



Процессы, происходящие на современном этапе в российской экономике, привели к возрождению и развитию оценочной деятельности, актуальность и востребованность результатов, которой в условиях рынка фактически неоспоримы. Оценка и ее ключевая категория – «стоимость» являются комплексным показателем целесообразности, полезности и значимости того или иного результата какой-либо деятельности в сфере рыночных отношений.

Оценка стоимости предприятия – представляет собой упорядоченный, целенаправленный процесс определения в денежном выражении стоимости предприятия с учетом потенциального и реального дохода, приносимого им в определенный момент времени в условиях конкретного рынка. Особенностью процесса оценки стоимости предприятия, несомненно, является ее рыночный характер.

Это означает, что оценка стоимости предприятия не ограничивается учетом лишь одних затрат на создание или приобретение оцениваемого объекта, она обязательно учитывает всю совокупность рыночных факторов: фактор времени, фактор риска, рыночную конъюнктуру, уровень и модель конкуренции, экономические особенности оцениваемого объекта, его рыночное реноме, а также макро- и микроэкономическую среду обитания. При этом подходы и методы, используемые оценщиком, определяются, в зависимости, как от особенностей процесса оценки, так и от экономических особенностей оцениваемого объекта, а также от целей и принципов оценки.

Объектом исследования представленной курсовой работы является оценка стоимости современного предприятия (бизнеса). Предметом исследования работы – оценка стоимости предприятия (бизнеса) в современных условиях.

Изучение выбранной темы предполагает достижение следующей цели – исследовать основные теоретические и практические аспекты оценки стоимости предприятия (бизнеса).

В соответствии с определенной целью в представленной курсовой работе были поставлены и решены следующие задачи:

- исследовать теоретические и методические основы оценки стоимости предприятия (бизнеса) с точки зрения практической реальной экономики;
- рассмотреть процесс оценки стоимости предприятия (бизнеса)
- изучить подходы и методы к оценке стоимости предприятия (бизнеса)
- раскрыть суть доходного подхода и его методов
- обобщить полученный материал в данной работе и сделать выводы.

## **Оценка стоимости нефтегазовых компаний**

### **Стоимость компании (EV)**

Enterprise Value представляет собой оценку стоимости компании с учетом всех источников ее финансирования: долговых обязательств, привилегированных и обыкновенных акций, доли участия внешних владельцев и денежных средств.

Рассчитывается она на базе рыночной капитализации компании (Market Capitalization) с учетом ее чистого долга (Net Debt) и доли акций, принадлежащей миноритарным акционерам (Minority Interest):

$Enterprise\ Value = Market\ Capitalization + Net\ Debt + Minority\ Interest$

Стоимость компании = Рыночная капитализация + Чистый долг + Доля меньшинства

Данные о рыночной капитализации компании можно найти на финансовых сайтах, в частности, на Yahoo!Finance. Здесь же в балансе компании (Balance Sheet) можно узнать величину ее обязательств и долю участия внешних владельцев.

### **1. Стоимость компании к DACF (EV/DACF)**

В связи с тем, что большинство нефтегазовых компаний сильно закредитованы, применение стандартного коэффициента Цена/Денежный поток (Price to Cash Flow, P/CF) для их сравнения неэффективно. Потому как высокий объем долгов заставляет P/CF компаний выглядеть лучше и тем самым искажает оценку. Для устранения такого эффекта был разработан показатель EV/DACF. При его расчете используется денежный поток от операций с поправкой на финансовые расходы: процентные выплаты, налог на прибыль, привилегированные акции. Это делает его объективней P/CF и позволяет сопоставлять компании с различным

размером долгов. Рассчитывается EV/DACF как:

$EV/DACF = \text{Enterprise Value} / \text{Debt Adjusted Cash Flow}$

$EV/DACF = \text{Стоимость компании} / \text{Величина скорректированного на долги денежного потока от операций}$ , где

$\text{Debt Adjusted Cash Flow} = \text{Operating Cash Flow} + \text{Interest Expense} + \text{Current Income Taxes} + \text{Preferred Shares}$

Скорректированный на долги денежный поток от операций = Денежный поток от операций + Процентные выплаты + Текущие налоги на прибыль + Привилегированные акции

Данные о величине денежного потока от операций берутся из отчета о движении денежных средств (Cash Flow Statement), о финансовых расходах – из отчета о прибылях и убытках (Income Statement), а о стоимости привилегированных акций – из бухгалтерского баланса (Balance Sheet). Найти отчеты компании можно на уже упомянутом Yahoo!Finance.

