

УДК 658.152:622.3.013

Р. Ю. ЩЕТИНСКИЙ (ЗАО «НБЛзолото»)

## ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ГОРНЫХ КОМПАНИЙ НА РАЗЛИЧНЫХ ЭТАПАХ ИХ РАЗВИТИЯ\*



Р. Ю. ЩЕТИНСКИЙ,  
начальник отдела

Основная задача инвестора — определить риски, связанные с возможным вложением средств в горные проекты, и уровень вознаграждения, соответствующий этим рискам. Компания, владеющая горным проектом и желающая привлечь финансовые ресурсы, должна четко представлять весь комплекс рисков/вознаграждений, различающихся для каждого этапа развития проекта. В свою очередь инвесторы, заинтересованные в пользовании месторождением, рассчитывают на уменьшение рисков по мере последовательной реализации следующих стадий развития проекта:

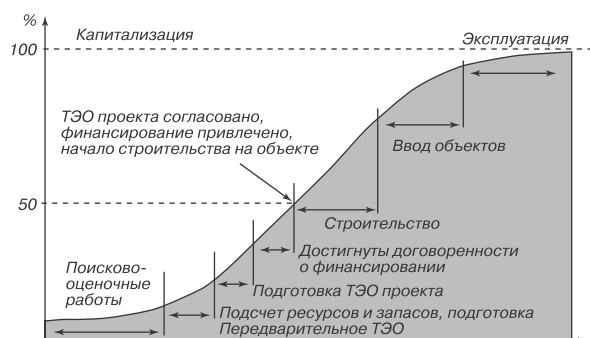
- проведение поисково-оценочных работ, геологоразведки и определение характеристик месторождения;
- получение различных разрешений, согласований, лицензий на недропользование;
- маркетинг проекта;
- финансирование проекта;
- сооружение объектов;
- освоение технологии и динамики эксплуатационных показателей.

По мере того как все большая часть неопределенностей по проекту подвергается анализу и получает определенное решение, возрастает уверенность в реализации потенциала проекта и соответственно уменьшается стоимость привлечения капитала. Этот процесс прослеживают в динамике котировок акций публичной компании (владеющей месторождением) на фондовой бирже. Например, сразу после открытия даже крупного месторождения рынок не воспринимает прогноз о финансово успешном проекте его освоения. Однако после технико-экономического обоснования (ТЭО) строительства, в котором предложены решения по основным направлениям проекта, проясняются риски его реализации, и рынок обычно реагирует соответственно оценке предложенных решений. Следующий этап — начало строительства объектов на

площадке месторождения, затем — ввод их в действие и начало эксплуатационной деятельности. Очевидно, что для не склонного к большим рискам инвестора работающий с проектной мощностью рудник значительно ценнее, чем рудник, не введенный в эксплуатацию.

Одна из западных консалтинговых компаний в конце 1990-х годов провела мониторинг динамики рыночной оценки акций компаний с единственным активом в виде золотодобывающего рудника и на этой основе предложила типовую динамику оценки капитализации проекта по мере его развития (см. рисунок). Результаты мониторинга показали, что на момент начала строительства объектов рынок оценивает проект в полновинную суммы оценки после ввода их в действие и начала эксплуатации. При этом рынок четко отмечал успешное осуществление этапов развития проекта повышением оценки акций компании. Кривая динамики носит довольно условный характер, так как каждый продукт имеет свои особенности — например, очевидна разница для золота и таких продуктов, как уголь. По рыночной оценке акций компании каждая стадия развития проекта характеризуется коэффициентом развития (см. таблицу).

Каждая успешно реализованная стадия уменьшает риски и соответственно увеличивает рыночную оценку акций проекта. Так, положительные результаты геологоразведки, подсчет и утверждение запасов снимают риски неподтверждения прогнозных ресурсов. Получение документов на первооткрывательство и



Динамика капитализации инвестиционных проектов по мере реализации стадий их развития

© Щетинский Р. Ю., 2008

\* По материалам компаний PCF Corporate Finance Ltd (Австралия) и ЗАО «НБЛзолото» (Россия).

