	x	x	x	x	x	x	1
Южная Корея	x	x	x	x	x	x	x	x	1	1
Тайвань	x	x	x	x	x	x	x	x	1	1
Итого	8	63	159	28	24	63	3	11	130	489

Для Германии – страны-лидера по уходу с российского рынка, характерны стратегии выхода из СП и «мягкого» закрытия. Продажу юридического лица местному покупателю чаще выбирали компании из Великобритании, приостановка деятельности наиболее характерна для итальянских и американских компаний. Ликвидация в равной мере свойственна для немецких и голландских

бизнесов. Компании, продавшие свои представительства локальным компаниям, чаще всего были из США и Германии, продажа третьим иностранным компаниям и передача доли локальным партнерам чаще всего встречалась в американских компаниях, а «мягкое» закрытие выбирали компании не только из Германии, но также из Франции, США, Италии.

Таблица 2. Карта стратегий. Соотношение отраслей и стратегий

Отрасль	Выделение в отдельное юридическое лицо	Приостановка деятельности	Выход из СП	Ликвидация	MBO	Продажа локальному покупателю	Продажа иностранному покупателю	Продажа доли локальному партнеру	«Мягкое» закрытие	Итого
Потребительские товары	1	5	22	4	4	9	1	1	14	61
Промышленность	1	7	22	2	2	5	x	x	7	46
Продукты питания и напитки	1	7	9	2	3	7	x	3	10	42
Автомобильная	x	5	15	x	2	6	x	1	10	39
Финансовые сервисы	1	4	8	2	1	6	x	x	15	37
IT	x	1	13	4	x	2	x	x	9	29
O&G	x	1	12	2	2	4	x	x	8	29
Логистика	x	2	10	2	2	2	x	1	8	27
Розничная торговля одеждой	x	9	1	1	1	x	1	x	11	24
Консалтинг	4	1	8	x	2	1	x	1	1	18
Фармацевтика	x	6	4	x	x	1	1	x	4	16
Химическая	x	1	3	2	x	2	x	x	7	15
Электроника	x	x	9	1	1	1	x	x	2	14
Производство	x	x	7	1	x	1	x	1	2	12
ТМТ	x	3	1	1	x	1	x	x	6	12
Строительная	x	1	5	1	x	1	x	x	2	10
Сельскохозяйственная	x	2	2	x	1	2	x	1	1	9
Строительные материалы	x	x	x	1	1	2	x	x	4	8
Ритейл	x	2	x	x	x	3	x	1	2	8
Отели	x	2	x	x	x	x	x	x	4	6
M&M	x	x	2	x	x	2	x	x	1	5
Бумага и упаковка	x	x	x	x	2	3	x	x	x	5
Энергетика	x	x	1	x	x	1	x	1	1	4
Недвижимость	x	x	2	1	x	x	x	x	1	4
Здравоохранение	x	2	x	x	x	1	x	x	x	3
Туризм	x	1	1	1	x	x	x	x	x	3
Экология	x	x	1	x	x	x	x	x	x	1
Лесное хозяйство	x	1	x	x	x	x	x	x	x	1
Общий итог	8	63	158	28	24	63	3	11	130	489

Согласно карте стратегий можно увидеть, что продажа юридического лица местному покупателю в большей степени характерна для консалтинга, приостановка деятельности – для фармацевтических компаний и компаний, работающих в области розничной торговли одеждой. Выход из СП чаще совершали компании, производящие товары потребления, автомобильные, нефтегазовые и нефтесервисные компании. «Мягкое» закрытие совершили компании из отраслей производства потребительских товаров и розничной торговли одеждой, а также финансовые компании. Ликвидация, как и продажа местному менеджменту, чаще всего встречается среди компаний – производителей потребительских товаров. Продажу местным покупателям предпочли компании из отраслей производства потребительских товаров, еды и напитков, финансовые компании.

Для дальнейшего исследования было решено выбрать отрасль, в которой есть компании, подходящие под две наиболее часто встречающиеся стратегии – выход из СП и «мягкое» закрытие. Следовало также рассмотреть отрасль, которая наиболее важна для России и ее экономики. Исходя из вышеперечисленных критериев, мы решили выбрать нефтегазовую отрасль, так как неоднозначность выхода некоторых нефтегазовых компаний является актуальной темой, требующей изучения и анализа.

Для анализа в рамках стратегии «мягкого» закрытия и выбранной отрасли мы выбрали крупнейшие нефтегазовые компании – TotalEnergies и BP. Для анализа в рамках стратегии выхода из СП были выбраны компании Shell, Equinor и ExxonMobil.

Оценка влияния выхода нефтегазовых компаний с российского рынка на их бизнес

Компания Shell

Рисунок 2. Структура активов в РФ и стратегия по выходу с российского рынка

Стратегия: выход из СП

 - выход из активов в РФ



В результате выхода из РФ Shell отразила убыток в размере 3.9 млрд долл. Помимо выхода из российских активов в начале марта 2023 г. Shell заявила о намерении отказаться от закупок российской нефти на спотовом рынке и продления срочных контрактов. При этом компания отмечает наличие действующих долгосрочных контрактов на покупку СПГ.

Англо-голландский нефтяной гигант принял решение полностью прекратить деловые связи с Россией, применив стратегии выхода из СП и продажи активов местному игроку.

Оценка влияния выхода Shell с российского рынка на стоимость компании. Модели DCF и EVA

Для того чтобы оценить влияние выбранной стратегии, для компании Shell и далее для других компаний были построены модели DCF и EVA компании для двух сценариев. В первом сценарии полученные результаты показывают стоимость компании EV (Enterprise Value) с учетом доходов от российского бизнеса, а во втором – EV без учета этих доходов.

Оценка компании при помощи модели денежных потоков (DCF) основана на принципе приведения будущих денежных потоков компании к их текущей стоимости. В рамках этого модели мы построили прогноз денежных потоков компании в разрезе по направлениям деятельности на основе финансовой отчетности, собственного анализа рынка

и отчетов инвестиционных банков. Затем будущие денежные потоки были продисконтированы с использованием рассчитанной ставки дисконтирования, которая учитывает риски и стоимость капитала компании.

Стоимость компании методом дисконтированных потоков можно рассчитать по следующей формуле:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}, (1)$$

где DCF – дисконтированный денежный поток; CF_1 , CF_2 , CF_n – денежные потоки по периодам; r – ставка дисконтирования.

В качестве альтернативного способа оценки стоимости компании был использован метод экономической добавленной стоимости (EVA), основанный на идее, что стоимость компании определяется ее способностью генерировать экономическую прибыль, превышающую стоимость затраченного капитала. Для расчета EVA необходимо определить величину чистой операционной прибыли, скорректированной на величину стоимости затраченного капитала.

Формула расчета экономической добавленной стоимости такова:

$$EVA = NOPAT - (Capital\ Invested \cdot WACC), (2)$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль после уплаты налогов; Capital Invested – инвестированный капитал; WACC – средневзвешенная стоимость капитала.

