

# ПРИМЕНЕНИЕ ДОХОДНЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ГОРНЫХ КОМПАНИЙ ДЛЯ РАЗЛИЧНЫХ ЦЕЛЕЙ ОТЧЕТНОСТИ

Доходные методы оценки бизнеса нашли широкое применение при решении различных задач финансовой оценки горнодобывающих компаний. Ниже приводится рассмотрение отдельных аспектов применения доходных методов при решении отдельных задач подготовки отчетности горных компаний по международным стандартам.

### ОЦЕНКА ВКЛАДА ЗАПАСОВ ПОЛЕЗНЫХ ИСКОПАЕМЫХ ПРИ ОЦЕНКЕ РЕСУРСОВ И ЗАПАСОВ ПОЛЕЗНЫХ ИСКОПАЕМЫХ ПО МЕЖДУНАРОДНЫМ СТАНДАРТАМ

Российская система классификации запасов и минеральных ресурсов базируется на тех же принципах, что были приняты в бывшем СССР, с некоторыми изменениями. Последний раз классификация пересматривалась в 2008 году.

Российская система классификации служит для целей инвентарного учета минеральных ресурсов, целей статистического учета, а также определения величины НДС и некоторых других целей.

По ряду объективных и субъективных причин в настоящее время отчетность по российской системе классификации ресурсов и запасов не признается международными финансовыми институтами в качестве достаточной для обоснования кредита, листинга на бирже и т. д. Это требует подготовки отчетности горной компании в одной из международных систем классификации минеральных ресурсов.

В мировой горнодобывающей промышленности существует несколько систем классификации запасов и ресурсов полезных ископаемых. На сегодняшний день различные регулирующие органы добились согласования этих систем и обязали акционерные компании публиковать публичную отчетность в соответствии с установленными стандартами. Основными классификационными стандартами являются:

- США USGS Circular 831
- Канада OSC Instrument 43-101
- Австралия JORC Code
- Великобритания, Ирландия IMMM Reporting Code
- Южная Африка SAMREC Reporting Code

Во всех указанных системах принята схожая терминология и номенклатура, и во всех системах признается четкое разделение между ресурсами и запасами.

Одной из наиболее распространенных систем оцен-

ки ресурсов и запасов является Кодекс JORC. Интересы российских недропользователей в оценке запасов согласно Кодексу JORC могут быть обусловлены необходимостью привлечения внешнего инвестора, получения кредитов, проведения процедуры IPO и выведения компании на международный уровень, изменением собственника, внутренним аудитом, ведением международной финансовой отчетности и т. д.

Отчетность о ресурсах и запасах по международным стандартам включает следующие этапы:

- оценку ресурсов с разделением на категории с указанием соответствующего тоннажа и качества;
- технико-экономическую оценку перспектив разработки месторождения, включая все этапы добычи и переработки полезного ископаемого, с финансовой оценкой проекта на основе метода дисконтированных денежных потоков;
- при подтверждении экономической целесообразности отработки ресурсов категорий измеренные и указанные, объема запасов с разделением на категории и указанием соответствующего тоннажа и качества.

Решение указанных задач осуществляется **Компетентным лицом**, признаваемым международным профессиональным сообществом, на основании комплексной оценки геологической и экономической информации.

Для решения задачи подготовки отчета о минеральных ресурсах и запасах в соответствии с требованиями международных финансовых институтов недропользователь может идти двумя основными путями:

- обработка исходной геологической информации с подсчетом ресурсов согласно Кодексу JORC (или других международных систем) и последующей оценкой запасов в ходе технико-экономических оценок на уровне не менее предварительного ТЭО (Pre-feasibility Study);
- переквалификация имеющихся данных по подсчету запасов в российской системе классификации в стандарты Кодекса JORC (или других международных систем) при экспертном подтверждении обоснованности имеющихся проектных решений.



