

Голубев Андрей Владимирович, Консультант по финансам «КБС Групп», к.э.н.

Постановка задачи для расчета инвестиционного проекта

В первый раз делать расчет инвестиционного проекта мне пришлось в 1995 году. С тех пор я сделал около сотни подобных работ разного масштаба и подробности, и практически всегда сталкивался с проблемой различного понимания сути и оценки проекта со стороны его инициатора (собственника, инвестора или директора) и со стороны того, кому поручено сделать расчет и провести оценку.

С моей точки зрения для этого имеется ряд распространенных причин:

- Непонимание того, что представляет собой проект с точки зрения финансов;
- Диспропорции в детализации;
- Отношение к финансам как к чему-то второстепенному;
- Неумение пользоваться результатами расчетов.

После описания этих причин хотелось бы дать несколько советов, основанных на практическом опыте расчета проектов. В заключении статьи будет приведен перечень информации, которую следует собирать и использовать в расчетах.

Итак, что собой представляют причины, приводящие к разнице во взглядах на проект между заказчиком и специалистом по расчетам?

Непонимание того, что представляет собой проект с точки зрения финансов.

Чаще всего постановка задачи на проведение расчета происходит в тот момент, когда у инициатора есть какая-то общая идея и ему хотелось бы выяснить, насколько она экономически целесообразна. В целом такой подход оправдан, так как бессмысленно тратить время на разработку деталей, если проект заведомо убыточен. Однако далее процесс идет далеко не самым рациональным путем. Инициатор много и подробно рассказывает об исключительности разрабатываемого продукта или услуги, о поддержке проекта на различных властных уровнях, о конкурентных преимуществах географического положения производства и недостатках конкурентов. Все это очень важные вещи, но их совершенно недостаточно для того, чтобы ответить на вопрос: это хороший проект или плохой?

Диспропорция в детализации.

Часто инициатор большую часть своего внимания посвящает какому то аспекту проекта в ущерб всем остальным. Это может быть технология производства, система доставки или лояльность потребителей. Главное то, что в результате по этим аспектам имеется подробнейшая информация, которую инициатор хочет в полном объеме учесть в расчетах, в то же время оставляя без особого внимания не менее важные параметры. В моей практике был случай, когда инициатор дал полный алгоритм расчета накладных расходов (включая командировочные), при этом прогноз реализации был сделан очень приблизительно. Принимая во внимание то, что накладные расходы в этом проекте не достигали и одного процента от объемов реализации, можно сказать, что усилия по предварительному сбору информации были потрачены почти напрасно.

Отношение к финансам как к чему-то второстепенному.

Думается, такая ситуация может быть объяснена тем, что инициатор проекта, будучи руководителем, по-другому видит и сам проект и его место в уже имеющемся бизнесе. Стратегическое видение позволяет опускать некоторые детали, делая акцент на более высоком уровне. Зачастую приходится слышать такие утверждения: «собственный склад дает нам независимость от арендодателя, такого продукта ни у кого нет, высокие цены дают возможность не думать о производственных затратах еще пару лет и т.п.». Против этого трудно возразить, но ведь конечная цель менеджмента лежит в финансовой области. При этом ни один из инициаторов ни разу не отрицал необходимости измерения экономической выгоды от проекта. Правда, критерии этой выгоды называются довольно неопределенные. Сейчас это уже не так часто встречается, но еще пять лет назад очень многие руководители ориентировались на валовую прибыль (покупаем за рубль, продаем за два), и это было достаточным доказательством эффективности проекта. До сих пор широко распространен срок окупаемости, хотя изменение состояния экономики за последние годы внесло существенные коррективы в мнения его приверженцев относительно эталонных значений, на которые следует ориентироваться. В целом понимание необходимости расчета экономических показателей у руководителей есть, у них нет ясности в том, какая информация важна для расчета этих показателей, а какая нет.

