

## Развитие методов оценки рыночной стоимости вертикально-интегрированных нефтегазовых компаний

Научный руководитель – Ульянова Наталья Васильевна

*Потапов Дмитрий Аркадьевич*

*Аспирант*

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова, Экономический факультет, Кафедра учета, анализа и аудита, Москва, Россия

*E-mail: dmpov228@gmail.com*

В рамках проведенного ранее исследования в отношении применения метода дисконтированных денежных потоков (ДДП или DCF) для оценки рыночной стоимости нефтегазовых компаний были предложены ряд корректировок к расчету показателя свободных денежных потоков компании (FCFF) в рамках данного метода, включая следующие:

- Пересчет прогнозных операционных доходов с учетом нормализованных объемов и цен реализации, а также операционных расходов и капитальных вложений - с учетом нормализованных объемов производства (данные изменения также влияют на сумму инвестиций в оборотный капитал, учитываемую в прогнозных денежных потоках;
- Корректировка прибыли на неденежные статьи прибыли и убытка, которые оказывают влияние на величину налога на прибыль;
- Корректировка капитальных вложений с учетом инвестиций в слияния и поглощения, а также поступлений от продажи активов [1].

В результате применения указанных корректировок в рамках ретроспективной оценки стоимости трех нефтегазовых компаний - Royal Dutch Shell, ExxonMobil и ПАО «Лукойл» - были достаточно точно спрогнозированы прогнозные значения рыночной стоимости данных компаний на горизонте 1-2 лет от даты анализа [1].

Однако применительно к прогнозным финансовым и операционным показателям наблюдались определенные отклонения прогнозных показателей от фактических, в том числе в сумме выручки от продажи природного газа, EBITDA и капитальных вложений. В связи с этим, для повышения степени точности прогноза были предложены следующие дополнительные корректировки к прогнозу FCFF.

### **1. Разработка отдельной методологии для прогнозирования цен на природный газ и нефтепродукты**

В рамках проведенного ранее исследования был предложен подход к нормализации цен на нефть, что соответствует подходу, предложенному А. Дамодараном, согласно которому при оценке циклических компаний, в том числе компаний, осуществляющих продажу сырьевых товаров, целесообразно использовать нормализованные значения цен, то есть такой уровень цен, который отражает баланс спроса и предложения в середине цикла [2]. При этом период цикла в исследовании был определен исходя из последнего до даты анализа периода, когда среднеквартальные цены на нефть марки Brent дважды меняли направление движения, и данная динамика сохранялась как минимум в течение двух кварталов подряд (в нашем случае - 3.5 года), и данный подход был экстраполирован на прогноз цен на природный газ и нефтепродукты [1].

В то же время, между нефтью и природным газом наблюдаются определенные различия с точки зрения их ценообразования. Так, нефть является товаром, обращающимся на мировом уровне и зависящим от глобального спроса и предложения на данный энергоресурс, в то время как для цен на природный газ характерна значительная региональная специфика [3].

Аналогичный вывод можно сделать применительно к ценам на нефтепродукты, ценообразование которых также имеет свою специфику. При этом важность сегмента нефтепереработки для компаний нефтегазового сектора определяется тем, что средняя доля данного сегмента в выручке вертикально-интегрированных нефтегазовых компаний составляет 86% [5].

## **2. Расчет нормализованного уровня операционных расходов и капитальных вложений**

В соответствии с рассмотренным ранее подходом, в качестве базы для расчета прогнозных операционных расходов и капитальных вложений использовались значения данных показателей за последний исторический год [1], что предполагает расхождение в методологии прогнозирования доходной и расходной частей денежного потока.

Согласно подходу А. Дамодарана для оценки нефтегазовых компаний необходимо использовать нормализованные значения всех элементов денежных потоков, то есть их значения в середине цикла [2]. Соответственно, методология расчета нормализованных цен и объемов была также применена для прогноза операционных расходов и капитальных вложений, что способствовало повышению степени точности прогноза данных показателей.

## **3. Корректировка расчета терминальной стоимости**

В рамках стандартного метода DCF в качестве периода прогнозирования FCFF рассматривается 5-7 лет [4], за пределами которого рассчитывается терминальная стоимость компании. Однако в рамках проведенного исследования по оценке стоимости трех указанных выше нефтегазовых компаний доля терминальной стоимости в общей стоимости компаний составила от 57% до 75% [1], что говорит о высокой зависимости результатов оценки от постпрогнозной стоимости, а также от таких переменных, как ставка дисконтирования и долгосрочный темп роста.

В связи с этим, в рамках обновленного подхода было предложено увеличить продолжительность прогнозного периода, а также скорректировать подход к расчету терминальной стоимости. Корректировка расчета терминальной стоимости представляется важной в связи с ограниченностью и невозможностью бесконечного использования резервов нефти и газа, которыми владеет компания, в постпрогнозном периоде.

## **4. Интеграция в предложенную методологию сравнительного подхода**

Для верификации и дополнения результатов оценки стоимости, полученных в рамках доходного подхода, целесообразно провести оценку компании с использованием сравнительного подхода, который базируется на рыночных данных о мультипликаторах оценки стоимости компаний, работающих в том же сегменте, что и оцениваемая компания.

В то же время, для нефтегазовых компаний зачастую неприменимы традиционные мультипликаторы оценки, такие как  $EV / \text{Выручка}$ ,  $EV / EBITDA$  и  $P / E$ . В связи с этим, в исследовании будут рассмотрены варианты оценки стоимости нефтегазовых компаний с использованием специфичных для данной отрасли мультипликаторов, таких как  $EV / EBITDAX$  ( $EBITDA$  за вычетом расходов на геологоразведку),  $P / NAV$ ,  $EV / \text{Резервы}$ .

## **Источники и литература**

- 1) Ульянова Н.В., Потапов Д.А. Развитие метода дисконтированных денежных потоков для оценки рыночной стоимости вертикально-интегрированных нефтегазовых компаний // Аудит и финансовый анализ. 2022. No. 1-2. С. 1-8.
- 2) Damodaran A. The dark side of valuation. Valuing young, distressed, and complex businesses. Second edition. Pearson Education, 2010. С. 425.
- 3) Kaiser M. J. Oil and gas company production, reserves and valuation // M. J. Kaiser / Journal of Sustainable Energy Engineering. 2013. Vol. 1 (3). С. 220-235.

- 4) Pignataro P. Investment banking in practice: financial modeling and valuation. Wiley finance series, 2013. С. 288.
- 5) Bloomberg [Электронный ресурс] / Bloomberg L.P: official website. URL: <https://www.bloomberg.com/europe>