



А. А. Твердов
горный инженер
IEEC, к.т.н.



С. Б. Никишичев
директор IEEC, к.э.н.



А. В. Жура
консультант по эконо-
мике и маркетингу
IEEC, к.э.н.

Оценка стоимости горнодобывающих компаний: международный аспект

В статье рассмотрены основные особенности оценки стоимости горнодобывающих компаний в системе международных стандартов отчетности о запасах/ресурсах ТПИ, а также в системе МФСО

The article describes main features of mining company appraisal in the international accounting standards on reserve / resource of solid minerals, as well as in the IFRS

Ключевые слова: компетентное лицо, отчет о минеральных ресурсах, «нулевая» стадия разработки, технико-экономическое обоснование

Keywords: Competent person, Mineral Expert's Report, Greenfield, feasibility study

Цели и задачи оценки стоимости горных предприятий

Современное горнодобывающее предприятие является комплексной хозяйствующей структурой, объединяющей в себе большое количество разнообразных активов – здания и сооружения, оборудование, вспомогательные активы, нематериальные активы и др.

Основной целью любого добывающего предприятия является получение прибыли от продажи полезного ископаемого, реализуемого, как в сыром виде (руда, рядовой уголь, строительный камень и т.д.), так и после переработки (концентраты, металлургическая продукция и т.д.). Основным источником капитализации горнодобывающей компании является не столько материальные активы, сколько экономический «потенциал» разрабатываемых месторождений. Как и любой инвестиционный проект, процесс разработки месторождений полезных ископаемых подлежит технико-экономическому анализу, целью которого является обоснование наиболее эффективного метода извлечения полезного ископаемого из недр, метода его переработки и оценка эффективности инвестиций.

Особенности оценки стоимости горных предприятий

При оценке горных предприятий основным объектом оценки является как имущество, находящееся в собственности предприятия, так и вклад запасов полезных ископаемых, на которое оформлена лицензия. Учитывая, что полезное ископаемое становится собственностью недропользователя в момент отделения от породного массива, именно технико-экономическая эффективность процесса разработки месторождения определяет вклад полезных ископаемых в стоимость бизнеса и капитализацию компании. В структуре капитализации горнодобывающих компаний вклад запасов полезных ископаемых носит доминирующую роль, а сами полезные ископаемые являются наиболее существенным активом предприятия. Зачастую, основные фонды компании не представляют экономического интереса в отрыве от сырьевой базы, под которую они были сформированы. Только часть ликвидного имущества может быть реализована как актив, востребованный рынком. Тогда, как горные выработки и значительная часть объектов поверхностного комплекса, не представляют самостоятельной ценности. Таким образом, только объективная оценка вклада запасов является ключевым фактором полноценной оценки стоимости горнодобывающего предприятия.

Полезное ископаемое реализуется, как правило, после процесса переработки, с более высокой добавленной стоимостью. Таким образом, при оценке стоимости горнодобывающих предприятий необходимо рассматривать всю цепочку трансформации полезного ископаемого в товарный продукт, с оценкой всех рисков, которые сопровождают этот процесс.

Состав работ по оценке месторождений и горнодобывающих предприятий, по сути, является комплексной задачей, решаемой группой специалистов (аудиторов) – от технических специалистов (горняки, геологи, специалисты по инфраструктуре, обогатители, экологи и т.д.) до специалистов в области экономики, права и маркетинга.

Оценка горного предприятия может быть реализована затратным, доходным или сравнительным методом, включая экспертную оценку рисков. При этом методики оценки и формат отчетности в рамках вышеуказанных задач несколько отличаются.

Затратные методы, как самостоятельные методы оценки горных проектов, менее информативны и представляют ценность скорее при решении специфических финансово-экономических задач, таких как определение налогооблагаемой базы, страхование объектов оценки, переоценка основных фондов для целей бухгалтерского учета, обоснование перспективной программы и др.

Методам аналогов уделяется существенная роль при оценке горных проектов, что обусловлено необходимостью анализа рисков при сопоставлении с похожими предприятиями и зачастую дефицитом информации при рассмотрении проектов на стадии Greenfield, не позволяющей провести полноценную технико-экономическую оценку. Однако наиболее распространенным и востребованным методом оценки вклада полезных ископаемых в стоимость бизнеса является доходный метод. Это обусловлено главной задачей оценки – определение экономических показателей эффективности отработки месторождений полезных ископаемых, которая может быть описана такими экономическими показателями, как NPV, IRR, IP и другие.