Прогноз выручки был рассчитан в разбивке по направлениям деятельности компании, включая разведку и добычу, газ и энергетику, нефтепродукты и химикаты, темпы роста определены на основе анализа рынка и отчетов инвестиционных банков. Оценочная доля российского бизнеса (50% ООО «Салым Петролеум Девелопмент», 50% ООО «Гыдан энерджи», 27.5% «Сахалин-2», 100% сети АЗС и НПЗ) составляет около 5% операционной прибыли компании.

При расчете оборотного капитала использовалась средняя историческая оборачиваемость показателей, а капитальные расходы были подсчитаны в разрезе операционных сегментов компании (разведка и добыча, газ и энергетика, нефтепродукты и химикаты) на среднеисторическом уровне.

Для расчета WACC компании Shell были использованы доходность к погашению 10-летних казначейских облигаций США, страновой риск, среднеотраслевая бета и структура капитала на основе данных А. Дамодарана и доходность облигаций компании со сроком 10 лет (Таблица 3).

Результаты расчета стоимости компании при помощи двух моделей для сценария, в котором компания сохраняет бизнес в России, представлены в Таблице 4.

Таблица 3. Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании *Shell*

Показатель	Величина	Источник
Risk-Free Rate, %	3.40	10-Y US Treasury
Unlevered Beta	0.90	Damodaran
D/E, %	11.50	Damodaran
Tax Rate, %	25	Marginal Tax Rate
Levered Beta	0.98	Calculations
ERP, %	5.94	Damodaran
Cost of Equity, %	9.21	Calculations
Pre-tax Cost of Debt, %	4.55	10-Y Corp Bond
After-tax Cost of Debt, %	3.41	Calculations
We, %	89.68	Calculations
Wd, %	10.32	Calculations
WACC, %	8.61	Calculations

Таблица 4. Модели DCF и EVA компании Shell до выхода из России

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	42 674	36 455	33 635	34 109	34 783	35 582
EBIT Russia (retail & factory)	2246	1919	1770	1795	1831	1873
As % of Total EBIT	5.0					
Total EBIT	44 920	38 373	35 406	35 904	36 614	37 454
Tax rate, %	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPAT	33 690	28 780	26 554	26 928	27 460	28 091
D&A	21 019	20 825	21 050	21 629	22 199	22 750
Change in NWC	8913	(1227)	(1898)	-	-	-
Capex	(22 600)	(26 106)	(29 614)	(31 623)	(33 133)	(34 146)
FCFF	41 022	22 272	16 093	16 935	16 526	16 694
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	X	21 371	14 218	13 776	12 378	11 512
NPV, USD bn	73					
Terminal Value, USD bn	178					
TGR, %	2					
EV, USD bn	250.9					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
NOPAT	33 690	28 780	26 554	26 928	27 460	28 091
Capital Invested	239 141	279 354	284 925	297 184	309 655	322 424
Total IC	239 141	279 354	284 925	297 184	309 655	322 424

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EVA	X	4729	2024	1342	801	332
	236 145	239 108	244 679	253 573	263 403	273 688
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted EVA	X	4538	1788	1092	600	229
NPV, USD bn	8					
Terminal Value, USD bn	4					
Invested capital, USD bn	239					
TGR, %	2					
EV, USD bn	250.9					

Из данных Таблицы 4 видно, что стоимость Shell для первого сценария составляет 250.9 млрд долл.

Далее мы рассчитали стоимость компании для второго сценария (Таблица 5).

Таблица 5. Модели DCF и EVA компании Shell после выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	42 674	36 455	33 635	34 109	34 783	35 582
Gain / loss from exit	176					
Total EBIT	42 850	36 455	33 635	34 109	34 783	35 582
Tax rate, %	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPAT	32 138	27 341	25 226	25 582	26 087	26 686
D&A	21 019	20 825	21 050	21 629	22 199	22 750
Change in NWC	8913	(1227)	(1898)	-	-	-
Capex	(22 600)	(26 106)	(29 614)	(31 623)	(33 133)	(34 146)
FCFF	39 470	20 833	14 765	15 588	15 153	15 290
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	x	19 990	13 045	12 680	11 349	10 544
NPV, USD bn	68					
Terminal Value, USD bn	163					
TGR, %	2					
EV, USD bn	230.3					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	32 138	27 341	25 226	25 582	26 087	26 686
Capital Invested	239 141	279 354	284 925	297 184	309 655	322 424
Total IC	239 141	279 354	284 925	297 184	309 655	322 424
EVA	x	3290	696	(4)	(572)	(1073)

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted EVA	X	3157	615	(3)	(429)	(740)
NPV, USD bn	3					
Terminal Value, USD bn	(11)					
Invested capital, USD bn	239					
TGR, %	2					
EV, USD bn	230.3					

Согласно полученным результатам, стоимость компании после ухода из России снизилась на 20.6 млрд долл. – с 250.9 млрд до 230.3 млрд долл.

Оценка влияния выхода Shell с российского рынка на ее операционные и прочие показатели

1) Запасы

Размер доказанных и вероятных запасов нефти компании Shell на конец 2021 г. был равен 9.4 млрд баррелей. Снижение запасов составило около 2 млрд баррелей н.э., или приблизительно 21% от общего объема запасов компании.

2) Объем добычи

В 2021 г. объем добычи нефти компанией Shell составил 344 млн баррелей н.э., при этом в РФ было добыто около 4 млн

баррелей н.э. Таким образом, потери в объеме добычи нефти оказались невелики – всего около 1%.

3) Премияльный азиатский рынок

Поскольку почти весь добываемый газ проекта «Сахалин-2» направляется в Азию, в основном в Японию, компания Shell лишилась 23% поставок СПГ на азиатский рынок. При этом, учитывая географически близкое расположение основного рынка сбыта СПГ с острова Сахалин, логистические расходы на транспортировку в Японию с острова Сахалин приблизительно в 4 раза ниже, чем из Катара, и выше 2 раз ниже, чем из Малайзии и Брунея, где у Shell находятся крупные газовые активы.

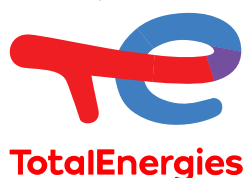
TotalEnergies

Рисунок 3. Структура активов в РФ и стратегия по выходу с российского рынка

Стратегия: «мягкое» закрытие

 - частичный выход из активов в РФ

 - выход из активов в РФ



В результате выхода из части активов в РФ компания TotalEnergies признала убыток в размере 4 млрд долл. Она также объявила о прекращении инвестиций в РФ, закупок российской нефти и СПГ на спотовом рынке, но продолжает покупать СПГ по долгосрочным контрактам с «Ямал СПГ». Поскольку TotalEnergies продолжает оставаться держателем долей в российских активах, компания по-преж-

нему получает от них дивиденды, которые в 2022 г. составили более 60 млрд руб.

