**Оценка Эффективности И Финансового Состояния Проекта**

При комплексной оценке проекта важно учитывать его экономическую эффективность и финансовую состоятельность, что включает выбор подходящей схемы финансирования. Для успешной инвестиционной деятельности необходимо сформировать инвестиционные ресурсы, которые представляют собой все виды финансовых активов, привлекаемых для вложений. На микроуровне источники финансирования делятся на собственные, привлеченные и заемные. (рис.1).



Рисунок 1. Основные источники формирования инвестиционных ресурсов фирмы

Прежде чем установить целевую структуру капитала, следует проанализировать множество факторов. Структура капитала может меняться со временем, но руководство должно учитывать ее текущий состав. Инвестиционная деятельность всегда сопряжена с неопределенностью будущих результатов, поэтому планирование должно включать анализ рисков. Успешные инвестиции требуют системного подхода к оценке стоимости и рисков проекта.

Финансирование высокорисковых проектов чаще всего осуществляется за счет собственного капитала, однако его объем зависит от финансовых результатов компании. Дополнительная эмиссия акций может снизить риск потери финансовой устойчивости, но повышает стоимость собственного капитала и может привести к утрате контроля. На практике акционеры чаще предоставляют внутренние займы, чем увеличивают уставный капитал, что также зависит от финансовых возможностей.

Использование заемного капитала как источника финансирования может стать стимулом развития, но и увеличивает риски, снижая финансовую устойчивость. Высокий кредитный рейтинг позволяет легче привлекать заемные средства, что дает налоговые льготы и эффект финансового рычага. Однако, если рентабельность активов ниже процентной ставки по кредитам, акционеры будут избегать заемного капитала.

Решение о реализации инвестиционного проекта требует комплексного анализа, а оптимизация различных параметров поможет увеличить доходность. Инвестиционная стратегия должна формализовать выбранные способы оптимизации. В процессе реализации проекта потребности в финансировании изменяются, и на ранних стадиях могут потребоваться инвестиции с высоким уровнем риска.

**Проекты можно классифицировать по видам финансирования: инвестиционное кредитование и проектное финансирование.** Последнее более рискованное и требует высокой проработки. При выборе схемы финансирования важно учитывать риски и возможность получения легальных дивидендов.

**Проект признается финансово реализуемым, если на каждом этапе достаточно средств для его продолжения.** В случае кассового разрыва необходимо рассмотреть варианты его ликвидации и скорректировать денежные потоки. Оценка финансовой состоятельности проекта основывается на трех формах финансовой отчетности и требует глубокого анализа.

**Что такое финансовое планирование и для чего оно нужно бизнесу**

Финансовое планирование — управление доходами и расходами компании или проекта. Деньги распределяют между направлениями работы, а потом составляют финансовый план.

Это нужно, чтобы обеспечить финансирование деятельности компании. Руководство должно понимать, хватит ли у компании денег, чтобы осуществить все проекты и выполнить все запланированные задачи.

Допустим, компании нужно нарастить выпуск продукции. Сейчас она производит товаров с общей стоимостью 10 миллионов $, а хочет — на 100 миллионов. Для этого ей нужно построить новую производственную линию: найти помещение, отремонтировать его, закупить станки. У компании на счетах 20 миллионов $. Хватит ли ей денег, чтобы достичь цели? Ответ компания получит после составления финансового плана.

Результат может быть таким: «Да, у нас есть все ресурсы, которые нужны для проекта». Или: «Сейчас ресурсов нет, нужно искать внешнее финансирование. Например, брать кредит, искать инвестора или договариваться с поставщиками об отсрочках».

Финансовое планирование бывает краткосрочное, среднесрочное и долгосрочное.

**Три причины составить финансовый план**

Финансовое планирование, хотя бы минимальное, нужно любой компании. По трём причинам.

Вы поймёте, хватит ли денег на реализацию проекта

Это особенно важно, если он требует значительных вложений. Примеры таких вложений — закупка дорогого оборудования, покупка помещения и его ремонт, набор новых сотрудников. Конечно, можно начать выполнять проект без проработанного финансового плана. Но есть большой риск, что к середине проекта деньги закончатся — его придётся приостанавливать, а команду распускать.

