

Как COVID-19 повлияет на стоимость золотодобывающих компаний и проектов



М.И. Лесков
директор по развитию бизнеса,
Группа компаний «ИГТ»



А.Н. Лопатников
зам. руководителя
секции экономики
ОЭРН, управляющий
партнер AAR

Инвестиции в горные проекты и компании всегда считались высокорискованными. Неопределенность, вызванная COVID-19, беспрецедентна. Практически все аспекты деятельности оказались затронуты — планирование геологоразведки, финансирование деятельности, организация логистики, вопросы персонала, надежность поставок материалов и комплектующих, отгрузок продукции, взаиморасчеты за нее. Рынок слияний и поглощений взял паузу, про IPO можно пока забыть, банки могут столкнуться с проблемой собственной ликвидности. Как все это поменяло оценки стоимости проектов и компаний в сфере разведки и добычи золота? Мы предлагаем свой взгляд на данный вопрос.

Прогнозировать будущее — дело рискованное в принципе. В ситуации пандемии COVID-19 особенно. Однако есть группа людей, которые делают это ежедневно в любых обстоятельствах. Это инвесторы. Свое мнение о будущем они проявляют, определяя стоимость активов, которые покупают, продают или оценивают в иных целях. Индивидуально они часто ошибаются, но все вместе именно они формируют то, что называется ценой того или иного актива. Разброс мнений и уровень активности являются хорошим индикатором размера неопределенности, с которым им приходится сталкиваться, и степени надежности коллективного мнения в каждый момент.

Если не вдаваться в подробности, задача инвестора — купить дешевле сегодня, ожидая продать дороже завтра. Для инвесторов нет хороших или плохих активов — только выгодные или невыгодные. У каждого инвестора свой взгляд на то, что движет ценами на активы, и свои сигналы, которые подсказывают, как ситуация будет развиваться дальше. Есть такие сигналы и у инвесторов, и руководителей предприятий в золотодобывающей отрасли. Тем не менее перемены на рынке золо-

та всегда оказываются неожиданными. Безусловно, у многих есть предчувствия накапливающихся проблем, потом кто-то оказывается в выигрыше, кто-то проигрывает, но, как показывает опыт, заранее подготовиться к переменам рынку в целом не удастся.

Гарантии повторения одного из вариантов прошлого нет, но во всех случаях раньше, в начале каждого серьезного рыночного потрясения, цены всех активов, кроме резервных валют, в которых эти стоимости измеряются, на какое-то время падают. Это касается цены на золото (рис. 1) и акций золотодобывающих компаний. Во многом это следствие шока ликвидности, т.е. невозможности обмена активами, что делает деньги наиболее ценными из всех активов. Кроме того, различия представлений о стоимости у покупателей и продавцов в этот период расходятся радикально.

Когда оседает первая пыль, становится видно, что кризис резко разделяет активы на те, стоимость которых пострадала больше, иногда безвозвратно, и те, которые упали в цене минимально или даже выросли в цене или вырастут через относительно

короткое время, попав в руки финансово устойчивых и опытных инвесторов, которые смогут реализовать стоимость, заложенную в конкретном проекте или компании. Участники рынка даже придумали название таким активам — irreplaceable или незаменимые.

Опытные инвесторы в горной отрасли хорошо знают, что тот, кто финансово не способен пережить несколько циклических спадов, не должен инвестировать в отрасль. При этом часто используют падение цены в кризисы как возможность для инвестирования, следуя максиме Уоррена Баффета: «Цена это то, что платишь за актив, стоимость — то, что получаешь».

История российской золотодобывающей отрасли показывает, что те российские золотодобывающие компании, которые успешно переживали кризис, как правило, впоследствии довольно быстро добавляли в стоимости. Сегодня значительная их часть входит в двадцатку крупнейших золотодобывающих компаний России.

Кризис неплатежей, совпавший с августовским дефолтом 1998 г., стал последним ударом для большинства крупных ГОКов и приисков, оставшихся с советских времен. Подавляющему большинству из них не помогло даже резкое изменение валютного курса рубля, которое фактически спасло от разорения многие мелкие и средние российские золотодобывающие компании, избавив их от многолетних долгов.

