



В.Б. Акопов
 ЗАО Северсталь-Ресурс
 дирекция по стратегии
 и корпоративному развитию
 vb.akopov@severstalresurs.ru

Реализация инвестиций в горнодобывающие проекты

Комплексная задача реализации инвестиций в горнодобывающие проекты требует всесторонней оценки и четкого понимания рисков предполагаемых инвестиций. Грамотные действия по предупреждению и снижению вероятности наступления негативных последствий могут значительно повысить устойчивость проекта и эффективность инвестируемых средств

The complex task of implementing the investment in mining projects require comprehensive assessment and understanding of the risks of prospective investments. Competent actions to prevent and reduce the likelihood of adverse effects can greatly improve the efficiency and sustainability of the project funds to be invested

Ключевые слова: реализация инвестиций, развитие новых месторождений, выбор металла, инфраструктурные риски

Keywords: realization of investments, development of new fields, the choice of metal, infrastructure risks

После значительного периода стагнации мировая горнодобывающая отрасль показала в последнее десятилетие фантастический рост. В период с 2002 по 2010 гг. совокупная годовая выручка горнодобывающих компаний выросла в 4 раза, а показатель операционной прибыли *EBITDA* – в 8 раз.

Основной причиной столь значительного роста доходов компаний отрасли послужил резко возросший спрос на ресурсы. К фундаментальным факторам, обусловившим рост и развитие горнодобывающей промышленности и спроса на ее продукцию, можно отнести рост:

- развивающихся экономик, прежде всего, Китая;
- мирового населения, обуславливающий рост потребности в ресурсах;
- отраслей, потребляющих продукцию горнодобывающей промышленности, прежде всего, металлургии.

Неготовность добывающих компаний к подобному буму и неспособность полностью удовлетворить неуклонно возрастающие потребности рынка в сырье привели к образованию дефицита по многим видам сырьевых товаров что, в свою очередь, привело к резкому росту цен на них.



Рис. 1.
Факторы развития горнодобывающей отрасли

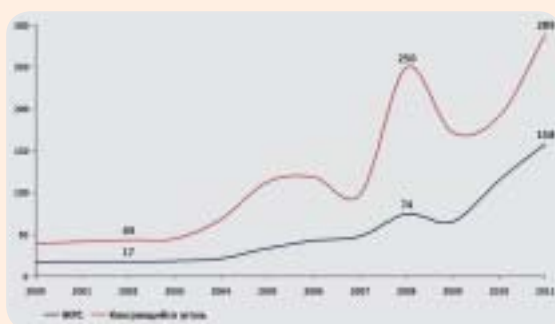
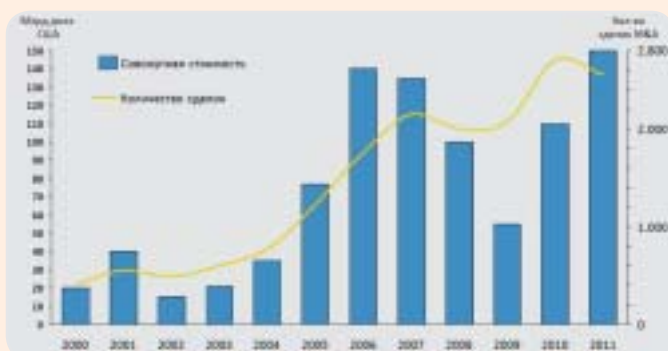


Рис. 2.
Динамика изменения цен на коксующийся уголь и ЖРС в 2000–2012 гг.

Рассмотрим, например, основные сырьевые материалы для производства стали. Цены на коксующийся уголь и железорудное сырье выросли с 44 и 17 долларов за тонну в 2002 г. до 289 и 158 долларов, соответственно, в 2011 г. Таким образом, получается, что за десятилетие цены на коксующийся уголь и железную руду выросли более чем в 6,5 и 9 раз соответственно.

Рис. 3.
Совокупная стоимость и количество сделок M&A в мировой горнодобывающей отрасли в 2000–2011 гг.



Растущий мировой спрос на ресурсы привел не только к сверхприбылям в горнодобывающей отрасли, но и вызвал значительный приток инвестиций в нее.

Начиная с 2003–2004 гг. объем сделок слияний и поглощений как в количественном, так и в стоимостном выражении рос ежегодно, и даже во время мирового финансового кризиса 2008–2009 гг., несмотря на снижение объема сделок в стоимостном выражении, общее количество сделок практически не уменьшилось. Это интересное наблюдение связано с несколькими причинами.

