

На правах рукописи

Тулина Юлия Сергеевна

**ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ
НЕФТЕПЕРЕРАБАТЫВАЮЩИХ КОМПАНИЙ
В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ
НЕСТАБИЛЬНОСТИ**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва

2012

Работа выполнена на кафедре «Оценка и управление собственностью»
ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации».

Научный руководитель доктор экономических наук, профессор
Федотова Марина Алексеевна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Ивашковская Ирина Васильевна,
ФГАОУ ВПО «Национальный
исследовательский университет
«Высшая школа экономики»,
заведующая кафедрой экономики и финансов
фирмы, заведующая лабораторией
корпоративных финансов

кандидат экономических наук
Евстафьева Екатерина Михайловна,
ЗАО «Центр профессиональной оценки»,
директор департамента корпоративных
финансов и оценки

Ведущая организация **ФГАОУ ВПО «Казанский (Приволжский)
федеральный университет»**

Защита состоится «13» декабря 2012 г. в 12-00 часов на заседании
диссертационного совета Д 505.001.02 на базе ФГОБУВПО «Финансовый
университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский
проспект, д. 49, ауд. 406, Москва, 125993.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-
информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при
Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д. 49,
комн. 203, Москва, 125993.

Автореферат разослан «12» ноября 2012 г. Объявление о защите диссертации и
автореферат диссертации «12» ноября 2012 г. размещены на официальном сайте
Высшей аттестационной комиссии при Министерстве образования и науки
Российской Федерации по адресу <http://vak.ed.gov.ru> и на официальном сайте
ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»:
<http://www.fa.ru>.

Ученый секретарь
диссертационного совета Д 505.001.02,
к.э.н., доцент

Е.Е. Смирнова

І. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования

Нефтеперерабатывающая отрасль является важнейшим элементом экономики, который обеспечивает значительную часть экспортных доходов бюджетной системы страны. Весь топливно-энергетический комплекс России по итогам 2011 года привнес в федеральный бюджет 49 % доходов; его доля достигла 30 % ВВП, в том числе 24 % составляет нефтегазовый сектор¹.

Повышение эффективности финансирования модернизации российской нефтеперерабатывающей отрасли однозначно обуславливает необходимость объективной оценки акций и активов нефтеперерабатывающих компаний, на основе которой принимаются обоснованные решения. Модернизация в нефтепереработке не может быть профинансирована только собственными средствами компаний, требуется привлечение кредитных ресурсов, обеспечением по которым выступают активы нефтеперерабатывающих предприятий. Необходимость оценки является важнейшим элементом развития фондового рынка, при сделках слияния и поглощения, выкупе акций у миноритарных акционеров, опционных программах, банкротстве и т.д.

Привлечение инвестиций в отрасль затруднено в связи с экономической нестабильностью на рынках нефти и нефтепродуктов, меняющейся системой налогообложения, в том числе экспортных операций, устареванием технологического оборудования большинства российских нефтеперерабатывающих компаний. Объективным условием повышения эффективности финансирования отрасли является оценка стоимости акций и активов нефтеперерабатывающих предприятий.

Усиливающаяся (нарастающая) экономическая нестабильность приводит к увеличению рисков инвестирования в компании нефтеперерабатывающей отрасли и, как следствие, к сокращению финансирования, как со стороны участников фондового рынка России, так и банковского сектора экономики. Недостаточность финансирования влечет за собой приостановку, а иногда и прекращение, программ модернизации предприятий российской нефтепереработки. Итоговым результатом становится ухудшение финансово-экономического положения компании и снижение стоимости ее собственного капитала.

При исследовании проблематики оценки нефтеперерабатывающих компаний представляются наиболее эффективными идеи комплементарного (от лат. *complementum* – дополнение) подхода, обуславливающего взаимодополнение и

¹ Данные Росстата на конец 2011 года.

взаимосвязь стоимостной оценки и отраслевой специфики, технологических особенностей, экологических требований, налогового и отраслевого законодательства, мировой конъюнктуры цен на нефть и нефтепродукты.

Степень разработанности проблемы

Развитие и совершенствование теории оценки стоимости бизнеса компаний в зарубежной и российской практике оценки не нашли адекватного отражения в решении проблемы оценки акций и активов нефтеперерабатывающих предприятий, совершенствования методов финансирования модернизации нефтеперерабатывающей отрасли России.

В советское время проблемами экономического анализа нефтеперерабатывающих предприятий занимались такие ученые как Богданов В.Л., Глазов Г.И., Давлетьяров Ф.А., Зоря Е.И., Тимерханов Р.В., Цагарели Д.В. В их работах раскрываются вопросы отраслевой экономики, экономической эффективности работы нефтеперерабатывающих компаний, рентабельности производства. В настоящее время дальнейшими разработками в данном направлении занимаются Гимаев Р.Н., Ишмияров А.М., Курочкин А.К., Смолин С.Е., Шуркалин А.К.

Большой вклад в развитие методов оценки бизнеса внесли такие зарубежные и отечественные специалисты как Антилл Н., Булычева Г.В., Грегори А., Грязнова А.Г., Дамодаран А., Джонс Дж., Ивашковская И.В., Коупленд Т., Коллер Т., Мерсер З., Муррин Дж., Пратт Ш., Уэст Т., Федотова М.А., Хармс Т., Хитчнер Дж. и др.

Труды таких ученых как Дорофеев Е.А., Островская Г.И., Радкевич А.П., Рогачева А.М. и др. касались оценки нефтяных компаний, в которых был сделан акцент на добывающие подразделения компаний. Проблемы экономической оценки стоимости создания и реконструкции имущественных комплексов нефтеперерабатывающих предприятий освещаются в работах зарубежных и отечественных ученых и специалистов: Белогорьев А.М., Буш Дж., Бушуев В.В., Громов А.И., Джонсон Д., Куричев Н.К., Леффлер У., Мастепанов А.М., Троицкий А.А., Федоров В.С. и др. Среди российских ученых, занимающихся экологическим аспектом деятельности российской нефтеперерабатывающей отрасли, можно отметить Книжникова А.Ю., Пусенкову Н.Н., Солнцева Е.А. и др.

За рубежом исследования, посвященные оценке нефтеперерабатывающих компаний на основе метода дисконтированных денежных потоков и измерения рисков, проводятся такими авторами, как Бенсон М.Е., Дэвис Н.С., Леннхоф Д.С., Патчин П.Дж. и др. Среди работ, посвященных возможностям применения опционных

моделей при оценке нефтеперерабатывающих предприятий, наиболее значимыми являются труды Аптона Л.Е., Имаи Дж., Накаджима М., Макуша У.М.

Вместе с тем в работах по этой проблематике не обеспечивается комплексность подходов к оценке и не учитываются технологические особенности, оказывающие существенное влияние на объективность результатов оценки, не освещены вопросы оценки нефтеперерабатывающих компаний в условиях экономической нестабильности.

Недостаточная теоретическая и практическая разработанность проблем оценки нефтеперерабатывающих компаний в России, а также необходимость эффективного использования результатов их стоимостной оценки обусловили выбор темы, цели и задач исследования.

Цель и задачи исследования

Целью диссертационной работы является решение научной задачи развития и совершенствования методов оценки российских нефтеперерабатывающих компаний.