В то же время у специалистов, занимающихся экономическими и финансовыми расчетами, данный вопрос не вызывает сомнений. Деньги, полученные от проекта, должны быть больше денег, которые проект требует. Желательно при этом учесть и временной фактор (например, показатель чистой приведенной стоимости - NPV идеально подходит для этой цели). Безусловно, у финансовых специалистов есть свои проблемы, связанные с отсутствием стратегического видения, но это другой вопрос, заслуживающий отдельного обсуждения. Однако, выполняя свою задачу, они нуждаются в информации, которая отнюдь не связана с конкурентными преимуществами продукта и его эксклюзивностью. Им нужно посчитать денежные потоки, и в этом зачастую заключается проблема, а иногда и противоречие, в диалоге с инициатором проекта. Вопрос о том, чья это проблема, не представляется существенным. Конечно и инициатор и специалист по расчетам должны пройти свою часть пути друг к другу, но этот путь будет значительно легче, если инициатор будет понимать, какая информация нужна для расчетов (еще раз повторюсь, проблемы специалиста по расчетам заслуживают отдельного обсуждения, сейчас разговор идет о том, как инициатор-руководитель должен ставить задачу на расчет проекта).

Неумение пользоваться результатами расчетов.

Еще одним объяснением возникающих затруднений может служить то, что многие руководители слабо представляют пользу, которую можно получить в результате расчетов проекта. В этом скорее следует винить низкую квалификацию тех, кто делает расчеты. Мне приходилось видеть расчеты, которые не шли дальше рентабельности затрат. С другой стороны отдельные руководители полагают, что расчеты бессмысленны, поскольку ситуация все равно изменится. Истоки этого явления находятся в девяностых годах прошлого века, когда расчеты делались исключительно для кредитующего банка, а для руководителей, по их словам, главным была «воля к победе» и «быть в рынке» или в «теме». Это категория тех, кто полагается на интуицию, и их управленческий стиль – непрерывные текущие тактические решения. По мере увеличения предсказуемости

экономики число таких руководителей падает, поэтому всерьез их возражение рассматривать не следует. Но не мешает еще раз вспомнить о квалификации специалистов по расчетам, которые не продемонстрировали своим руководителям преимущества сценарного анализа и анализа чувствительности проекта.

Для преодоления этих недостатков хотелось бы дать несколько советов, которые основаны на личном опыте расчета проектов.

Некоторые советы: что следует ожидать от расчета.

Расчет инвестиционного проекта является вспомогательным инструментом для принятия управленческого решения по поводу инвестиций. Руководитель, принимающий такое решение, должен знать то, что ему следует ожидать от работы специалиста по расчетам. В первую очередь – общую оценку проекта с помощью каких либо интегральных показателей (NPV, IRR, PI, дисконтированный срок окупаемости и т.п.). В определении этого интегрального показателя очень важную роль играет привычка им пользоваться. Если руководитель часто принимал решения на основании простого срока окупаемости, он должен требовать, чтобы этот показатель был посчитан, так как это даст ему возможность использовать свой предыдущий опыт, который просто незаменим (все строители, например, в первую очередь говорят о затратах на квадратный метр). С другой стороны, руководителю не следует отгораживаться и от более современных методов оценки, приведенных выше, и это уже задача специалиста по расчетам, интерпретировать эти современные показатели так, чтобы руководитель понял их смысл и пользу для принятия решения. Руководителю никогда не нужно стесняться вновь и вновь задавать вопрос: «И все таки, что это значит для меня?»

Хороший расчет дает возможность формирования нескольких сценариев развития событий путем задания различных значений в исходных данных. Именно поэтому сбор исходных данных для расчета иногда занимает существенное время. Правильно выполненный расчет дает возможность сделать заключение не только об эффективности проекта (приведенные выше интегральные показатели), но и о его ликвидности, то есть способности покрывать потребность в денежных средствах. Здесь также обязательным требованием к расчету является возможность моделирования различных источников финансирования с их различной ценой.

В результате руководитель должен иметь возможность выяснить:

- эффективен ли тот или иной сценарий проекта с точки зрения создания стоимости для собственника;
- какие денежные ресурсы и на какой срок необходимы для его реализации по тому или иному сценарию.