Компания выбрала для себя «мягкую» стратегию, так как она продолжает оставаться в ключевых для компании активах – ПАО «Новатэк», «Ямал СПГ» и «Арктик СПГ – 2», совершив полный выход только из тех активов, которые были для нее менее значимы.

Оценка влияния выхода TotalEnergies с российского рынка на стоимость компании. Модели DCF и EVA

Для оценки влияния на стоимость решения о выходе из российских активов, таких как ЗАО «Тернефтегаз» и Харьягинское СРП, на основе моделей DCF и EVA сначала был рассчитан прогноз выручки с учетом географии размещения и в разбивке по направлениям деятельности компании, включая разведку и добычу, переработку и химикаты, интегрированный газ, темпы роста которых определены на основе анализа рынка и отчетов инвестиционных банков. Доля российского бизнеса (ЗАО «Тернефтегаз» и Харьягинское СРП) составляет около 0.3% от операционной прибыли компании TotalEnergies с учетом ее доли в данных проектах (49 и 20% соответственно).

Результаты расчета средневзвешенной стоимости капитала компании TotalEnergies приведены в Таблица 6.

Рассмотрим полученные результаты оценки стоимости компании при первом сценарии (Таблица 7).

Таблица 6. Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании TotalEnergies

Показатель	Величина	Источник
Risk-Free Rate, %	3.40	10-Y US Treasury
Unlevered Beta	0.90	Damodaran
D/E, %	11.50	Damodaran
Tax Rate, %	33	Marginal Tax Rate
Levered Beta	0.97	Calculations
ERP, %	5.94	Damodaran
Cost of Equity, %	9.16	Calculations
Pre-tax Cost of Debt, %	4.90	10-Y Corp Bond
After-tax Cost of Debt, %	3.28	Calculations
W _e , %	89.68	Calculations
W _d , %	10.32	Calculations
WACC, %	8.55	Calculations

Таблица 7. Модели DCF и EVA компании TotalEnergies до выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	50 522	32 944	31 024	32 692	32 740	33 252
EBIT Russia (Russia)	166	108	102	108	108	109
As % of Total EBIT (average)	0.33					
Total EBIT	50 688	33 052	31 127	32 799	32 848	33 361
Tax rate, %	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0
NOPAT	33 961	22 145	20 855	21 975	22 008	22 352
D&A	12 316	12 175	12 121	12 130	12 128	12 131
Change in NWC	7 620	(1026)	-	-	-	-
Capex	(9773)	(11 589)	(13 008)	(13 405)	(13 330)	(13 588)
FCFF	44 124	21 706	19 967	20 701	20 806	20 896
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	x	20 833	17 655	16 862	15 612	14 444
NPV, USD bn	85					
Terminal Value, USD bn	225					
TGR, %	2					
EV, USD bn	310.3					1.08
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	33 961	22 145	20 855	21 975	22 008	22 352
Capital Invested	242 824	183 347	190 874	198 222	204 259	210 592
Total IC	242 824	183 347	190 874	198 222	204 259	210 592
EVA	x	6465	4531	5024	4540	4343
	236 145	239 108	244 679	253 573	263 403	273 688

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted EVA	x	6205	4007	4092	3407	3002
NPV, USD bn	21					
Terminal Value, USD bn	47					
Invested capital, USD bn	243					
TGR, %	2					
EV, USD bn	310.3					

Из Таблицы 7 видно, что стоимость компании TotalEnergies для первого сценария составляет 310.3 млрд долл.

Далее нами была рассчитана стоимость компании TotalEnergies для сценария, когда она выходит из ЗАО «Тернефтегаз» и Харьягинского СРП (Таблица 8).

Таблица 8. Модели DCF и EVA компании TotalEnergies после выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	50 522	32 944	31 024	32 692	32 740	33 252
Gain / loss from exit	45					
Total EBIT	50 567	32 944	31 024	32 692	32 740	33 252
Tax rate, %	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0
NOPAT	33 880	22 072	20 786	21 903	21 936	22 279
D&A	12 316	12 175	12 121	12 130	12 128	12 131
Change in NWC	7620	(1026)	-	-	-	-
Capex	(9773)	(11 589)	(13 008)	(13 405)	(13 330)	(13 588)
FCFF	44 043	21 633	19 899	20 629	20 734	20 823
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	x	20 764	17 594	16 803	15 558	14 393
NPV, USD bn	85					
Terminal Value, USD bn	224					
TGR, %	2					
EV, USD bn	309.2					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	33 880	22 072	20 786	21 903	21 936	22 279
Capital Invested	242 824	183 347	190 874	198 222	204 259	210 592
Total IC	242 824	183 347	190 874	198 222	204 259	210 592
EVA	x	6393	4463	4952	4468	4269
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted EVA	x	6136	3946	4033	3352	2951

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
NPV, USD bn	20					
Terminal Value, USD bn	46					
Invested capital, USD bn	243					
TGR, %	2					
EV, USD bn	309.2					

Согласно полученным результатам, стоимость компании после выхода из двух российских проектов снизилась на 1.08 млрд долл. – с 310.3 млрд до 309.2 млрд. Такая незначительная потеря в стоимости объясняется небольшой долей рассматриваемых российских активов в общей структуре доходов.

Оценка влияния выхода компании TotalEnergies с российского рынка на ее операционные и прочие показатели

1) Запасы

Совокупные запасы TotalEnergies на конец 2021 г. были равны примерно 12 млрд баррелей н.э. Запасы АО «Тернефтегаз» и Харьягинского СРП пропорционально доле участия французской компании составили около 0.5 млрд баррелей н.э., или около 4% доказанных запасов TotalEnergies.

2) Объем добычи

В 2021 г. объем добычи TotalEnergies составил около 193 млн баррелей н.э., а объем добычи на основе российских

активов, из которых компания вышла в том же году, пропорционально ее доле участия – около 14 млн баррелей н.э., или около 7% объема добычи компании.