**!** Важный момент. Многие нефтегазовые компании приводят значение EV/DACF в своих презентациях или отчетах. В таких случаях полезно узнать, как они его вычисляют. Дело в том, что данный коэффициент является non-GAAP метрикой и порядок его расчета не утвержден стандартами учета. В результате чего методы его оценки могут варьироваться от компании к компании.

## **2. Стоимость компании к EBITDA (EV/EBITDA)**

Данный показатель соотносит стоимость компании с ее прибылью до вычета налогов, процентов и амортизации (EBITDA) и позволяет судить об эффективности бизнеса вне зависимости от его долговой нагрузки, налоговой политики и способа начисления амортизации. За счет этого EV/EBITDA подходит для сравнения компаний между собой, в том числе, работающих в разных странах. Рассчитывается он как:

$EV/EBITDA = \text{Enterprise Value} / \text{Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Depletion and Amortization}$

$EV/EBITDA = \text{Стоимость компании} / \text{Прибыль до вычета налогов, процентов, истощения запасов и амортизации}$

Коэффициент EV/EBITDA применим для отраслей, где амортизация и процентные выплаты составляют существенную статью расходов. Поэтому он не применим для оценки нефтегазовых компаний, которые в силу своей специфики имеют высокий объем капитальных затрат, истощения ресурсов и долговой нагрузки. Данные о расходах на разведку можно найти в отчете о прибылях и убытках в статье Exploration expenses, including dry holes.

## **2.1. Стоимость компании к EBITDAX (EV/EBITDAX)**

Разновидностью коэффициента EV/EBITDA является показатель EV/EBITDAX, рассчитываемый как:

EV/EBITDAX = Enterprise Value/Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, Depletion, Amortization and Exploration Expenses

EV/EBITDAX = Стоимость компании/Прибыль до вычета налогов, процентов, истощения запасов, амортизации и расходов на разведку

Данный коэффициент широко используется в США для устранения влияния различий в учете расходов на разведку. Эти расходы компании могут учитывать по-разному – по методу полной стоимости (Full Cost Method) или успешных усилий (Successful Efforts Method). При этом стандартами учета US-GAAP разрешен только метод успешных усилий и не случайно.

Дело в том, что по методу полной стоимости можно капитализировать затраты (то есть относить их к долгосрочным активам), не зависимо от продуктивности скважин, в то время как по методу успешных усилий этого делать нельзя. По нему капитализировать можно только затраты по успешно функционирующим скважинам, а стоимость непроизводительных скважин необходимо относить на расходы.

## **3. Стоимость компании к добыче в день (EV/BOE/D)**

Данный мультипликатор известен также как «Цена за текущий баррель» (Price Per Flowing Barrel) и является одним из значимых индикаторов инвестиционной привлекательности нефтегазовой компании. В основе его расчета лежат стоимость предприятия (Enterprise Value) и показатель ежедневной добычи (Daily Production) в баррелях нефтяного эквивалента в сутки (BOE Per Day, BOE/D):

EV/BOE/D = Enterprise Value/Production BOE Per Day

$EV/BOE/D = \text{Стоимость компании} / \text{Добыча в день}$

$EV/BOE/D$  хорошо подходит для сравнения компании с конкурентами и позволяет быстро понять, торгуется ли она с премией или дисконтом. Однако, работая с данным коэффициентом, следует помнить, что он не учитывает добычу на неразработанных месторождениях и расходы на их разработку. Поэтому для надежности оценки следует проанализировать затраты компании на освоение новых ресурсов и убедиться в ее способности их покрывать (проверив запасы наличности и денежный поток).

#### **4. Стоимость компании к доказанным и вероятным запасам (EV/2P)**

Коэффициент  $EV/2P$  позволяет понять, насколько компания обеспечена запасами для поддержания текущего уровня добычи и получения дохода от своей операционной деятельности. Эта метрика хороша тем, что не требует никаких предположений и особенно актуальна, когда денежный поток компании неустойчив и с трудом прогнозируем. Рассчитывается  $EV/2P$  как:

$EV/2P \text{ Ratio} = \text{Enterprise Value} / \text{Proven} + \text{Probable Reserves}$  (сокр. 2P)

$EV/2P \text{ Ratio} = \text{Стоимость предприятия} / \text{Доказанные} + \text{Вероятные запасы}$

Разновидностью данного показателя является  $EV/3P \text{ Ratio}$ , в расчете которого участвуют три вида запасов доказанные, вероятные и возможные (Proven + Probable + Possible Reserves, сокр. 3P). Но в связи с тем, что возможные запасы имеют лишь 10%-ную вероятность добычи, для оценки нефтегазовых компаний чаще используется показатель  $EV/2P$ .