Некоторые советы: важность первоначальной информации о проекте.

Расчет инвестиционного проекта должен давать возможность ответить на вопрос: «Что если?» Поэтому хороший расчет обычно представляет собой компьютерную модель, выполненную в Microsoft Excel или в каком либо стандартном прикладном программном продукте (Project Expert, Альт-инвест и т.п.). Такая модель моментально отвечает на вопрос, как изменятся интегральные показатели, если произойдут изменения исходных

условий (цены, сроки, нормы расходов, процентные ставки и ставки налогов). Именно здесь руководитель может оказать помощь специалисту по расчетам. Уже на этапе формулирования идеи проекта руководитель, благодаря своему опыту, может предсказать те параметры исходных условий, которые предположительно могут критически повлиять на успех или неудачу проекта. Вообще все исходные условия следует учитывать в расчетах как можно более подробно, но эти, критически важные, в особенности. Например – если некоторые элементы производственного комплекса могут быть заменены на более дешевые или более производительные, стоимость оборудования не следует задавать общей суммой. Наоборот, нужно дать подробный список оборудования с ценами, сроками оплаты, сроками введения в действие и нормами амортизации. Если некоторые большие группы важных клиентов будут отличаться от других размерами предоставленных им отсрочек платежей, об этом нужно сказать сразу, дав структуру клиентов и условий оплаты приобретенной ими продукции. Если информация поступила с опозданием, а при этом модель уже выполнена, переделывать ее гораздо сложнее, чем делать правильно с самого начала. Руководитель в этом случае может столкнуться с сопротивлением специалиста по расчетам. Таких ситуаций нужно и можно избежать указанным выше путем.

Некоторые советы: оборотный капитал.

Зачастую при постановке задачи мало внимания уделяется оборотному капиталу, хотя он может составить довольно значительную сумму. Мне встречались проекты, в которых потребность в первоначальных запасах составляла примерно половину инвестиций в оборудование. Поэтому не следует пренебрегать данными о предоплатах поставщикам и отсрочках платежа со стороны покупателей. При больших объемах производства и реализации предоплата поставщикам в несколько дней может привести к существенной потребности в финансировании. Об этой потребности лучше узнать заранее, иначе придется срочно запрашивать банковский кредит, который обойдется дороже, чем кредит, который был запланирован. Такой же эффект дает длительный производственный цикл, порождающий большие запасы в незавершенном производстве.

Некоторые советы: проект и бюджет.

Важное замечание, которое хотелось бы сделать в отношении постановки задачи на расчет проекта – не следует одновременно рассчитывать проект и бюджет при большом количестве ассортиментных позиций. Если количество номенклатур невелико (не более десяти), разницы между рассчитываемым проектом и бюджетом практически не будет, но если номенклатур много, долгосрочный подробный расчет бюджета теряет смысл. Рассчитывая проект с большим количеством ассортиментных позиций правильнее «усреднять» продукт, иначе будет трудно сделать анализ чувствительности и сценарный анализ. Следовательно, из-за обилия информации будет трудно принять решение. Подробный бюджет на короткую перспективу (1-3 месяца) лучше составлять тогда, когда положительное решение по проекту уже принято. На более длительную перспективу (полгода, год) все равно придется составлять бюджет по «усредненным» позициям, так как при большом количестве ассортиментных позиций точный прогноз продаж на такие сроки невозможен. Вообще бюджет скорее не инструмент принятия решения об осуществлении какой либо деятельности, а инструмент контроля. В этом плане классический «скользящий» бюджет (на квартал вперед – по месяцам, на год вперед – по

кварталам) является великолепным подходом, но его не следует смешивать с расчетом инвестиционного проекта.

Некоторые советы: каким программным продуктом лучше пользоваться?