Вы объедините цели и разберётесь, как их достичь

Чтобы составить бюджет, нужно объединить планы и пожелания всех отделов, привести их к общему знаменателю.

Допустим, начальник склада хочет, чтобы компания хранила большие запасы продукции. Так он сможет отгрузить товар клиенту в любой момент. Но компании не нужны такие большие запасы — это замороженные на складах оборотные средства.

Противоречие обнаруживают, когда составляют бюджет. Руководство компании объясняет начальнику склада, что запасы на три месяца — это невыгодно. Но, чтобы нужные товары всегда были на складе, они решают установить новую программу. Она контролирует остатки эффективнее. В результате запасы товаров требуются на два месяца или даже на один, а не на три.

Так во время составления финансового плана отделы сопоставили потребности и нашли решение, которое подходит всем. Получилась рабочая схема, которая учла цели отделов: не замораживать деньги в излишних запасах, но всегда иметь возможность выдать товар.

Таким образом, бюджетный процесс поможет сформулировать общие для компании цели и найти варианты, возможности их достижения.

Получите инструмент контроля

С ростом компании её бюджет превращается в инструмент контроля. Он выполняет роль ограничителя для всех структурных подразделений.

Например, задача отдела — нарастить объём своих операций на 30%. Для этого согласован бюджет на год — в рамках него отдел начинает работать. Если в процессе выясняется, что для выполнения задачи нужен ещё один человек, — потребуются дополнительные согласования. Любое превышение бюджета требует согласования на всех уровнях, потому что влияет на компанию в целом.

Здесь важно не перестараться. Пока компания маленькая, много контроля не нужно — это будет мешать ей развиваться. Она ещё не может на равных конкурировать с большими организациями, поэтому ей нужно действовать быстро и не тратить время на согласования.

Использовать бюджет для контроля целесообразно для компаний, где штат центрального офиса превышает 100 человек.

Итак, мы определили, что финансовое планирование в разной степени нужно всем компаниям — и крупным корпорациям, и небольшому бизнесу. В следующем разделе рассмотрим два основных метода составления финансового плана.

**Из чего состоит хороший финансовый план: три главных раздела**

Единая форма финансового плана утверждена только для государственных предприятий. Частные компании сами решают, что включать в свой план и насколько он должен быть детализирован.

Некоторые компании при составлении финансовых планов обходятся одним документом — прогнозом движения денежных средств. Сокращённо он называется планом ДДС или cash flow.

Cash flow — это таблица, в которой указывают поступления денег на расчётный счёт и расходы с него. В ней отражают, например, доходы от основной деятельности, инвестиционные доходы, обновление основных средств, расходы на зарплаты сотрудникам, платежи по кредитам.

Важно, что все эти доходы и расходы показывают в cash flow того периода, в который они должны быть получены или оплачены. Поэтому с финансовым планом, где есть только cash flow, сложно контролировать реальную финансовую эффективность организации.

Может получиться так, что в одном месяце у компании большие закупки, а в следующие полгода её склад загружен полностью и из расходов — только зарплаты и налоги. В этом случае по одному плану ДДС сложно понять, как на самом деле обстоят финансовые дела. Особенно актуально это в случае с сезонным бизнесом.

Например, если компания занимается закупками сельскохозяйственной продукции, все её основные траты приходятся на время выращивания и сбора урожая. В оставшееся время она только распродаёт продукцию, которую закупила. Получается, что часть года компания убыточна, потому что только тратит. А часть года, наоборот, сверхприбыльна, потому что только продаёт.

Для более точного финансового плана составляют ещё одну форму — прогноз прибылей и убытков (или план P&L). Это документ, в котором отражают ожидаемые доходы и расходы компании. При этом их выравнивают по периодам. Это значит, что доходы и расходы показывают в плане не общей суммой в момент поступления или траты, а частями — в таком размере, чтобы в итоге расход соответствовал полученному доходу. За счёт этого в любой месяц видна полная финансовая картина.

Например, в случае с нашей сельскохозяйственной компанией в отчёте P&L летние траты будут растянуты на весь год. Их отразят не одной суммой в момент закупки, а разделят на двенадцать и покажут частями в каждом месяце, в соответствии с продажами. Потому что эти летние расходы будут работать на доходы компании в течение всего следующего года.