3) Логистические расходы

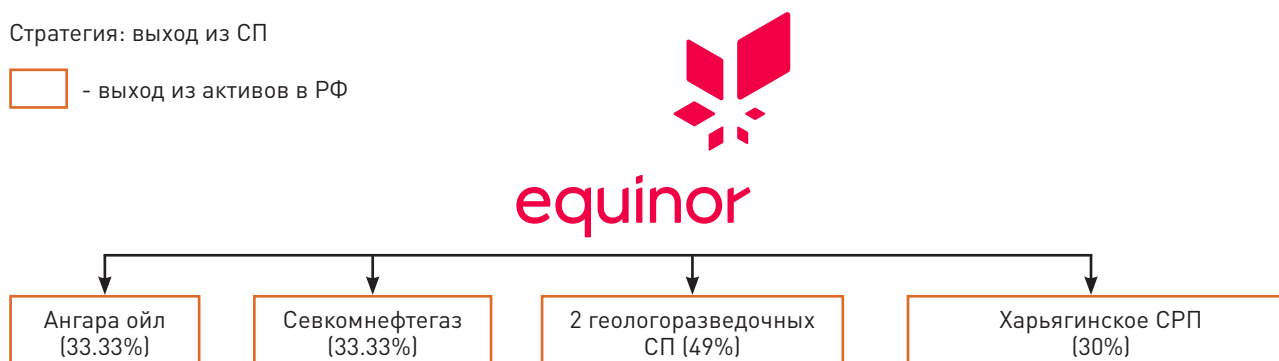
Большая часть покупаемой нефти из России направлялась на НПЗ Leuna в Восточной Германии (240–250 тыс. баррелей в сутки). Транспортировка нефти на данный НПЗ осуществлялось по трубопроводу «Дружба» ПАО «Транснефть». Ожидается, что TotalEnergies российскую нефть заместит нефтью стран Ближнего Востока. Однако транспортировка нефти по трубопроводу «Дружба» имеет более низкие транспортные расходы, чем морские перевозки нефти из стран Ближнего Востока.

Компания Equinor

Рисунок 4. Структура активов в РФ и стратегия по выходу с российского рынка

Стратегия: выход из СП

 - выход из активов в РФ



Норвежская компания передала ПАО «Роснефть» доли в своих активах в РФ за 1 евро, освободившись от обязательств инвестировать 1 млрд долл. в рамках соглашений. В сентябре 2022 г. Equinor стала первой из нефтегазовых компаний, которая полностью ушла из России. При этом получатель доли норвежской компании в Харьягинском СРП не был раскрыт, но наиболее вероятный – оператор проекта АО «Зарубежнефть».

Стратегия выхода представляет собой выход из СП.

Оценка влияния выхода Equinor с российского рынка на стоимость компании

Для оценки влияния на стоимость решения о выходе из российских активов, таких как ООО «Ангара ойл», ООО

«Севкомнефтегаз», два геологоразведочных СП, на основе моделей DCF и EVA сначала был рассчитан прогноз выручки с учетом географии размещения и в разбивке по направлениям деятельности компании, включая разведку, добычу, нефтепереработку и производство СПГ, темпы роста которых определены на основе анализа рынка и отчетов инвестиционных банков. Доля доходов от российского бизнеса в 2021 г. составляла около 0.3% операционной прибыли компании с учетом доли Equinor в проектах (33.3, 33.3, 49 и 30% соответственно).

Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании Equinor представлен в Таблице 9.

Таблица 9. Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании Equinor

Показатель	Величина	Источник
Risk-Free Rate %	3.40	10-Y US Treasury
Unlevered Beta	0.90	Damodaran
D/E, %	11.50	Damodaran
Tax Rate, %	33	Marginal Tax Rate
Levered Beta	0.97	Calculations
ERP, %	5.94	Damodaran
Cost of Equity, %	9.16	Calculations
Pre-tax Cost of Debt, %	4.60	10-Y Corp Bond
After-tax Cost of Debt, %	3.08	Calculations
We, %	89.68	Calculations
Wd, %	10.32	Calculations
WACC, %	8.53	Calculations

Рассмотрим полученные результаты оценки стоимости компании для первого сценария (Таблица 10).

Таблица 10. Модели DCF и EVA модели компании Equinor до выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	74 941	47 397	47 793	41 743	37 971	37 044
EBIT Russia	205	130	131	114	104	101
As % of Total EBIT (average), %	0.27					
Total EBIT	75 146	47 526	47 924	41 857	38 075	37 146
Tax rate, %	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0
NOPAT	22 544	14 258	14 377	12 557	11 423	11 144
D&A	8879	9061	9132	9269	9250	9212
Change in NWC	692	405	-	-	-	-
Capex	(7772)	(9998)	(11 800)	(12 284)	(12 164)	(12 007)
FCFF	24 343	13 726	11 710	9542	8509	8348
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	x	13 176	10 356	7776	6389	5775
NPV, USD bn	43					
Terminal Value, USD bn	90					
TGR, %	2					
EV, USD bn	133.7					0,47
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	22 544	14 258	14 377	12 557	11 423	11 144
Capital Invested	79 156	83 344	86 546	90 082	92 633	95 053

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total IC	79 156	83 344	86 546	90 082	92 633	95 053
EVA	x	7148	6994	4872	3520	3035
	236 145	239 108	244 679	253 573	263 403	273 688
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted EVA	x	6861	6186	3970	2643	2099
NPV, USD bn	22					
Terminal Value, USD bn	33					
Invested capital, USD bn	79					
TGR, %	2					
EV, USD bn	133.7					

Из Таблицы 10 видно, что стоимость TotalEnergies для первого сценария составляет 133.7 млрд долл.

Далее нами была рассчитана стоимость компании для второго сценария (Таблица 11).

Таблица 11. Модели DCF и EVA компании Equinor после выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	74 941	47 397	47 793	41 743	37 971	37 044
Total EBIT	74 941	47 397	47 793	41 743	37 971	37 044
Tax rate, %	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0
NOPAT	22 482	14 219	14 338	12 523	11 391	11 113
D&A	8879	9061	9132	9269	9250	9212
Change in NWC	692	405	-	-	-	-
Capex	(7772)	(9998)	(11 800)	(12 284)	(12 164)	(12 007)
FCFF	24 282	13 687	11 670	9507	8478	8318
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	X	13 138	10 322	7748	6366	5754
NPV, USD bn	43					
Terminal Value, USD bn	90					
TGR, %	2					
EV, USD bn	133.2					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	22 482	14 219	14 338	12 523	11 391	11 113
Capital Invested	79 156	83 344	86 546	90 082	92 633	95 053

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total IC	79 156	83 344	86 546	90 082	92 633	95 053
EVA	x	7109	6955	4838	3489	3004
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted EVA	x	6824	6151	3943	2620	2078
NPV, USD bn	22					
Terminal Value, USD bn	32					
Invested capital, USD bn	79					
TGR, %	2					
EV, USD bn	133.2					

Полученные результаты оценки стоимости компании для сценариев ухода и сохранения бизнеса в России указывают на то, что стоимость компании после выхода из четырех российских проектов снизилась на 0.47 млрд долл. – с 133.7 млрд до 133.2 млрд. Такая незначительная потеря в стоимости объясняется небольшой долей российских активов в общей структуре доходов компании.

Оценка влияния выхода Equinor с российского рынка на ее операционные и прочие показатели

1) Запасы

Доказанные запасы Equinor на конец 2021 г. составляли около 5.4 млрд баррелей н.э. На российские активы нор-

вежской компании совокупно приходилось порядка 90 млн баррелей н.э., следовательно, снижение объема запасов составило примерно 1.7% от общего размера доказанных запасов.

2) Добыча

В 2021 г. компания Equinor добыла около 760 млрд баррелей н.э. На долю российских активов пришлось примерно 1% общего объема добычи компании. Таким образом, выход Equinor с российского рынка не должен оказать значительного влияния на ее финансовые результаты в связи с небольшими объемами запасов и добычи в РФ.