#### **Анализ коэффициентов**

Как анализировать значения данных коэффициентов? В совокупности и в сравнении. Что я имею в виду? То, что каждый из показателей нужно рассматривать через призму других и соотносить их с отраслевыми значениями. Потому как все познается в сравнении, и только сопоставив результаты компании по отрасли и с конкурентами, можно понять, насколько она дорога или дешева.

Это справедливо для всех стоимостных коэффициентов. Так, если они у компании выше, чем в среднем по отрасли, то это может указывать на переоцененность ее акций или на то, что рынок ожидает их дальнейшего роста. Аналогично, если значения коэффициентов ниже среднеотраслевых, то это может

говорить о недооцененности бумаг, либо о сомнении рынка в будущих прибылях компании.

Как видно, анализ ценовых коэффициентов – наиболее простой и доступный способ для проведения оценки. Однако он не может использоваться как основной. Прежде всего потому, что, покупая акции компании, вы платите за ее завтрашнюю, а не вчерашнюю прибыль. А значит, вам важно знать ее потенциал. Есть ли он у той или иной компании, вы сможете понять, изучив ее отчетность и бизнес. Вы легко справитесь с этой задачей, прочитав более ранние записи блога или заглянув ко мне на практикумы.

### **Заключительные мысли**

Большинство крупных нефтегазовых компаний являются вертикально интегрированными холдингами и сочетают в своей деятельности upstream, midstream и downstream операции (о них мы говорили в первой части в разделе Отраслевые термины, понятия и сокращения), то есть осуществляют полный цикл операций от разведки до продажи сырья конечному покупателю.

Эффективность в нефтегазодобывающем бизнесе определяется тем, обеспечена ли компания достаточным уровнем запасов, и восполняет ли она свои запасы в необходимом объеме. Поэтому при анализе нефтяных и газовых компаний первостепенное внимание нужно уделять показателям добычи и запасов, используя для их оценки такие отраслевые метрики, как: 1. P/R Ratio. 2. Reserve Life Index. 3. RRR Ratio.

Необходимость постоянного восполнения запасов требует значительных капитальных расходов на изыскание и разработку новых месторождений. Для финансирования этих затрат большинство нефтегазовых компаний привлекают заемный капитал и работают с высоким уровнем леввериджа. В условиях снижения цен на сырье это создает давление на бизнес и несет риск банкротства.

Для анализа риска банкротства при изучении компании важно оценивать ее способность генерировать устойчивый денежный поток и соотносить запас ее финансовой прочности с бременем долгов. Для этого необходимо провести экспресс-анализ баланса и проверить кредитоспособность компании, например, используя модель Альтмана.

Добывающий бизнес в значительно большей степени, чем перерабатывающий, зависит от динамики цен на сырье. Это необходимо учитывать при анализе

структуры выручки компании и оценке инвестиционных рисков, ключевым из которых является непредсказуемость цен на нефть.

Для анализа инвестиционной привлекательности нефтяных и газовых компаний лучше всего подходят следующие коэффициенты: 1. EV/DACF 2. EV/EBITDA (EBITDAX) 3. EV/BOE/D; 4. EV/2P. Наряду с универсальными ценовыми мультипликаторами (P/E, P/B, P/S и P/CF) они позволяют получить объективное представление об оценке компании рынком.

## **ПРИНЦИПЫ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА**

Единую базу оценки стоимости любого объекта, в том числе и имущества предприятия, составляют **принципы оценки бизнеса**.

Все принципы оценки бизнеса можно разделить на три группы: основанные на представлениях собственника; связанные с особенностями объекта оценки и его эксплуатацией; обусловленные воздействием рыночной среды.

В группу **принципы оценки бизнеса, основанные на представлениях собственника**, входят:

**Принцип полезности** - является более важным для целей управления стоимостью имущества предприятия. Любой объект (имущество) может обладать стоимостью, если он способен удовлетворять потребность реального или потенциального собственника в течение определенного периода. Согласно данному принципу полезность одного и того же объекта для всех участников рынка неодинакова. Данный принцип открывает возможность вести речь о стоимости и вообще, об оценке как таковой. Очевидно, если оцениваемый объект бесполезен и по этой причине ни кому не нужен, то, скорее всего, он не будет обладать положительной стоимостью;

**Принцип замещения** - максимальная стоимость имущества предприятия на открытом конкурентном рынке не может быть больше наименьшей цены, за которую может быть приобретен или создан другой объект, обладающий такой же полезностью. Принцип действует для всех объектов, кроме, пожалуй, уникальных - вследствие отсутствия аналогов и фактической невозможности воспроизведения. Из данного принципа, закладывающего основу сравнительного подхода оценки имущества предприятия, следует, что стоимость объекта имеет некую привязку к

стоимости других сходных объектов собственности и тяготеет к среднерыночному уровню;

**Принцип ожидания** (принцип полезности) - рыночная стоимость объекта отражает наши представления о его ожидаемой полезности, о будущих выгодах. Объект будет стоить ровно столько, сколько принесет доходов. Данный принцип является основой применения доходного подхода.