Другой пример — допустим, компания закупает дорогое оборудование. По плану cash flow эти деньги она тратит сейчас. Но купленное оборудование будет использоваться и приносить прибыль следующие десять лет. Поэтому в плане P&L расходы на закупку распределят равномерно по всему периоду — укажут не одной сумму в момент покупки, а части в течение десяти лет.

Важный момент: прогнозы cash flow и P&L должны обязательно сходиться между собой. Для сверки этих прогнозов составляют третий раздел — балансовый план.

Балансовый план — документ, в котором отражают планируемый перечень активов и пассивов компании на каждый будущий месяц. Разница между активами и пассивами показывает стоимость собственного капитала компании.

Балансовый план составляют, когда уже готовы cash flow и P&L. Он отражает, все ли расходы и доходы верно учтены в cash flow и P&L. Пока есть расхождения, нельзя быть до конца уверенным, что финансовый план составили корректно.

Таким образом, чтобы финансовый план получился реалистичным, я рекомендую обязательно составлять три формы:

•план движения денежных средств (план ДДС или Cash Flow);

•план прибылей и убытков (или P&L);

•балансовый план.

**Как составить финансовый план: метод финансового моделирования**

Существует несколько способов составления финансового плана. Расскажу про метод, который я считаю основным, — метод финансового моделирования.

С его помощью находят взаимосвязи финансовых показателей компании и факторов, которые на них влияют. На основании этого строят финансовую модель.

Допустим, у компании есть план по количеству деталей, которые ей нужно произвести. Известно, что производительность труда одного работника — 200 деталей в смену. Исходя из этого планируют, сколько людей нужно нанять, чтобы выполнить план. Если план растёт — по этому же принципу рассчитывают, сколько ещё работников нужно привлечь.

Получается первая взаимосвязь: объём производства → производительность труда → количество сотрудников → расходы на зарплату и оплату налогов.

Вторая взаимосвязь — чем больше сотрудников, тем больше нужно площадей, тем дороже аренда.

В больших компаниях образуется сложная система таких зависимостей. Может быть около ста параметров, каждый из которых связан с другими. В этом методе важно не уйти в излишнюю детализацию.

На основании полученных взаимосвязей составляют планы для каждого отдела и сводят их в общий финансовый план компании.

**Когда нужно обновлять финансовый план**

Считается, что даже если финансовый план составлен на год, его следует периодически пересматривать и обновлять. Например, в конце года компания запланировала бюджет и начала по нему работать. К апрелю стало понятно, что в некоторых вещах ошиблись, поэтому нет смысла продолжать выполнять этот план до конца года. Нужно пересмотреть его, ориентируясь на актуальные тренды рынка, экономики и самой компании, — найти способ достичь годовых целей другими способами.

Рекомендуется пересматривать свои финансовые планы три раза в год:

•в апреле — мае — когда заканчивается первый квартал и становится понятнее, как колеблется бюджет;

•в августе — сентябре — перед началом осенне-зимнего сезона, часто самого прибыльного для компании;

•в ноябре — декабре — при бюджетировании на следующий год.

Какие специалисты занимаются финансовым планированием и что они должны уметь

В начале мы говорили, что финансовое планирование бывает:

•краткосрочное — на несколько недель;

•среднесрочное — на год;

•стратегическое — на 3–5 лет.

Краткосрочным финансовым планированием обычно занимаются бухгалтеры. Такой финансовый план — это календарь платежей. В нём сведены счета на оплату поставщикам, зарплаты сотрудников, налоги и другие текущие расходы и доходы компании. Его готовят либо на неделю, либо на месяц вперёд.

Финансовым планированием на более долгий срок должны заниматься финансисты. В этом случае требуется не только работа с данными и таблицами, но и умение всё это анализировать.

Поэтому хорошим финансистам важно быть подготовленными в двух обширных областях:

•В технической. Они должны уметь собирать информацию, подготавливать таблицы. Сводить данные отделов, делать расчёты, выявлять зависимости. Для этого нужно хорошо разбираться в Excel.

•В аналитической. Финансисты должны понимать, как работает бизнес, и хорошо ориентироваться в бизнес-процессах компании. Самостоятельно видеть, насколько реалистичны данные, которые подают отделы. Уметь доходить до мельчайших деталей и требовать обоснования каждой цифры плана.

