

## ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ МАЛЫХ И СРЕДНИХ ПРЕДПРИЯТИЙ НЕФТЕГАЗОВОГО СЕРВИСА

© 2010 В.В. Почтарь\*

**Ключевые слова:** нефтегазовый сервис, оценка стоимости, доходный подход, прогнозирование, минимальная цена предложения, корректировка доходов, кадровый потенциал, нематериальные активы, текущая стоимость.

Рассматриваются подходы к оценке стоимости предприятий. Представлена методика оценки стоимости малых и средних предприятий нефтегазового сервиса в рамках доходного подхода, позволяющая определить минимальную стоимость объекта оценки и стоимость, учитывающую его конкурентные преимущества.

В нефтегазовом комплексе (НГК) России малый и средний бизнес представлен так называемыми “независимыми производителями нефти и газа”, а также предприятиями нефтегазового сервиса.

Предприятия нефтегазового сервиса обеспечивают необходимый уровень добычи и транспорта углеводородов, выполняя специализированные работы и оказывая услуги предприятиям нефтегазовой отрасли. К данным работам и услугам относятся проектирование разработки и обустройство месторождений, капитальный и текущий ремонт скважин, автоматизация промыслов, повышение нефтеотдачи, строительство и обслуживание трубопроводов и морских платформ, инжиниринговые услуги в НГК и т.п.

В условиях рыночной экономики важно знать, каким образом оценить стоимость подобных компаний, поскольку именно они подвержены процессам слияний и поглощений как со стороны российских вертикально-интегрированных компаний, так и со стороны крупнейших западных предприятий<sup>1</sup>. Кроме того, оценка стоимости предприятий необходима не только при их купле-продаже, но и при инвестировании, кредитовании, страховании, исчислении налогооблагаемой базы, реструктуризации предприятия и т.д. Немаловажным является и тот факт, что оценка стоимости позволяет выявлять возможные подходы к управлению предприятием и обеспечивать наиболее эффективные пути его развития.

Оценка стоимости является одним из разделов эконометрики, изучающей конкретные

количественные взаимосвязи экономических объектов и процессов. Любая методика оценки по существу является инструментом, предназначенным для измерения стоимости.

Для оценки стоимости предприятий обычно используют три подхода: доходный, затратный и сравнительный (рыночный). Применение данных методов для оценки стоимости предприятий нефтегазовой отрасли чаще всего позволяет получить вполне адекватные результаты, поскольку компании нефтегазового комплекса обладают всеми необходимыми ресурсами, оценка которых ничем не затруднена.

А какой же подход использовать при оценке стоимости малых и средних предприятий нефтегазового сервиса, выполняющих сервисные работы и оказывающих сервисные услуги, не являющихся акционерными обществами, акции которых не котируются на фондовом рынке? Часто подобные компании не обладают дорогостоящими основными фондами, осуществляют свою деятельность в арендованных площадях, но при этом их годовой оборот может достигать 1 млрд. руб.

Затратный подход не позволяет оценить стоимость сервисной компании, поскольку для ее воспроизводства не требуется каких-либо серьезных капитальных вложений. Часто основными инвестициями при создании подобных компаний являются инвестиции в нематериальные активы, в том числе человеческий капитал, а бухгалтерская отчетность не дает возможности получить необходимую

\* Почтарь Виктор Васильевич, аспирант Самарского государственного технического университета. E-mail: Pochtar\_VV@mail.ru.

информацию относительно рыночной стоимости подобных активов, равно как и доли, занимаемой компанией на рынке, ее географического размещения, репутации и т.п.

Возможно ли использование сравнительного подхода? Возможно, но только в случае наличия достаточного количества компаний-аналогов, а также открытой информации об аналогичных предприятиях, позволяющих обеспечить репрезентативную выборку при их сравнении. Эти обстоятельства затрудняют использование сравнительного (рыночного) подхода для оценки стоимости малых и средних предприятий нефтегазового сервиса.

