

## РЫНОЧНАЯ ОЦЕНКА КОМПАНИЙ

### (мультипликаторы)

Предпосылкой для проведения сравнительного анализа является выполнение «закона одной цены» (*the law of one price*), который утверждает, что два одинаковых актива не должны различаться по цене при хорошо функционирующем рынке и рациональном поведении инвесторов.

«Люди готовы заплатить за имущество (активы) не больше той суммы, за которую в настоящее время торгуются аналоги».

Главное достоинство сравнительного анализа — возможность получения мгновенной оценки рассматриваемого актива. Так как показатель «справедливая рыночная стоимость» ориентирован на дисконтированные денежные выгоды, то результат сравнительной оценки актива часто обозначается терминами «вмененная оценка» .

Показатели	Компания А	Компания Б
	млн. руб	млн. руб
Капитализация (P)	1 000	200
Чистая прибыль (E)	400	70
Выручка (S)	900	300
Балансовая стоимость (BV)	2000	100
Свободный денежный поток (FCF)	100	60
Запасы нефти (PR) млн.баррелей	100	50
<b>Мультипликаторы</b>		
P/E	2,5	2,9
P/S	1,11	0,67
P/BV	0,5	2,0
P/FCF	10,0	3,3
P/PR	10,0	4,0

### P/E (P/E ratio, Price/Earnings).

Данный мультипликатор отражает количество лет, за которые окупится цена акции, если предположить, что уровень прибыли постоянен и компания ее выплачивает акционерам в полном объеме. Считать коэффициент можно как в расчете на одну акцию, так и по компании в целом. Можно стоимость всей компании (P) разделить на ее чистую прибыль (E), а можно стоимость одной акции разделить на прибыль, приходящуюся на одну акцию — результат будет одинаковым. При прочих равных, чем меньше этот коэффициент относительно аналогичных компаний, тем более «дешевая» акция перед нами.

Сравним коэффициенты P/E компаний из примера. Прибыль компании «А» — 400 млн рублей, капитализация составляет 1 млрд рублей. Поделив капитализацию на прибыль, мы получаем текущее значение  $P/E = 2,5$ . Прибыль компании «Б» — 70 млн рублей, капитализация — 200 млн рублей, таким образом текущее значение P/E компании «Б» = 2,9.

Если предположить, что прибыль компаний останется на том же уровне, то коэффициент P/E показывает, что инвестиции в «А» окупятся за 2,5 года, а в «Б» только за 2,9. Таким образом, компания «А» выглядит привлекательнее для инвестиций по показателю P/E.

Если в пример добавить среднеотраслевое значение P/E, допустим, на уровне 5, то обе компании, и «А», и «Б» можно будет считать привлекательными для инвестирования. И наоборот, если среднеотраслевое значение будет на уровне 2, то эти компании будут считаться «переоцененными по прибыли», то есть «дорогими» для инвестирования. Поэтому важно также обращать внимание и на абсолютные значения коэффициентов, чтобы не попасть в ситуацию, в которой оказались инвесторы в Японии, покупавшие акции с коэффициентом P/E около 100.

### **P/S (P/S ratio, Price/Sales)**

Отношение капитализации компании (P) к ее годовой выручке (S) или сколько годовых выручек стоит компания. Выручка и, как следствие, коэффициент P/S – важная характеристика для оценки стоимости того или иного бизнеса, которая отражает размер востребованности бизнеса и его возможную прибыль.

Выручка компании «А» — 900 млн рублей, компании «Б» — 300 млн рублей. Таким образом, коэффициент P/S для компании «А» равен 1,11, для компании «Б» — 0,66. По показателю выручки компания «Б» выглядит привлекательнее для инвестиций относительно компании «А».

### **P/BV (P/BV ratio, price-to-book value)**

Показывает, сколько стоит один рубль чистых активов компании. Коэффициент состоит из двух показателей: в числителе, как и прежде, капитализация компании (P), а в знаменателе — ее балансовая стоимость (BV).

Балансовая стоимость компании «А» — 2 млрд рублей, «Б» — 100 млн рублей. Таким образом, коэффициент P/BV для компании «А» равен 0,5, для компании «Б» — 2.

Это означает, что при покупке акций компании «А» за 1 рубль Вы получаете 2 рубля стоимости чистых активов компании. При покупке акций компании «Б» на 1 рубль стоимости компании приходится 50 копеек чистых активов.