**Коэффициенты, характеризующие рыночную оценку проекта по стадиям его развития**

Стадия развития проекта	Коэффициент развития	Значение, %
Поисково-оценочные работы	$k_1$	15–20
Подсчет ресурсов и запасов	$k_2$	20–25
Подготовка ТЭО проекта	$k_3$	25–35
Достигнутые соглашения о финансировании	$k_4$	35–50
Строительство объекта	$k_5$	50–75
Ввод в действие	$k_6$	75–90
Эксплуатация	$k_7$	90–100

сквозной лицензии на разведку и добычу полезного ископаемого устраняет риски, связанные с получением разрешений на проектирование и строительство. Выполнение последовательно предварительного ТЭО и ТЭО проекта подтверждает экономическую целесообразность реализации проекта. Подписание соглашений о реализации конечной продукции снижает маркетинговые риски. Распределение контрактов на строительные работы и поставку материалов и оборудования снижает риски по сооружению объектов. Получение заемных средств, обеспечивающих потребности компании в начальных капитальных затратах и оборотных ресурсах, практически устраняет риски дальнейшего финансирования проекта.

После открытия месторождения и проведения поисково-оценочных работ, но еще до выполнения ТЭО проекта компания может предварительно оценить запасы, ежегодную производительность рудника, уровень эксплуатационных затрат и стоимость реализации товара, что позволит рассчитать движения денежной наличности: объем приведенного притока денежных средств минус объем приведенных затрат на разработку месторождения, рассчитанных с применением дисконта, дает чистый дисконтированный доход (ЧДД) проекта. Однако уровень ЧДД не является достоверной оценкой стоимости проекта до достижения им промышленной стадии, так как не учитывает риски, связанные с его развитием, и вероятность неудачи как в обосновании, так и в осуществлении финансово эффективного проекта.

Одним из вариантов оценки может быть выражение вероятности успеха проекта через применение коэффициента развития  $k$  к полному ЧДД, рассчитанному на основе среднего дисконта, который рынок применяет при оценке подобных проектов. Проекты, по которым уже подсчитаны запасы и ресурсы и к которым возможно применение рыночных мультипликаторов, могут находиться на различных стадиях развития, и рынок будет оценивать их по-разному. Другими словами, проект с подсчитанными запасами на стадиях подготовки предварительного ТЭО и, например, ввода

объекта в эксплуатацию будет стоить одинаково, если применять мультипликаторы (например, стоимость запасов в недрах, долл. США/унц), однако рынок учтет разницу и соответственно оценит проект.

Нежелательно отражать риски, связанные с развитием проекта, в дисконте, используемом при расчете приведенной стоимости будущих поступлений денежных средств. В большинстве случаев это неоправданно занижает оценку вполне прибыльных проектов, риск развития которых обычно разрешается в первые годы эксплуатации, когда компания либо получает проект нулевой стоимости, либо выходит на расчетную стоимость ЧДД. Компания, инвестирующая проект, достигший стадии выполнения предварительного ТЭО, может использовать свои оценки поступлений денежных средств и ожидаемых затрат для расчета ЧДД проекта. Если ЧДД составил, допустим, 100 млн долл. США, то рынок, скорее всего, оценит проект в диапазоне от 20 до 30 млн долл. (см. рисунок и таблицу). Следовательно, коэффициент развития, равный 20–25 %, должен быть применен к ЧДД для получения стоимости проекта на данной стадии его развития.

Как показывает динамика капитализации, инвесторы требуют, как правило, высокого уровня прибыльности, особенно на ранних этапах развития проекта. При этом кривая на рисунке не только показывает оценку проекта рынком в процентах от ЧДД, но и отражает уровень ожидаемой инвесторами отдачи от вложений в акции проекта на каждой стадии его развития. Так, после проведения поисково-оценочных работ рынок оценит проект лишь в 15–20 % его потенциальной полной стоимости, а инвесторы будут требовать 5–6-кратной отдачи от первоначально вложенного капитала. После выполнения ТЭО проекта, начала финансирования и строительства объектов рынок обычно дает порядка 50–75 % полной стоимости, что предполагает ожидаемую отдачу на вложения на уровне 1,3–2. Приведенные уровни возврата вложенных средств являются ориентировочными. Конкретные цифры зависят от вида минерального сырья, ценовых и прочих ожиданий в горном секторе в целом и в конкретном его сегменте.