Компания ExxonMobil

Рисунок 5. Структура активов в РФ и стратегия по выходу с российского рынка

Стратегия: выход из СП

 - выход из активов в РФ

ExxonMobil

↓
Сахалин-1
(30%)

Компания ExxonMobil выбрала стратегию выход из СП и заявила о своем полном выходе из России, отразив убыток в размере 2.3 млрд долл.

Оценка влияния выхода ExxonMobil с российского рынка на стоимость компании. Модели DCF и EVA

Для оценки влияния на стоимость решения о выходе из российского проекта «Сахалин-1» на основе моделей DCF и EVA сначала был рассчитан прогноз выручки с учетом географии размещения и в разбивке по направлениям

деятельности компании, включая добычу нефти и газа, нефтепереработку и реализацию, химическую промышленность, темпы роста которых определены на основе анализа рынка команды и отчетов инвестиционных банков. Доля доходов от российского бизнеса («Сахалин-1») составляет около 2.9% операционной прибыли всей группы компаний с учетом доли ExxonMobil в проекте в размере 30%.

Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании ExxonMobil приведен в Таблице 12.

Таблица 12. Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании ExxonMobil

Показатель	Величина	Источник
Risk-Free Rate, %	3.40	10-Y US Treasury
Unlevered Beta	0.90	Damodaran

Показатель	Величина	Источник
D/E, %	11.50	Damodaran
Tax Rate, %	33	Marginal Tax Rate
Levered Beta	0.97	Calculations
ERP, %	5.94	Damodaran
Cost of Equity, %	9.16	Calculations
Pre-tax Cost of Debt, %	4.10	10-Y Corp Bond
After-tax Cost of Debt, %	2.75	Calculations
We, %	89.68	Calculations
Wd, %	10.32	Calculations
WACC, %	8.50	Calculations

Рассмотрим полученные результаты оценки стоимости компании при первом сценарии (Таблица 13).

Таблица 13. Модели DCF и EVA модели компании ExxonMobil до выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	91 230	60 471	57 451	57 863	57 154	57 725
EBIT Russia	2594	1719	1634	1645	1625	1641
As % of Total EBIT (average)	2.8					
Total EBIT	93 824	62 190	59 084	59 508	58 779	59 367
Tax rate, %	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0
NOPAT	67 553	44 777	42 541	42 846	42 321	42 744
D&A	23 740	20 324	21 127	21 966	22 653	22 880
Change in NWC	(194)	(196)	(198)	(200)	(202)	(204)
Capex	(22 472)	(21 136)	(21 460)	(21 470)	(21 470)	(21 685)
FCFF	68 628	43 769	42 009	43 143	43 302	43 735
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.82	0.75	0.69
DCF	x	42 020	37 173	35 186	32 550	30 301
NPV, USD bn	177.2					
Terminal Value, USD bn	475.7					
TGR, %	2					
EV, USD bn	653.0					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	67 553	44 777	42 541	42 846	42 321	42 744
Capital Invested	318 445	242 247	240 713	240 347	239 299	241 692

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total IC	318 445	242 247	240 713	240 347	239 299	241 692
EVA	x	24 194	22 088	22 425	21 988	22 208
	236 145	239 108	244 679	253 573	263 403	273 688
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.82	0.75	0.69
Discounted EVA	x	23 228	19 545	18 289	16 529	15 387
NPV, USD bn	93.0					
Terminal Value, USD bn	241.6					
Invested capital, USD bn	318.4					
TGR, %	2					
EV, USD bn	653.0					

Из Таблицы 13 видно, что стоимость Exxon Mobil для первого сценария составляет 653 млрд долл.

Далее нами была рассчитана стоимость компании для второго сценария (Таблица 14).

Таблица 14. Модели DCF и EVA компании Exxon Mobil после выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	91 230	60 471	57 451	57 863	57 154	57 725
Total EBIT	91 230	60 471	57 451	57 863	57 154	57 725
Tax rate, %	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0
NOPAT	65 685	43 539	41 364	41 661	41 151	41 562
D&A	23 740	20 324	21 127	21 966	22 653	22 880
Change in NWC	(194)	(196)	(198)	(200)	(202)	(204)
Capex	(22 472)	(21 136)	(21 460)	(21 470)	(21 470)	(21 685)
FCFF	66 760	42 531	40 833	41 958	42 132	42 553
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.82	0.75	0.69
DCF	x	40 831	36 132	34 220	31 670	29 482
NPV, USD bn	172.3					
Terminal Value, USD bn	462.9					
TGR %	2					
EV, USD bn	635.2					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	65 685	43 539	41 364	41 661	41 151	41 562
Capital Invested	318 445	242 247	240 713	240 347	239 299	241 692
Total IC	318 445	242 247	240 713	240 347	239 299	241 692
EVA	x	22 956	20 912	21 240	20 818	21 026
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.82	0.75	0.69
Discounted EVA	x	22 039	18 504	17 323	15 649	14 568
NPV, USD bn	88.1					
Terminal Value, USD bn	228.7					
Invested capital, USD bn	318.4					

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
TGR, %	2					
EV, USD bn	635.2					

Данные Таблицы 14 показывают, что стоимость компании после выхода с российского рынка, а именно, из проекта «Сахалин-1», снизилась на 17.75 млрд долл. – с 653.0 млрд до 635.2 млрд.

Оценка влияния выхода ExxonMobil с российского рынка на ее операционные и прочие показатели

1) Запасы

На начало 2022 г. доказанные запасы компании ExxonMobil составляли около 18.6 млрд баррелей н.э., запасы проекта «Сахалин-1» пропорционально доле участия компании – около 1.7 млрд баррелей н.э., или около 9% общего размера доказанных запасов компании.

2) Добыча

В 2021 г. ExxonMobil добывала 4 млн баррелей н.э. в сутки, или за год около 1.5 млрд баррелей н.э. Сокращение произ-

водства в связи с выбытием проекта из портфеля компании составило 40 тыс. баррелей н.э. в сутки, или около 1% добычи компании.

По информации Правительства РФ ExxonMobil блокировала работу проекта «Сахалин-1» путем сокращения размера добычи с 220 тыс. до 10 тыс. баррелей н.э. в сутки. По оценкам, потери РФ составили около 20 млрд руб. Таким образом, финальная компенсация доли американской компании может быть занижена на сумму ущерба.