Ни для кого не секрет, что низкий рынок – это рынок покупателя. Многие инвесторы, не желавшие ранее покупать активы по крайне высокой оценке и платить значительные премии, вышли на рынок. Это одновременно совпало с тем, что многие небольшие компании-юниоры, появившиеся на волне бума отрасли последних лет, в условиях кризиса не смогли привлечь средства для развития собственных проектов. Такие юниоры зачастую становились легкой добычей для более крупных игроков, стремившихся увеличить свою долю на рынке и в то же время обладавших более устойчивым финансовым положением.

Вместе с ростом количества и объема сделок по приобретению активов росли и затраты компаний непосредственно на развитие проектов. Совокупный объем капитальных затрат горнодобывающих компаний в 2011 г. составил более \$140 млрд в сравнении с \$30–40 млрд ежегодных трат в начале нового тысячелетия.

Подобный рост затрат обусловлен несколькими факторами. В первую очередь, дело, конечно же, в общем увеличении спроса на сырье, а, соответственно, и необходимости увеличения мировых мощностей по добыче и переработке руд и минералов. Однако не стоит забывать и

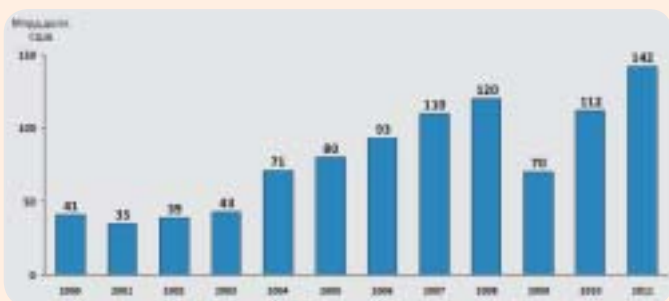


Рис. 4.
Объемы капитальных затрат в мировую горнодобывающую отрасль в 2000–2011 гг.

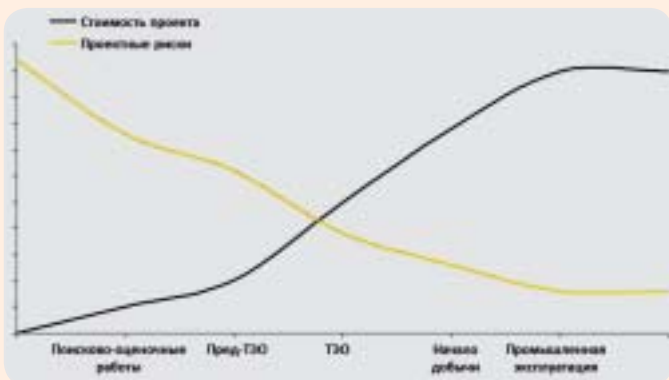
о том, что значительно возросла капиталоемкость ввода новых мощностей. Для удовлетворения возрастающего мирового спроса горнодобывающие компании были вынуждены заниматься развитием месторождений, которые уступали существующим как по качеству запасов, что требовало больше инвестиций в переработку, так и по имеющейся инфраструктуре.

Таким образом, для удовлетворения возросшего мирового спроса горнодобывающие компании столкнулись с необходимостью инвестирования значительных средств в приобретение и развитие новых месторождений.

Инвестирование в горнодобывающую отрасль связано с целым рядом различных рисков, оценку и управление которыми необходимо осуществлять на всех этапах развития проекта.

Наиболее важным макрофактором является выбор правильного металла или минерала для инвестирования в данный конкретный момент. Не является секретом, что рынки разных видов сырья подвержены разным тенденциям и проходят независимые друг от друга циклы. Частному инвестору, желающему осуществить инвестиции в горнодобывающую отрасль, следует внимательно изучить текущее положение и перспективы выбранного рынка,

Рис. 5.
Стоимость проекта и ассоциированные риски на разных стадиях развития горнодобывающего предприятия



дабы не допустить снижения стоимости своих инвестиций.

Такая проблема, безусловно, стоит и перед крупными горнодобывающими компаниями. И если монопроизводители, исторически фокусирующиеся исключительно на одном виде сырья, вынуждены приспосабливаться к взлетам и падениям рынка, чтобы с наименьшими потерями пройти период спада и наиболее эффективно воспользоваться возможностями, которые предоставляет подъем, то с диверсифицированными игроками ситуация отличается. В силу своей вовлеченности в добычу и переработку различных руд и минералов, подобные компании более устойчивы к изменениям рынка отдельных видов сырья.