Например, отдел может спланировать, что поставщики дадут отсрочку на три месяца. А финансист знает, что на этом рынке работают только по предоплате, поэтому план нереалистичен. Как правило, такие знания приходят только с опытом.

Большим компаниям нужна команда финансистов. В ней финансовый директор отвечает за стратегию и понимание рынков, а финансовые аналитики занимаются расчётами и готовят документы.

**Подводим итог**

•Финансовое планирование — управление доходами и расходами компании или проекта. Оно бывает краткосрочным — на несколько недель, среднесрочным — на год, и стратегическим — на три-пять лет.

•Среднесрочное планирование обычно называют бюджетированием или финансовым моделированием. Бюджет компании лучше обновлять три раза в год — после первого квартала, перед началом осенне-зимнего сезона и в конце года.

•Краткосрочным финансовым планированием занимаются бухгалтеры. Среднесрочным и стратегическим — финансисты или финансовые отделы компании.

•Финансовое планирование нужно всем компаниям. Как минимум для того, чтобы понимать, хватит ли денег на выполнение проектов.

•Хороший финансовый план должен содержать три формы: прогноз движения денежных средств, прогноз прибылей и убытков, балансовый план.

•Чтобы финансовый план получился рабочим, важно составлять его в верной последовательности. Сначала руководство компании устанавливает главную цель. Потом отделы планируют, как будут её достигать. Затем подразделения утверждают с руководством, насколько их планы осуществимы в реальных условиях. При необходимости планы дорабатывают.

**Оценка инвестиционного проекта. Инструкция для финансового директора**

Задача оценки инвестиционного проекта обычно ассоциируется с написанием бизнес-плана и последующим походом в банк или к другому инвестору. Между тем, в обычной деятельности компании часто возникает необходимость принятия инвестиционных решений. И за каждым таким решением стоит более или менее крупный проект, требующий анализа. Интересно, что оценка такого проекта зачастую не только не проще, но даже сложнее, чем оценка крупных инвестиций, требующих внешнего финансирования — ведь за каждым инвестиционным решением стоит переплетение множества интересов, точек зрения и целей, связанных с бизнесом компании.

Обычно, роль финансового директора в обсуждении инвестиционных решений компании заключается в том, чтобы контролировать финансовую и экономическую эффективность инвестиций, а также оценивать вклад нового проекта в общие финансовые показатели компании. На фоне идей о повышении качества продукции и бизнеса в целом, захвате новых рынков и внедрении перспективных технологий именно финансовый директор должен суметь, во-первых, задать вопрос «какой доход мы получим на потраченные деньги?», а во-вторых, четко представить картину проекта в терминах финансового дохода или убытка.

**Начнем с конца. Итоговые показатели и принципы принятия решения.**

Прежде всего, нужно определить характеристики проекта, которые отражают его финансовую и экономическую выгоду для компании. Это позволит понять цель сбора данных и подготовки отчетов, а также выделить важные вопросы для анализа. С классической точки зрения, проект эффективен, если он приносит прибыль, однако здесь важна экономическая прибыль, которая учитывает не только затраты, но и стоимость задействованного капитала. Если экономическая прибыль положительна, проект считается выгодным, в противном случае он может быть неэффективен с финансовой точки зрения, хотя может приносить нефинансовые выгоды.

В практических расчетах используются разные показатели, характеризующие экономическую прибыль компании. В случае с оценкой инвестиционных проектов наиболее часто применяется **чистый приведенный доход (net present value NPV)**. Именно вопрос о величине NPV проекта будет наиболее фундаментальной и классической точкой зрения финансового директора на инвестиционные вложения. Величина NPV определяется на основе прогнозного отчета о движении денежных средств, составленного для инвестиционного проекта. Поэтому задача номер один при изучении вложений — понять, какие денежные потоки вызовет положительное решение о реализации проекта.