По данному показателю компания «А» выглядит значительно привлекательнее «Б».

### **P/FCF (P/FCF ratio, price-to-free cash flow)**

Показывает, сколько стоит один рубль свободного денежного потока, который генерирует компания. При расчете капитализация компании (P) делится на размер свободного денежного потока (FCF). Денежный поток — это денежные средства,

остающиеся в распоряжении компании после финансирования всех ее инвестиций и операционной деятельности. Если допустить, что весь свободный денежный поток доступен акционерам (например, в виде дивидендов), то можно сказать, что P/FCF показывает за сколько лет окупятся инвестиции в компанию за счет дивидендов.

Свободный денежный поток компании «А» — 100 млн рублей, «Б» — 60 млн рублей. Таким образом, коэффициент P/FCF для компании «А» равен 10, для компании «Б» — 3,33.

Компания «Б» выглядит гораздо привлекательнее с точки зрения размера чистого денежного потока, инвестируя 1 рубль в нее, Вы получаете 30 копеек денежного потока. В то время как 1 рубль, вложенный в компанию «А», даст только 10 копеек денежного потока.

### P/PR

Запасы компании «А» — 100 млн баррелей, «Б» — 50 млн баррелей. Коэффициент P/PR компании «А» — 10, компании «Б» — 4. Это означает, что сегодня за 1 баррель запасов компании «А» необходимо заплатить 10 рублей, а за 1 баррель запасов компании «Б» только

### Пример оценки (инвест.фирма ОЛМА).

.....Мы определили стоимость рассматриваемых предприятий **сравнительным подходом**, при этом в качестве аналогов мы использовали крупнейшие российские нефтяные компании (на наш взгляд, построение моделей дисконтированных денежных потоков для российских нефтяных компаний второго эшелона является неоправданным из-за непрозрачности их финансовых показателей по РСБУ и их сильной зависимости от политики материнских компаний).

### Коэффициенты

	Кап-я*,		EV,	EV /		P / E	EV / Запасы,	EV /
	\$ млн.	\$ млн.		EV / S	EBITDA			
Мегионнефтегаз	6	255.6	6 405.4	1.7	5.6	8.2	2.5	41.2
Оренбургнефть	3	977.6	4 295.3	2.0	5.6	8.1	2.4	34.9
Варьеганнефтегаз	1	177.3	1 231.6	2.4	9.9	22.9	0.8	37.2
Оренбурггеология		181.6	204.8	1.4	3.9	6.6	2.1	26.1
Пурнефтегаз	4	444.2	3 536.1	2.8	17.8	4.0	1.8	37.5
Сахалинморнефтегаз	1	608.9	1 779.5	5.2	28.6	69.8	1.2	80.8
Краснодарнефтегаз		830.3	588.3	2.6	13.0	81.3	2.9	24.7
Ставропольнефтегаз		81.8	114.8	0.8	6.0	40.7	1.4	14.9
Ритек		894.7	1 115.4	2.0	5.1	8.5	1.7	57.6
Варьеганнефть		521.4	617.8	2.9	18.4	-183.7	1.3	37.7
Саратовнефтегаз		367.1	430.5	1.7	7.5	9.6	2.7	36.2
Удмуртгеология		20.4	28.9	0.7	4.8	58.7	2.2	28.3
Удмуртнефть	2	464.5	2 531.7	2.6	8.4	15.1	2.4	56.1

<b>Среднее</b>			<b>2.1</b>	<b>7.5</b>	<b>8.2</b>	<b>1.9</b>	<b>40.8</b>		
<i>Российские вертикально-интегрированные нефтяные компании</i>									
Лукойл	70	681.8	72	592.8	1.3	7.2	11.5	3.6	103.0
Сургутнефтегаз	60	215.3	57	701.3	2.7	8.9	14.1	4.8	104.7
ТНК-ВР Холдинг	44	563.9	46	236.9	1.6	5.4	7.7	5.0	72.4
Газпромнефть	19	439.3	20	583.6	1.4	5.1	6.9	5.4	80.0
Татнефть	9	526.6	9	314.7	0.9	4.4	8.4	2.4	49.2
<b>Среднее</b>					<b>1.6</b>	<b>6.6</b>	<b>10.2</b>	<b>4.2</b>	<b>88.2</b>

\*На 06.07.06

Источник: данные компаний, Bloomberg, PTC, оценки ОЛМА

Источник: данные компаний, Bloomberg, PTC, оценки ОЛМА

Для каждой компании мы рассчитали две версии стоимости. Первая версия получена на основе операционных коэффициентов (EV/Запасы и EV/Добыча), вторая – финансовых (EV/Выручка, EV/EBITDA и P/E).