Более того, диверсифицированные компании постоянно оптимизируют свой портфель активов, перераспределяя средства между разными видами сырья, пытаясь тем самым максимизировать прибыль и возврат на инвестиции для своих акционеров. Так, например, компания *BHP-Billiton* в 2012 году избавилась от нескольких урановых, титановых и алмазных активов, но в то же время подтвердила свои планы по значительным инвестициям в расширение своего бизнеса в железной руде, калийных солях и нефтегазовой отрасли.

Многие инвесторы, фокусируясь на сугубо экономических и финансовых показателях, зачастую забывают, что горнодобывающая отрасль это, в первую очередь, непосредственно добыча и переработка сырья. Геологические и операционные риски могут значительно повлиять на стоимость и прибыльность проекта.

Вложения в горнодобывающие проекты на ранней стадии всегда сопряжены со значительным риском. Геологические данные о месторождении зачастую являются отрывочными и неполными, и, для того чтобы составить комплексное понимание геологии проекта, необходимо вложить значительные средства в разведку и проведение различных исследований. После проведения успешных геологоразведочных работ стоимость проектов резко возрастает. К сожалению, во многих случаях, разведочные работы значительно снижают первоначально ожидаемый потенциал месторождения или вообще не подтверждают перспективность его дальнейшего изучения и разработки. Данному риску подвержены даже самые крупные и опытные игроки. В январе 2013 г. компания *RioTinto* заявила о списании своих угольных активов в Мозамбике на сумму \$3 млрд. После проведения геологоразведочных работ стало известно, что промышленные запасы угля и доля коксующихся ма-

рок в общем объеме запасов значительно ниже ранее запланированных объемов. Эта неудача вместе со значительными списаниями в алюминевом бизнесе привела к отставке генерального директора *RioTinto* Т. Албанезе (*Tom Albanese*) и директора по стратегии Д. Ричи (*Doug Ritchie*).

Многие инвесторы для снижения подобных рисков предпочитают фазированный подход к инвестированию в проекты на ранней стадии. Например, инвестор приобретает миноритарный пакет акций компании, частично у акционеров, а частично – вновь выпущенные акции. Средства, полученные компанией от дополнительной эмиссии своих акций, идут на осуществление геологоразведочных работ. В дополнение к этому инвестор и акционеры компании могут уже на этапе заключения первой сделки оговорить механизм получения инвестором контроля над компанией в случае успешности завершённых работ, например в форме опциона, условия реализации которого будут привязаны к результатам ГПП. Подобная схема позволяет инвестору, с одной стороны, сократить размер инвестиций в проект на ранней стадии с высокой неопределенностью, а с другой, определяет четкий механизм дальнейшего получения контроля на взаимовыгодных для сторон условиях.

Операционные риски несколько иного характера связаны с переработкой добытого сырья с помощью различных новых сложных технологий. В качестве примера можно привести технологию выщелачивания под высоким давлением (*HPAL*), используемую при производстве никеля из латеритных руд. С трудностями при создании подобных производств столкнулись бразильская *Vale* со своим проектом *Goro* в Новой Каледонии, канадская *Sheritt* с проектом *Ambatovy* на Мадагаскаре и многие другие.

Данные проекты можно также привести в качестве примера другого значимого риска, который стоит перед горнодобывающими компаниями, инвестирующими в новые месторождения. Речь идет о значительном росте капитальных затрат и задержках при вводе в эксплуатацию.

Так капитальные затраты на никелевый проект *Goro* компании *Vale* изначально оценивались на уровне \$1,9 млрд и должны были привести к запуску проекта в 2009 г. В данный момент совокупные капитальные затраты уже составили \$4,5 млрд, а сам проект до сих пор не вышел на проектную мощность из-за различных технологических трудностей.

Другим ярким примером значительного перерасхода средств и задержек при строи-

тельстве и вводе в эксплуатацию является проект *MinasRio* компании *AngloAmerican*, расположенный в бразильском штате Минас Жерайс. Проект был приобретен в 2007 г. в рамках масштабной сделки по приобретению железорудных активов компании *MMX* бразильского миллиардера Э. Батисты более чем за \$5 млрд. Первоначальные капитальные затраты на проект оценивались в \$2,7 млрд, а отгрузка первой руды покупателям была запланирована на конец 2009 г. По мере развития проекта срок его запуска откладывался, а ожидаемые капитальные затраты возрастали. На текущий момент, по данным компании *AngloAmerican*, общие инвестиции в строительство *MinasRio* и сопутствующей инфраструктуры (трубопровода и порта) оцениваются в \$8,8 млрд, а запуск проекта в эксплуатацию ожидается не ранее 2014–2015 гг. Последние объявления о новой задержке в строительстве комплекса и очередном увеличении бюджета привели к тому, что в течение месяца акции *AngloAmerican* потеряли около 5% стоимости, а *CEO* компании С. Кэрролл подала в отставку.