Еще два показателя, рассчитываемые на основе прогнозного денежного потока, это **внутренняя норма рентабельности (Internal Rate of Return IRR)** и **дисконтированный срок окупаемости (Discounted payback period PBP)**. Для их расчета используются те же прогнозные отчеты, а сами показатели являются вспомогательными по отношению к NPV, они просто дополняют его, отражая экономический эффект проекта в других ракурсах. Поэтому мы не будем выделять их в самостоятельную группу, а объединим с NPV под общим понятием показателей экономической эффективности. Как уже было сказано выше, главное условие для их расчета — наличие прогноза денежных потоков проекта.

Иногда прогнозирование денежных потоков может быть затруднительным. В таких случаях можно использовать косвенные финансовые характеристики проекта, например, изменения в бухгалтерской прибыли или других показателях, таких как операционная прибыль или EBITDA. Однако сравнивать ежегодные показатели прибыли с начальными инвестициями бывает неудобно, и такой подход не учитывает стоимость капитала акционеров. Поэтому часто для оценки используется не сама прибыль, а стоимость бизнеса, основанная на ней. Одним из простых способов оценки является модель Гордона, где важно убедиться, что прирост стоимости бизнеса не ниже потраченных на проект средств.

Также важно рассмотреть финансовые показатели компании, такие как ликвидность, оборачиваемость и рентабельность. Показатели могут варьироваться в зависимости от компании, но они должны отражать те характеристики, которые требуют внимания или улучшения. Для расчета этих показателей обычно необходимы прогнозный баланс и отчет о прибылях и убытках.

Таким образом, для принятия решения о проекте потребуется либо только прогноз денежных потоков, либо еще два дополнительных отчета. Как показывает практика, 90% трудностей в оценке связаны не с расчетами, а с формированием прогнозных отчетов, что требует особого внимания.

**Прогноз денежных потоков и другой отчетности проекта**

Оценку инвестиционных проектов можно условно разделить на две основные части. Первая часть включает сбор информации и прогнозирование денежных потоков. Эта задача трудно формализуема и требует учета множества индивидуальных особенностей компании и проекта, что занимает значительное время и усилия аналитиков. Вторая часть заключается в расчете показателей и их анализе. Хотя здесь также требуется много знаний, многие процессы могут быть стандартизированы, что упрощает работу и снижает затраты времени.

Для оптимизации процесса важно стремиться к унификации прогнозной финансовой отчетности, используя стандартные формы, которые позволят быстро находить необходимые данные и автоматически рассчитывать показатели. Это поможет избежать потери времени для пользователей финансовой отчетности.Наиболее важным отчетом для оценки проектов является отчет о движении денежных средств, поэтому пример его рекомендуемого формата приведен ниже.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ** | **2011** | **2012** | **2013** |
| Поступления от продаж | 0 | 98 618 596 | 114 899 316 |
| Затраты на материалы и комплектующие | 0 | 0 | 0 |
| Прочие переменные затраты | 0 | -34 635 326 | -40 353 193 |
| Зарплата | 0 | 0 | 0 |
| Общие затраты | 0 | -24 037 180 | -25 239 039 |
| Налоги | 0 | -848 664 | -586 795 |
| Выплата процентов по кредитам | 0 | -10 703 146 | -7 804 195 |
| **Денежные потоки от операционной деятельности** | 0 | **28 394 280** | **40 916 093** |
| Инвестиции в земельные участки | 0 | 0 | 0 |
| Инвестиции в здания и сооружения | -38 800 000 | 0 | 0 |
| Инвестиции в оборудование и прочие активы | -48 200 000 | 0 | 0 |
| Оплата расходов будущих периодов | 0 | 0 | 0 |
| Прирост чистого оборотного капитала | 0 | -5 326 008 | -361 806 |
| Выручка от реализации активов | 0 | 0 | 0 |
| **Денежные потоки от инвестиционной деятельности** | **-87 000 000** | **-5 326 008** | **-361 806** |
| Поступления собственного капитала | 20 000 000 | 0 | 0 |
| Поступления кредитов | 73 031 361 | 0 | 0 |
| Возврат кредитов | 0 | -18 913 090 | -33 972 238 |
| Лизинговые платежи | 0 | 0 | 0 |
| Выплата дивидендов | 0 | 0 | 0 |
| **Денежные потоки от финансовой деятельности** | **93 031 361** | **-18 913 090** | **-33 972 238** |
| Суммарный денежный поток за период | 6 031 361 | 4 155 182 | 6 582 050 |
| Денежные средства на начало периода | 0 | 6 031 361 | 10 186 543 |
| **Денежные средства на конец периода** | **6 031 361** | **10 186 543** | **16 768 592** |

Отчеты о прибылях и убытках, а также баланс также должны иметь стандартные форматы. Однако их подготовка обычно более сложна, так как одновременное прогнозирование денежных потоков и других отчетов требует тщательной координации всех учетных событий и факторов. В противном случае отчетность может стать неаккуратной и противоречивой.