Для решения намеченной цели в работе были поставлены и решены следующие задачи:

1. исследовать особенности нефтеперерабатывающих компаний как объекта стоимостной оценки, влияющие на величину их рыночной стоимости;
2. провести анализ особенностей нефтеперерабатывающей отрасли, оказывающих существенное влияние на стоимость акций российских нефтеперерабатывающих компаний;
3. определить существенные факторы, формирующие стоимость российских нефтеперерабатывающих предприятий, в том числе в условиях экономической нестабильности;
4. систематизировать и обобщить зарубежный и российский опыты оценки акций и активов нефтеперерабатывающих компаний; провести адаптацию классических методов стоимостной оценки к специфике отечественных нефтеперерабатывающих предприятий;
5. сформировать на основе комплементарного подхода методический аппарат оценки акций и активов нефтеперерабатывающих компаний в условиях повышенного риска и апробировать его на примере конкретного предприятия.

Объектом исследования выступают российские нефтеперерабатывающие компании.

Предметом исследования являются методы стоимостной оценки нефтеперерабатывающих компаний, в том числе пригодные для условий экономической нестабильности.

Методологические и теоретические основы исследования

Методологической и теоретической основой диссертации послужили работы отечественных и зарубежных ученых в области оценки стоимости бизнеса и имущества, специализирующихся на перерабатывающих отраслях, а также законодательные и нормативные документы РФ и, прежде всего, Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (в действующей редакции), российские Федеральные стандарты оценки, Международные стандарты оценки, Стандарты RICS.

Методология исследования базируется на использовании общепризнанных научных методов и приемов: системного подхода к объекту и предмету исследования, анализа и синтеза, сравнения и обобщения, группировки, моделирования, методов исторического и логического анализа теоретического и практического материала, что обеспечивает целостность, всесторонность и достоверность диссертационной работы. Графическое описание выполнено посредством графиков временных рядов, схем и таблиц.

Исследование выполнено в рамках п. 5.1. и п. 5.3. Паспорта специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки).

Информационная основа (база)

Информационной основой исследования послужили монографии и публикации в периодических изданиях, в том числе зарубежных специалистов, нормативные документы. В работе также использованы федеральные законодательные акты, методические материалы Министерства энергетики Российской Федерации, материалы официальных органов России (Росстат), ресурсы информационных агентств Блумберг (Bloomberg), СПАРК, RUSLANA, Reuters Group, результаты исследований и аналитических отраслевых обзоров, финансовая и бухгалтерская отчетность российских нефтеперерабатывающих компаний, информационные и методические материалы крупнейших оценочных и консалтинговых компаний, материалы научных конференций, публикации в сети Интернет.

Источником фактических данных явились базы данных результатов торгов акциями российских нефтеперерабатывающих предприятий на РТС и ММВБ, годовые

отчеты эмитентов, официальные сайты компаний, вошедших в выборку, предоставляющие информацию по аудированной финансовой отчетности компаний.

Научная новизна исследования

Научная новизна исследования состоит в развитии комплекса теоретико-методических положений стоимостной оценки российских нефтеперерабатывающих компаний.

Новыми являются следующие научные положения:

1. Выявлены особенности нефтеперерабатывающих компаний как объекта оценки, основными из которых являются: вхождение предприятия в состав вертикально-интегрированной нефтяной компании (снижает риски инвестирования в акции компании), формирование центра прибыли/затрат на предприятии (использование процессинговой схемы), удаленность от рынков сбыта нефтепродуктов (увеличивает расходы на транспортировку нефтепродуктов), глубина переработки нефти (определяет величину добавленной в производстве стоимости).
2. Обосновано, что в силу объективных и субъективных причин генезиса российской нефтеперерабатывающей отрасли и фондового рынка на современном этапе происходит недооценка отечественных нефтеперерабатывающих компаний по сравнению с зарубежными аналогами. На основе расчета мультипликаторов EV/S , $EV/EBITDA$, P/E за 2010-2012 годы выявлено снижение рыночной стоимости акций отечественных нефтеперерабатывающих компаний с учетом уровня их ликвидности в среднем на 44 %. При этом потенциал роста стоимости российских акций составляет более 40 %.
3. Для нефтеперерабатывающих компаний обоснована совокупность факторов, оказывающих наибольшее влияние на стоимость бизнеса в условиях экономической нестабильности:
 - внешние факторы: макроэкономические и отраслевые (ставки акцизов при экспортных операциях с нефтепродуктами, уровень монополизации отрасли, модернизация процесса нефтепереработки);
 - внутренние факторы: операционные показатели, имидж компании и производственный потенциал;
 - факторы, изменяющие величину стоимости бизнеса нефтеперерабатывающих компаний: конъюнктура рынка нефтепродуктов,

ужесточение экологических требований.

4. Положения новейших зарубежных методик оценки нефтеперерабатывающих компаний интегрированы в авторскую методику оценки специализированной недвижимости нефтеперерабатывающих предприятий, основанную на учете экологической составляющей: при расчете ставки дисконтирования; при подборе аналогов уже загрязненных объектов в методе парных продаж; с помощью анализа экологических исследований; на основе множественного регрессионного анализа загрязнения района.
5. Разработаны и научно обоснованы рекомендации по совершенствованию методов оценки нефтеперерабатывающих компаний в условиях экономической нестабильности:
 - использование регрессионной или фундаментальной беты при расчете ставки дисконтирования в методе дисконтированных денежных потоков;
 - использование данных о рыночных котировках акций всех российских нефтеперерабатывающих предприятий в рамках сравнительного подхода вне зависимости от схемы работы предприятия (процессинг или переработка собственной нефти);
 - определение затрат на замещение профильных производственных активов нефтеперерабатывающей компании целесообразно производить через укрупненный расчет компонентов функционально-технологической схемы предприятия.

Теоретическая значимость исследования

Теоретическая значимость результатов исследования заключается в развитии методологических основ стоимостной оценки бизнеса с учетом отраслевых особенностей нефтеперерабатывающих компаний.

Практическая значимость исследования

Практическая значимость диссертационной работы заключается в том, что ее основные положения, результаты, разработанные методики и рекомендации ориентированы на широкое использование компаниями, занимающимися оценочной деятельностью, особенно при оценке российских нефтеперерабатывающих компаний.

Самостоятельное практическое значение имеют:

- предложение по расчету коэффициента бета в ставке дисконтирования при использовании метода дисконтированных денежных потоков, позволяющему получить более точный и обоснованный результат;

- алгоритм корректировки публичных цен на нефть и нефтепродукты для расчета эффективной цены, который можно использовать в рамках доходного подхода, позволяет избежать искажения величины денежного потока нефтеперерабатывающей компании в прогнозном периоде;
- рекомендации по определению рыночной стоимости акций нефтеперерабатывающего предприятия в постпрогнозный период повышают качество проводимой оценки в рамках доходного подхода;
- предложение по расчету и анализу возможности использования котировок акций нефтеперерабатывающих компаний, работающих по давальческой схеме, при оценке предприятия, использующего собственную нефть. Разработанный механизм может быть использован в любых отраслях, где применяется давальческая схема переработки сырья;
- алгоритм расчета затрат на замещение профильных производственных активов нефтеперерабатывающей компании в рамках затратного подхода позволяет существенно сократить время расчетов без потери их точности.

