



А.Н. Лопатников
American Appraisal
управляющий директор
в России и СНГ
aar@american-appraisal.com



А.Ю. Румянцев
American Appraisal
директор, финансовая
оценка и моделирование
arumyantsev@american-
appraisal.com



А.В. Вячеславов
American Appraisal
руководитель проектов
avyacheslavov@american-
appraisal.com

Инвестиционные особенности горнодобывающих компаний

В статье описываются факторы, определяющие инвестиционную привлекательность горнодобывающих проектов, и методы оценки, используемые международными инвесторами

The article reviews the investment attributes of mining projects and the valuation methods used by international investors

Ключевые слова: горнодобывающая отрасль, оценка, инвестиции
Keywords: mining, valuation, investment

Последние десять лет стали «золотым веком» для горнодобывающей отрасли – для этого времени характерны постоянный рост цен на металлы и появление горнодобывающих компаний с капитализацией в \$100 млрд и более. Несмотря на хроническую неопределенность на финансовых рынках в мае 2011 г. проведено крупнейшее IPO трейдера *Glencore*, в феврале 2012 г. объявлено о слиянии *Glencore* с пятой в мире горнорудной компанией *Xstrata*.

Рост цен на металлы и минералы был обусловлен рядом факторов: падением предложения, вызванным недоинвестированием в разведку и разработку в предыдущие годы; ростом операционных и капитальных затрат; ухудшением геологических параметров среднего разрабатываемого месторождения; и, самое главное, динамичным развитием Китая и индустриализацией его экономики. Страны, проходившие в своем развитии подобную фазу, традиционно демонстрировали растущий уровень потребления полезных ископаемых. Размер экономики Китая повлиял на темпы роста цен на продукцию горнодобывающих компаний и стоимость самих этих компаний. Стоит отметить, что абсолютными лидерами роста стоимости стали компании, добывающие не золото, а железорудное сырье, цены на которое, в течение 20 предыдущих лет не превышавшие \$10–14 за тонну концентрата (62% железа), взлетели почти до \$200 за тонну.

Рост доходности отрасли отразился на интенсивности протекающих в ней инвестиционных процессов: объем сделок по слияниям и поглощениям в мировой горнодобывающей

отрасли вырос с \$17 млрд в 2002 г. до почти \$200 млрд в рекордном 2006 г.; многократно увеличились объемы привлечения долевого финансирования компаниями отрасли в результате первичных и вторичных размещений акций. Рост цен на металлы сопровождался сопоставимым ростом объемов инвестиций горнодобывающих компаний в разведку и разработку месторождений. Например, в Австралии объем капитальных вложений горнодобывающих компаний в 2011 г. составил \$76 млрд, что превышает инвестиции всех вместе взятых прочих отраслей экономики и составляет 6% ВВП страны. Подобная динамика характерна и для других стран мира.

В чем особенности горнодобывающих компаний как объектов инвестирования?

Согласно финансовой теории, инвестиционная привлекательность любого актива определяется соотношением его доходности и риска инвестиций. Если доходность инвестиции превышает минимальное значение, определяемое риском этой инвестиции, то говорят, что такая инвестиция создает стоимость. В противном случае – стоимость разрушается, как было в горнодобывающей отрасли в 1980–1990 гг.

Очень важно понимать, как каждый из пяти ключевых факторов, отличающих горнодобывающие активы, влияет на инвестиционную привлекательность того или иного месторождения или разрабатываемой его компании: невозпроизводимость и истощаемость добываемых активов; изменение рисков и доходности на различных стадиях горнодобывающего проекта; высокая капиталоемкость и длительный период строительства; зависимость от рыночных рисков

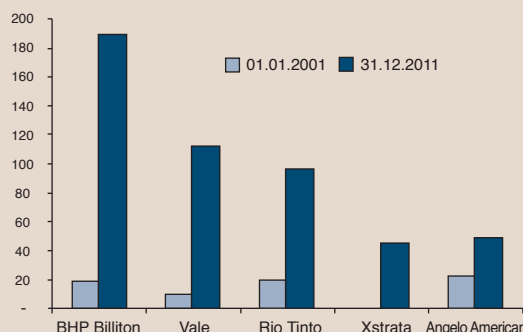


Рис. 1.
Рыночная капитализация в млрд долларов
(по данным компании Bloomberg)



Рис. 2.
Индексы цен на золото и железную руду
(по данным компании Bloomberg)

и валютных курсов; подверженность политическим рискам.