Программный продукт, с помощью которого выполняется расчет, может быть каким угодно. Уже упоминались Альт-инвест и Project expert, алгоритмы расчетов в них уже заданы, нужно только правильно ввести исходные данные. Также расчеты можно выполнить на листе Microsoft Excel, здесь алгоритм должен быть изготовлен специалистом по расчетам. Для руководителя выбор программного продукта не имеет большого значения. Если выполняются требования по расчету эффективности и ликвидности проекта, остается только один вопрос - контроль правильности выполненных расчетов. Конечно, для руководителя очень важно привлечь к работе специалиста, которому можно доверять. С другой стороны, руководителю было бы неплохо иметь дополнительные доказательства правильности расчетов. Таким доказательством может служить очевидность полученных результатов. В большинстве случаев у руководителя имеется общее представление того, какие должны быть объемы реализации в деньгах, какова величина инвестиций и т.п. Если сделанный расчет демонстрирует похожие данные, это дает определенные основания полагать, что он правильный. Если нет, нужно попросить специалиста показать на примере какого либо числа, как оно было получено. Для простоты восприятия удобно ввести в расчет какие-нибудь «круглые» исходные данные – 1, 10 или 100. Отслеживая их участие в вычислениях, трудно не заметить ошибку, если она есть. Я бы рекомендовал этот простой способ проверки даже в том случае, если расчет на первый взгляд кажется правильным. Такого рода проверки возможны даже в том случае, если компьютерная программа является «закрытой», как, например, Project Expert. В этом случае, правда, обнаружив некорректность трудно понять ее причину, но это уже проблема специалиста по расчетам.

Какая информация важна для расчетов.

В последней части этой статьи хотелось бы привести ту информацию, которая чаще всего нужна для того, чтобы сделать хороший расчет. Безусловно, взяв любую книгу по расчетам инвестиционных проектов можно найти похожий перечень с комментариями автора. Единственная возможная ценность того, что приведено ниже – мой личный опыт в использовании этих данных.

Обычно, задавая вопросы руководителю (инвестору, инициатору проекта) я структурирую их следующим образом:

- Доходы
- Текущие расходы
- Инвестиционные расходы
- Налоги
- Финансирование

Перед тем, как выяснять вопросы по этому списку, желательно определиться с временной структурой расчета. Иногда заказчику кажется, что работа будет облегчена, если расчет будет проводиться не по месяцам, а по кварталам или полугодиям. Это вовсе не так. Разницы в трудоемкости нет, поскольку используется компьютерная программа.

Поэтому можно рекомендовать структурировать расчет по месяцам, если имеются соответствующие исходные данные. Такой расчет достаточно подробен и не слишком перегружен деталями. Важно определить срок, в течение которого будет продолжаться проект. Если длительность проекта не определена, можно ограничиться сроком, когда нужно делать очередные крупные капитальные вложения (ремонт, расширение бизнеса, которое пока под вопросом и т.п.). При отсутствии таких ориентиров специалист по расчетам наверняка предложит использовать один из специальных методов ограничения срока расчетов (terminal value или бесконечную ренту).

Для описания доходов чаще всего важна следующая информация:

- Ассортиментный список;
- Когда начинаются и когда заканчиваются продажи каждой позиции по ассортименту;
- Каковы средние объемы продаж в натуральных единицах по каждой позиции;
- Имеет ли место постепенное нарастание продаж по мере их выхода на полную мощность;
- Имеет ли место рост/падение объемов реализации в натуральных единицах в зависимости от каких либо факторов (изменение спроса, открытие новых точек продаж, взаимозависимость в реализации между ассортиментными позициями и т.п.);
- Есть ли сезонные изменения в продажах;
- Каковы цены по каждой ассортиментной позиции;
- Будут ли цены меняться в зависимости от каких либо факторов (изменение спроса, переход на оптовую торговлю и т.п.);
- Есть ли сезонные изменения цен;
- Как покупатели оплачивают приобретенные товары/услуги (предоплата, отсрочка платежа, каковы сроки в днях);
- Будут ли иметь место единичные продажи активов, не являющихся готовой продукцией (продажа изношенного оборудования, помещений и т.п.).

В большинстве случаев этого бывает достаточно, чтобы смоделировать доходы. Безусловно, в отдельных проектах бывает необходима и другая информация. Так, например, в проекте связанном с продажей франшизы мне понадобилась информация о том, сколько точек продаж и через какое время откроет каждый франчайзи, поскольку с этим были связаны доходы. Однако такие проекты скорее исключение, чем правило.