Апробация и внедрение результатов научного исследования

Результаты диссертационного исследования докладывались и обсуждались на I Международной научно-практической конференции «Нефть. Газ. Оценка – 2010» (г. Уфа, 27-28 мая 2010 г., НП «Партнерство РОО» и Российское общество оценщиков); на конференции по оценочной деятельности, посвященной 15-летию кафедры «Оценка и управление собственностью» ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» (Москва, 2011 г.); на 10-м Международном Форуме «БОЛЬШОЙ КОНСАЛТИНГ 2012», (Москва, 28-29 июня 2012 г., НП «СМАО»).

Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ Финансового университета по комплексной теме «Пути развития финансово-экономического сектора России» по кафедральной подтеме «Формирование, оценка и управление стоимостью компаний в условиях Новой экономики».

Разработанные в диссертации алгоритм корректировки публичных цен на нефть и нефтепродукты для расчета эффективной цены, а также рекомендации по определению рыночной стоимости нефтеперерабатывающих предприятий в постпрогнозный период используются в практической деятельности Департамента оценки бизнеса ЗАО «Агентство «Русспромоценка» и способствуют расчету

денежного потока компании без косвенных налогов и корректному расчету стоимости собственного капитала в постпрогнозном периоде.

Методика расчета регрессионного и фундаментального коэффициента бета при определении величины ставки дисконтирования в доходном подходе к оценке отечественных нефтеперерабатывающих предприятий используется в практической деятельности Отдела оценки бизнеса ООО «ЭсАрДжи-Оценка» и способствует применению модели расчета ставки дисконтирования CAPM для всех нефтеперерабатывающих компаний.

Усовершенствованные методы оценки нефтеперерабатывающих компаний, позволяющие существенно увеличить точность в определении рыночной стоимости их акционерного капитала, используются в практической деятельности Департамента имущественных отношений ОАО «ЛУКОЙЛ» и способствуют корректному расчету стоимости нефтеперерабатывающих компаний.

Методика расчета затрат на замещение профильных производственных активов нефтеперерабатывающих предприятий на базе компонентов функционально-технологической схемы для целей страхования имущества используется в практической деятельности ООО «Страховой Брокер Виллис СНГ» и способствует корректному расчету стоимости имущества нефтеперерабатывающих компаний.

Материалы исследования используются кафедрой «Оценка и управление собственностью» ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебной дисциплины «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации

По теме исследования опубликовано 7 работ общим объемом 5,47 п.л. (авторский объем - 5,17 п.л.), в которых нашли отражение основные результаты исследования. Пять работ общим объемом 4,08 п.л. (весь объем авторский) опубликованы в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации

Структура диссертации обусловлена целью, задачами и логикой исследования. Основной текст диссертационной работы изложен на 160 страницах печатного текста и состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка из 175 наименований и 2 приложений.

II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В соответствии с целью и задачами исследования в диссертации рассмотрены следующие основные группы проблем.

Первая группа проблем посвящена исследованию бизнеса нефтеперерабатывающей компании как особого объекта стоимостной оценки.

1. Исследованы особенности нефтеперерабатывающих компаний, влияющие на величину их рыночной стоимости. Первой особенностью является направление движения денежных потоков на предприятии, а именно формирование центра прибыли или затрат. При переработке собственной нефти маржа переработки остается в компании, она является центром прибыли, что увеличивает рыночную стоимость акций. Процессинговая схема переработки в несколько раз уменьшает рыночную стоимость акций компании, т.к. предприятие становится центром затрат. По данным экспертов маржа переработки в России на конец 2010 года составляла около 15 долл. с 1 барреля, в то время как в США – 4 долл., в Европе – 6 долл.²

Второй особенностью бизнеса нефтеперерабатывающей компании как объекта стоимостной оценки является ее вхождение в вертикально-интегрированную нефтяную компанию (ВИНК). Риск инвестирования в акции нефтеперерабатывающего предприятия значительно снижается, если оно входит в состав ВИНК. Рыночная стоимость акционерного капитала нефтеперерабатывающей компании регулируется со стороны ВИНК через регулирование финансовых потоков и кредитование.

Третьей особенностью российских нефтеперерабатывающих компаний является удаленность от рынков сбыта готовой продукции. Подсчитано, что дополнительные затраты по экспорту нефтепродуктов с предприятий европейской части России составляют 20-30 долл. на 1 тонну, а из Омска, Ачинска и Ангарска до 80 долл., что значительно сокращает прибыль и рыночную стоимость компании.

Четвертой особенностью бизнеса нефтеперерабатывающей компании выступает ее установленная мощность. В диссертации доказано, что величина рыночной стоимости акционерного капитала нефтеперерабатывающих предприятий в расчете на единицу установленной мощности для небольших предприятий гораздо выше аналогичного показателя для крупных предприятий отрасли.

В результате исследования идентифицирована пятая особенность нефтеперерабатывающей компании как объекта оценки – это физико-химические характеристики сырой нефти. Потребность в дополнительном финансировании

² Исследование «Эксперт РА», 2010 год.

инвестиций в установки по очистке нефти увеличивает: во-первых, стоимость строительства и реконструкции, во-вторых, переменные расходы в расчете на 1 тонну нефтепродуктов, в-третьих, расходы на энергопотребление.

Шестая особенность - глубина переработки нефти. Установлено, что стоимость сырой нефти в процессе переработки меняется в зависимости от того, как она используется и как глубоко перерабатывается. С ростом глубины переработки нефти происходит перераспределение финансовых потоков, и увеличивается величина стоимости акционерного капитала компании.

2. Проведен анализ особенностей нефтеперерабатывающей отрасли, оказывающих влияние на стоимость нефтеперерабатывающих компаний.

Высокая экологическая нагрузка. Нефтепереработка относится к наиболее загрязняющим окружающую среду бизнесам, что требует увеличения финансирования экологических отраслевых программ.

Устаревание технологического оборудования большинства предприятий, построенных с 1940-х до середины 1960-х годов. Повышение эффективности финансирования отрасли, ее модернизации является одним из ключевых факторов ее развития. *Низкая глубина переработки нефти:* в среднем 72 %, против 85-97 % в развитых странах. За последние 10 лет средняя глубина переработки в России выросла лишь на 4 %. Дальнейшее увеличение рыночной стоимости акционерного капитала компании возможно только с ростом глубины переработки нефти.

Слабое использование современных технологических процессов. Российские нефтеперерабатывающие компании имеют средний коэффициент сложности Нельсона 4,37, тогда как среднемировой уровень составляет 6,59, в США – 10,16, в Европе – 7,42³. *Неравномерная загрузка мощностей.* В среднем загрузка нефтеперерабатывающих компаний по первичной переработке нефти составляет 89 %, а загрузка оборудования по вторичной переработке – почти 95 %. Повышение эффективности финансирования инвестиций во вторичную переработку позволит существенно увеличить стоимость капитала компаний.

Высокая энергоемкость отрасли. В силу использования устаревших энергоемких технологий текущие расходы на энергоресурсы в 2-3 раза превышают зарубежные показатели. Финансирование программ энергоэффективности позволит увеличить рентабельность нефтеперерабатывающих компаний. *Неразвитая система нефтепродуктопроводов, их физический износ.* Показатель физического устаревания

³The Worldwide Refinery Survey and Complexity Analysis, 2011.

