

УДК 339.94

Ф.Ф. Гарифуллин

## МЕТОДЫ ОЦЕНКИ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

*Аннотация.* В статье представлены результаты исследований, выполненных в рамках проведения сравнительного анализа наиболее распространенных, эффективных подходов и методов оценки нефтегазовых компаний. Сделаны выводы о необходимости применения совокупности методов для оценки сделок слияний и поглощений. Ведущая роль в статье отводится методу дисконтированных денежных потоков, который позволяет получить реальную ценность нефтегазовой компании, учесть синергетический эффект и возможные риски в разработанной автором методологии расчета средневзвешенной стоимости капитала в качестве ставки дисконтирования.

**Ключевые слова:** методы оценки слияний и поглощений, нефтегазовые компании, дисконтированный денежный поток, ценность компании, доходный подход.

Fannur Garifullin

## METHODS OF VALUATION FOR MERGERS AND ACQUISITIONS OF OIL AND GAS COMPANIES

*Annotation.* The article presents the results of research carried out in the framework of a comparative analysis of the most common, effective approaches and methods for assessing oil and gas companies. The conclusions about the need for a set of methods for evaluating mergers and acquisitions. The leading role in the article is given to the method of discounted cash flows, which allows to get the real value of oil and gas company, to take into account synergies and possible risks to the author developed the methodology for calculating the weighted average cost of capital as the discount rate (requires editing).

**Keywords:** methods of valuation for mergers and acquisitions, oil and gas companies, discounted cash flow, value of a company, the income approach.

В современных условиях сделки по слияниям и поглощениям нефтегазовых компаний играют заметную роль не только внутри одного государства, но и в международной экономике в целом, а оценка ценности (value) с использованием необходимых инструментов при слияниях и поглощениях является наиболее распространенной целью оценки. Федеральным стандартом оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки» прописаны следующие подходы: затратный, сравнительный, доходный. Указанные подходы широко применяются как в оценке отдельной компании, так и в ходе осуществления сделок слияний и поглощений нефтегазовых компаний. Следует учесть, что несмотря на многообразие методов, соответствующих отдельно взятому подходу, каждый из них имеет свою специфику.

Рассмотрим методы затратного подхода. Метод ликвидационной ценности применяется в ходе продажи компанией своих активов и погашения имеющихся обязательств вследствие прекращения хозяйственной деятельности. Ценность компании в данном случае определяется разностью между совокупной ценностью активов и затратами на ее ликвидацию. Благодаря этому методу появляется возможность определить базовое значение ценности компании. Метод чистой балансовой ценности считается одним из самых простых и быстрых методов для проведения предварительных расчетов по оценке активов. Для этого необходимо произвести вычет всех краткосрочных и долгосрочных обяза-

тельств из значения валюты баланса компании. В результате выявляется значение собственного капитала, который и является чистой балансовой ценностью активов. Метод скорректированной балансовой ценности используется в случае необходимости корректировки рассчитанной предыдущим методом остаточной ценности активов компании на инфляцию. Другими словами, активы компании подвергаются переоценке, результаты которой включаются в баланс суммой переоценки в актив и резервом переоценки в пассив. Метод стоимости замещения исходит из того, какие затраты понесет компания в случае замещения всех активов при условии сохранения хозяйствующего субъекта. Данный метод зачастую применяется в материалоемких отраслях промышленности, учитывая лишь ценность материальных активов. Метод восстановительной стоимости является аналогичным методу оценки по стоимости замещения. Отличие составляет возможность учета нематериальных активов при определении совокупных затрат на создание полностью идентичной компании. Несмотря на имеющиеся возможности и относительную простоту вычислений, затратный подход является наименее применимым для оценки сделок слияний и поглощений нефтегазовых компаний по многим причинам, основная из которых состоит в неспособности в полной мере учесть синергетический эффект.

В основе сравнительного подхода лежит сопоставление оцениваемой компании-кандидата на слияние и поглощение с аналогичными компаниями отрасли. Основная проблема его использования состоит в сложности формирования перечня аналогичных компаний в нефтегазовой отрасли, так как сопоставить множество факторов, отвечающих требуемым критериям в указанной отрасли, в силу недостаточной развитости российского рынка представляется порой невозможным. Использование усредняющих показателей ведет к искажению расчетов, подход не отражает объективную картину, в частности, в оценке потенциальных синергетических эффектов. Отсюда следует вывод, что применять сравнительный подход к оценке слияний и поглощений нефтегазовых компаний представляется целесообразным только на начальных этапах сделки. Метод компаний-аналогов (метод рынка капитала) служит способом определения среднерыночной стоимости компании на основе сложившихся на фондовом рынке цен на обыкновенные акции аналогичного объекта. Указанные цены после внесения в них соответствующих корректировок могут быть использованы для определения ориентировочной стоимости акций рассматриваемой для сделки компании. Зачастую метод компаний-аналогов применяется для оценки миноритарного пакета акций. Метод отраслевых коэффициентов дает возможность рассмотреть ценность компании-кандидата на слияние с точки зрения применения рекомендуемых экспертным сообществом и исследовательскими организациями соотношений, которые высчитываются исходя из данных, полученных в результате длительных наблюдений за соотношениями стоимости собственного капитала и финансово-производственными параметрами. Как следствие, результаты многолетних трудов были обобщены в ряде конкретных формул, согласно которым можно рассчитать ценность исследуемой компании. По некоторым ситуациям на основе анализа отраслевых данных оценщик самостоятельно формирует соотношения с учетом имеющейся специфики.