Вторая группа включает **принципы оценки бизнеса, связанные с особенностями объекта оценки и его эксплуатацией:**

**Принцип вклада** - рыночная стоимость объекта увеличивается при добавлении нового фактора, формирующего доход объекта. Сумма, на которую увеличивается рыночная стоимость, может не соответствовать стоимости добавленного фактора.

**Принцип добавочной продуктивности** - добавочная продуктивность определяется чистым доходом, относящимся к земле, после компенсации затрат на труд, капитал и управление. На практике дополнительный доход владелец может получать за счет того, что его собственность расположена в более выгодном месте;

**Принцип предельной производительности** - изменение того или иного фактора производства может увеличивать или уменьшать стоимость объекта. Обычно по мере добавления ресурса стоимость объекта сначала возрастает, потом прирост стоимости по отношению к затратам на дополнительный ресурс уменьшается, далее прирост стоимости прекращается, и, наконец, затраты на ресурс начинают превышать рост стоимости объекта;

**Принцип сбалансированности** - любому типу собственности соответствует оптимальное сочетание факторов производства.

**Принципы оценки бизнеса, обуславливаемые воздействием рыночной среды, составляют третью группу:**

**Принцип зависимости** - стоимость оцениваемой собственности зависит от характера и стоимости окружающего имущества. В районах элитной застройки

стоимость квартир в типовых домах выше, чем в обычном районе;

**Принцип соответствия** - максимальная стоимость достигается, когда особенности и характер использования собственности соответствуют потребностям и ожиданиям местного рынка;

**Принцип спроса и предложения** - знаменитый принцип классической экономики. Цена определяется взаимодействием спроса и предложения. Растет спрос - растет стоимость. Растет предложение - стоимость падает;

**Принцип конкуренции.** Когда на рынке начинают расти прибыли, рынок становится привлекательным, вследствие чего обостряется конкуренция и прибыли снова снижают. Конкуренция устанавливает справедливую рыночную стоимость;

**Принцип изменения** - стоимость изменяется во времени;

**Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования** можно выделить отдельно. В соответствии с ним оценка рыночной стоимости имущества предприятия, когда это, возможно, осуществляется на основе анализа, позволяющего определить наилучшее и наиболее эффективное использование. При этом учитываются юридические ограничения, решения местных органов власти и, конечно, экономическая целесообразность такого использования. Например, имея свой бизнес, вы производите специфическую продукцию с ограниченным спросом. Если анализ наилучшего и наиболее эффективного использования выявит, что незначительная модификация оборудования позволит расширить ассортимент, найти новые рынки сбыта и увеличить доходы, рыночная стоимость имущества предприятия будет оценена выше, чем при существующем использовании ресурсов даже в случае, если вы не собираетесь что-либо менять в структуре производства. Этот принцип лежит в основе метода управления стоимостью, направленного на ее максимизацию и базирующегося на анализе различных факторов, влияющих на нее.

## **Заключение**

Оценка стоимости предприятий (бизнеса) позволяет решать многие насущные задачи в рыночной экономике. Будучи важным инструментом рыночной экономики, стоимостная оценка должна быть определенным образом организована. От этого

зависит качество работы оценщиков, эффективность и адекватность принимаемых с их помощью решений. Оценка стоимости предприятия не ограничивается учетом лишь одних затрат на создание или приобретение оцениваемого объекта, она обязательно учитывает всю совокупность рыночных факторов: фактор времени, фактор риска, рыночную конъюнктуру, уровень и модель конкуренции, экономические особенности оцениваемого объекта, его рыночное реноме, а также макро- и микроэкономическую среду обитания. При этом подходы и методы, используемые оценщиком, определяются, в зависимости, как от особенностей процесса оценки, так и от экономических особенностей оцениваемого объекта, а также от целей и принципов оценки.

Оценка компании из нефтегазового сектора имеет особую специфику и подразумевает оценку еще многих фактов с применением отдельных принципов оценки бизнеса.

### **Список использованной литературы**

1. Учебник В. Е. Кацман, И. В. Косорукова, А. Ю. Родин, Харитонов С.В.-3-е изд., перераб. и доп. -М.: Соксовский финансово- промышленный университет "Университет",2012.-336с.(Университетская серия);
2. <https://mindspace.ru/24596-kak-otsenivat-aktsii-neftegazovyh-kompanij/>
3. <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kak-sravnivat-neftianye-kompanii>
4. <http://www.kribel.ru/ocenka/046.html>