Задержки строительства проекта *MinasRio* во многом связаны со сложностями при получении различных разрешительных лицензий, в том числе экологической на 500-километровый трубопровод от рудника в порт и строительной для возведения линии электропередач для обеспечения комплекса необходимой энергией.

Большинство крупных проектов, находящихся на слуху в мировой горнодобывающей отрасли, помимо прочего требуют строительства значительной инфраструктуры, будь то железная дорога, трубопровод или портовый терминал

Таким образом, риски, связанные с оформлением и выдачей разрешительной документации на строительство и функционирование горнодобывающих предприятий, представляются еще одним немаловажным фактором опасности при инвестировании.

Наиболее актуальна в данный момент эта проблема для Бразилии. С трудностями при оформлении разрешительной документации столкнулись такие крупные игроки как *Vale* и *ENRC*.

Бразильский железорудный гигант долгое время вел безуспешные переговоры с федеральным и местным правительством штата Пара о выдаче необходимых лицензий для расширения своих мощностей по добыче и перевозке руды на проекте *Carajas*, и лишь в последнее время в прессе стали появляться сообщения о том, что органы власти все же согласились начать процесс лицензирования масштабного проекта стоимостью \$20 млрд. Казахская *ENRC*, в свою очередь, была вынуждена выбирать другое место под строительство порта для обслуживания своего железорудного проекта в штате Баия, т.к. первоначальное место расположения не прошло процесс лицензирования по тем же экологическим причинам.

Стоит заметить, что большинство крупных проектов, находящихся на слуху в мировой горнодобывающей отрасли, помимо прочего требуют строительства значительной инфраструктуры, будь то железная дорога, трубопровод или портовый терминал.

Инфраструктурные риски также часто становятся камнем преткновения для горнодобывающих компаний в их усилиях по вводу в эксплуатацию новых месторождений.

Например, многие производители угля в Монголии, включая гигантское месторождение Таван Толгой, не могут полностью реализовать свой экспортный потенциал из-за отсутствия в стране необходимой железнодорожной инфраструктуры.

Со сложностями при решении проблемы вывоза угля со своих месторождений в Мозамбике столкнулась и компания *RioTinto*. Изначально планировавшийся сценарий с углублением дна реки Замбези и вывозом угля баржами до порта Бейра столкнулся с техническими трудностями, а также сопротивлением со стороны местных властей, опасющихся за нарушение экосистемы бассейна реки. Австралийская компания вынуждена рассматривать альтернативные экспортные маршруты, включая реконструкцию и модернизацию существующей железнодорожной ветки, что требует дополнительного времени и средств.

Похожая проблема тормозит развитие другого крупнейшего месторождения – проекта Симанду на противоположной стороне африканского континента, в Гвинее.

Развитие железорудного месторождения Симанду, по праву считающегося одним из наиболее перспективных неразработанных месторождений мира, долгие годы стопорится из-за его расположения в глубине африканского

континента и значительного отдаления от побережья Гвинеи. *Vale* и *RioTinto*, владеющие лицензиями на блоки проекта, вкладывают значительные средства в геологоразведку, однако ключевое для всего проекта решение о строительстве 700-километровой железной дороги и глубоководного порта для экспорта железорудного сырья по-прежнему остается непринятым. От неопределенности с железнодорожной веткой страдают и более маленькие игроки в регионе, развитие которых напрямую связано с возможностью перевозки своей руды по трансгвинейской железной дороге от побережья до месторождения Симанду.

Со строительством железнодорожной и портовой инфраструктуры связано развитие значительного количества других африканских гринфилд-проектов в Конго, Габоне, Камеруне и других странах Западной Африки.

С началом массового дефицита на рынках сырья, взлета цен на большинство металлов и минералов, а также истощением многих крупнейших месторождений, инвесторы обратили свое внимание на богатейшие природные ресурсы Африки

Когда речь заходит о ведении горнодобывающего бизнеса в Африке и других непростых географических регионах, инвесторы, в первую очередь, задумываются о политических/страновых рисках.

Подъем мировой горнодобывающей отрасли середины 2000-х гг. совпал с началом масштабных инвестиций в Черный континент. Причина этого явления достаточно проста. Долгие годы из-за нестабильной политической обстановки в ряде стран Африки ведение полноценных геологоразведочных работ было значительно затруднено. Кроме того, спрос на продукцию горнодобывающей отрасли был достаточно гибким и удовлетворялся сырьем из других, более разведанных и политически стабильных регионов. Однако с началом массового дефицита на рынках сырья, взлета цен на большинство металлов и минералов, а также истощением многих крупнейших месторождений, инвесторы обратили свое внимание на богатейшие природные ресурсы Африки.