Международные стандарты отчетности: оценка вклада запасов полезных ископаемых при оценке ресурсов и запасов полезных ископаемых

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

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 разработки месторождения, с финансовой оценкой проекта на основе метода дисконтированных денежных потоков;
- оценку объема запасов с разделением на категории и указанием соответствующего тоннажа и качества при подтверждении экономической целесообразности отработки ресурсов категорий измеренные и указанные.

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 кодексам, разработанным на базе признанных 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 международных систем при экспертном подтверждении обоснованности имеющихся проектных решений.

Последний путь менее капиталоемкий и длительный, но в строгом смысле слова дает эквивалент запасов, приемлемый для инвестиционных и биржевых структур в случае, если переквалификация выполняется независимой компанией – участником международного горно-геологического сообщества.

Более того, в настоящее время Некоммерческим партнерством «Саморегулируемая организация «Национальная ассоциация по экспертизе недр» (НП «НАЭН») совместно с Обществом экспертов России по недропользованию (ОЭРН) при участии Государственной комиссии по запасам (ГКЗ) и Объединенного Комитета по международным стандартам отчетности о запасах (CRIRSCO) разработан Российский кодекс публичной отчетности о результатах геологоразведочных работ, ресурсах и запасах твердых полезных ископаемых.

Экономическая оценка, проводимая в рамках аудита ресурсов и запасов по

международным стандартам, по сути, является одной из форм 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 СРО оценочных организаций России и наличие в штате российских профессиональных оценщиков, имеющих соответствующее образование;
- оценка проводится исключительно методом дисконтированных денежных потоков;

В структуре капитализации горнодобывающих компаний вклад запасов полезных ископаемых носит доминирующую роль, а сами полезные ископаемые являются наиболее существенным активом предприятия

- оценка является частью более общей аудиторской работы по оценке состояния горного производства, ресурсной 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: 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.

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

Международные стандарты финансовой отчетности и оценка вклада запасов полезных ископаемых в стоимость компании

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 аудировается независимым аудитором. Российские горные компании предпочитают пользоваться услугами крупных международных аудиторов.

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

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

Подготовка горнодобывающих компаний к листингу на фондовой бирже

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 производственных активов 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.

Целью MER является отражение текущего состояния горнодобывающего производства с анализом всех основных аспектов, связанных с устойчивым развитием компании в перспективе, включая: адекватность инфраструктуры компании перспективным производственным планам, приемлемость методов горных работ, состояние парка горной техники и оборудования, наличие достаточного количества профессиональных кадров, 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 стандартов оценки ресурсов и запасов.

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.

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

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

Сложность процедуры IPO, включающая многоэтапность и необходимость координации различных участников процесса, делает желательным привлечение опытного независимого менеджера процесса. Для российских компаний желательным 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, необъективному 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.

Среди российских компаний сырьевого сектора, успешно прошедших размещение на фондовых биржах, можно выделить: УК Распадская, ТМК, Северсталь, Мечел, НЛМК, КТК, Уралкалий, Еп+, ФосАгро и др. Благодаря благоприятной конъюнктуре рынка металлов и угля котировки «Распадской» и ТМК всего за год превысили цену размещения более чем в два раза. Характерным примером

высокой ликвидности горных активов является также пример размещения на Лондонской бирже акций «Уралкалия». В первый день торгов акции «Уралкалия» подорожали на 25%, впоследствии продолжая расти высокими темпами.

Капитализация компании на разных стадиях развития проекта разработки месторождения

При определении рыночной стоимости горнодобывающих компаний, в т.ч. доходными методами, следует учитывать стадию развития проекта, которая может соответствовать «нулевой» стадии разработки (Greenfield), стадии развивающегося или действующего горного предприятия.

Наибольшей капитализацией и инвестиционной привлекательностью, при прочих равных условиях, характеризуются действующие производства, имеющие детально проработанные долгосрочные программы развития

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 некоторых 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 Pre-Feasibility.

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.

В целом, чем выше достоверность проектной проработки освоения месторождений, тем выше его рыночная стоимость и, соответственно, капитализация компании-недропользователя. ■