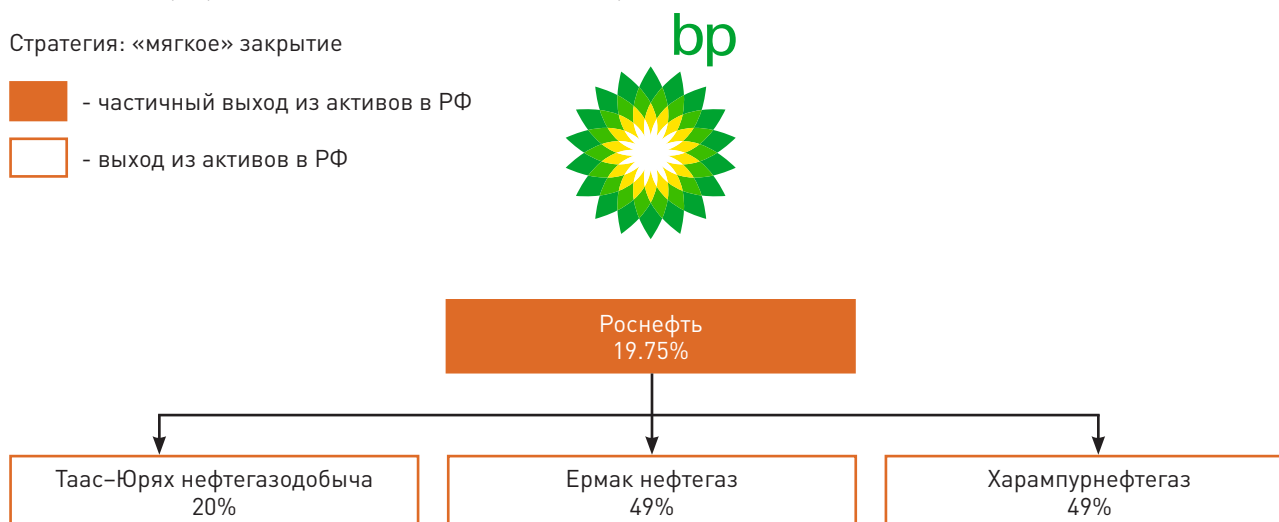
Компания BP

Рисунок 6. Структура активов в РФ и стратегия по выходу с российского рынка

Стратегия: «мягкое» закрытие

 - частичный выход из активов в РФ

 - выход из активов в РФ



Компания BP прибегла к стратегии «мягкое» закрытие, в результате выхода из РФ BP понесла потери в размере 24.4 млрд долл., которые отразила в своих результатах за I квартал 2022 г., также компания продолжает получать дивиденды, но не учитывает их в своей отчетности.

Оценка влияния выхода BP с российского рынка на стоимость компании.

Модели BCF и EVA

Для оценки влияния на стоимость компании BP решения о выходе из доли в капитале «Роснефти» и ее проектов на

основе моделей DCF и EVA сначала был рассчитан прогноз выручки с учетом географии размещения и в разбивке по направлениям деятельности компании, включая нефтедобычу, добычу газа и низкоуглеродную энергетику, АЗС, СП с «Роснефтью», темпы роста которых определены на основе анализа рынка и отчетов инвестиционных банков. Доля доходов от российского бизнеса составляла около 9.9% операционной прибыли с учетом доли BP в проектах компании «Роснефть» (20, 49 и 49% соответственно).

Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании BP приведен в Таблице 15.

Таблица 15. Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании ВР

Показатель	Величина	Источник
Risk-Free Rate, %	3.40	10-Y US Treasury
Unlevered Beta	0.90	Damodaran
D/E, %	11.50	Damodaran
Tax Rate, %	33	Marginal Tax Rate
Levered Beta	0.97	Calculations
ERP, %	5.94	Damodaran
Cost of Equity, %	9.16	Calculations
Pre-tax Cost of Debt, %	4.70	10-Y Corp Bond
After-tax Cost of Debt, %	3.15	Calculations
W _e , %	89.68	Calculations
W _d , %	10.32	Calculations
WACC, %	8.54	Calculations

Рассмотрим полученные результаты оценки стоимости компании при первом сценарии (Таблица 16).

Таблица 16. Модели DCF и EVA компании ВР до выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	47 076	40 410	38 489	38 376	37 571	36 759
EBIT Russia	5171	4439	4228	4216	4127	4038
As % of Total EBIT	9.9					
Total EBIT	52 247	44 849	42 717	42 592	41 698	40 798
Tax rate, %	34.3	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
NOPAT	34 307	26 909	25 630	25 555	25 019	24 479
D&A	15 163	15 219	14 505	15 584	15 457	17 780
Change in NWC	8128	4809	3343	214	2417	-8568
Capex	(22 892)	(18 748)	(18 440)	(16 501)	(15 140)	(15 238)
FCFF	34 706	28 189	25 038	24 852	27 753	18 453
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	x	27 058	22 143	20 249	20 834	12 762
NPV, USD bn	103					
Terminal Value, USD bn	199					
TGR, %	2					
EV, USD bn	302,2					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	34 307	26 909	25 630	25 555	25 019	24 479
Capital Invested	125 733	139 895	140 573	144 601	149 096	154 049

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total IC	125 733	139 895	140 573	144 601	149 096	154 049
Econ profit	x	14 965	13 628	13 209	12 289	11 326
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted econ profit	x	14 364	12 052	10 762	9225	7833
NPV, USD bn	54					
Terminal Value, USD bn	122					
Invested capital, USD bn	126					
TGR, %	2					
EV, USD bn	302.2					

Из Таблицы 16 видно, что стоимость ВР для первого сценария составляет 302.2 млрд долл. Далее нами была рассчитана стоимость компании для второго сценария (Таблица 17).

Таблица 17. Модели DCF и EVA компании ВР после выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	47 076	40 410	38 489	38 376	37 571	36 759
Tax rate	34.3	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
NOPAT	30 911	24 246	23 094	23 026	22 542	22 056
D&A	15 163	15 219	14 505	15 584	15 457	17 780
Change in NWC	8128	4809	3343	214	2417	-8568
Capex	(22 892)	(18 748)	(18 440)	(16 501)	(15 140)	(15 238)
FCFF	31 310	25 526	22 502	22 323	25 276	16 030
WACC	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	x	24 501	19 899	18 188	18 975	11 087
NPV, USD bn	93					
Terminal Value, USD bn	173					
TGR, %	2					
EV, USD bn	265.6					

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	30 911	24 246	23 094	23 026	22 542	22 056

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Capital Invested	125 733	139 895	140 573	144 601	149 096	154 049
Total IC	125 733	139 895	140 573	144 601	149 096	154 049
EVA	x	12 301	11 091	10 679	9812	8903
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted econ profit	x	11 808	9809	8701	7366	6158
NPV, USD bn	44					
Terminal Value, USD bn	96.06					
Invested capital, USD bn	125.73					
TGR, %	2					
EV, USD bn	265.6					

Согласно данным Таблицы 15, стоимость компании после выхода из двух российских проектов снизилась на 36.5 млрд долл. – с 302.2 млрд до 265.6 млрд. Столь крупные потери можно объяснить масштабным участием в проектах на российском рынке, а именно, долей в размере 19.75% в «Роснефти», которая составляет около 10% операционной прибыли всей компании.