Стоимость, созданная до кризиса, не исчезла. Показательна история компании Сусуманзолото. Чтобы пережить коллапс своего предшественни-



Рис. 1. Цена на золото

ка, Сусуманского ГОКа, она была вынуждена расстаться с большим числом своих активов, отошедших отсоединившимся от СуГОКа мелким предприятиям и артелям. В течение нескольких лет после августовского дефолта компания вернула лучшую часть активов, расширила традиционный россыпной, в т.ч. и дражный сегмент, и создала новый для себя сегмент рудной золотодобычи.

Наглядным примером создания стоимости в кризисы является и компания «Полиметалл». Созданная в 1998 г., она успешно воспользовалась последствиями дефолта, интенсивно развивалась во время мирового финансового кризиса 2008 г., обвала цен на драгметаллы в 2012 г. и отсутствия внешнего финансирования для российских компаний в конце 2014 – начале 2015 гг., используя возможности каждого из кризисных периодов для новых приобретений значимых активов и увеличивая стоимость.

Предтеча нынешнего ГК «Петропавловск», Zoloto Mining, позднее переименованная в Peter Hambro Mining, имея в 1998 году проекты со стоимостью в несколько десятков миллионов долларов, испытывала сложности в поиске средств для финансирования запланированной перед дефолтом стройки на Покровском месторождении с объемами переработки всего 365 тыс. т/год. Новая компания, на стадии проектирования и подготовки к строительству, без истории добычи, не могла убедить банки в том, что ее стоимости хватит для обеспечения даже первоначальных залогов под кредиты. Сценарий освоения объекта пришлось изменить, отталкиваясь от имеющихся возможностей. После чего стоимость компании начала быстро расти, как и ее возможности привлекать финансирование. Спустя всего несколько лет она уже эксплуатировала одно из крупнейших на тот момент производств кучного выщелачивания золота в России ▶

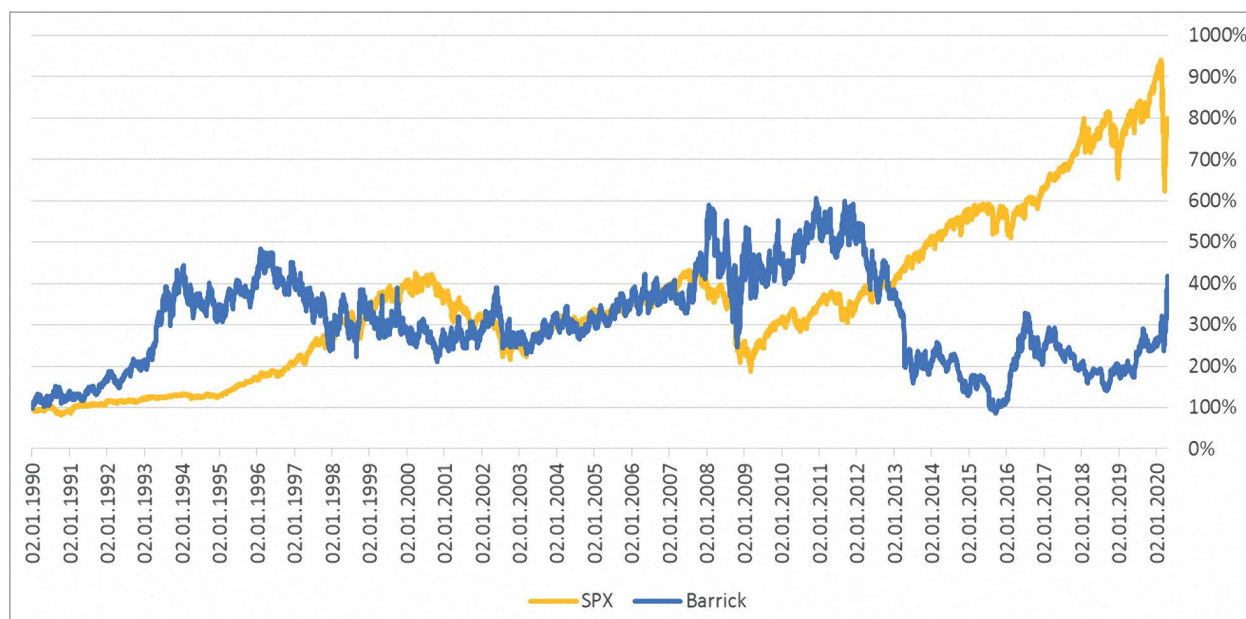


Рис. 2. Динамика цены акций Barrick и S&P500 в 1990–2020 гг.