нефтепродуктопроводов превышает 70 %. В результате повышенная загрузка нефтепродуктопроводов и железных дорог снижает рентабельность и рыночную стоимость акционерного капитала нефтеперерабатывающей компании.

Системный кризис российской нефтепереработки оказывает негативное воздействие на рыночную стоимость акций нефтеперерабатывающих компаний. Недооценка рыночной стоимости российских нефтеперерабатывающих компаний была определена на основании данных за 2010-2012 годы о величине рыночных мультипликаторов EV/S, EV/EBITDA, P/E. С учетом уровня ликвидности акций отечественных нефтеперерабатывающих компаний в среднем она составила 44 %, см. Табл. 1.

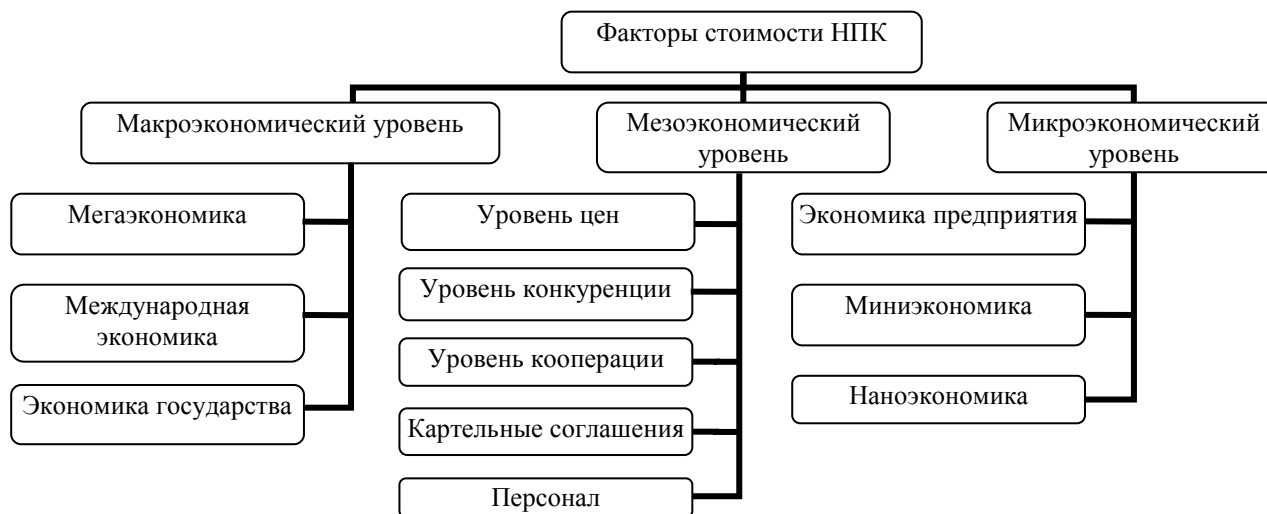
Табл. 1. Величина снижения рыночной стоимости

Российские нефтеперерабатывающие компании	EV/S	EV/EBITDA	P/E
2010 год	1	4,3	6,6
2011 год	0,7	2,6	3,9
2012 год	0,9	3,2	5,1
<i>Средняя величина</i>	<i>0,87</i>	<i>3,37</i>	<i>5,20</i>
Нефтеперерабатывающие компании развитых стран			
2010 год	1,8	6,7	9,9
2011 год	1,5	5,6	9,4
2012 год	1,5	5,3	8,7
<i>Средняя величина</i>	<i>1,60</i>	<i>5,87</i>	<i>9,33</i>
Снижение стоимости	- 46 %	- 43 %	- 44 %

Источник: составлено автором на основе данных Bloomberg, СПАРК, RUSLANA.

3. Определены существенные факторы, формирующие стоимость нефтеперерабатывающих компаний (НПК), в том числе в условиях экономической нестабильности, см. Рис. 1.

Рис. 1. Группы факторов стоимости нефтеперерабатывающих компаний



Источник: составлено автором.

На рыночную стоимость нефтеперерабатывающих предприятий влияют как отраслевые факторы, обусловленные природой самой нефтепереработки и функционирования отрасли, так и факторы, связанные с особенностями конкретного предприятия. По результатам проведенного в диссертации анализа можно сделать следующие выводы:

- мировая экономика оказывает воздействие на нефтепереработку в каждой стране через уровень цен на нефть и нефтепродукты, территориальное распределение спроса на нефтепродукты, ужесточение экологических требований и является ключевым фактором экономической нестабильности. Государственная система регулирования влияет на фискальную и таможенную политику в нефтеперерабатывающей отрасли, систему экспортного контроля и т.п. Внутренние экономические факторы (особенности формирования финансовых потоков, производственные возможности предприятия, проблемы прогнозирования, в том числе возникающих рисков) оказывают существенное влияние на рыночную стоимость всех предприятий отрасли;
- уровень отраслевой конкуренции в нефтеперерабатывающей отрасли определяет ценовые характеристики сбыта нефтепродуктов и существенно различается в разных регионах страны, что влияет на рентабельность нефтеперерабатывающего предприятия и его рыночную стоимость;
- «технологические» факторы стоимости такие, как установленная мощность, физико-химические свойства нефти, сложность технологического производства, номенклатура производимых нефтепродуктов оказывают значительное влияние на стоимость капитала компании. Например, рост индекса Нельсона, который отражает совокупную сложность технологического оборудования предприятия относительно оборудования по первичной переработке, на 1,0 в среднем увеличивает стоимость нефтеперерабатывающей компании на 30 %;

Вторая группа проблем посвящена анализу сложившейся зарубежной и российской практики оценки нефтеперерабатывающих компаний.

В результате проведенного в диссертации анализа данных об оценке 480 нефтеперерабатывающих компаний по всему миру в разрезе регионов (США, Европа и развивающиеся рынки) в работе была агрегирована рыночная информация о ключевых оценочных показателях, см. Табл. 2.

Табл. 2. Рыночные данные по нефтеперерабатывающим компаниям*

Наименование	Количество компаний	Коэффициент бета	Ставка дисконтирования (WACC)	Price/BV	Price/Sales	EV/EBITDA
США						
Компании, входящие в ВИНК	20	1,18	9,01 %	1,64	0,78	5,89
Независимые компании	176	1,34	9,97 %	1,76	1,81	5,58
Европа						
Компании, входящие в ВИНК	13	1,29	9,52 %	1,33	0,53	4,18
Независимые компании	119	1,32	10,10 %	1,43	3,74	4,28
Развивающиеся рынки						
Компании, входящие в ВИНК	29	0,83	10,02 %	1,08	0,67	4,00
Независимые компании	123	1,00	10,80 %	2,50	2,39	4,42

* По состоянию на 01.01.2012.

Источник: составлено автором на основе данных Bloomberg и Damodaran.

На основании проведенного анализа сделаны следующие выводы:

(а) коэффициент бета в среднем на 12 % ниже по компаниям, входящим в структуру ВИНК; (б) стоимость привлечения собственного капитала для нефтеперерабатывающих компаний, входящих в ВИНК, составляет 9,52 %, для независимых – 10,29 %; (в) мультипликаторы P/BV для независимых нефтеперерабатывающих компаний США и Европы на 8 % выше, чем для компаний в составе ВИНК, а мультипликатор P/S в 2 раза выше для независимых предприятий.