Наиболее вероятные источники финансирования могут изменяться по мере развития проекта, так как для каждого этапа характерен свой набор рисков и разный уровень ожиданий возврата вложенного капитала. На ранних стадиях развития проекта источником финансирования может стать дорогой венчурный капитал хорошо информированной группы венчурных инвесторов, горнодобывающих холдингов либо конечных потребителей сырья, а также инвесторов, рассчитывающих на спекулятивные операции. После выполнения предварительного ТЭО необходимо подготовить ТЭО проект, одобрение которого даст старт осуществлению проекта. На этом этапе целесообразно получить более дешевое финансирование из стабильных источников, а после тщательной проработки в ТЭО проекте проблемных областей и минимизации рисков можно рассматривать выход на комбинированное финансирование — банковские кредиты и средства с

фондовых бирж. Заемное финансирование обычно подразумевает множество требований и ограничений к заемщику, особенно в случае проектного финансирования. Важно искать различные источники финансирования в соответствии с этапами развития проекта. Выход на не склонные к риску источники на ранних стадиях может привести к задержкам в решениях. При этом велика вероятность того, что положительное решение так и не будет принято. Это, в свою очередь, создаст негативную репутацию проекту среди других потенциальных инвесторов и кредиторов. Обратная ситуация также нежелательна, так как обращение к дорогому венчурному капиталу на стадиях проекта с меньшими рисками ведет к неоправданному увеличению стоимости его осуществления и размытию акционерного капитала.

Инвестором горных проектов важно знать важнейшие, с их точки зрения, аспекты проекта. Во-первых, операционная прибыль проекта должна находиться среди лучших показателей в отрасли. Во-вторых, такое положение проекта должно быть следствием его характеристик и неоспоримых физических или географических преимуществ: высокое качество товарного продукта, небольшой коэффициент вскрыши, благоприятные горнотехнические условия, оптимальное транспортное плечо, развитая инфраструктура и т. п. В-третьих, чтобы выиграть конкурентную борьбу, бизнес-план проекта должен фокусироваться на увеличении прибыли. Главное — это максимально эффективное использование естественных преимуществ проекта и привлеченного капитала. План должен включать в себя реалистичные проектные решения, максимально достоверные оценки капитальных и эксплуатационных затрат, сроков исполнения проекта на всех стадиях его финансирования.

Важнейшим аспектом инвестиционной деятельности является разумное распоряжение средствами. Рынок очень чувствителен к тому, как расходуется капитал, внимательно следит и четко реагирует на фактическое расходование инвестиций в сравнении с запланированными. Перерасход средств негативно влияет на оценку проекта рынком. Компании могут уменьшить риски, связанные с расходами на капитальное строительство объектов, нанимая подрядчиков на условиях фиксированной оплаты труда, а также минимизируя контрактные закупочные цены на оборудование и материалы. Для этого необходимо сформировать команду опытных и целеустремленных менеджеров.

В заключение следует отметить следующее. Типичная ошибка спонсоров горных проектов — полагать, что их стоимость отражена в полном размере ЧДД. Даже корректно выполненный анализ приведенных денежных потоков составляет лишь одну сторону реальной оценки. Спонсоры проекта и потенциальные инвесторы зачастую приуменьшают или не замечают значительные риски по проекту в своем стремлении продвинуть проект и инвестировать в него средства. Эти риски, не отраженные в ЧДД, можно, тем не менее, выявить в количественных показателях при использовании сравнительных методов. Когда риски верно и полностью проанализированы и количественно выражены, ожидания обеих сторон будут более реалистичными, что должно способствовать нахождению взаимоприемлемых и осознанных решений. Динамика роста капитализации проекта наглядно показывает, как увеличивается его рыночная стоимость при продуманном и взвешенном плане реализации стадий проекта. Такая взаимосвязь побуждает спонсоров активно искать сотрудничества с опытными специалистами по развитию проектов, чтобы максимально увеличить прибыль на вложенный капитал.

И наконец, есть два важнейших требования, предъявляемых к компаниям: чтобы проект был привлекательным для потенциальных инвесторов, необходимо обладать правами на проект, имеющий конкурентные преимущества, и располагать разработанной и подготовленной опытными специалистами проектной документацией. ■

*shetinskiy@nbeold.com,  
Щетинский Роман Юрьевич*

#### ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ГОРНЫХ КОМПАНИЙ НА РАЗЛИЧНЫХ ЭТАПАХ ИХ РАЗВИТИЯ

Щетинский Р. Ю.

Представлены некоторые методические положения по оценке рыночной стоимости инвестиционных проектов строительства горных предприятий на различных стадиях их реализации, а также направления минимизации рисков, выбора источников финансирования, повышения конкурентоспособности и привлекательности проектов.

**Ключевые слова:** горные компании, инвесторы, технико-экономическое обоснование, маркетинг, риски, чистый дисконтированный доход.