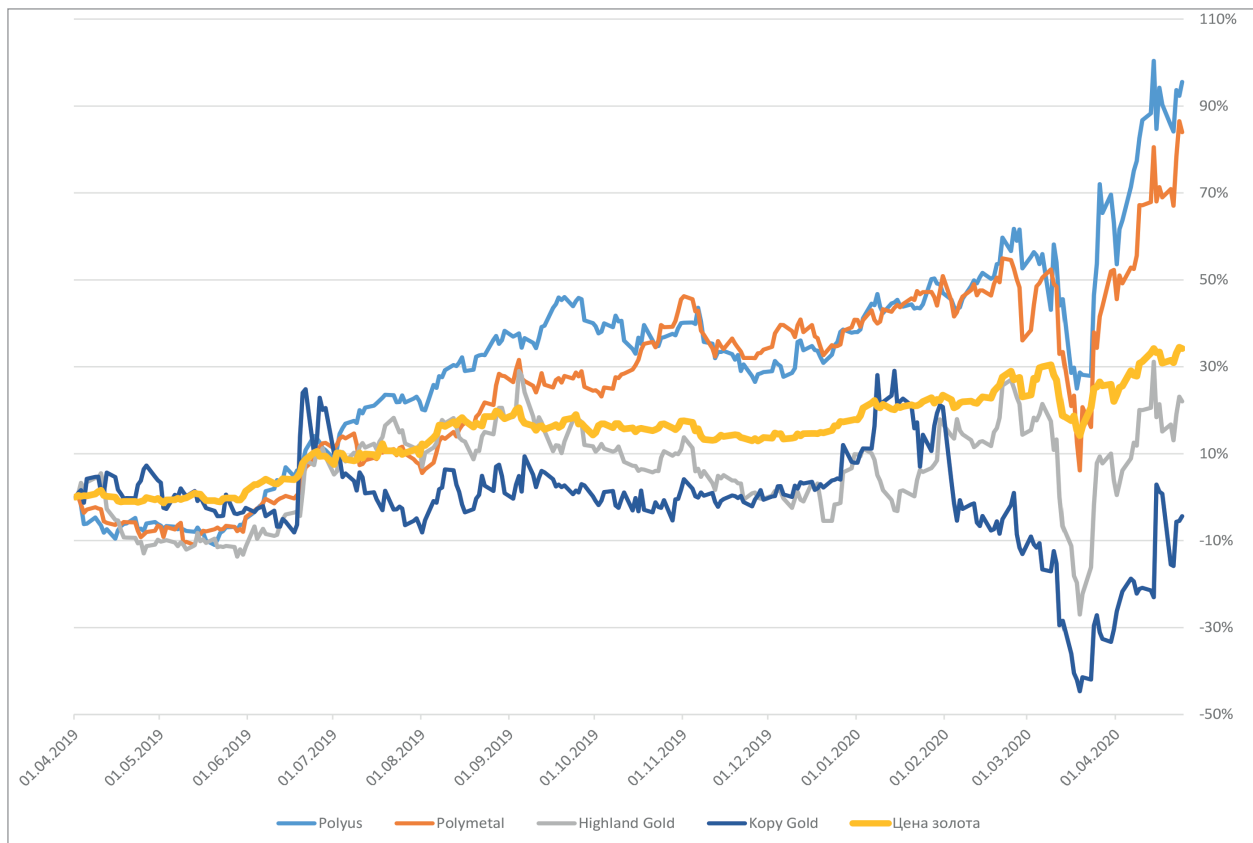


Рис. 3. Динамика цены акций некоторых российских золотодобывающих компаний с апреля 2019 г. по апрель 2020 г.

вместе с ЗИФ с суммарными объемами переработки руды, превысившими 1 млн т/год. Не все складывалось просто у компании впоследствии, однако сегодня она является одной из наиболее технологически развитых российских золотодобывающих компаний, одной из двух компаний в стране, построивших собственный автоклавный комплекс для отработки значительных запасов упорных руд.