### Оценки по операционным и финансовым показателям

	Free float, \$ млн.	Дисконт за неликвид- ность	Оценка по операционным показателям, \$ млн.		Оценка по финансовым показателям, \$ млн.	
			Базовая	С учетом дисконта	Базовая	С учетом дисконта
Мегионнефтегаз	458.4	15.0%	12 179.2	10 352.3	7 065.4	6 005.6
Оренбургнефть	254.6	24.0%	8 931.5	6 791.3	4 301.6	3 270.8
Варьеганнефтегаз	99.3	30.8%	4 605.7	3 187.7	692.1	479.0
Оренбурггеология	10.5	34.7%	526.6	343.9	271.5	177.3
Пурнефтегаз	423.7	16.5%	9 232.4	7 706.8	5 534.3	4 619.8
Сахалинморнефтегаз	241.3	24.5%	3 901.9	2 944.2	285.4	215.3
Краснодарнефтегаз	36.3	33.6%	1 725.5	1 146.4	417.1	277.1
Ставропольнефтегаз	12.1	34.6%	478.0	312.5	100.3	65.6
Ритек	132.2	29.3%	2 000.0	1 413.1	1 000.0	706.5
Варьеганнефть	46.8	33.1%	1 636.3	1 094.7	115.7	77.4
Саратовнефтегаз	44.0	33.2%	790.7	528.0	352.1	235.1
Удмуртгеология	3.6	35.0%	64.3	41.8	29.7	19.3
Удмуртнефть	83.8	31.5%	4 127.5	2 828.5	1 689.1	1 157.5

Источник: оценка  
ОЛМА

Как мы уже отмечали ранее, большинство компаний группы подвержено трансфертному ценообразованию, что негативно сказывается на их финансовых показателях. В результате оценки по операционным коэффициентам оказались гораздо выше, чем по финансовым коэффициентам. В частности, для Сахалинморнефтегаза и Варьеганнефти разница оценок получилась более чем десятикратная. Между тем, финансовые показатели являются очень важными для инвесторов, поскольку они показывают способность компании зарабатывать деньги для своих акционеров, поэтому, на наш взгляд, справедливая стоимость компании должна учитывать обе версии оценки стоимости.....

Источник:

[file:///C:/Users/User/Downloads/Second\\_tier\\_oils\\_rus\\_060707.pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/Second_tier_oils_rus_060707.pdf)

## **РЫНОЧНАЯ ОЦЕНКА КОМПАНИЙ (сделки)**

.....Так как ценность месторождения (участка недр) определяется находящимися в нем полезными ископаемыми (УВ-сырьем), то использование затратного подхода (расчет суммы затрат на восстановление запасов месторождения) не имеет смысла при расчете вероятной рыночной и начальной стартовой стоимости запасов участков. По этой причине на практике затратный подход не применяется.

Сравнительный подход базируется на известной стоимости аналогичных объектов, в том числе полученной по результатам сделок с ними. При этом следует заметить, что сделки с месторождениями (участками недр) запрещены законодательно, а распределение объектов недропользования на аукционах не всегда носит репрезентативный характер. Поэтому в целях государственного регулирования недропользования сравнительный подход рассматривается как вспомогательный и только для оценки степени соответствия расчетного стартового платежа результатам фактической (по данным проведенных аукционов) стоимости запасов нефти, газа или условного топлива.

Анализ состояния изученности и структуры запасов объектов, выставяемых для проведения аукционов в 2004-2005 гг., показал, что многие участки слабо разведаны и, как правило, расположены в районах с плохо развитой инфраструктурой, отсутствием близко расположенных транспортных коммуникаций. В этой связи для таких участков при расчете стартовых платежей доходным методом возникает ряд трудностей:

-сложно обосновать относительно достоверные прогнозные профили добычи нефти, газа и конденсата в условиях отсутствия фактических данных опробования скважин и разрабатываемых месторождений-аналогов;

-из-за отсутствия разрабатываемых месторождений-аналогов трудно дать достоверную оценку нормативам капитальных и эксплуатационных затрат, что резко снижает качество прогноза стоимости запасов;

-остается нерешенной проблема вывоза продукции из-за отсутствия действующих магистральных нефтепроводов, автомобильных и ж/дорог (особенно для участков Восточной Сибири). Часто попытки даже частичного учета затрат на внешний транспорт за счет средств самого проекта приводят к резкому снижению экономических показателей и, как следствие, значения стартовых платежей.

