

Дуан Юнь

Докторанттура DBA «Деловое администрирование»

Университет Narxoz

Традиционные подходы к оценке компании с учетом нефтяной отрасли

Последние события, связанные с короновирусом Covid-19, оказали значительное влияние на отечественную нефтегазовую промышленность. В результате низких цен на нефть, глобальных профицитов, снижения спроса и неопределенности по соглашению ОПЕК сокращение добычи, многие отечественные компании по разведке и добыче нефти сталкиваются с беспрецедентной ликвидностью, которая требует реализации стратегий реструктуризации с применением оценки компании.

Оценка в нефтегазовой отрасли значительно сложнее, чем оценка компаний во многих других отраслях. Так как необходимо учитывать геологические запасы, инженерные данные и ценовые допущения, которые определяют стоимость компании. Существуют три традиционных подхода к оценке, которые наиболее часто используются на практике - это доходный, рыночный подход и на основе активов [1].

В доходном подходе используется метод дисконтирования денежных потоков. Метод DCF определяет стоимость на основе суммы двух частей: свободного от долга денежного потока в течение прогнозного периода (обычно от трех до пяти лет) и конечной стоимости, которая представляет собой оставшуюся стоимость компании вне периода прогноза [3].

Свободный от долга денежный поток, который ожидается получить в течение прогнозного периода, должен быть уменьшен до его приведенной стоимости. При этом, денежный поток дисконтируется на средневзвешенную стоимость капитала. WACC - это средневзвешенная стоимость задолженности и

собственного капитала. Применяемая при расчетах ставка дисконтирования состоит из ряда компонентов, включая премию за риск компании. Чем ниже WACC, тем выше приведенная стоимость денежных потоков. Конечная стоимость - это оставшаяся стоимость компании после периода прогнозирования. Конечная стоимость может быть рассчитана исходя из предположения о постоянном росте конечного свободного от долгов денежного потока или кратном конечному EBITDA компании [5].

Рыночный подход подразумевает сравнительный анализ компаний, и он позволяет оценить стоимость бизнеса путем разработки мультипликатора, основанного на ценах, по которым торгуются ценные бумаги аналогичных компаний на открытом рынке. Затем мультипликатор применяется к историческим операционным результатам (обычно EBITDA за последние двенадцать месяцев). По данным отчета нефтяного эксперта Sabine Oil & Gas Corporation, к показателям, специфичным для нефтедобывающих компаний, используемых в сравнительном анализе, относится скорректированная стоимость предприятия (рыночная стоимость капитала плюс рыночная стоимость долга за вычетом наличных средств) / LTM EBTIDA плюс расходы на геологоразведку (EBITDAX) и скорректированная выручка BEV / LTM. Трудность возникает в выборе компаний-аналогов (размер, отрасль, продукт / услуги, географический регион, клиентская база, размер прибыли, модели роста) [4].

Для разведки и добычи существуют и такие переменные сопоставимости как база запасов, состав нефти и газа, срок службы запасов, область деятельности. Согласно официальному документу, опубликованному Deloitte, компаниям, занимающимся разведкой и добычей, сложно выбрать сопоставимые переменные, потому что ресурсы истощаются, мультипликаторы могут сильно отличаться и мультипликаторы неосвоенных месторождений редко публикуются.

Методы оценки стоимости предприятия по активам состоят из оценки балансовой стоимости предприятия, стоимости замещения и ликвидационной

стоимости. Этот анализ начинается с баланса компании, производится корректировка (в сторону увеличения или уменьшения) стоимости активов до отражения «справедливой стоимости», вносятся поправки в статьи внебалансовых активов и обязательств и сравнивают совокупную стоимость активов и пассивов. Нескорректированные балансы подготовлены в соответствии с принятыми принципами бухгалтерского учета и они являются несовершенными для оценки стоимости.

Основными активами нефтегазовой компании являются запасы нефти и газа, которые трудно определить и которые опираются на геологические и инженерные данные, представленные компанией, являющиеся доступными на момент оценки. Отправной точкой для оценки запасов является отчет о запасах, подготовленный инженерами компании.

В отчете о запасах оценивается количество (обычно выражаемое в баррелях нефтяного эквивалента («бнэ») или тысячах кубических футов эквивалент («mcfe») для газа) на основе следующих шести категорий:

- разрабатываемые добываемые запасы («PDP»);
- разрабатываемые не добываемые запасы («PDNP»);
- доказанные неразрабатываемые запасы («PUD»);
- доказанные вероятные запасы;
- возможные резервы;
- неразработанные запасы.

При этом, необходимо ответить на вопросы:

- как прогнозируемые объемы соотносятся с историческими объемами производства, если существенно отличается, то почему;
- какие допущения относительно бурения и капитальных затрат были использованы при разработке прогнозов для PUD;
- насколько сконцентрирована добыча по скважинам, месторождениям и регионам.