Последний путь менее капиталоемкий и длительный, но в строгом смысле слова не дает прямого подсчета запасов в Кодексе JORC, однако дает их эквивалент, приемлемый для инвестиционных и биржевых структур в случае, если переквалификация выполняется независимой компанией — участником международного горно-геологического сообщества.

Более того, объединенный Комитет по международным стандартам отчетности о запасах — CRIRSCO, а также Федеральное государственное учреждение «Государственная комиссия по запасам полезных ископаемых» (ФГУ «ГКЗ») Роснедра РФ в сентябре 2010 года утвердили единую процедуру перевода запасов и прогнозных ресурсов по российской системе в формат международной системы.

Согласно Кодексу JORC изначально экономическая оценка использовалась только для подтверждения эффективности извлечения полезного ископаемого. Однако в настоящее время как различные финансовые институты, так и собственники предприятий используют экономическую оценку, проводимую в рамках аудита ресурсов и запасов по международным стандартам, как форму оценки стоимости компании.

Принципиальным отличием от оценки стоимости компании, проводимой в соответствии с законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», является формат отчетности и состав исполнителей, в т. ч.:

- работа проводится под руководством Компетентного лица, являющегося членом международной общепризнанной профессиональной горно-геологической организации;
- на проведение данной оценки не требуется членство в СПО оценочных организаций России и наличие в штате российских профессиональных оценщиков, имеющих соответствующее образование;
- оценка проводится исключительно методом дисконтированных денежных потоков;
- оценка является частью более общей аудиторской работы по оценке состояния горного производства, ре-

сурсной базы и перспектив развития компании.

При проведении экономической оценки стоимости компании в рамках аудита запасов и ресурсов по международным стандартам базой для построения модели денежных потоков является внутренний бизнес-план компании, основанный на детальных технико-экономических оценках. Конвертация ресурсов в запасы по международным категориям возможна только при наличии производственных планов, проработанных с детальностью Pre-Feasibility и Feasibility Study, что в России соответствует стадии, близкой к проекту строительства горного предприятия. При этом должны быть минимальны все прочие риски, связанные с возможностью экономически рентабельной отработки минеральных ресурсов, как то: экологические, правовые, социальные и т. д.

В некоторых случаях оценка стоимости компании проводится при наличии Scoping Study (предварительная оценка проекта), но без переквалификации ресурсов в запасы. В этом случае полученный NPV, основанный на предварительно подсчитанных извлекаемых запасах, служит индикативом потенциальной эффективности проекта и критерием целесообразности перехода к следующим стадиям исследований. Обычно на Scoping Study уровень технико-экономической проработки считается недостаточным для принятия инвестиционных решений, и полученный результат лишь в некоторых случаях используется в качестве оценочной стоимости бизнеса, при этом, как правило, с очень существенным дисконтом.

Построение модели денежных потоков, как правило, проводится в текущих ценах, с использованием ставки дисконтирования, основанной на оценке WACC компании или на рыночной ставке.

Мерой приемлемости инвестиционных рисков является экспертная оценка Компетентного лица при отражении устойчивости проекта к изменяющимся параметрам модели денежных потоков в тесте на чувствительность.



### ОЦЕНКА ВКЛАДА ЗАПАСОВ ПОЛЕЗНЫХ ИСКОПАЕМЫХ В СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ В РАМКАХ ОТЧЕТНОСТИ МСФО

Международные стандарты финансовой отчетности (IFRS) — набор документов, регламентирующих правила составления финансовой отчетности, призванной объективно раскрыть финансовое состояние и инвестиционный потенциал компании. Международные стандарты финансовой отчетности приняты как обязательные в ряде стран Европы.

Для листинга на большинстве биржевых площадок Европы компании обязаны готовить отчетность в стандартах МСФО. В частности, для листинга на Лондонской фондовой бирже компания должна была открыто публиковать отчетность в стандартах МСФО в течение не менее трех лет перед размещением. С вводом в действие новых рекомендаций CESR данное требование не столь критично. Имеются и другие стандарты финансовой отчетности, необходимые для размещения на площадках фондовых бирж, в частности в Америке принята система финансовой отчетности US GAAP.