Остается доходный подход, который предполагает анализ возможности генерировать определенный доход. Именно этот подход чаще всего и используется на практике, поскольку он имеет ряд преимуществ, которые можно свести к следующему:

- ♦ способность предприятия приносить доход, что отражает интересы собственников предприятия и потенциальных инвесторов;

- ♦ позволяет принимать решения о финансировании деятельности, целесообразности инвестиций, купле-продаже предприятия;

- ♦ учитывает перспективы развития предприятия;

- ♦ дает возможность выявлять и анализировать проблемы, замедляющие развитие предприятия и роста его доходов.

Использование доходного подхода возможно при соблюдении двух важнейших условий: определение будущих доходов должно иметь высокую степень вероятности и оцениваемое предприятие должно развиваться прогнозируемыми темпами.

В рамках доходного подхода в оценке стоимости предприятия выделяют два метода: метод дисконтированных денежных потоков и метод капитализации доходов. Последний метод используется редко, поскольку он предполагает наличие равновеликих потоков доходов, тогда как в первом методе потоки доходов меняются<sup>2</sup>.

Одна из самых главных проблем в оценке стоимости сервисных компаний заключается в том, что прогнозируемость доходов часто затруднена, поскольку компании малого и среднего бизнеса в большинстве своем имеют краткосрочные контракты на выполнение работ (оказание услуг).

На практике это приводит к тому, что сделки по купле-продаже малых и средних предприятий нефтегазового сервиса осуществляются по заниженной стоимости.

В этой связи необходимо найти такой подход, который мог бы позволить дать оценку стоимости малых и средних предприятий нефтегазового сервиса с наибольшей долей достоверности результатов этой оценки.

Авторы настоящего исследования склонны считать, что в рамках доходного подхода определить стоимость малых и средних предприятий нефтегазового сервиса возможно даже не смотря на то, что существуют определенные риски, связанные с процессом контрактации, следовательно, и прогнозируемостью доходов.

В работе "Руководство по оценке стоимости бизнеса", которую опубликовали американские исследователи Д. Фишмен, Ш. Пратт, К. Гриффит, К. Уилсон, говорится о том, что использование метода дисконтированных денежных потоков в рамках доходного подхода нежелательно для малых предприятий по причине высокого уровня их "смертности"<sup>3</sup>.

Однако В.М. Рутгайзер в своих работах ставит под сомнение данное утверждение. "Дело в том, - пишет Рутгайзер, - что к оценке стоимости малого бизнеса относительно чаще прибегают при его продаже. Тот, кто покупает такой бизнес, ориентируется по крайней мере на пятилетний период его функционирования в будущем. И такому покупателю крайне важно знать, какие доходы может принести приобретаемый бизнес в будущем"<sup>4</sup>.

Действительно, малые предприятия, создаваемые "под конкретный договор" являются скорее исключением, чем правилом, даже не смотря на то, что сегодня это не редкость. Вряд ли история создания подобных предприятий связана с дальнейшей продажей бизнеса как целостного хозяйствующего комплекса или его отдельной части.

Мы же изучаем вопросы оценки стоимости предприятий, действующих в рамках тех или иных стратегий их развития, нацеленных на продолжение своей деятельности.

Именно поэтому для оценки стоимости предприятий малого и среднего бизнеса нефтегазового сервиса возможно применение доходного подхода в рамках метода дискон-

тированных денежных потоков. Главной задачей оценщика в этой ситуации - проведение анализа расходов оцениваемого предприятия и предоставление максимально точного прогноза его будущих доходов с учетом всех возможных рисков.

Далее в рамках настоящей статьи представлена попытка совершенствования существующих методов оценки стоимости бизнеса в рамках доходного подхода, применительно к малым и средним предприятиям нефтегазового сервиса.

Основные этапы оценки предприятия в рамках предлагаемой методики сводятся к следующему:

1. Ретроспективный анализ деятельности предприятия.
2. Прогнозирование расходов и доходов предприятия.
3. Определение текущей стоимости предприятия.

Первый этап является крайне важным, поскольку ретроспективные данные представляют собой базу для дальнейших расчетов с целью определения стоимости предприятия.

Ретроспективный анализ деятельности предприятия - метод изучения сложившихся за определенный период в прошлом тенденций его финансово-хозяйственной деятельности, проводимый для конкретных целей (в данном случае, для определения стоимости предприятия), включающий анализ основных финансово-экономических показателей, ретроспективный анализ доходов предприятия и ретроспективный анализ расходов предприятия.