Каждый кризис только отчасти похож на предыдущие, и не все, что можно подсмотреть у истории, окажется полезно сегодня. Пандемия COVID-19 не только застала врасплох весь мир, но вместе с ограничениями торговли и перемещения ударила по мировой экономике так, как ни один другой кризис со времен Великой депрессии. Наиболее ярко это продемонстрировало историческое падение до отрицательных значений цен нефтяных фьючерсных контрактов 20 апреля 2020 г.

Разглядеть очертания будущего золотодобывающей отрасли сегодня как никогда сложно, поэтому неопределенность относительно стоимости компаний и горных проектов имеет мало аналогов в прошлом. Тем не менее инвесторы не исчезли, они внимательно смотрят на все сигналы, которые поступают почти ежеминутно. Что они видят сегодня?

Главный источник благополучия отрасли — цены на золото и связанный с ними спрос на него. Отрасль, которая менее года назад чувствовала себя вполне уверенно при цене на золото в 1,2–1,3 тыс. долл./унц., сегодня продает его по 1,6–1,7 тыс. долл./унц. Дорогое золото продолжает поддерживать стоимость добывающих золото компаний как минимум не хуже, чем до начала пандемии. Для российских добывающих компаний золото становится еще и естественным хеджем, за счет снижения курса рубля к доллару, дополнительно увеличивая их операционную маржу.

Совершенно другая ситуация у тех компаний, которые еще не достигли стадии добычи или даже пока и не планировали ее — у юниорных компаний, вовлеченных в поиски и геологоразведку месторождений. В режиме «бегства от риска», на который переходят рынки акций в период потрясений, цены на них падают, а стоимость способны реализовать только опытные и финансово крепкие инвесторы. Однако они не будут спешить покупать или даже просматривать проекты для приобретения, разумно рассуждая, что чем дальше, тем больше будет предложений на продажу.

Однако даже высокой цены на золото сегодня недостаточно для того,

чтобы привлечь многих, а тем более большинство инвесторов в золотодобывающую отрасль. Видно, что потенциал роста отрасли заметно уступает компаниям новой экономики, которые сегодня определяют капитализацию всего мирового рынка акций (рис. 2, с. 19). Это связано со специфическими особенностями каждого из проектов, развиваемых золотодобывающими компаниями, конечным сроком отработки месторождений и сложностью с поиском новых высококоррентабельных проектов, а также высокими рисками, объективно присущими отрасли. Следствием этого являются относительно разумные мультипликаторы стоимости акций даже крупнейших золотодобывающих компаний и в худшие времена, а также размер рыночной капитализации самых крупных из них по сравнению с крупнейшими публичными компаниями других отраслей.

Что золотодобывающие компании могут сделать сегодня для сохранения или повышения стоимости? Помня, что кризисы резко сортируют компании и проекты, акционеры компаний постоянно смотрят на то, как работает их капитал. Оптимизация портфелей проектов позволяет избавиться от балласта и высвободить ресурсы, в том числе ресурсы квалифицированного персонала, что особенно важно в периоды кри-

зиса. Такая практика пока не стала массовой среди российских компаний, однако компании-лидеры золотодобычи активно и успешно ее используют. В 2009 г. «Полюс» после большого объема проведенных работ и защиты ТЭО кондиций закрыл достаточно крупный проект Кючус в Якутии, сдав лицензию государству. В 2015–2016 гг. Полюс поэтапно вышел из еще более крупного проекта на месторождении Нежданинское — сначала через создание СП с «Полиметаллом», а затем путем продажи своему партнеру оставшейся доли. Полученные средства, и в еще большей степени высвобожденные ресурсы, «Полюс» направил на развитие стратегически важных проектов на Олимпиаде, Благодатном, Наталке и Сухом Логге.

Тактику создания стоимости за счет оптимизации портфеля проектов успешно использует и «Полиметалл». Сосредоточившись на важнейших проектах компания планомерно вывела за рамки основного бизнеса проекты «БЗДК», Хаканджу и ряд других более мелких объектов, что практически не повлияло на его стоимость, но позволило высвободить ресурсы для стратегически важных задач. Приобретение Нежданинского месторождения со значительными запасами упорных руд обеспечило компании возможности для роста в среднесрочной и долгосрочной перспективе, одновременно решив вопрос о загрузке своих имеющихся и дополнительно создаваемых автоклавных мощностей, заложив основу для дальнейшего роста стоимости компании.