Отчетность МСФО проверяется независимым аудитором. Российские горные компании предпочитают пользоваться услугами крупных международных аудиторов, таких как Ernst & Young, KPMG, PWC, Deloitte и BDO.

Среди показателей, входящих в отчетность горных компаний по МСФО, можно указать:

- резервы компании, в т. ч. минеральные ресурсы и запасы, отображаемые преимущественно в одном из международных стандартов;
- затраты на рекультивацию нарушенных земель;
- справедливую стоимость компании, Mineral Rights.

Для повышения доверия к отчетности о минеральных ресурсах и запасах, а также о рекультивационных обязательствах горные компании предпочитают привлекать к подготовке отчетности независимые международные горно-консалтинговые компании, такие как IMC Montan, SRK Consulting, Wardell Armstrong и др.

Согласно терминологии МСФО под **справедливой стоимостью** компании понимают сумму денежных средств, достаточных для приобретения актива или исполнения обязательств, между двумя хорошо осведомленными и независимыми друг от друга и желающими осуществлять такую сделку партнерами. При подготовке МСФО горнодобывающие компании и независимые аудиторы, как правило, проводят оценку справедливой стоимости в номинальных показателях, с учетом инфляционных ожиданий. Горные аудиторы предпочитают проводить оценку в реальных показателях для

Можно отметить, что отчетность МСФО вносит определенные коррективы в тренды рыночных котировок, а справедливая стоимость компаний используется в качестве одного из индикативов при определении цены акции в ходе подготовки компании к листингу на бирже. Тем не менее в силу ряда факторов справедливая стоимость, как правило, существенно отличается от рыночной капитализации компаний, прошедших листинг.

### ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПОДГОТОВКИ ГОРНОДОБЫВАЮЩИХ КОМПАНИЙ К ЛИСТИНГУ НА ФОНДОВОЙ БИРЖЕ

В последние несколько лет отмечена существенная позитивная динамика роста интереса российских горных компаний к размещению на различных фондовых биржах. Стремление горнодобывающих компаний к листингу на международных фондовых площадках обусловлено следующими основными причинами:

- возможностью привлечения инвестиционного капитала в развитие новых проектов при реализации миноритарного пакета акций фактически без потери контроля над компанией и минимальных обязательствах;
- потенциальным ростом капитализации после размещения на биржевых площадках, обусловленным существенным дефицитом надежных объектов биржевых инвестиций, а также спекулятивной составляющей рынка;
- возможностью снижения кредитных ставок, а также упрощением процедуры кредитования для публичных компаний;
- возможностью размещения обязательств на международных финансовых рынках (облигации, евробонды, депозитарные расписки и др.)
- более высокой защищенностью публичных компаний от недружественных поглощений и контроля государства;
- повышением престижа компании.

Среди биржевых площадок, пользующихся интересом среди российских горнодобывающих компаний, можно отметить Лондонскую, Нью-Йоркскую, Гонгконгскую, Торонтскую фондовые биржи и др.

Процедура листинга на международных биржевых площадках несколько отличается своими требованиями к горнодобывающим компаниям, однако имеются общие требования, необходимые для прохождения процедуры IPO, включая:

- подготовку компанией аудируемой финансовой отчетности в одном из признанных международных стандартов (МСФО, US GAAP и др.);
- подготовку Due Diligence производственной деятельности независимым финансовым аудитором;
- упорядоченность и прозрачность юридической структуры компании;
- подготовку инвестиционного меморандума (проспекта эмиссии), раскрывающего информацию об эмитенте;
- подготовку отчета о минеральных ресурсах (Mineral Expert Report — MER).

**Mineral Expert Report**, ранее более известный как **Отчет Компетентного лица** (Competent Person Report — CPR), является одним из важных этапов аудита горнодобывающих активов компании. Следует отметить, что

сохранения возможности технико-экономического анализа перспективного плана развития.