В этой связи большой интерес представляет применение сравнительного метода, основанного на обобщении опыта проведения реальных аукционов в различных регионах Российской Федерации с целью определения вероятной рыночной стоимости запасов участков для последующего учета при расчетах начальных платежей.

Для решения поставленной задачи был выполнен анализ результатов проведения аукционов за 2004-2005 гг. с целью сравнения результатов оценки начальных стартовых платежей с фактической стоимостью запасов, полученной в результате аукционных торгов.

В 2004-2005 гг. на аукционы выставлялись участки недр с целью получения лицензий на геологическое изучение, разведку и добычу на территориях многих Республик, автономных округов, краев и областей [1, 2]. Предварительный анализ материалов показал, что по ряду территорий отсутствует необходимый объем данных или отмечается значительный (на порядки) разброс значений стоимости запасов, что не позволяет с достаточной степенью надежности ориентироваться на фактические результаты аукционов для их использования при прогнозе вероятной стоимости запасов новых участков. В этой связи они были исключены из дальнейшего анализа. Наиболее полной и надежной представляется информация о фактической стоимости запасов участков, расположенных в Республике Удмуртия, Ханты-Мансийском АО, Самарской, Оренбургской, Томской областях и Республике Башкортостан (таблица). Как видно, разброс значений стоимости запасов по этим участкам находится в приемлемом диапазоне. Следует отметить, что даже по этим территориям имеется ряд несоответствий между запасами и их стоимостью. Так, по Оренбургской области это относится к Рубежинской и Барсуковской площадям, в Республике Башкортостан – Баряшскому месторождению, Самарской области – Восточно-Александровскому участку.

Степень увеличения стоимости запасов по отношению к начальным стартовым платежам в процессе проведения аукционных торгов оказалась различной. На территориях Ханты-Мансийского АО, Самарской, Оренбургской и Томской областей стоимость участков недр заметно выше их начальной стоимости (см. таблицу).

**Таблица**

**Сопоставление начальных и фактических значений стоимости запасов лицензионных участков**

Лицензионные участки	Минимальная и максимальная стартовая стоимость запасов, дол/т	Минимальная и максимальная фактическая стоимость запасов, дол/т	Среднее стартовое значение стоимости запасов, дол/т	Среднее фактическое значение стоимости запасов, дол/т
Томская область	0,077-0,125	0,175-0,814	0,110	0,523
Республика Башкортостан	0,170-0,174	0,187-0,192	0,143	0,157
Самарская область	1,358-3,276	22,406-32,103	2,090	24,215
Ханты-Мансийский АО	0,047-0,110	0,083-3,688	0,087	0,897

Оренбургская область	1,309-2,207	1,760-22,263	1,673	11,367
Республика Удмуртия	0,140-1,309	0,182-4,452	0,704	2,245

Источник:

<http://www.vipstd.ru/gim/content/view/167/138/>

#### ..... Миллиард за Талакан

Чиновники в 16 раз увеличивают стартовую цену продажи Талаканского нефтегазового месторождения "под потенциального покупателя" - компанию ЮКОС. Это семикратное превышение установившейся в России цены на сопоставимые запасы

В конце января Министерство природных ресурсов (МНР) России наконец дало заключение, касающееся аукциона по продаже Талаканского месторождения нефти и газа в Якутии. Скандально известный Талакан будет выставлен на торги уже в третий раз, но теперь условия его продажи должны стать гораздо менее выгодными для претендентов. Документ под названием "О согласовании условий проведения аукциона по Талаканскому нефтегазовому месторождению", подписанный замминистра Петром Садовником, направлен в Министерство энергетики, в Министерство экономического развития и торговли, в Федеральный горный и промышленный надзор. За месторождение с запасами в 124 млн тонн нефти и 47 млрд кубометров газа Минприроды предлагает установить стартовую цену торгов - 900 млн долларов. То есть около семи долларов за тонну запасов! Между тем на российском нефтяном рынке уже давно удельная цена месторождений и нефтяных компаний стабилизировались в диапазоне от 0,5 до 2 долларов за тонну запасов.