Поэтому полный прогноз отчетности целесообразно готовить только в тех случаях, когда для анализа проектов используется готовый программный продукт, модель в Excel или собственная стандартная разработка. Это значительно упростит процесс и повысит качество итоговых данных.

**Принципы подготовки прогнозов**

Уже сама форма отчета о движении денежных средств задает план подготовки данных для анализа. Тем не менее, для удобства работы этот план лучше детализировать. Вот традиционный список вопросов, с решения которых начинается анализ любого инвестиционного проекта:

1. Доходы проекта

1.1. Какие новые продукты/услуги появятся в результате проекта?

1.2. Ожидаемый объем продаж. Физические объемы и цены.

1.3. Будут ли получены специальные выгоды в форме снижения издержек? Чему равны эти выгоды в денежном измерении?

1.4. Произойдут ли изменения в объеме продаж или в цене продукции, которая выпускается сейчас? Чему равны дополнительные доходы за счет проекта?

2. Текущие затраты

2.1. Персонал. Штатное расписание проекта, зарплаты.

2.2. Прямые переменные затраты, связанные с производством. Требуются ли расходы на комплектующие, материалы, энергию, доставку и т.п.?

2.3. Аренда помещений и другие арендные расходы. Коммунальные расходы, связанные с эксплуатацией помещений.

2.4. Будут ли в проекте расходы, связанные с содержанием и эксплуатацией оборудования (регулярное обслуживание, расходные материалы и пр.)?

2.5. Требуются ли маркетинговые расходы? Маркетинговый бюджет.

2.6. Будут ли в проекте использоваться услуги сторонних организаций? Например, охрана, правовое сопровождение, телекоммуникации, транспортное обслуживание. Каковы прогнозы этих затрат?

3. Инвестиции

3.1. Какие инвестиции потребуются на приобретение земли, строительство, подводку коммуникаций, приобретение и монтаж оборудования? Какими будут сроки амортизации оборудования?

3.2. Будут ли дополнительные расходы на доставку оборудования, есть ли таможенные платежи, связанные с покупкой импортного оборудования?

3.3. Потребуются ли дополнительные вложения в оборотный капитал?

3.4. Нужно ли потратить деньги на лицензии, сертификаты, покупку каких-либо прав и другие организационные цели?

3.5. Потребуются ли в дальнейшем регулярные инвестиции в обновление оборудования по мере его износа?

4. Финансирование

4.1. Из каких источников финансируется проект?

4.2. Прогноз стоимости средств, привлекаемых через лизинг или кредиты. Ожидаемые условия финансирования.

5. Экономическое окружение и налоги

5.1. Учет основных налогов: НДС, ЕСН, налог на прибыль, на имущество.

5.2. Есть ли в проекте необходимость учета каких-то специфических налогов? Например, акцизов или таможенных пошлин.

5.3. Будем ли мы учитывать инфляцию в прогнозах? Ее можно и проигнорировать, но тогда при оценке эффективности надо использовать не номинальные, а реальные процентные ставки.

В принципе, приведенный выше перечень охватывает практически все вопросы, которые следует задать для подготовки финансовой модели проекта. Но в реальной жизни часто возникают ситуации, сильно усложняющие работу. Некоторые из них встречаются настолько часто, что их стоит упомянуть здесь.

**Ранее осуществленные инвестиции**

При оценке проекта часто оказывается, что часть связанных с ним затрат уже оплачена. Интуитивно может казаться, что эти затраты должны быть учтены при анализе. Однако здесь скрыта ловушка!

Эффективность проекта действительно требует учета всех затрат, но при анализе текущего решения о запуске или продолжении проекта ранее понесенные расходы должны быть проигнорированы, так как отказ от проекта не вернет эти деньги. В инвестиционном анализе акцент ставится на оценку эффективности текущего решения, а не на полную историю проекта.