Информация о последних сделках с акциями нефтеперерабатывающих компаний за рубежом обобщена в Табл. 3.

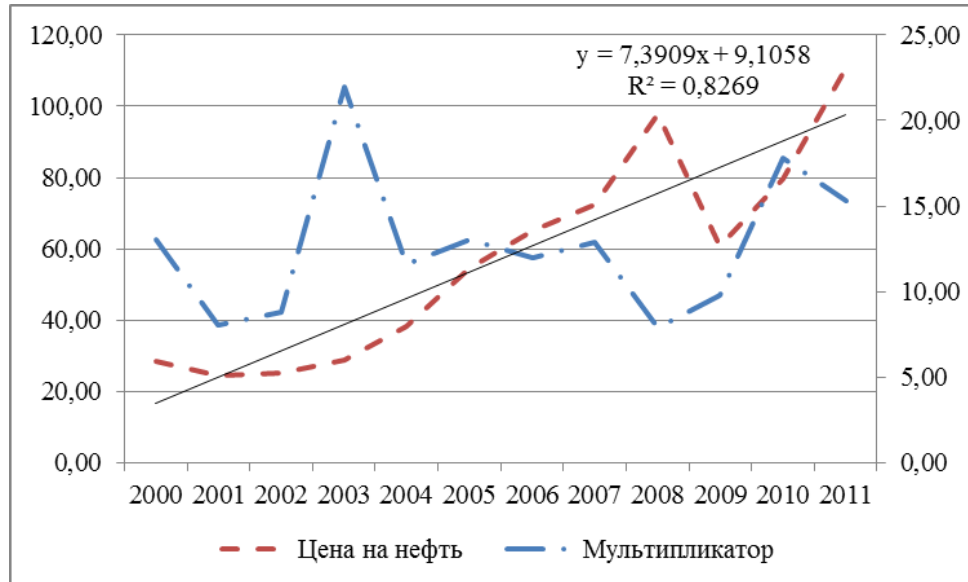
Табл. 3. Данные о рыночных сделках

Наименование компании	Мощность барр./день	Доля в УК	Стоимость, млн. \$	Дата сделки
BP's Carson plant	266 000	100 %	2 500	2012
Fujian refinery	480 000	100 %	10 000	2011
Sunoco's Philadelphia refinery	330 000	25 %	1 000	2011
Refinery of Karbala Corporation Ltd	200 000	100 %	6 500	2011
Refab	206 000	30 %	850	2010
Nigerian National Petroleum Corporation	400 000	100 %	23 000	2010

Источник: составлено автором на основе данных Bloomberg и Reuters Group.

В работе доказано, что наибольшее воздействие на величину рыночной стоимости зарубежных нефтеперерабатывающих компаний (мультипликатор $EV/EBIT(1-t)$) оказывает мировая цена на сырую нефть, см. Рис. 2.

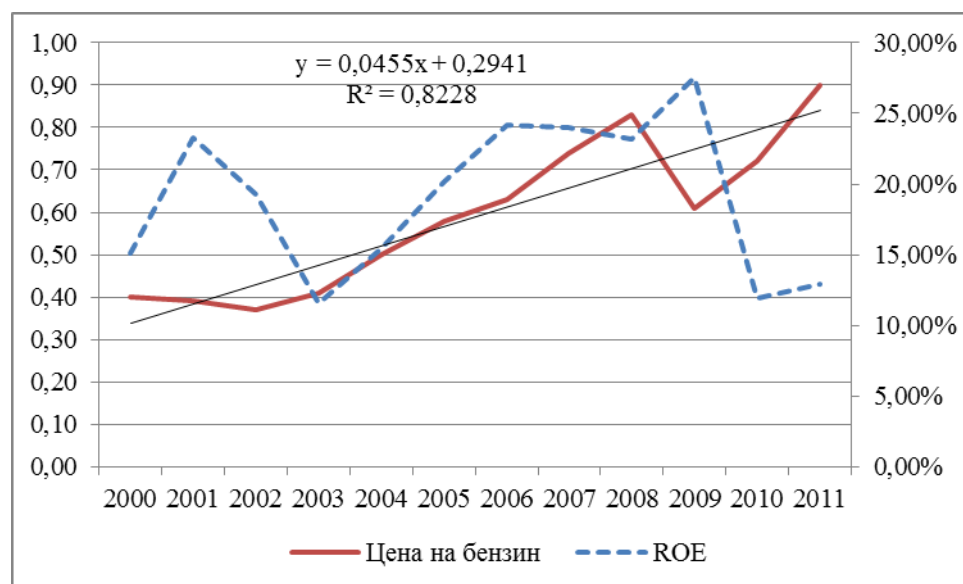
Рис. 2. Взаимосвязь стоимости компаний и цены на нефть Brent (долл. США / 1 барр.)



Источник: составлено автором на основе данных Bloomberg по 30 компаниям США, BP Statistical Review of World Energy, 2000-2011.

Доказано, что розничная цена на бензин Regular оказывает влияние на изменение рентабельности собственного капитала зарубежных компаний, см. Рис. 3.

Рис. 3. Взаимосвязь показателя ROE и цены на бензин Regular (долл. США / 1 л)



Источник: составлено автором на основе данных Bloomberg по 30 компаниям США, 2000-2011.

1. Систематизирован современный зарубежный опыт оценки акций и активов нефтеперерабатывающих компаний.

В работе выявлены следующие особенности применения методов доходного подхода: во-первых, продолжительность прогнозного периода в рамках метода дисконтирования денежных потоков обычно составляет 10-12 лет, а если компания имеет историю деятельности в несколько десятилетий, то он увеличивается до 20-30 лет. Во-вторых, пересчитываются платежи по налогам и сборам с учетом налогового режима наиболее вероятного покупателя. В-третьих, начиная с 2005 года, активно используется метод реальных опционов при оценке нефтеперерабатывающих компаний в рамках доходного подхода.

В зарубежной практике применения сравнительного подхода используются специфические корректировки стоимости компаний-аналогов: (а) на сложность технологической схемы нефтеперерабатывающей компании на основании индекса Нельсона; (б) на местоположение компании относительно рынков сбыта продукции; (в) на возраст нефтеперерабатывающей компании.

В связи с тем, что нефтеперерабатывающее предприятие является материалоемким производством, то в основном используются производственные мультипликаторы. Наиболее распространенными являются мультипликатор EV/C (стоимость инвестированного капитала/мощность по первичной переработке) и EV/V (стоимость инвестированного капитала/объем переработки сырой нефти в день). Из рыночных мультипликаторов практикуется использование $EV/EBITDA$, P/E и EV/S ⁴.

В настоящее время среди западных оценщиков идет дискуссия о целесообразности использования специальных методов оценки объектов доходной недвижимости, которые являются источниками загрязнения окружающей среды. Часть западных оценщиков (Уильям Н. Киннард, Питер Дж. Пэтчин, Элейн М. Уилсон и др.) (William N. Kinnard, Peter J. Patchin, Elaine M. Wilson и др.) предпочитают применять дополнительную премию за экологический риск в величине ставки дисконтирования. В качестве базы для расчета этой премии они предлагают применить метод рыночной экстракции с использованием данных о реальных продажах недвижимости в загрязненных районах.