Оценка влияния выхода компании BP с российского рынка на его операционные и прочие показатели

1) Запасы

Доказанные запасы компании на конец 2021 г. составляли 16 954 млрд баррелей н.э., но в операционных результатах 2022 г. компания не учитывала СП с «Роснефтью». Запасы за 2022 г. уменьшились до 7183 млрд баррелей н.э., или на 55%. Доказанные запасы газа на конец 2021 г. составляли 39 615 млрд м³, в операционных результатах 2022 г. компания не учитывала совместные предприятия с «Роснефтью». Запасы в 2022 г. уменьшились до 18 481 млрд м³, или на 53%.

2) Добыча

По итогам 2021 г. добыча составила 3316 млрд баррелей н.э., в 2022 г. отчетный объем добычи сократился до 2438 млрд баррелей н.э., или на 26%. В 2021 г. было добыто 7915 млрд м³ газа, по итогам 2022 г. отчетный объем добычи газа составил 7101 млрд баррелей н.э., т.е. добыча сократилась на 10%.

Заключение

В ходе исследования удалось достичь поставленной цели. Нами была собрана наиболее полная база данных по выходам иностранных компаний с российского рынка. Были проанализированы основные тенденции: из каких отраслей совершался выход, компании из каких стран совершали выход, также удалось определить девять основных стратегий ухода из России.

Таким образом, мы установили, что наибольшее количество выходов приходилось на немецкие, французские и американские компании. В большей степени в выходах были задействованы компании, производящие потребительские товары, промышленные товары, продукты питания и напитки, а также компании автомобильной промышленности.

Компании, принявшие решение покинуть российский рынок, чаще всего придерживались стратегий выхода из совместных предприятий и «мягкого» закрытия, характеризующегося прекращением финансирования инвестиционных проектов, маркетинговой активности, а также отсутствием ясной и однозначной позиции по выходу из России, что присуще самой крупной и стратегически значимой отрасли в России – нефтегазовой.

По результатам исследования выбранных компаний можно сделать следующие выводы.

Решение о выходе с российского рынка компании Shell привело к потере 20.6 млрд долл. в стоимости, которая была оценена с помощью двух моделей – DCF и EVA, что значительно превышает убыток от списания российских активов, отраженных в финансовой отчетности компании. Стратегия выхода представляет собой выход из СП и продажу активов местному игроку. Говоря об операционных показателях, стоит отметить, что компания понесла существенные потери в запасах – приблизительно 21% от общего объема запасов компании. В объемах добычи потери были незначительные – 1% от общего объема. В газовом бизнесе Shell лишилась порядка 23% поставок СПГ в Азию и проекта с самой низкой стоимостью транспортировки СПГ в Японию в портфеле активов.

Фундаментальная стоимость компании TotalEnergies снизилась на 1.1 млрд долл. вследствие решения о выходе из России. Компания выбрала для себя «мягкую» стратегию и продолжает оставаться в ключевых для компании активах – ПАО «Новатэк», «Ямал СПГ» и «Арктик СПГ – 2». При этом

французская компания вышла из менее значимых для нее активов – Харьгинского СПП и ЗАО «Тернефтегаз». Выход из российских активов привел к снижению объема запасов на 4%, а в объеме добычи – примерно на 7% от уровня 2021 г. Выход с российского рынка компании Equinor привел к потере 0.5 млрд долл. в стоимости компании, что представляет собой самое низкое снижение среди рассмотренных компаний. В целом это не должно оказать большого влияния на ее финансовые результаты в связи с незначительными объемами запасов и добычи в РФ. Так, запасы компании снизились примерно на 1.7% от общего размера, а объем добычи – всего на 1%. Стратегия выхода представляет собой выход из СП.

Компания ExxonMobil потеряла в стоимости 17.8 млрд долл., что было определено с помощью моделей DCF и EVA. Снижение объема запасов пропорционально доли участия компании составило около 1.7 млрд баррелей н.э., или около 9% от общего размера запасов, добыча при этом снизилась всего на 1%. Стратегия – выход из СП в России.

Компания BP прибегла к стратегии «мягкое» закрытие, так как, с одной стороны, она заявила о выходе из капитала «Ро-

снефти», а с другой – осталась ее акционером. «Роснефть» в свою очередь продолжает выплачивать компании дивиденды, при этом BP не может учесть данные дивиденды в своих потоках.

В результате выхода компания понесла отчетный убыток в размере 24.4 млрд долл. Из-за решения об уходе из России компания также потеряла 36.5 млрд долл. фундаментальной стоимости, что является самым большим снижением среди рассмотренных нами компаний из нефтегазовой отрасли.

Компания также понесла существенные потери в запасах – нефти на 55%, а газа на 26% от общего объема запасов компании. Добыча нефти сократилась на 53%, а газа – на 10% от общего объема добычи компании.

Таким образом, можно сделать вывод, что компания понесла существенные стратегические потери, связанные с выходом из СП с «Роснефтью», созданных для разработки крупнейших месторождений, что в свою очередь существенно повлияет на объем запасов компании в будущих периодах (Таблица 18).

Таблица 18. Сравнение потерь компаний от выхода из РФ

№	Критерий	BP	Shell	ExxonMobil	TotalEnergies	Equinor
1	Отраженный в отчетности убыток от выхода из РФ, млрд долл.	(24,4)	(3,9)	(2,3)	(4)	(1)
2	Оценка потери компании методом DCF и EVA, млрд долл.	(36,5)	(20,6)	(17,7)	(1,1)	(0,5)
3	Снижение объема запасов в н.э., %	(≈ 50%)	(≈ 21%)	(≈ 9%)	(≈ 4%)	(≈ 1,7%)
4	Снижение объема добычи в н.э., %	(≈ 30%)	(≈ 1%)	(≈ 1%)	(≈ 7%)	(≈ 1%)
5	Потеря удобной логистики на стратегически важные рынки	Да	Да	Да	Нет	Нет

Проведя комплексный анализ стратегий выхода западных нефтегазовых компаний с российского рынка, а также оценку их стоимости до и после данного события и проанализировав влияние на их операционные показатели, можно сделать вывод, что наименьшие потери от выхода из России пришлось на норвежскую компанию Equinor, чья доля операций в России была минимальной по сравнению с другими западными нефте- и газодобывающими компаниями, а это подтверждает нашу гипотезу, что большие убытки понесли компании, имеющие сильные связи с локальным рынком.

Наибольшее снижение стоимости пришлось на BP. При этом компании, имеющие в РФ стратегически важные и крупные проекты – BP и TotalEnergies, следовали «мягкой» стратегии выхода с российского рынка, что также подтверждает одну из наших гипотез. Вопреки решению покинуть Россию данные компании продолжают получать дивиденды и фактически владеть долями в активах, несмотря на обесценение, отраженное в финансовой отчетности. Часть компаний отказались от закупок российских углеводородов после выхода из России на спот-рынке, но продолжают покупать их по долгосрочным контрактам. Так, TotalEnergies продолжает покупать СПГ у проекта «Ямал СПГ», а Shell даже после выхода из проекта «Сахалин-2» остается покупателем СПГ с Сахалинского месторождения.