И все же, наличие существенных недостатков не позволяет ограничить оценку нефтегазовой компании сравнительным подходом. Это объясняется необходимостью постоянной верификации и внесения поправок в исходную информацию с помощью усредненных показателей, мультипликаторов и соотношений экспертного сообщества, которые зачастую искажают точность результатов. Кроме того, несформировавшийся объем достоверной информации о российских сделках по слияниям и поглощениям нефтегазовых компаний ставит целесообразность использования данного подхода под сомнение. Также необходимо учесть фактор ретроспективной направленности информации, которая используется для определения ценности компании. Учитывая изложенное можно прийти к выводу, что сравнительный подход не отвечает требованиям инвесторов относительно будущих доходов рассматриваемой компании.

По мнению автора, доходный подход и его методы способны сформировать конечное мнение о ценности нефтегазовой компании для принятия управленческого решения о проведении сделки

слияния или поглощения, так как наиболее точно позволяет оценить саму компанию, структуру капитала, затраты на интеграцию и синергетические эффекты. Доходный подход рассматривает ценность приобретаемого актива с точки зрения будущей прибыли с учетом времени и требуемой ставки. Ведущую роль в оценке слияний и поглощений нефтегазовых компаний занимает метод дисконтирования (свободного) денежного потока (DCF), согласно которому ценность объекта поглощения определяется исходя из прогнозирования, моделирования и приведения к текущей ценности ожидаемых денежных потоков целевой компании.

Оценка ценности компании по методу DCF производится в рамках разделения проекта на прогнозный и постпрогнозный периоды, когда вся «будущая жизнь компании» делится на два периода, формула 1 [2].

$$\frac{V_E}{(1+r)^1} = \underbrace{\frac{FCF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+r)^n}}_{\text{Прогнозный период}} - D_0 + \underbrace{\frac{FCF_{n+1}}{(1+r)^n}}_{\text{Постпрогнозный период}} / (r-g) = \frac{\sum FCF_i}{(1+r)^1} + TV - D_0, \quad (1)$$

где FCF (cash flow) – свободный денежный поток;  $r$  – ставка дисконтирования (WACC);  $g$  – устойчивый темп роста денежного потока;  $D_0$  – величина долга на дату оценки; TV (terminal value) – терминальная ценность бизнеса.

Исходя из формулы, значения денежного потока и ставка дисконтирования оказывают наибольшее влияние на сегодняшнюю ценность компании. При этом если ставка дисконтирования будет соответствовать стоимости привлечения собственного капитала, то в данном случае она отвечает интересам акционеров. Если же учитывать интересы всех инвесторов, то в качестве ставки дисконтирования необходимо использовать средневзвешенную стоимость капитала WACC, которая в научной литературе в упрощенном виде определяется по формуле 2 [2]:

$$WACC = K_d \cdot (1-T) \cdot W_d + K_e \cdot W_e, \quad (2)$$

где  $K_d$  – стоимость заемного капитала, %;  $K_e$  – стоимость собственного (акционерного) капитала, %;  $T$  – ставка налога на прибыль, доли ед.;  $W_d$  – удельный вес долга в совокупной оценке компании, доли ед.;  $W_e$  – удельный вес собственного капитала в совокупной оценке компании, доли ед.

Учитывая тот факт, что сделки слияний и поглощений нефтегазовых компаний зачастую осуществляются в многомиллионных и даже многомиллиардных суммах, роль WACC, имеющей тесную корреляцию с итоговым значением ценности компании, представляет наибольшую важность для корректной оценки сделок слияний и поглощений в данной отрасли. Указанное суждение подтверждает и тот факт, что изменение в сотых долях WACC влечет существенные изменения в расчетном значении ценности компании ( $V_E$ ). Учитывая изложенное, рассмотрим разработанную автором методологию расчета WACC для компаний нефтегазовой отрасли (см. табл. 1).

Метод экономической добавленной ценности (EVA) на практике часто используется в дополнение к методу дисконтирования денежного потока, что приводит к необходимости введения новых корректировок и, как следствие, усложнению расчетов. Основная идея EVA заключается в том, что за принятый риск собственники бизнеса хотят получить норму прибыли. Другими словами, норма возврата на собственный капитал должна быть не меньше, чем у альтернативных проектов с аналогичными рисками на рынке капитала. При невыполнении данного условия считается, что реальная при-

быль упущена, а собственники остаются в убытке от операционной деятельности своей компании. При EVA равно нулю можно констатировать получение прибыли лишь для компенсации рисков.