Диссертация базируется на позиции ряда специалистов (Дэвид К. Леннхоф, Стефан Р. Кларк, Джон Р. Найт и др.) (David C. Lennhoff, Stephen R. Clark, John R. Knight и др.) о том, что стоимость спецобъектов доходной недвижимости

⁴Oil Company Financial Analysis. D. Johnson. Penn Well Corporation, 2006.

нефтеперерабатывающих предприятий и стоимость бизнеса можно рассматривать только комплексно.

Кроме того, существуют проблемы применения сравнительного и доходного подходов к оценке, связанные с: (а) небольшим количеством и закрытостью сделок со спецобъектами; (б) идентификацией объекта (продан только объект недвижимости или вместе с сопутствующим оборудованием); (в) целями покупателя (как правило, это будущий денежный поток или синергетический эффект, а не сам объект недвижимости); (г) условиями конкретного рынка недвижимости (финансирование сделки по лизинговой схеме или с привлечением кредита); (д) законодательным запрещением на применение доходного подхода для целей налогообложения (т.к. его результаты очень чувствительны к колебаниям цен на нефть и нефтепродукты); (е) сложностью определения истинной величины расходов, связанных с ликвидацией специализированных объектов, экологическим мониторингом и т.д.

Все эти обстоятельства существенно уменьшают точность доходного и сравнительного подходов, поэтому наметилась тенденция к широкому применению затратного подхода к оценке специализированных объектов недвижимости нефтеперерабатывающих компаний.

2. Обобщен российский опыт оценки нефтеперерабатывающих компаний, базирующийся на применении трех подходов: доходного, сравнительного и затратного.

В результате анализа были определены некоторые особенности российской практики расчета величины рыночной стоимости нефтеперерабатывающих компаний в рамках доходного подхода: во-первых, метод построения прогноза цен на сырую нефть. Для корректного прогноза цен необходимо проанализировать динамику цен на нефть марки Urals (Юралс) и построить линейную зависимость между биржевыми ценами на данный тип нефти и внутрироссийскими ценами на нефть. В диссертации выявлено, что устойчивость связи между ценами достаточно высокая, и коэффициент R^2 в разные годы составляет от 0,75 до 0,92. Далее используя прогнозы Всемирного банка или Международного энергетического агентства относительно уровня цен на Urals (Юралс), строится прогноз внутрироссийских цен на сырую нефть.

Во-вторых, прогноз цен на нефтепродукты целесообразно строить на основании анализа ретроспективных данных за последние 8-10 лет (по данным КОРТЕС) и регрессионных моделей, описывающих соотношение уровня цен на нефтепродукты и ключевых макроэкономических показателей: инфляция рубля, уровень процентных

ставок, темп роста валового внутреннего продукта, тарифы естественных монополий и др.

Третьей особенностью российской практики оценки является использование в прогнозе денежных потоков предельной ставки налога на прибыль (20 %) вместо эффективной ставки налога, которая рассчитывается исходя из фактически уплаченной годовой суммы налога на прибыль по налоговой декларации и налогооблагаемой базы по Отчету о прибылях и убытках. В диссертации обосновано, что при прогнозе величины выплачиваемого налога на прибыль необходимо учитывать следующие обстоятельства: 1) наличие разницы между эффективной и предельной ставкой по налогу на прибыль; 2) наличие убытков у компании в прошлом и/или в первые годы прогнозного периода приводит к необходимости переноса на будущие периоды этих убытков, что может создать экономию на налоговых платежах в будущем; 3) необходимость капитализировать расходы на НИОКР, обучение персонала и прочие аналогичные расходы, что ведет к значительному сокращению налоговых выплат в будущем.

Четвертой особенностью оценки является использование в качестве безрисковой ставки доходности к погашению бескупонных 30-ти летних облигаций Казначейства США (US Treasury Bonds 30) с корректировкой на страновой риск.

Одним из недостатков современной российской практики оценки нефтеперерабатывающих компаний в рамках доходного подхода является отсутствие верификации прогнозных данных, полученных от заказчиков при прогнозировании выручки, затрат, чистой прибыли и т.д.

Проведенный в диссертации анализ российской практики оценки нефтеперерабатывающих компаний в рамках сравнительного подхода позволяет сделать следующие выводы. Во-первых, в России всего 7 нефтеперерабатывающих предприятий имеют котируемые на фондовом рынке акции⁵, поэтому уровень ликвидности их акций не достаточно высокий. Во-вторых, отсутствует достоверная информация относительно значения индекса Нельсона по российским компаниям. Поэтому результаты сравнительного подхода в отчетах об оценке приводятся справочно.

Особенности оценки нефтеперерабатывающих компаний в рамках затратного подхода проявляются в основном при расчете стоимости профильных активов предприятия. Российские оценщики, как правило, используют индивидуальный расчет

⁵Данные Bloomberg.

каждого объекта основных средств предприятия в разрезе инвентарных номеров методом индексации, что является нецелесообразным, т.к. невозможно определить стоимость какой-либо технологической установки целиком. Для решения этой проблемы необходимо использовать укрупненный метод расчета затрат на замещение через компоненты функционально-технологической схемы.

Третья группа проблем посвящена совершенствованию методов оценки российских нефтеперерабатывающих компаний. На основе комплементарного подхода сформирован методический аппарат оценки акций и активов нефтеперерабатывающих компаний в условиях повышенного риска.

1. Совершенствование методов доходного подхода к оценке нефтеперерабатывающих компаний. В результате исследования выявлено, что одной из значимых проблем в построении ставки дисконтирования по модели CAPM является расчет величины коэффициента бета. На российском фондовом рынке торгуются акции некоторых нефтеперерабатывающих компаний, поэтому расчет исторической β может быть осуществлен на основании ретроспективных данных. На основе авторских расчетов определены значения регрессионных коэффициентов бета по нескольким российским компаниям, которые составили диапазон от 0,482 до 1,316. Анализ полученных результатов показал, что все нефтеперерабатывающие компании, имеющие коэффициент бета меньше 1, входят в состав ВИНК или крупных холдингов. Только одна независимая нефтеперерабатывающая компания имеет коэффициент 1,316. Это свидетельствует о том, что вхождение компании в состав ВИНК существенно сокращает нестабильность деятельности предприятия, риск инвестирования в его акции по сравнению со среднерыночным риском.

Расчет фундаментального коэффициента бета для тех же российских нефтеперерабатывающих компаний без учета финансового рычага (unlevered β) с использованием предельной налоговой ставки по налогу на прибыль 20 % показал следующие результаты, см. Табл. 4.

Табл. 4. Значения коэффициентов бета

№ п/п	Наименование компании	Долг/Капитал	Бета (levered)	Бета (unlevered)
1	ОАО «Уфанефтехим»	0,5 %	0,5626	0,56
2	ОАО «Уфимский НПЗ»	0,5 %	0,4823	0,48
3	ОАО «Новыйл»	0,1 %	0,8411	0,84
4	ОАО «Ярославнефтеоргсинтез»	64,1 %	1,3157	0,87
5	ОАО «ЛУКОЙЛ-Нижегороднефтеоргсинтез»	2 %	0,5836	0,58

Источник: составлено автором на основе данных СПАРК и RUSLANA.