В свою очередь, согласно федеральному стандарту оценки **рыночная стоимость** является наиболее вероятной ценой, по которой объект оценки может быть отчужден на дату оценки на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Несмотря на разницу терминологий, методология определения справедливой стоимости горных компаний мало чем отличается от метода дисконтированных денежных потоков. Таким образом, при сопоставимых допущениях оценка вклада запасов полезных ископаемых в стоимость бизнеса, определенная в процессе подготовки МСФО, должна быть сопоставима с результатами оценки рыночной стоимости активов.

По сути, справедливая стоимость, так же как и рыночная, носит характер экспертной оценки, зачастую не совпадающей с рыночными ожиданиями и рыночной стоимостью компаний. Это подтверждается, в частности, отсутствием однозначной связи между публикуемой отчетностью МСФО и рыночными котировками публичных горнодобывающих компаний.

## ГЛАВНАЯ ТЕМА

подготовка MER служит целям не только биржевого листинга, но и одним из этапов к размещению Евробондов, а также может выступать в качестве независимого инвестиционного аудиторского документа.

Целью MER является отражение текущего состояния горнодобывающего производства с анализом всех основных аспектов, связанных с устойчивым развитием компании в перспективе, включая: приемлемость методов горных работ, состояние парка горной техники и оборудования, наличие достаточного количества профессиональных кадров, соответствие внешней и внутренней инфраструктуры производственным планам, экологические аспекты, юридические аспекты, состояние ресурсной базы, финансовые и иные аспекты. В целом горные аудиторы при подготовке MER должны проверить и подтвердить следующие параметры:

- наличие запасов и предприятия;
- наличие разрешительной документации (лицензии, горный отвод, проекты и др.);
- обоснованность перспективного плана.

MER должен отражать актуальное состояние производства. По существующим требованиям срок между размещением компании на бирже и аудитом (*посещением предприятия*) не должен превышать 6 месяцев. В реальности компании-эмитенты и андеррайтеры считают допустимым срок 6 месяцев между датой эффективной оценки (*дата составления отчета*) и размещением на бирже.

Отражение ресурсной базы компании осуществляется в одном из признанных международных стандар-

тов оценки ресурсов и запасов. Для Лондонской фондовой биржи, пользующейся наибольшей популярностью среди российских эмитентов, таковым является Кодекс JORC. Желательным условием при подготовке MER является проведение в течение последних года-двух оценки ресурсов и запасов по международным стандартам, что позволяет повысить надежность горного аудита и отследить изменения в производственной деятельности компании. Более того, заблаговременная оценка ресурсов и запасов по международным стандартам позволяет выявить недостатки финансовой отчетности компании и технико-экономической документации, что при своевременном устранении позволяет подготовить компанию к листингу в более выгодном свете. Оптимально, когда предшествующая оценка ресурсов и запасов по международным стандартам и подготовка MER осуществляются двумя разными командами аудиторов, что повышает объективность и независимость оценки.

Большое внимание при подготовке MER уделяется анализу ретроспективных финансовых и производственных показателей компании. Основной целью проводимого аудита является подтверждение возможности и готовности компании обеспечить заявленные перспективные производственные и финансовые показатели.

В состав работ по подготовке MER входит оценка стоимости горнодобывающих активов компании, осуществляемая методом дисконтированных денежных потоков, практически совпадающим в своих подходах



с оценкой вклада запасов компании в стоимость бизнеса, проводимой в рамках оценки ресурсов и запасов по международным стандартам.

Подготовка Отчета эксперта по минеральным ресурсам осуществляется признанной международной горно-консалтинговой компанией, командой экспертов, под руководством Компетентного лица, имеющего соответствующий опыт аудитора. При размещении на Лондонской фондовой бирже необходимо страхование профессиональных рисков аудитора, а также желательна аккредитация аудитора при бирже. Более того, значимым условием доверия андеррайтеров к отчету MER является подготовка отчета под руководством специалиста, имеющего существенный послужной список аналогичной работы.