Таким образом, нам удалось подтвердить гипотезы, сформулированные в начале исследования. Действительно, реальные убытки нефтегазовых компаний превосходят убытки, отраженные в финансовой отчетности, компании нефтегазового сектора в целом имеют неоднозначный эффект от выхода с российского рынка.

Список литературы

1. Ozkan K.S.L. International market exit by firms: Misalignment of strategy with the foreign market risk environment. *International Business Review*. 2020;29(6):101741. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2020.101741>
2. Sousa C., Tan Q. Exit from a Foreign Market: Do Poor Performance, Strategic Fit, Cultural Distance, and International Experience Matter? *Journal of International Marketing*. 2015;23(4):84-104. <https://doi.org/10.1509/jim.15.0003/>
3. Yale CELI List of Companies Leaving and Staying in Russia. URL: <https://www.yalerussianbusinessretreat.com/> (accessed on 08.10.2023).
4. Sonnenfeld J., Tian S., Sokolowski F., et al. Business Retreats and Sanctions Are Crippling the Russian Economy. 2022. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4167193>

5. Evenett S., Pisani N. Less than Nine Percent of Western Firms Have Divested from Russia. 2022. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4322502>
6. Prokudina E., Pleshakova E., Kitaev A. The picture of foreign business: you can't leave, you can't stay. [Kartina inostrannogo biznesa: uiti nel'zya ostat'sya]. [Internet]. Fond «Tsentr strategicheskikh razrabotok», 2022. (In Russ.) URL: <https://www.csr.ru/upload/iblock/7d7/sftonnurobki28bulojpq8bufmb7gd3.pdf> (accessed on 08.10.2022).
7. Shell 2019 Annual Report. URL: <https://shell.gcs-web.com/static-files/9fb8f1d5-98bd-420b-af55-7fbd5edf7781> (accessed on 08.10.2022).
8. Shell 2020 Annual Report. URL: <https://shell.gcs-web.com/static-files/2a26fb11-bc59-4b3b-be26-7d4e205d5b1e> (accessed on 08.10.2022).
9. Shell 2021 Annual Report. URL: <https://shell.gcs-web.com/static-files/75397cdf-a244-45a1-83e3-db3ba4df5ffe> (accessed on 08.10.2022).
10. Shell 2022 Annual Report. URL: <https://shell.gcs-web.com/static-files/ddcc782c-90be-4241-9027-5028ec0b7abc> (accessed on 08.10.2022).
11. TotalEnergies 2019 Annual Report. URL: <https://totalenergies.com/sites/g/files/nytnzq121/files/atoms/files/2019-total-form-20-f.pdf> (accessed on 08.10.2022).
12. TotalEnergies 2020 Annual Report. URL: <https://totalenergies.com/system/files/documents/2021-03/2020-total-form-20-f.pdf> (accessed on 08.10.2022).
13. TotalEnergies 2021 Annual Report. URL: https://totalenergies.com/system/files/documents/2022-03/Form_20-F_2021.pdf (accessed on 08.10.2022).
14. TotalEnergies 2022 Annual Report. URL: https://totalenergies.com/sites/g/files/nytnzq121/files/documents/2023-03/TotalEnergies_Form_20-F_2022.pdf (accessed on 08.10.2022).
15. Equinor 2019 Annual Report. URL: <https://cdn.equinor.com/files/h61q9gi9/global/285c51a7491a6dd19f981ee256f34b08ec83bb85.pdf?equinor-2019-annual-report-and-form-20f.pdf> (accessed on 08.10.2022).
16. Equinor 2020 Annual Report. URL: <https://cdn.equinor.com/files/h61q9gi9/global/50088434118167232c3cd8dc335ca7d419eb272f.pdf?2020-annual-report-and-form-20-f-equinor.pdf> (accessed on 08.10.2022).
17. Equinor 2021 Annual Report. URL: <https://cdn.equinor.com/files/h61q9gi9/global/83ce4c64e602e203100e1ce2c5de9b2d42ff8192.pdf?equinor-2021-annual-report-and-form-20-f.pdf> (accessed on 08.10.2022).
18. Equinor 2022 Annual Report. URL: <https://cdn.equinor.com/files/h61q9gi9/global/d6f9b52bd3915255955bbdf09cc238e482693626.pdf?2022-annual-report-on-form-20-f-equinor.pdf> (accessed on 08.10.2022).
19. Exxonmobil 2019 Annual Report. URL: <https://investor.exxonmobil.com/sec-filings/annual-reports#document-1822-0000034088-20-000016-2> (accessed on 08.10.2022).
20. Exxonmobil 2020 Annual Report. URL: <https://investor.exxonmobil.com/sec-filings/annual-reports#document-1894-0000034088-21-000012-2> (accessed on 08.10.2022).
21. Exxonmobil 2021 Annual Report. URL: <https://investor.exxonmobil.com/sec-filings/annual-reports#document-1965-0000034088-22-000011-2> (accessed on 08.10.2022).
22. Exxonmobil 2022 Annual Report. URL: <https://investor.exxonmobil.com/sec-filings/annual-reports#document-4635-0000034088-23-000020-2> (accessed on 08.10.2022).
23. BP 2019 Annual Report. URL: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/investors/bp-annual-report-and-form-20f-2019.pdf> (accessed on 08.10.2022).
24. BP 2020 Annual Report. URL: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/investors/bp-annual-report-and-form-20f-2020.pdf> (accessed on 08.10.2022).
25. BP 2021 Annual Report. URL: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/investors/bp-annual-report-and-form-20f-2021.pdf> (accessed on 08.10.2022).
26. BP 2022 Annual Report. URL: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/investors/bp-annual-report-and-form-20f-2022.pdf> (accessed on 08.10.2022).
27. Katkov M. BP leaves Russia [BP ukhodit iz Rossii]. Vedomosti 2022 Feb 28 (In Russ.) URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2022/02/27/911165-bp-uhodit-iz-rossii> (accessed on 08.10.2022).
28. Biryukov M. BP announced difficulties with the sale of its stake in Rosneft [BP zavayila o slozhnostyakh s prodazhei svoei doli v Rosnefti]. Forbes 2022 Dec 9. (In Russ.) URL: <https://www.forbes.ru/biznes/482296-bp-zaavila-o-slozhnostah-s-prodazhej-svoej-doli-v-rosnefti> (accessed on 08.10.2022).
29. Rosneft'. For investors and shareholders [Investoram i aktsioneram]. URL: <https://www.rosneft.ru/Investors/> (accessed on 08.10.2022).

Вклад авторов: авторы внесли одинаковый вклад в настоящую статью.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 06.07.2023; одобрена после рецензирования 08.08.2023; принята для публикации 14.09.2023.