Невоспроизводимость основных активов горнодобывающих проектов – запасов и ресурсов полезных ископаемых – ограничивает предложение на рынке и поддерживает рост цен на металлы и минералы. Действие этого фактора приводит к тому, что конкурентные преимущества (или недостатки) отдельных месторождений носят долгосрочный характер. Такая ситуация не характерна для большинства других отраслей, где конкурентные преимущества поддерживаются новыми активами, которые постоянно должны создавать компании, а существующая база активов не может долго обеспечивать доходность выше стоимости капитала. В добывающих отраслях наиболее качественные проекты, выгодно расположенные на кривых операционных и капитальных затрат, чаще всего не могут быть замещены и со временем становятся все более ценными.

Исчерпаемость запасов приводит к тому, что стоимость добывающих проектов меняется с течением времени, даже если другие факторы остаются постоянными. Стоимость добывающего актива достигает максимального значения в момент его ввода в эксплуатацию или выхода на проектную мощность и затем постепенно снижается. Значение часто используемых для сравнения стоимости компаний мультипликаторов также зависит от фазы жизненного цикла добывающего проекта. Мультипликаторы, основанные на финансовых показателях (например соотношение стоимости проекта к выручке или *EBITDA*) снижаются, а мультипликатор стоимости к величине запасов растет по мере исчерпания месторождения.

Риски горнодобывающего проекта также значительно меняются со временем. Выделяют три основные стадии реализации проектов: 1 – разведывательные проекты (*exploration property*) – участки недр, на которых ведутся поисково-разведочные работы, но экономическая целесообразность их отработки не подтверждена; 2 – проекты в стадии строительства (*development property*), экономическая целесообразность разработки которых была подтверждена технико-экономическим обоснованием, но добыча полезных ископаемых еще не ведется; 3 – проекты в стадии добычи (*producing property*) – месторождения, на которых ведется добыча полезных ископаемых.

Каждая стадия подразделяется на этапы, границы между которыми часто являются условными – например, поисково-разведочные работы подразделяются на поисковые,

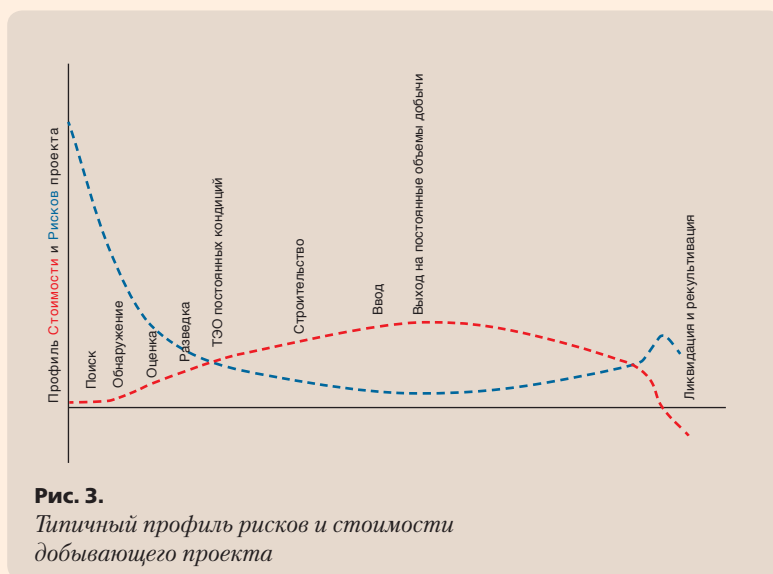


Рис. 3.
Типичный профиль рисков и стоимости добывающего проекта

По мере увеличения степени изученности снижаются геологические, горнотехнические, металлургические, экологические и экономические риски проекта и, соответственно, растет его стоимость

оценочные работы, предварительную и детальную разведку. По мере увеличения степени изученности снижаются геологические, горнотехнические, металлургические, экологические и экономические риски проекта и, соответственно, растет его стоимость.

Важно отметить: каждая стадия проекта чаще всего характеризуется определенной ликвидностью и определяет привлекательность для разных групп инвесторов, а также возможность долгового и долевого финансирования затрат на развитие проекта.