Формат составления отчетности и проведения финансовой оценки при подготовке MER регламентирован различного рода директивными документами, включая CESR, ESMA guidelines (редакция марта 2011 года).

MER является важным фактором успешности IPO, а также определения объективной акционерной стоимости компании.

Стандартной ситуацией при подготовке к листингу является конфликт интересов андеррайтеров и компаний-эмитентов.

Обычно размещение акций на фондовых площадках происходит под твердые обязательства андеррайтера, предполагающие приобретение всех размещаемых на бирже акций компании-эмитента, по заранее согласованной цене, вне зависимости от успешности IPO. С одной стороны, это повышает доверие биржевых игроков к активу, с другой стороны, приводит к желанию синдиката андеррайтеров занизить рыночную стоимость компании, чтобы обезопасить риски, связанные с успешностью биржевого размещения акций. Также следует учитывать, что доходы андеррайтеров формируются, в том числе, от спреда, определяемого разницей между базовой стоимостью акции при первичном размещении и фактически достигнутыми котировками.

Интересы компании-эмитента противоположны и состоят в желании как можно выше поднять оценку компании и базовую стоимость акции.

При определении рыночной стоимости обычно учитываются следующие оценки:

- внутренняя оценка стоимости компании, проводимая компанией-эмитентом;
- оценка стоимости компании, проводимая андеррайтерами, банковскими аналитиками, номинированными эдвайзерами (Nomad);
- оценка стоимости компании, проводимая независимым финансовым аудитором;
- оценка стоимости компании, проводимая при подготовке MER.

Первые две оценки, безусловно, являются аффилированными с интересам непосредственных участников биржевого листинга (компаний-эмитента и синдиката андеррайтеров). Последние две оценки, напротив, являются независимым индикативом для определения базовой стоимости акций, т. к. базируются на независимом суждении экспертов.

Следует отметить, что, несмотря на наличие ряда подходов, используемых при определении базовой сто-

имости акции, единого общепризнанного алгоритма нет. Базовыми индикативами при определении цены акции служат:

- результаты оценки NPV проекта, проведенного андеррайтерами, аудиторами и компанией-эмитентом;
- EBITDA, характеризующая компанию на момент оценки, приводимой к рыночной стоимости компании через различные мультипликаторы;
- рыночная стоимость компаний-аналогов и ситуация на рынке.

Согласование результатов оценок с определением базовой стоимости акции является результатом сложных переговоров между андеррайтерами и компанией-эмитентом. И в этом аспекте мнению независимых аудиторов придается большой вес, в особенности для компаний, предполагающих существенное перспективное развитие, чьи текущие финансовые показатели не могут быть объективным отражением рыночной стоимости.

Определенную роль при согласовании результатов оценок играет процедура, получившая наименование «Дорожное шоу» (Road Show), целью которой является презентация компании перед потенциальными инвесторами для формирования позитивного имиджа и заинтересованности в приобретении акций. «Дорожное шоу» дает дополнительную информацию для прогноза успешности IPO и об ожиданиях инвесторов о цене акций, что в ряде случаев позволяет снять опасения андеррайтеров, либо, наоборот, дает основания для дисконта к акционерной стоимости компании-эмитента.

Сложность процедуры IPO, включающая многоэтапность и необходимость координации различных участников процесса, делает желательным привлечение опытного независимого менеджера процесса. Для российских компаний желательно привлечение нерезидента, что позитивно воспринимается западными инвесторами.

Немаловажным фактором успешности IPO является правильно выбранное время для листинга. Желательным условием является размещение на растущем рынке, при этом целесообразно исключить возможность одновременного размещения нескольких крупных игроков сырьевого сектора. Одновременное размещение нескольких горнодобывающих компаний, работающих в одном сегменте рынка, может привести к временной перенасыщенности фондового рынка инвестиционными предложениями и, как следствие, не объективному снижению котировок. Напротив, размещение на бирже горных компаний, работающих во взаимодополняющем сегменте рынка, может способствовать росту инвестиционного интереса. Так, успешное IPO крупной металлургической компании или компании, работающей в сегменте добычи железорудного сырья, предполагает рост спроса на коксующиеся марки углей. В этом случае интерес инвесторов к угледобывающим компаниям может быть только стимулирован ростом котировок компаний металлургического сегмента рынка.