С другой стороны, если какое-либо имущество передается в проект бесплатно, но его можно продать, если проект не реализуется, то упущенные средства от продажи этого имущества также следует учитывать как часть инвестиций.

**Выделение проекта из действующего бизнеса**

Обычно это один из наиболее сложных вопросов анализа. Что делать, если над проектом работают сотрудники, которые и раньше получали зарплату в компании? Как учесть использование имеющихся у компании площадей и оборудования? Можно ли отразить в оценках повышение качества услуг? Это все типичные вопросы, возникающие при оценке инвестиций, связанных с развитием бизнеса.

Начнем с простой констатации главного принципа. В денежных потоках проекта должны быть отражены только те доходы и только те затраты, которые возникнут в случае, если проект будет реализовываться. Если какие-то платежи существовали бы и без проекта, то они не имеют к проекту никакого отношения и должны игнорироваться. Например, если новым сотрудникам отвели для размещения часть офиса, которая существовала и раньше, то затраты на аренду этих площадей не являются затратами проекта. И наоборот, если компания производит и продает, например, лампочки, а инвестиционные вложения позволят повысить качество продукции, то нельзя учитывать в доходах этого проекта поступления от продажи ламп, доходами проекта можно признать только дополнительные поступления от роста объемов продаж или цены, либо же выигрыш в затратах за счет снижения брака.

Иногда выделение доходов и затрат оказывается достаточно простым, тогда проект моделируется обычным образом. Но часто вычленить денежные потоки проекта оказывается сложно. В этом случае удобнее подготовить два прогноза денежных потоков: «деятельность компании без проекта» и «деятельность компании с проектом», а для анализа использовать разность между этими отчетами.

Важно, также, обратить внимание на то, что для учета доходов и затрат проекта важно, что они появляются в результате его запуска. При этом не важно, в каком подразделении компании появляются эти доходы или затраты. **Например**, холдинг создает собственную транспортную компанию, которая оказывает платные услуги. Этот проект может иметь высокие доходы, но если перевозки осуществляются для других собственных подразделений, то потраченные ими деньги следует считать затратами проекта (или просто исключить их из доходов). В то же время, средства, которые теперь не выплачиваются сторонним перевозчикам, являются доходом проекта.

**Расчет показателей**

Завершающим этапом оценки инвестиционного проекта должен стать расчет ключевых показателей эффективности, на основе которых принимается решение о привлекательности проекта. Как уже было сказано выше, наиболее часто такими показателями становится либо группа NPV/IRR/PBP, либо оценка бизнеса в соответствии с формулой Гордона.

Расчет NPV требует от аналитика решения двух простых задач. Во-первых, надо выделить из отчета о движении денежных средств строку чистого денежного потока (Net Cash Flow, NCF). Наиболее простой вариант определения этой строки выглядит так:

NCF = Денежные потоки от операционной деятельности *без учета процентов по кредитам* + Денежные потоки от инвестиционной деятельности.

Такое определение NCF приведет к оценке эффективности проекта с точки зрения суммарных инвестиций, без учета источников их финансирования. Оценка эффективности с точки зрения только денег акционера или с точки зрения банка потребует корректировки, но мы не будем рассматривать эти вопросы в рамках данной статьи.

Вторая задача, которую надо решить перед расчетом NPV — определение ставки дисконтирования. Это не так сложно. В основе выбора ставки дисконтирования должно лежать следующее определение этой ставки: это норма доходности, которую инвестор хотел бы получать на свои средства, вложенные в данный проект. Иными словами, если инициатор проекта уже знает, при каком годовом доходе он сможет признать проект привлекательным для вложений, то это и есть ставка дисконтирования. Если же речь идет просто об одном из множества проектов компании, то обычно применяется двухходовый расчет ставки.

1. Вычисляем средневзвешенную стоимость капитала (WACC) компании. Это показатель, который отражает — какую норму доходности компания обычно имеет на используемые ею средства. Формула расчета показателя:

*WACC = wкрRкр(1 − t) + wсобстROE*, где:

wкр и wсобст — доли заемных и собственных средств в капитале компании;

t — ставка налога на прибыль;

ROE — рентабельность собственного капитала.