Таблица 1

### Определение средневзвешенной стоимости капитала

Показатель	Условные значения
30-летняя безрисковая ставка, % (USD) (www.treasury.gov), Rf	2,64 %
Бета безрычаговая для нефтегазовой отрасли, $\beta_u$ (Industry average)	1,04
Бета долга, $\beta_d = (K_d - R_f)/(R_m - R_f)$	1,17
Бета скорректированная, $\beta = \beta_u + (\beta_u - \beta_d) \cdot D/E$	0,93
Премия за риск (Rm-Rf) вложений в российские акции (сайт А.Дамодарана)	9,72 %
<u>Стоимость акционерного капитала, % (USD), <math>K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)</math></u>	<u>11,73 %</u>
Процентная ставка по депозитам СБ РФ (USD) – 12 months, \$%	1,70 %
Процентная ставка по депозитам СБ РФ (RUR) – 12 months, P%	8,30 %
<b><u>Скорректированная стоимость <math>K_e</math>, % (RUR), <math>(1+K_e) \cdot (1+P \%) / (1+\\$ \%) - 1</math></u></b>	<b>18,98 %</b>
Рыночная стоимость долга (доналоговая), $K_d$	14,0 %
Налог на прибыль	20,0 %
<b>Рыночная стоимость долга (после налогов)</b>	<b>11,2 %</b>
<b>Долг/Акционерный капитал, D/E</b>	<b>0,82</b>
Рыночная доля акционерного капитала, $W_e$	55,00 %
Рыночная доля долга, $W_d$	45,00 %
<b>WACC</b>	<b>15,48 %</b>

В качестве одного из параметров эффективности EVA представляет собой прибыль компании от операционной деятельности за вычетом налогов и уменьшенная на величину платы за весь инвестированный в компанию капитал, формула 3 [1]:

$$EVA_t = NOPAT_t - CE \cdot WACC_t, \quad (3)$$

где NOPAT<sub>t</sub> (net operating profit after tax) – операционная прибыль после налогообложения; CE (Capital Employed) – вложенный капитал; WACC<sub>t</sub> – средневзвешенная стоимость капитала.

При этом согласно формуле 4:

$$NOPAT_t = EBIT_t \cdot (1-t), \quad (4)$$

где EBIT (earning before interest and taxes) – операционная прибыль до уплаты процентов и налогов.

В методе EVA также может быть применена двухфазная модель с разбивкой на прогнозный и постпрогнозный периоды, для расчета которого используется усредненный темп роста на весь период по причине отсутствия определенных данных для выявления всех факторов. Таким образом, ценность компании по методу EVA находится по формуле 5 [2]:

$$V_E = C_0 + \underbrace{\sum (EVA_t / (1 + WACC_t)^t)}_{\text{Прогнозный период}} - D_0 + \underbrace{EVA_{n+1} / (WACC_n - g) / (1 + WACC_n)^n}_{\text{Постпрогнозный период}}, \quad (5)$$

где  $C_0$  – инвестированный капитал в компанию на сегодняшний день.

В теории и практике оценки сделок слияний и поглощений упоминается также о методе рыночной добавленной ценности MVA (market value added), применение которого часто связывают с методом EVA, поскольку расчетное значение MVA равно разнице между ценностью компании по методу EVA и ценностью активов компании по данным бухгалтерской отчетности.

Кроме приведенных выше можно выделить и другие методы, в частности, метод реальных опционов, метод Ольсона, метод оценки с помощью дерева целей и др. Помимо первых двух методов использование дерева целей не является распространенным явлением для оценки сделок слияний и поглощений нефтегазовых компаний, в которых зачастую не проводится пересчет большого количества альтернатив, а вместо этого в силу трудоемкости задачи упор делается лишь на анализе ограниченного количества компаний и целесообразности ее поглощения в заданных условиях. Тем не менее, использование данного метода может быть целесообразным на рынках с высокой волатильностью, рисками и неопределенностью при моделировании различных сценариев.

В большинстве случаев метод EVA дает идентичные методу DCF результаты, однако по причине различной чувствительности к исходным факторам, а также несовершенства построения модели по методу EVA конечные значения могут отличаться.

Таким образом, в целях оценки ценности нефтегазовых компаний все чаще применяется совокупность методов, которые нельзя рассматривать по отдельности при принятии решения об осуществлении сделок слияний и поглощений. Их использование обусловлено необходимостью применения новых способов оценки ценности компании, сочетающих преимущества всех подходов и сводящих к минимуму их недостатки.

#### Библиографический список

1. Бригхем, Ю. Ф. Финансовый менеджмент. Экспресс-курс / Ю. Ф. Бригхем, Дж. Хьюстон ; пер. с англ. А. Г. Колос, Е. Л. Бугаевой. – СПб. : Питер, 2011. – 544 с.
2. Тихомиров, Д. В. Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях : учеб. пособ. / Д. В. Тихомиров. – СПб. : СПбГУЭФ, 2011. – 132 с.