Анализ основных финансово-экономических показателей предполагает изучение отчетности оцениваемого предприятия за ряд лет с последующим расчетом ключевых финансово-экономических индикаторов в рамках анализа ликвидности, финансовой устойчивости, доходности и рентабельности, деловой активности.

Ретроспективный анализ доходов и расходов представляет собой изучение доходной и расходной частей бюджета оцениваемого предприятия за определенный период в прошлом. В рамках данного анализа необходимо вычленить подразделения оцениваемого предприятия, приносящие доход, рассмотреть весь процесс формирования этого до-

хода, а также проанализировать сумму затрат, необходимых для функционирования этих подразделений, определить какие расходы явились неэффективными с позиции обязательности их проведения для нормального функционирования предприятия и обеспечения его требуемыми доходами.

В результате в рамках первого этапа оценщик должен сделать выводы о финансово-экономическом состоянии предприятия в целом, обозначить центры доходов оцениваемого предприятия и составить скорректированный бюджет расходов (по подразделениям и в целом по предприятию) за последний отчетный год.

Прогнозирование расходов и доходов предприятия в целях расчета его стоимости предполагает наличие таких этапов, как определение длительности прогнозного периода, анализ и прогноз расходов предприятия, анализ и прогноз инвестиций предприятия, определение нормативной прибыли предприятия, определение плановых доходов предприятия.

На основании фактического скорректированного бюджета расходов за последний отчетный период определяется прогнозный бюджет расходов оцениваемого предприятия.

При этом необходимо учитывать тот факт, что бюджет расходов за последний отчетный период соответствует фактическим ценам данного периода, следовательно, план расходов на последующие периоды, а также остаточный период, должен быть скорректирован на величину прогнозной инфляции.

Прогноз инвестиций предприятия сводится к определению вкладываемых ценностей в определенные объекты предпринимательской деятельности, что предполагает разделение инвестиций по целям и источникам финансирования.

Определение нормативной прибыли предприятия проводится с помощью расчета величины минимально необходимых доходов оцениваемого предприятия.

В качестве минимально необходимой нормы дохода обычно считается безрисковая доходность - доходность, которую можно получить от инвестиций, не связанных с риском.

В России безрисковой ставкой доходности могут быть ставки по государственным

ценным бумагам (ГКО, ОВВЗ, еврооблигации), а также ставки по валютным депозитам банков высшей категории надежности (например, валютные депозиты Сбербанка России).

Зная величину безрисковой ставки доходности, можно рассчитать минимально необходимую норму прибыли в рублях. Для этого значение безрисковой ставки умножается на общую сумму расходов оцениваемого предприятия в плановом и остаточном периодах.

На основании вышеуказанных расчетов, минимально необходимые доходы предприятия (плановая выручка) определяются как сумма итоговых значений планового бюджета расходов и нормативной прибыли предприятия.

Таким образом, плановая выручка рассчитывается по следующей формуле:

$$D_t = \sum Z_t + (N_p^t \cdot \sum Z_t),$$

где  $D_t$  - общая сумма доходов в год  $t$ ;  $\sum Z_t$  -

общая сумма затрат в год  $t$ ;  $N_p^t$  - норма прибыли в год  $t$ .

Полученная величина нормативной прибыли и доходов требует корректировки, поскольку на практике значение прибыли часто отличается от нормативной. Для этого необходимо использовать следующую формулу:

$$K_{KD} = K_{KP} + K_{HMA},$$

где  $K_{KD}$  - коэффициент корректировки доходов;  $K_{KP}$  - коэффициент кадрового потенциала;  $K_{HMA}$  - коэффициент нематериальных активов.

Коэффициент кадрового потенциала (гудвилл кадрового потенциала) - это коэффициент, отражающий реальную рыночную стоимость работников организации. При этом для его определения необходимо оценить стоимость каждого работника как человека, способного соответствовать необходимым компетенциям. Критерии для оценки и возможные значения показателей представлены в табл. 1.

Коэффициент нематериальных активов (гудвилл нематериальных активов) - это коэффициент, отражающий реальную рыночную стоимость всех прав на результаты интеллектуальной деятельности и средств индивидуализации (изобретения, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки, ноу-хау, объекты авторского права), а также стоимости деловой репутации фирмы.