2. Поскольку WACC компании отражает доходность обычной деятельности, а инвестиционный проект может существенно отличаться от обычной деятельности, то риски его будут выше (из-за отсутствия наработанной практики в этой сфере). Поэтому к рассчитанному WACC прибавляется дополнительная рисковая премия. Величина этой премии будет равна нулю для проектов, связанных с поддержанием текущего производства, и будет постепенно расти с ростом новизны деятельности проекта. Как правило, величина рисковых премий колеблется от 0,2 WACC для проектов расширения производства до 0,5–0,7 WACC в проектах, направленных на выход на совершенно новые рынки.

Итак, ставка дисконтирования может быть определена либо на основе требований инвестора, либо прибавлением рисковой премии к базовой стоимости капитала компании. Но следует помнить, что это номинальная ставка, которую можно использовать только в том случае, если все денежные потоки спрогнозированы с учетом инфляции. Если же инфляция в денежных потоках не учитывалась, то следуют сделать еще один шаг в определении ставки дисконтирования — перейти к реальной ставке, то есть ставки, не включающей инфляцию. Упрощенно, это делается вычитанием прогнозируемого уровня инфляции из номинальной ставки.

Теперь, когда ставка дисконтирования определена, можно рассчитать NPV. Формула этого показателя хорошо известна, но мы на всякий случай повторим ее еще раз:

https://www.alt-invest.ru/wp-content/uploads/lib-instrukciya-dlya-01.gif, где:

NCF — чистый денежный поток проекта;  
d — ставка дисконтирования.

Положительное значение NPV будет указывать на то, что проект эффективен. Кстати, величина этого положительного значения отражает одну из возможных оценок того, насколько вырастет стоимость бизнеса компании в результате реализации рассматриваемого инвестиционного проекта[1](https://www.alt-invest.ru/lib/instrukciya-dlya-fd/" \l "_ftn1).

Если показатель NPV по тем или иным причинам не совсем удобен, можно перейти к оценке проекта на основе модели Гордона. По сути дела, это тот же расчет NPV, но с двумя важными отличиями:

1. расчет ведется для бесконечного периода времени;

2. амортизация учитывается в составе затрат, т.е. делается предположение, что износ оборудования надо постоянно восполнять новыми инвестициями.

Для расчета в данном случае используется не отчет о движении денежных средств, а отчет о прибылях и убытках. На его основе формируется показатель, называемый чистая посленалоговая операционная прибыль, NOPLAT. Определяется она так:

+ Доход  
— Расходы на основную деятельность  
= Прибыль до выплаты налогов и процентов (EBIT)  
— Налог на прибыль  
= NOPLAT

И соответственно, формула оценки бизнеса будет выглядеть так:

https://www.alt-invest.ru/wp-content/uploads/lib-instrukciya-dlya-02.gif, где:

d — ставка дисконтирования;  
g — ожидаемые темпы среднегодового роста доходов. Этот показатель чаще всего оценивается на уровне прогнозируемой инфляции, иногда, для растущих рынков, на уровне на 2–3% выше инфляции.

Принцип принятия решения на основе модели Гордона таков: если V оказывается выше, чем начальные инвестиции в проект, то вложения можно признать эффективными, если ниже, то проект убыточен.

**Заключение**

Одной из основных трудностей является определение цели инвестиционного проекта. Например, оценить доходность внедрения ERP-системы или модернизации оборудования сложно, хотя выгода может быть очевидной. Выразить эту выгоду в конкретных денежных потоках не всегда возможно.

Финансовый директор должен осознавать ограничения подхода, ориентированного на денежную отдачу от каждого проекта. В некоторых случаях проекты могут быть признаны чисто затратными. Тем не менее, даже для таких проектов полезно составлять прогнозные отчеты и рассчитывать значения NPV (которые, конечно, будут отрицательными). Это поможет зафиксировать экономическую стоимость ожидаемых качественных изменений и сосредоточиться на увеличении числа проектов с четкой финансовой обоснованностью, снижая при этом количество тех, которые не имеют связи с финансовыми результатами компании. Как показывает практика, такой подход значительно улучшает качество планирования и эффективность работы компании.