Корректировка регрессионных коэффициентов бета на финансовый рычаг и налоговый «щит» выровнила безрычаговые беты до более узкого диапазона (от 0,48 до 0,87). Все коэффициенты бета оказались меньше единицы, таким образом можно сделать вывод, что инвестиции в отечественную нефтепереработку являются менее рискованными, чем в среднем по российскому фондовому рынку.

При прогнозировании рыночной стоимости в постпрогнозном периоде следует учесть, что многие российские нефтеперерабатывающие компании не являются исключительно предприятиями, ориентированными на внутренний рынок (доля экспортной продукции колеблется от 5 % до 20-30 %%). Если доля экспорта составляет 5-10 %% , то основным, пороговым значением темпов стабильного роста будут темпы роста российской экономики. Если же доля экспорта достигает 25-30 %% , и эта доля в постпрогнозном периоде не меняется, то целесообразно скорректировать прогнозные темпы роста денежного потока на темпы роста экономик тех стран, в которые производится экспорт нефтепродуктов.

Очень важной особенностью расчета стоимости акций нефтеперерабатывающей компании в постпрогнозном периоде является изменение величины коэффициента β . Авторский расчет коэффициентов бета некоторых российских нефтеперерабатывающих предприятий показал, что его величина ниже единицы, т.е. риск инвестирования ниже рыночного. В подобной ситуации свободные денежные ресурсы фондового и, в первую очередь, кредитного рынка инвестируются в низкорисковые активы – акции нефтеперерабатывающих компаний. В бесконечной перспективе доля заемных средств в структуре капитала увеличивается, следовательно, увеличивается коэффициент бета и достигает среднерыночного показателя 1.

2. Развитие методов сравнительного подхода к оценке нефтеперерабатывающих компаний. При оценке нефтеперерабатывающих компаний в рамках сравнительного подхода выявлена особенность в подборе компаний-аналогов. Эта специфика заключается в том, что часть российских компаний работает на собственном сырье, а часть – по давальческой схеме.

В результате исследования был сделан вывод, что ключевым различием между давальческой схемой и переработкой собственной нефти являются показатели рентабельности. Для сравнения эффективности деятельности компаний, осуществляющих переработку давальческой нефти и собственного сырья, были рассчитаны следующие показатели рентабельности: 1) ROE (рентабельность

собственного капитала); 2) ROA (рентабельность активов); 3) ROS (рентабельность продаж), позволяющие наиболее четко сопоставить деятельность различных компаний, значительно различающихся как по объемам деятельности, так и схеме работы. На основании расчетов средней величины рентабельности по нескольким нефтеперерабатывающим компаниям России за период 2007- 1 кв. 2012 гг. были получены следующие значения, см. Табл. 5.

Табл. 5. Показатели ROA, ROE, ROS

Наименование компании	ROA	ROE	ROS
ОАО «Уфанефтехим»*	19,90 %	25,76 %	38,50 %
ОАО «Уфимский НПЗ»*	27,90 %	31,12 %	46,00 %
ОАО «Новыйл»*	24,82 %	29,42 %	36,32 %
ОАО «Славнефть-Ярославнефтеоргсинтез»	2,52 %	6,54 %	14,48 %
ОАО «Саратовский НПЗ»	14,66 %	10,02 %	38,88 %
ОАО «ЛУКОЙЛ-Нижегороднефтеоргсинтез»	19,16 %	47,64 %	22,42 %

** компании, работающие по давальческой схеме.*

Источник: составлено автором на основе данных СПАРК и RUSLANA.

Анализ полученных данных по показателям рентабельности различных предприятий показывает, что отсутствует зависимость уровня рентабельности от схемы переработки сырья. Нельзя утверждать, что нефтеперерабатывающая компания, работающая на давальческой схеме, имеет меньшую рентабельность по всем показателям, чем предприятие, работающее на собственном сырье. Основным выводом является доказательство того, что в условиях экономической нестабильности, корректно использовать все компании-аналоги для расчета рыночной стоимости собственного капитала любого нефтеперерабатывающего предприятия в рамках сравнительного подхода.

В результате исследования доказано, что есть одна корректировка, которая должна быть сделана при использовании мультипликаторов для компаний, работающих на разных схемах переработки нефти – это корректировка на величину собственного оборотного капитала (СОК). Компании, работающие на собственном сырье, имеют достаточно большой СОК (в денежном выражении), т.к. за счет своих собственных оборотных средств приобретают сырую нефть. Другие предприятия, работая на давальческом сырье, имеют СОК на необходимом, но меньшем уровне, т.к. не покупают нефть для переработки. Авторский способ корректировки заключается в прибавлении к стоимости инвестированного капитала суммы отрицательного СОК и вычитании суммы положительного СОК. Данная корректировка позволяет нивелировать различия в схеме работы нефтеперерабатывающей компании.

3. Разработан авторский способ определения затрат на замещение основных средств нефтеперерабатывающих предприятий. Анализ практики оценки нефтеперерабатывающих компаний позволил выявить, что в рамках затратного подхода для расчета рыночной стоимости имущественного комплекса целесообразно определять затраты на замещение технологического оборудования в разрезе функционально-технологической схемы (далее – ФТС). Элементами ФТС являются здания, сооружения, комплексы оборудования, представляющие собой блоки, выполняющие определенные функции в составе имущественного комплекса предприятия, рассматриваемого как единое целое.

Элементы ФТС представляют собой комплекс имущества, предназначенного для выполнения определенного технологического процесса. Оценка элементов ФТС производится в разрезе технологических объектов, с учетом всей необходимой инфраструктуры.

В диссертации предложен новый способ расчета затрат на замещение имущественного комплекса, основанный на выведенной зависимости стоимости создания нового нефтеперерабатывающего предприятия и технологической сложности оборудования, которое включено в его поточную схему. Расчет затрат на замещение имущественного комплекса компании производится по следующей формуле:

$$ЗЗ_{компания} = ЗЗ_{ТО} + ЗЗ_{И} + ЗЗ_{ТВО} + ЗЗ_{НВО}, \text{ где} \quad (1)$$

$ЗЗ_{ТО}$ - затраты на замещение технологического оборудования, руб.;

$ЗЗ_{И}$ - затраты на замещение инфраструктуры, руб.;

$ЗЗ_{ТВО}$ - затраты на замещение технологических внешних объектов, руб.;

$ЗЗ_{НВО}$ - затраты на замещение нетехнологических внешних объектов, руб.

Затраты на замещение технологических основных средств напрямую зависят от их производительности: чем выше производительность, тем больше стоимость. Однако все установки имеют различную номенклатуру выходов нефтепродуктов, поэтому для приведения всех установок к единой базе предложено рассчитать показатель эквивалентной дистилляционной производительности (ЭДП) для каждого производственного актива.

Формула для расчета ЭДП выглядит следующим образом⁶:

$$ЭДП_{ТО} = \sum [(ПУ \times КС \times КП) \times ККр], \text{ где} \quad (2)$$

⁶Oil & Gas Journal Online Research Center. Daniel Johnson & Co, 1-1-2004.