Еще одним важным фактором, обеспечивающим компаниям рост стоимости за счет снижения рисков, является кооперация в освоении особо крупных и сложных объектов, а также кооперация крупных и средних компаний, которая позволяет оптимизировать кадровые ресурсы и повысить их опыт и знания. Подобных примеров в практике российских компаний пока, к сожалению, очень немного.

Подводя итоги этого короткого анализа, можно отметить следующее.

Предыдущие кризисы отбраковывали наиболее рискованные и переоцененные проекты. Проекты, работающие или вводимые сегодня, были задуманы после падения цены на золото с пика 2011–2012 гг., кроме того, с 2014 г. российская золотодобывающая отрасль, лишившись внешнего финансирования, вопреки этому устойчиво росла. В относительном смысле сегодня золотодобывающая отрасль в России чувствует себя не худшим образом — она производит ликвидный экспортный товар, имеет конкурентные затраты, её форми-



Влияние COVID19 на российскую золотодобывающую отрасль

Дискуссия



Денис Владимирович Александров
Генеральный директор
Highland Gold Mining



Михаил Иванович Лесков
Директор по развитию бизнеса
Институт Геотехнологий



Егор Владимирович Богданов
Генеральный директор
ООО «Новая рудная компания»



Александр Николаевич Лопатников
Управляющий партнёр
AAR



Кирилл Кириленко
Старший аналитик по драгоценным металлам
CRU

Вебинар «Влияние COVID-19 на российскую золотодобывающую отрасль»

15 апреля 2020 г. на платформе МАЙНЕКС онлайн состоялся вебинар «Влияние COVID-19 на российскую золотодобывающую отрасль». В дискуссии приняли участие Денис Александров, Генеральный директор, Highland Gold Mining, Егор Богданов, Генеральный директор, Новая Рудная Компания, Александр Лопатников, Управляющий директор, AAR, Михаил Лесков, Директор по развитию бизнеса, Институт Геотехнологий, Кирилл Кириленко, Старший аналитик, CRU и Джон Маллиган, Директор по взаимодействию с членами совета и рынками, Всемирный совет по золоту (World Gold Council).

Основные выводы вебинара

- Восстановление в отрасли займёт примерно год.
- На вопрос, насколько осложнились поставки, логистика и финансирование из-за кризиса, большинство участников согласилось, что самые большие проблемы связаны с логистикой.
- Из-за COVID-19 сильно усложнилась организация ГПП работ.
- Консолидация в золотодобывающей отрасли возможно активизируется, но не в ближайшее время.
- После COVID-19, скорее всего, западным компаниям будет не до инвестиций в Россию.
- После того как COVID-19 будет побеждён, в отрасли резко вырастет уровень автоматизации и цифровизации производства.
- В целом, золотодобывающая отрасль находится в гораздо более благоприятной ситуации, чем другие. Рост цен на золото внушает оптимизм.

Материалы вебинара доступны по ссылке:
www.minexforum.online/the-impact-of-covid19-on-the-russian-gold-mining-industry/

рует большое число независимых игроков, а ресурсная база позволяет планировать новые инвестиции.

Капитализация крупнейших российских добывающих компаний, которые в большей степени ассоциируются у инвесторов с физическим металлом — сегодня выросла вслед за ценой на золото (рис. 3). Стоимости проектов на ранней стадии освоения, связанных с общей ликвидностью рынка и с его аппетитом к риску, почти наверняка снизились, по крайней мере на продолжительное время. Цена на них упала

еще больше, хотя проекты с хорошим геологическим потенциалом и экономикой смогут быстро вернуть и даже заметно увеличить цену, реализовав свою стоимость в руках существующих или новых владельцев, если у них хватит терпения, умения и финансовых ресурсов.

Завтра для российской золотодобывающей отрасли обязательно наступит, и тогда продуманные инвестиции, сделанные сегодня, дадут заметный прирост — как уже неоднократно было в истории. ♦