Информация о текущих расходах чаще всего более объемна, чем информация о доходах. Причина состоит в том, что самих видов расходов в любом бизнесе больше, чем видов доходов. Если же говорить о моделировании, то оно не намного труднее, чем моделирование доходов. Довольно удобно следовать классификации, делящей расходы на переменные и постоянные. Для переменных расходов важна следующая информация:

- Перечень видов расходов, приходящихся на каждую продаваемую ассортиментную позицию;
- Нормы этих расходов в натуральных единицах;

- Цены единицы переменных расходов каждого вида с учетом возможного изменения этих цен;
- Минимальные партии, которыми закупаются сырье/материалы/услуги, являющиеся переменными расходами;
- Размер неснижаемого запаса по каждому виду расходов;
- Отсрочки/предоплаты в отношении поставщиков по каждому виду переменных затрат.

Для постоянных расходов важна следующая информация:

- Перечень постоянных расходов;
- Величина постоянных расходов каждого вида в натуральных единицах за период;
- Цены единицы постоянных расходов каждого вида с учетом возможного изменения этих цен;
- Когда начинается и когда заканчивается каждый вид постоянных расходов;
- Минимальные партии, которыми закупаются сырье/материалы/услуги, являющиеся постоянными расходами;
- Размер неснижаемого запаса по каждому виду расходов;
- Отсрочки/предоплаты в отношении поставщиков по каждому виду постоянных расходов;
- Имеются ли факторы, способные изменить объем постоянных расходов, в чем они состоят и как меняют эти расходы.

Последний вопрос актуален для так называемых условно-постоянных расходов. В одном из проектов по предоставлению услуг связи постоянные расходы по обслуживанию оборудования росли по мере увеличения количества этого оборудования. Количество оборудования, в свою очередь, увеличивалось поэтапно по мере роста клиентской базы. При этом величина шага была довольно большой. Трудно назвать такие расходы переменными, но и полностью постоянными они, строго говоря, не являются.

Инвестиционные расходы могут быть описаны в рамках следующего перечня:

- Полный перечень инвестиционных затрат;
- Цена каждого вида инвестиционных затрат;
- Порядок оплаты (включая возможный лизинг);
- Нормы амортизации по каждому виду амортизирующих инвестиционных затрат.

Иногда возникает вопрос относительно крупных единовременных затрат, которые не подвержены амортизации (рекламная кампания, создание первоначальных запасов и т.п.) – считать их инвестициями или текущими расходами? Мне кажется это вопрос классификации, и ответ на него не повлияет на денежные потоки по проекту.

Для описания налогообложения важно знать:

- Налоги, которые будут уплачиваться в рамках проекта;
- Налоговые льготы, если они применимы.

В отдельных случаях при постановке задачи руководители увлекаются «налоговым планированием». Поскольку практика разрешения налоговых споров и изменения в налоговом законодательстве дают самые разнообразные и неожиданные примеры, следует придерживаться рекомендации делать расчет с полной схемой

налогообложения. Если проект хорош без льгот, то полученные льготы будут дополнительным бонусом. Надежда на льготы при расчетах влечет за собой серьезные риски.

Для моделирования финансирования важно знать следующее:

- Какие источники финансирования будут использованы;
- В какой пропорции их предполагается использовать;
- Какова цена каждого источника;
- На какой срок предполагается использовать заемное финансирование.

Нужно отметить, что финансирование проекта является наиболее изменяемой частью расчета. Чаще всего выясняется, что сумма необходимых средств и сроки, на которые они необходимы, не совпадают с предварительной оценкой. Также изменения происходят при сценарном анализе. Для руководителя полезным было бы знать, где располагается «красная линия», то есть каковы самые жесткие по суммам и по срокам возврата условия финансирования. Правильно сделанный расчет может легко дать ответ на этот вопрос.

В целом приведенный выше перечень информации поможет сделать расчет быстрее и точнее.