ПУ - производительность оборудования, тонн в год;
КС - коэффициент Нельсона;
КП - коэффициент пропорциональности;
ККр - коэффициент кратности или повторяемости.

$$КП = \frac{\text{Время эксплуатации оборудования, \% от времени года}}{100}$$

ЭДП технологического оборудования суммируется с ЭДП внешних объектов для получения ЭДП предприятия. Индекс сложности Нельсона используется для сравнения относительной технологической сложности. Он представляет собой частное от деления ЭДП предприятия на суммарную производительность установок атмосферной дистилляции. Предлагается следующая формула:

$$КИ = \frac{\text{ЭДП}}{\text{ПУАД}}, \text{ где} \quad (3)$$

ПУАД - производительность установок атмосферной дистилляции, тонн⁷.

После расчета конфигурационного индекса по предприятию необходимо определить затраты на замещение технологического оборудования. Расчет затрат на замещение производится по следующей формуле:

$$ЗЗ_{ГО} = КИ_{ГО} \times M \times СС_{1\text{тонны}}, \text{ где} \quad (4)$$

КИ_{ГО} - конфигурационный индекс (индекс сложности);

M - мощность оборудования, тонн;

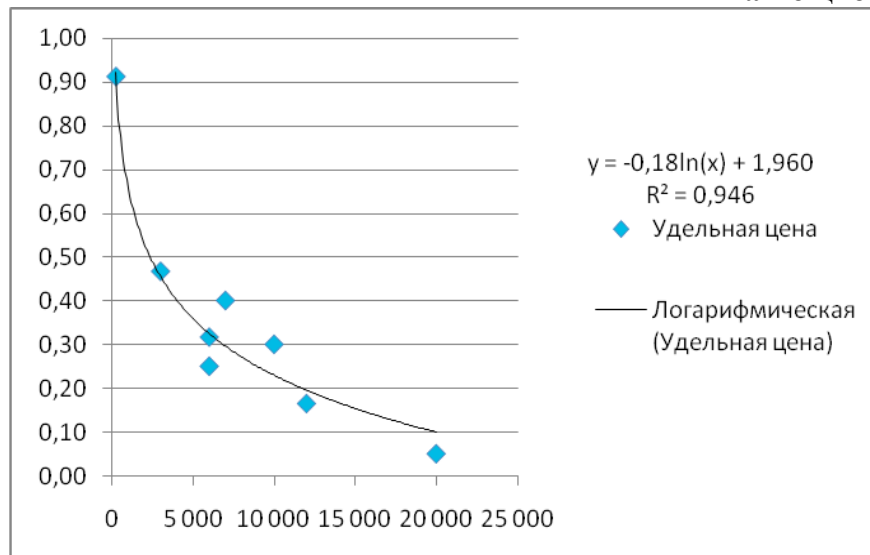
СС_{1тонны} - удельный показатель стоимости создания установки атмосферной перегонки нефти, руб.

Затраты на замещение технологического оборудования базируются на рыночных данных об удельном показателе стоимости создания установок атмосферной перегонки нефти. Для расчета требуется использовать не менее 5-6 аналогов, имеющих сопоставимую мощность и расположенных в одном регионе страны, т.к. географические, логистические и законодательные особенности могут существенно различаться в разных регионах России. Затраты на замещение инфраструктурных объектов, технологических и нетехнологических внешних объектов определяются в процентном соотношении от затрат на замещение технологических основных средств.

Распределение удельной стоимости затрат на замещение в зависимости от общей мощности атмосферной переработки приведено на Рис. 4.

⁷Oil & Gas Journal Online Research Center. Daniel Johnson & Co, 1-1-2004.

Рис. 4. Удельный показатель стоимости создания*, в млн. долл. США на мощность, тыс. тонн



* На основе информации о стоимости создания 8 нефтеперерабатывающих предприятий России.

Расчет рыночной стоимости имущественного комплекса нефтеперерабатывающей компании в рамках затратного подхода с использованием укрупненной оценки профильных производственных активов через компоненты ФТС позволяет, во-первых, существенно сократить время расчета затрат на замещение, во-вторых, использовать рассчитанный индекс сложности Нельсона в сравнительном подходе.

В результате использования предложенного способа могут быть рассчитаны затраты на замещение профильных основных средств нефтеперерабатывающих предприятий, что обеспечивает сокращение времени расчетов на 50 % без потери точности.

Проведенное исследование позволило сформулировать рекомендации по совершенствованию методов оценки акций и активов российских нефтеперерабатывающих компаний:

1. использование регрессионных и фундаментальных коэффициентов бета при расчете ставки дисконтирования в методе дисконтированных денежных потоков на базе котировок всех торгуемых акций отечественных нефтеперерабатывающих компаний вне зависимости от применения давальческой схемы переработки нефти;
2. наряду с общепринятыми показателями (цена/денежный поток, цена/прибыль, цена/выручка от реализации) использование мультипликаторов, характеризующих отраслевые особенности: цена/установленная мощность, цена/объем переработки, в результате применения которых усиливается финансовая обоснованность результатов сравнительного подхода;

3. применение укрупненного метода расчета затрат на замещение имущественного комплекса нефтеперерабатывающего предприятия через элементы функционально-технологической схемы предприятия.

Предложенные в диссертации научные положения будут способствовать повышению эффективности механизма оценки российских нефтеперерабатывающих компаний. Повышение качества методов оценки в текущих экономических условиях позволит повысить востребованность оценки на инвестиционном рынке России.

III. ПЕРЕЧЕНЬ ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Статьи в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России:

1. Тулина Ю.С. Особенности расчета коэффициента бета российских нефтеперерабатывающих заводов в условиях экономической нестабильности. [Текст] / Ю.С. Тулина // Вестник Финансового университета. – 2012. – № 1 (67). С. 115-127. (1,25 п.л.).
2. Тулина Ю.С. Особенности расчета затрат на замещение профильных основных средств нефтеперерабатывающего завода. [Текст] / Ю.С. Тулина // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2012. – № 3 (126). С. 26-35. (0,79 п.л.).
3. Тулина Ю.С. Чего стоит завод перестроить. [Текст] / Ю.С. Тулина // Нефть России. – 2012. – № 6. С. 64-68. (0,51 п.л.).
4. Тулина Ю.С. Исследование факторов стоимости нефтеперерабатывающего завода. [Текст] / Ю.С. Тулина // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2012. – № 8 (131). С. 81-88. (0,69 п.л.).
5. Тулина Ю.С. Анализ зарубежной практики оценки нефтеперерабатывающих заводов. [Текст] / Ю.С. Тулина // Экономический вестник Республики Татарстан. – 2012. – № 3. С. 67-71. (0,84 п.л.).

Статьи, опубликованные в других научных изданиях и журналах:

6. Тулина Ю.С. Специфика оценки активов нефтеперерабатывающих заводов (§2.4 Главы 2 Монографии «Оценка стоимости активов: актуальные вопросы теории и практики») [Текст] / М.А. Федотова, Ю.С. Тулина // Под ред. проф. М.А. Федотовой, проф. Т.В. Тазихиной. – М.: Финансовый университет, 2011. С. 72-84. (0,88/0,58 п.л.).
7. Yulia Tulina. Refining needs upgrading. (Перерабатывающая отрасль нуждается в модернизации). [Текст] / Yulia Tulina // Oil of Russia. – 2012. – № 3. С. 42-45. (0,51 п.л.).