Капитальные затраты на строительство горнодобывающих предприятий исчисляются сотнями миллионов и даже миллиардами долларов и демонстрируют устойчивую тенденцию к росту. По оценкам *BHP Billiton*, средняя стоимость строительства железорудных предприятий в расчете на тонну годовой мощности увеличилась за последние 10 лет более чем в 4 раза. Значительные капитальные затраты существенно ограничивают круг инвесторов, способных реализовать крупные горнодобывающие проекты.

Для отрасли характерно значительное снижение удельных затрат при увеличении размера проекта. Например, при увеличении

мощности ежегодной добычи на горнодобывающем предприятии в 2 раза капитальные затраты на его строительство увеличиваются в среднем только на 50–60%.

Высокая капиталоемкость отрасли приводит к тому, что даже высокие показатели маржи операционной доходности не гарантируют получения требуемой доходности на капитал. В течение 1990 г. при средней *EBITDA* марже в отрасли на уровне 20–30%, более чем привлекательной для большинства других отраслей промышленности, горнодобывающая отрасль зарабатывала для своих инвесторов доходность на инвестированный капитал ниже 10%, что делало ее мало привлекательной для большинства инвесторов.

Горнодобывающей отрасли свойственна цикличность, связанная с тем, что цены на металлы изменяются вслед за ростом или падением объемов промышленного производства. По оценкам специалистов МВФ, проанализировавших циклы мировой экономики за последние 60 лет, в периоды спада экономики при среднем снижении промышленного производства на 8% цены на металлы (как и на другие биржевые товары) снижались в среднем на 20%. В большинстве случаев восстановление цен на металлы шло более медленными темпами, чем рост экономики в целом. Стоит отметить, что динамика цен на металлы в течение последнего кризиса существенно отличалась от исторических тенденций.

Важно подчеркнуть, что за счет эффекта операционного рычага доходность и стоимость горнодобывающих компаний является значительно более волатильной, чем цены на металлы. Типичный диапазон показателя *beta*, характеризующего чувствительность доходности компании к доходности рынка в целом, составляет для горнодобывающей отрасли 1,3–1,8 – это выше чем показатель для рынка в целом (1,0).

Расчеты в сделках с большинством металлов происходят в долларах США. Большая часть металлов добывается в странах, чьи валюты не имеют жесткой привязки к доллару. В результате операционные затраты и, в конечном итоге, доходность горнодобывающих предприятий зависят от динамики обменного курса национальной валюты. Так, в 2001 г. девальвация южноафриканского ранда на 40% превратила местные золотодобывающие компании из аутсайдеров по показателям себестоимости в мировых лидеров. В тех случаях, когда полезные ископаемые занимают значимую долю в экспорте страны-производителя, изменение обменного курса становится естественным хеджем их доходности.

При падении мировых цен и экспортной выручки обменный курс национальной валюты к доллару снижается, в результате чего снижаются затраты компании, рассчитанные в долларах США, и это смягчает негативное влияние падения цен на доходность компаний.

По данным ООН, из десяти ключевых факторов, учитываемых международными инвесторами в горнодобывающие проекты, восемь связаны с политическими рисками. Крупнейшие горнодобывающие компании особенно отмечают важность защиты прав собственности и неизбежности лицензионных соглашений, возможность репатриации прибыли и стабильность налогового режима.

Высокая доходность инвестиций в горнодобывающей отрасли в последнее время привлекла внимание к вопросу определения справедливого уровня налогообложения. Отрасль стала по настоящему глобальной, и доходы от добычи полезных ископаемых составляют значительную часть бюджетов многих стран, а в некоторых являются главной их составляющей. В то же время, исторически уровень налогообложения всегда был существенно ниже в добыче твердых полезных ископаемых, чем в добыче нефти и газа. Согласно данным *Ernst & Young* только в 2010–2011 гг. 25 стран, включая США и Австралию, увеличили или заявили о намерениях увеличить налогообложение горнодобывающей отрасли.

Инвестиционная привлекательность отрасли характеризуется ростом или падением стоимости горнодобывающих проектов или акций разрабатывающих и добывающих компаний.

При определении стоимости проектов, инвесторы учитывают перечисленные факторы, используя различные традиционные методы оценки, принятые на рынке. Глобализация инвестиционной деятельности требует унификации терминов и методов оценки горнодобывающих проектов. Этот процесс пока не завершен и, несмотря на схожесть принципов, используемых различными национальными стандартами, единая система терминов и подходов пока только формируется.