## **РОСТ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИИ НА РАЗНЫХ СТАДИЯХ РАЗВИТИЯ ПРОЕКТА РАЗРАБОТКИ МЕСТОРОЖДЕНИЯ**

При определении рыночной стоимости горнодобы-



вающих компаний, в т. ч. доходными методами, следует учитывать стадию развития проекта.

Процесс проектирования горного производства опирается на методы математического моделирования и аналогий, что неизбежно приводит к погрешностям определения производственно-технических показателей, используемых в моделях денежных потоков. Определение финансовых параметров модели денежных потоков (ставка дисконтирования, рыночные цены на сырье и т. д.) также носит прогнозный (приближенный) характер. Таким образом, на каждом этапе технико-экономического моделирования и планирования создаются погрешности. Погрешности тем выше, чем ниже уровень технико-экономических исследований по объекту оценки.

Согласно экспертным оценкам и двадцатилетнему опыту работы ИЕЭС в СНГ (группа IMC Montan), стандартная погрешность экономических показателей типичного проекта горных работ составляет 10–15 % для стадии Feasibility Study (аналог российского ТЭО), 25–40 % — для стадии PreFeasibility (аналог российского пред-ТЭО), до 70 % — для стадии Scoping Study. В некоторых случаях погрешность проектирования может быть снижена до 5–10 %, но такая точность достижима, как правило, для действующих производств, имеющих детально проработанную рабочую документацию, скорректированную на фактическое состояние производства.

Независимо от результатов оценки стоимости горнодобывающего производства потенциальным инвестором всегда учитывается стадия исследований месторождения, что приводит к различному рода дисконтным корректировкам в прогнозную величину накопленных дисконтированных потоков.

Наибольшей капитализацией и инвестиционной привлекательностью при прочих равных условиях характеризуются действующие производства, имеющие детально проработанные долгосрочные программы развития. На действующем предприятии инвестиционная стоимость компании близка к NPV и даже, в не-

которых случаях, может превосходить его, учитывая ожидания рынка.

Напротив, компании, находящиеся на стадии освоения или предварительных оценок, вызывают серьезные опасения со стороны потенциальных инвесторов, что сопряжено с более высокими рисками инвестиций. Для принятия инвестиционных решений обычно минимально необходимым уровнем проработки является стадия PreFeasibility.

Также следует отметить, что независимо от детальности проектных решений погрешность проектирования имеет тенденцию к росту с увеличением горизонта планирования горных работ. Нецелесообразно увеличивать горизонт планирования без соответствующего подтверждения технико-экономическими оценками.

Обычно оптимальный период технико-экономической оценки горного проекта составляет 20–25 лет, что объясняется минимальным влиянием денежных потоков, формируемых за указанным горизонтом на NPV проекта, вследствие фактора дисконтирования. Следует отметить, что на горизонте планирования, превышающем 20–25 лет, погрешность проектных решений в ряде случаев оказывается существенно выше пророчества NPV. Тем не менее строгих ограничений к периоду календарного планирования, принимаемому для моделирования денежных потоков, в практике подготовки горных компаний к листингу и отчетности по международным стандартам нет. Единственным критерием служит наличие проработанных планов на срок отработки всех запасов (life of mine) и уверенность в рыночном спросе на товарную продукцию в рассматриваемом временном горизонте.

Таким образом, можно констатировать широкое применение доходных методов оценки и их актуальность в сложившейся экономической ситуации. ☉

---

**Авторы:** горный инженер ИЕЭС к. т. н. Твердов А. А.  
директор ИЕЭС к. э. н. Никишичев С. Б.  
консультант по экономике и маркетингу ИЕЭС к. э. н. Жура А. В.  
[www.imcmontan.ru](http://www.imcmontan.ru)