Коэффициент нематериальных активов рассчитывается по следующей формуле:

$$K_{HMA} = \frac{C_{HMA}}{D},$$

где  $C_{HMA}$  - стоимость нематериальных активов;  $D$  - доходы в прогнозный и остаточный периоды.

Корректировка прогнозных доходов оцениваемого предприятия должна осуществляться по двум основным вариантам: базовому и экспертному. В качестве базового варианта необходимо принимать коэффициент корректировки доходов, равный единице. А экспертный вариант должен учитывать особенности оцениваемого предприятия и рассчитываться на основе экспертных оценок кадрового потенциала и стоимости нематериальных активов.

Таблица 1

Сводная таблица критериев для определения кадрового потенциала предприятия

№ п/п	Наименование показателя	Значение показателя				
		Высокий	Выше среднего	Средний	Ниже среднего	Низкий
1	Профессиональный уровень работника	1,4	1	0,8	0,5	0
2	Психологический климат, сложившийся в коллективе	0,3	0,25	0,1	0,05	0
3	Время, необходимое для адаптации нового работника, мес.	0,3	0,25	0,1	0,05	0
4	Коэффициент кадрового потенциала ( $K_{KP}$ )	2	1,5	1	0,6	0

Таблица 2

## Расчет ставки дисконтирования методом кумулятивного построения

№ п/п	Наименование показателя	Значение показателя
1	Безрисковая ставка	%
2	Ключевая фигура в руководстве, качество руководства	0-5%
3	Размер компании	0-5%
4	Финансовая структура	0-5%
5	Территориальная и производственная диверсификация	0-5%
6	Диверсификация клиентуры	0-5%
7	Риск контрактации (прогнозируемость доходов)	0-5%
8	Страновой риск	0-5%
9	Итого ставка дисконтирования	Σ п. 1-8

В конечном итоге должны быть получены два варианта расчетов плановой выручки - базовый и экспертный.

На основе прогнозной выручки базового варианта оценщик может определить текущую стоимость оцениваемого предприятия, которая будет соответствовать минимальной цене предложения объекта оценки. Результаты же экспертного варианта представляют собой стоимость оцениваемого предприятия с учетом его конкурентных преимуществ (кадрового потенциала и нематериальных активов).

Последний этап в оценке - расчет текущей стоимости предприятия, который в рамках метода дисконтированных денежных потоков традиционно включает в себя расчет величины денежных потоков, учет рисков (расчет ставки дисконтирования), расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период, внесение итоговых поправок.

Главная сложность в этапе расчета текущей стоимости оцениваемого предприятия - расчет ставки дисконтирования. Именно на этапе ее определения чаще всего возникает много проблем и вопросов, так как ставка дисконтирования значительно влияет на сегодняшнюю стоимость денежного потока.

Для оценки стоимости предприятий нефтегазового сервиса, не являющихся акционерными обществами, акции которых не ко-

тируются на фондовой бирже, возможно использование кумулятивного подхода для расчета ставки дисконтирования. В основе данного подхода лежат предположения о том, что безрисковые инвестиции требуют безрисковую доходность на капитал и высокие риски предполагают высокую доходность. Ставка определяется суммированием элементов, перечисленных в табл. 2.

После определения величины денежных потоков за прогнозный и остаточный периоды, а также величины ставки дисконтирования рассчитывается текущая стоимость будущих денежных потоков и стоимость в постпрогнозный период.

Таким образом, полученная предварительная стоимость объекта оценки после внесения итоговых поправок на избыток (недостаток) собственного оборотного капитала и величину нефункционирующих и неоперационных активов позволяет определить текущую стоимость оцениваемого предприятия.

<sup>1</sup> Экономика отрасли. Нефтегазовый комплекс: учеб. пособие / под ред. А.А. Прохоренко. Самара, 2008.

<sup>2</sup> Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е изд., перераб. и доп. М., 2008.

<sup>3</sup> Руководство по оценке стоимости бизнеса / Д. Фишмен [и др.]. М., 2000.

<sup>4</sup> Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса: учеб. пособие. М., 2007.

Поступила в редакцию 26.01.2010 г.