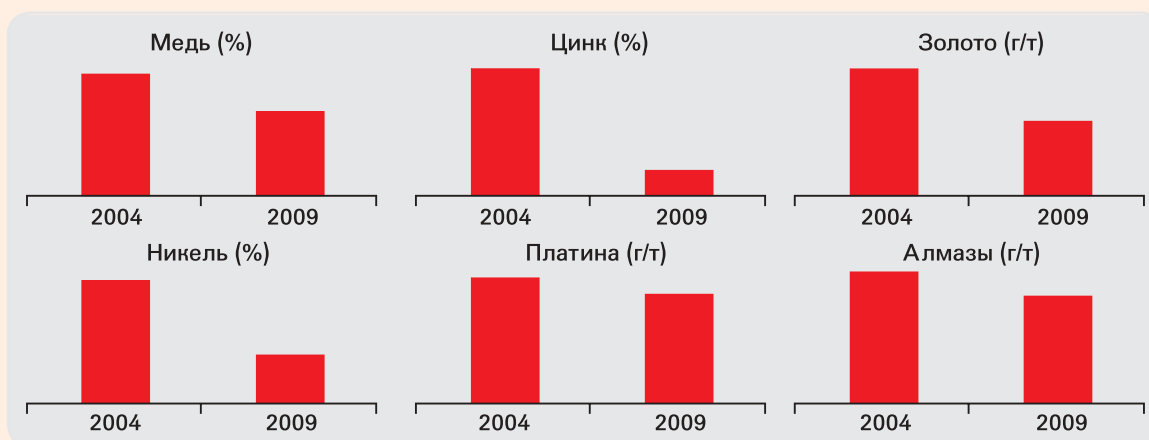


Рис. 5.
Падение среднего содержания различных металлов и минералов в действующих месторождениях

Несмотря на всю притягательность богатой минерально-сырьевой базы Черного континента, компании отрасли столкнулись здесь с рядом проблем.

Первой проблемой стало практически полное отсутствие инфраструктуры, которая либо никогда не существовала, либо была серьезно разрушена во время многочисленных гражданских войн. Второй, куда более сложной проблемой для западных компаний стало непостоянство правил игры. Зачастую, имея договоренности с текущим правительством той или иной страны, горнодобывающие компании сталкивались с ситуацией, когда пришедшая ему на смену новая власть в одностороннем порядке пересматривала имевшиеся с ними договоренности и условия взаимодействия, увеличивала налоговые ставки, плату за право разработки недр (*royalty*) или вовсе национализировала доли или даже целые проекты.

Конечно, изменение горнодобывающего законодательства происходит и в куда более стабильных регионах, снижая тем самым доходы компаний и увеличивая поступления в бюджет. Множество споров вызвало принятие в Австралии налога на ренту природных ресурсов (*Mineral Resources Rent Tax* или *MRRT*). Многие специалисты считают, что повысив доходы казны в краткосрочной перспективе, Австралия значительно снизит приток инвестиций в свою горнодобывающую отрасль, и в долгосрочной перспективе потеряет из-за этого часть экономического потенциала.

Еще одной проблемой, характерной для новых горнодобывающих регионов, является

нехватка квалифицированной рабочей силы, что также представляет определенный риск для инвестирующих в местные месторождения компаний, которые вынуждены вкладывать значительные усилия и средства в обучение и развитие местного персонала. Недостаток профессиональных ресурсов и экспертизы в определенном виде сырья среди управляющего персонала компании также может негативно сказаться на общем бизнесе и эффективности инвестиций.

Профессиональные качества менеджмента также крайне важны в горнодобывающих проектах, развитие которых осуществляется на средства, привлекаемые с рынка. Иногда, несмотря на хорошее качество самого месторождения, неспособность менеджмента убедить рынок в привлекательности проекта и привлечь на выгодных условиях необходимые средства на его развитие приводят к значительным задержкам в реализации.

Реализация инвестиций в горнодобывающие проекты является комплексной задачей, требующей всесторонней оценки и формирования четкого понимания того, какие риски ассоциированы с предполагаемыми инвестициями. Грамотные действия по предупреждению и снижению вероятности наступления негативных последствий могут значительно повысить устойчивость проекта и эффективность инвестируемых средств. Однако не стоит забывать, что даже самые опытные и успешные игроки мирового горнодобывающего рынка не застрахованы от подобных рисков и сталкиваются со сложностями при реализации своих инвестиционных проектов в самых разных географических регионах. ■