Большинство инвесторов используют принципы оценки, похожие на те, что рекомендованы Канадским институтом горного дела и приведены в стандартах *CIMVAL*.

Следует отметить, что при оценке горнодобывающих проектов не всегда можно применить самый распространенный способ сопоставления стоимости инвестиций – сравнительный. Каждое месторождение уникально с точки зрения геологии, степени изученности, операционных

затрат на добычу и обогащение руды, и точных аналогов ему не существует. Кроме того, соотношения стоимости проекта к различным операционным и финансовым показателям (мультипликаторы) меняются со временем.

Наиболее распространенным в отрасли методом оценки стоимости горнодобывающих проектов традиционно является какая-либо разновидность расчета приведенной стоимости или доходного подхода. Чаще всего используется метод дисконтированных денежных потоков – *DCF*. Преимущество доходного подхода в том, что он позволяет максимально учесть специфику актива, его ожидаемую доходность и связанные риски. Плата за гибкость доходного подхода – риск зависимости результата от того, какие параметры для расчета используют конкретные компании, в том числе вследствие различий в интерпретации геологических данных и экономических параметров.

Расчет рыночной стоимости с использованием метода *DCF*, как правило, опирается на геологические данные, включая отчеты о запасах полезного ископаемого, технико-экономическое обоснование (ТЭО) кондиций и проект отработки месторождения.

Типичные источники ценовых прогнозов – котировки фьючерсных контрактов, прогнозы аналитиков инвестиционных банков, прогнозы специализированных экспертных компаний. Следует учитывать ограниченную точность таких прогнозов, например, фьючерсы могут не отражать ожидаемые будущие цены (случай *normal contango/normal backwardation*), они крайне волатильны, подвержены влиянию погодных условий, остатков на складах и стоимости хранения. Большинство аналитических прогнозов носят краткосрочный характер и подвержены поведенческим факторам.

Для некоторых видов полезных ископаемых, особенно угля и железной руды, важно учитывать стоимость транспортировки до рынков сбыта. Это существенная статья общих затрат, часто превышающая расходы на добычу и обогащение. Месторождения с большим транспортным плечом могут переходить из разряда прибыльных в разряд убыточных и наоборот даже при небольших колебаниях цен на референсных рынках. При оценке таких проектов анализу маршрутов и стоимости транспортировки должно уделяться повышенное внимание.

Подходы к оценке для различных видов горнодобывающих активов


Таблица 1

	Сравнительный	Доходный	Затратный
Проекты на стадии разведки	ДА	НЕТ	ДА
Проекты, для которых произведены поисково-разведочные работы	ДА	В некоторых случаях	В некоторых случаях
Проекты на стадии строительства	ДА	ДА	НЕТ
Проекты на стадии добычи	ДА	ДА	НЕТ

Плата за гибкость доходного подхода – риск зависимости результата от того, какие параметры для расчета используют конкретные компании, в том числе вследствие различий в интерпретации геологических данных и экономических параметров

Важным параметром *DCF*-моделирования является ставка дисконтирования. В зависимости от стадии проекта, ставка дисконта может находиться в диапазоне от 10% (номинальная ставка) для действующих предприятий до 22% для проектов на ранних стадиях разработки¹. Для проектов с готовым технико-экономическим обоснованием (*bankable feasibility study*) часто используется ставка дисконта в диапазоне 12–15%².

Компании часто используют и другие методы расчета приведенной стоимости, включая использование симуляций Монте-Карло и метод реальных опционов.

Создание стоимости – основная задача инвестирования. В условиях неопределенности на рынках особенно важны прозрачность и последовательность государственного регулирования отрасли, обеспечения благоприятного инвестиционного климата. Раскрытие информации становится обязательным требованием для успешной горнодобывающей компании. Повышенная волатильность цен и финансовых рынков требует от компаний способности ясно формулировать стратегию управления стоимостью и умения реализовывать ее на практике. 

Литература

1. www.cim.org/mes/pdf/VALDAYChrisLattanzi.pdf, <http://www.cim.org/mes/pdf/VALDAYLarrySmith.pdf>
2. www.cim.org/mes/pdf/VALDAYChrisLattanzi.pdf