#### Примеры продажи нефтяных месторождений

Месторождение	Извлекаемые запасы (млн тонн)	Форма проведения	Время проведения	Цена продажи (млн долл)	Победитель
Мусюршорское	2,6	конкурс	март 2001 г.	5	"Северное сияние"
Группа месторождений вала Гамбурцева	около 70	конкурс	н. д.	140	"Северная нефть"

(Хысарейское,  
Черпаюсское и  
Нядейюсское)

Западно- Сынатынское (Коми)	24,3	н. д.	н. д.	17,9	"Енисей"
Кондинский участок (ХМАО)	130	н. д.	март 2000 г.	46	"Сургутнефтегаз"

Источники: АК&М, ПРАЙМ-ТАСС, Интерфакс

Тюменская нефтяная компания, например, заплатила миллиард долларов за компанию ОНАКО с запасами примерно 300 млн тонн. При этом 1 млрд заплачен не только за запасы, ведь ОНАКО занимается еще и нефтепереработкой и сбытом нефтепродуктов. Решение МПР, хотя и явно невыгодное для нефтяников, скорее всего приведет к повышению капитализации всего российского нефтяного бизнеса.

Наше государство до сих пор не научилось получать справедливую ренту за природные ресурсы с недропользователей. До недавнего времени месторождения полезных ископаемых, даже таких высоколиквидных, как нефть и газ, продавались за ничтожные суммы, несопоставимые со стоимостью месторождений не только в развитых, но и в развивающихся странах (стоимость одной тонны запасов нефти, например, в Канаде составляет около 45 долларов). Чиновники, вероятно, обратили внимание на ряд публикаций, а также высказываний самих нефтедобытчиков о том, что российские нефтяные резервы сильно недооценены. А недавний пример сделки по продаже "ЛУКойлом" доли в азербайджанском проекте Азери-Чираг-Гюнешли за 5-7 долларов за тонну запасов нефти стал, похоже, последней каплей. В МПР посчитали, что справедливая цена для наших углеводородных ресурсов должна быть не меньше азербайджанской, и решили увеличить стартовую цену на предстоящем аукционе по Талакану на порядок.

Минприроды и Минэкономразвития менее чем за месяц до объявленного срока проведения аукциона инициировали его отмену. Чиновникам показалось, что стартовая цена аукциона в 56 млн долларов слишком мала, а условия инвестирования, напротив, кабальные (за первые два года инвестор должен был выложить 350 млн долларов). К тому же планируемое проведение аукциона по Талакану по времени совпадало с продажей госпакета "Славнефти", а значит, возможные претенденты на якутский актив могли "потратиться" на покупку последней. А претендентов оказалось немало. Получить Талаканское месторождение рассчитывали "Газпром", ЮКОС, "Роснефть", "Сургутнефтегаз", "Сибнефть", Тюменская нефтяная компания и бельгийско-французская TotalFinaElf.

Теперь МПР предлагает всем им помимо увеличения стартовой цены внести и большой задаток для участия в аукционе - 45 млн долларов. А шаг аукциона составит 9 млн долларов. Также претенденты должны предоставить банковские гарантии на сумму еще в 900 млн долларов на срок пять лет, чтобы обеспечить выполнение инвестиционных обязательств. Срок начала освоения Талакана - три года после получения лицензии, а через семь лет после ее получения компания-победитель должна обеспечить уровень добычи нефти в 4 млн тонн в год. Таким образом, удельная цена покупки и освоения Талаканского месторождения для победителя составит около 14 долларов за тонну.

Источник:

Эксперт, #5 (360) от 10 февраля 2003

<http://www.valnet.ru/m7-118.phtml>

...Как сообщает АКС, что ВР при покупке компаний Amoco и Arco платила \$50-60 за тонну нефтяного эквивалента (\$6,8 и \$8,2 за баррель нефтяного эквивалента).

А при сделках с российскими активами самая высокая цена составляла лишь \$6-12 за тонну нефтяного эквивалента (\$0,8-1,6 за баррель нефтяного эквивалента) - при сделках между ВР и ТНК и между ЮКОСом и "Сибнефтью".

Источник:

Полезные ссылки:

**Сравнительный подход к оценке стоимости бизнеса**

[http://otherreferats.allbest.ru/economy/00165201\\_0.html](http://otherreferats.allbest.ru/economy/00165201_0.html)

<http://www.gaap.ru/biblio/corpfm/analyst/060.asp>