После того, как произведена количественная оценка запасов, следующим существенным фактором, влияющим на величину запасов, является ценовое

допущение, которое используется для определения дохода. Любые контракты хеджирования следует учитывать при ценообразовании. В документе, опубликованном Deloitte, отмечено, что обычно нефтегазодобывающие компании используют форвардные цены, установленные Нью-Йоркским Mercantile Exchange (NYMEX) или другие ориентиры ценообразования (Brent, WTI) в их моделях DCF [2]. Форвардная цена на период до пяти лет полезна для целей оценки, поскольку в течение этого времени ведется активная торговля фьючерсами. Но также необходимо учитывать фактор инфляции к цене фьючерса. Ценовые ориентиры могут сильно различаться в зависимости от местоположения месторождения. Разница в ценах на сырьевые товары - еще один ключевой показатель, который может повлиять на допущения, используемые в модели DCF. Цены на нефть и природный газ могут меняться в результате множества факторов, включая качество, транспортные расходы, близость к пункту доставки, внешние факторы. При проводимой оценке субъективность и профессиональное суждение может существенно повлиять на диапазон оценки запасов.

После того как аналитики определили цены реализации и предполагаемые объемы, они могут оценить нефтегазовую выручку от приобретенного имущества, умножив объемы на расчетные цены реализации.

Операционный денежный поток оцениваемой компании определяется путем вычета налога на добычу полезных ископаемых, адвалорных налогов, операционных затрат и затрат на ликвидацию из доходов от нефти и газа. Налоги на добычу полезных ископаемых - это налоги, взимаемые с производителей или всех, кто имеет долевое участие или роялти в нефтегазовых или минеральных операциях. Адвалорные налоги - это, по сути, налоги на имущество. Они взимаются на основе оценочной стоимости нефти и газа в скважине и сопутствующем оборудовании. Эксплуатационные затраты включают затраты на оплату труда и другие расходы на скважину и обычно прогнозируются на основе исторических затрат. Затраты на ликвидацию связанные с процессом ликвидации недостаточно добывающей или

непроизводящей нефтяной или газовой скважины (демонтаж скважинного оборудования, закупоривание скважины цементом, восстановительные экологические работы и пр.).

Далее определяется годовой налогооблагаемый доход и расходы по налогу на прибыль, для чего определяются общие и административные расходы, амортизация, расходы на истощение и нематериальные затраты на бурение [6].

Вычитание общих и административных расходов, амортизации, льгот, истощения из операционного денежного потока приводит к налогооблагаемому доходу от приобретенной собственности до учета чистых операционных убытков (NOL). Вычитание NOL, если таковые имеются, из дохода приводит к налогооблагаемому доходу. Ставка налога на прибыль, применяемая к налогооблагаемому доходу, широко варьируется в зависимости от местонахождения и налоговой истории покупателя. Умножение ставки налога на налогооблагаемую прибыль приводит к годовому расходу по налогу на прибыль. Вычитание расхода по налогу на прибыль из дохода до NOL приводит к получению дохода после налогообложения. Заключительные этапы оценки свободного денежного потока включают корректировки прибыли после налогообложения, такие как амортизация, бонусная амортизация, стоимость скважинного оборудования и оборудования, связанного с приобретенными запасами нефти и газа, истощением, добавляются обратно, потому что эти расходы не отражают фактический отток денежных средств от приобретенного имущества, а были вычтены для определения налогооблагаемой прибыли . Наконец, вычитается отток денежных средств, связанный с ожидаемыми капитальными затратами, поскольку эти суммы еще не отражены в прогнозируемых денежных потоках.

Полученные в результате свободные денежные потоки можно затем использовать для внутреннего бюджетирования или для оценок в рамках учета по справедливой стоимости. Используя эти прогнозируемые свободные денежные потоки в анализе дисконтированных денежных потоков,

дисконтированных с соответствующей ставкой дисконтирования, аналитики могут сделать вывод о стоимости нефтяной компании.

Стоимость запасов, в конечном счете, основана на прогнозируемом денежном потоке от собственности, на который влияют расходы на истощение. В общем, создается циклический или итеративный процесс, который можно решить с помощью электронной таблицы или финансовой модели.

Таким образом, оценка компаний в нефтегазовой сфере, основана на множестве субъективных предположений и корректировок, которые оказывают огромное влияние на выводы по стоимости компании. Необходимо выбирать надежных, проверенных экспертов, чтобы стоимость была максимально реалистичной.

Список литературы

- 1 Джаксыбекова Г.Н Стоимость компаний: теория и практика оценки в финансовом менеджменте. Монография. - Астана: ТОО «Беркут - Принт», 2015. - 447с.
- 2 Deloitte. Нефтегазовая и химическая промышленность. <https://www.deloitte.com/ru>
- 3 Miciuła, I. The universal elements of strategic management of risks in contemporary enterprises. Przedsiębiorczość Zarz. Entrep. Manag. 2018, pp. 313–323
- 4 Sabine oil & Gas Corporation <https://www.sec.gov>
- 5 Сапаргалиев С.Ш., Сапаргалиев Т.С. Практика оценки и экспертизы стоимости предприятия (бизнеса) / Под ред. С.Ш. Сапаргалиева. – Алматы: Сигнет Принт, 2016. – 410с
- 6 Hulten, C. & Hao, J. (What is a Company Really Worth? The Role of Internally-Produced Intangibles. The Conference Board, Inc: Trusted Insights for Business Worldwide, 2017. pp. 15-24