УДК 336.645.1

ББК 65.2/4

*Марковская Елизавета Игоревна*

*кандидат экономических наук*

*доцент кафедры финансовых рынков и финансового менеджмента*

*Национальный Исследовательский Университет «Высшая Школа Экономики» (Санкт-Петербург)*

**Практические аспекты проведения финансового анализа и построения прогнозных денежных потоков в целях принятия решения о долгосрочном финансировании инвестиционного проекта**

**Аннотация**

Данная статья посвящена практическим аспектам проведения финансового анализа и построения прогнозных денежных потоков в ситуации принятия инвестиционных решений о долгосрочном финансировании инвестиционного проекта.

**Ключевые слова:** финансовый анализ, прогнозный денежный поток, долгосрочное финансирование, инвестиционный проект

*Markovskaya Elizaveta Igorevna*

*PhD in Economics, Assistant Professor of the Financial Markets and Financial Management Department, National Research University Higher School of Economics*

**Practical aspects of the financial analysis and cash flow forecasting in the situation of the making the investment decisions about long-term financing of the investment project**

**Abstract**

The paper is devoted to the practical aspects of the financial analysis and cash flow forecasting in the situation of the making the investment decisions about long-term financing of the investment project.

**Key words:** financial analysis, forecast cash flow, long-term financing, investment project

1. Актуальность проблемы

Инвестиционная активность является важной составляющей жизненного цикла каждого предприятия, а также национальной экономики в целом, поскольку является важным фактором экономического роста. Инвестиционный проект является комплексом взаимосвязанных мероприятий, предусматривающих привлечение ресурсов в создание нового предприятия / производства /объекта или расширение, реконструкцию, модернизацию, капитальный ремонт или иное изменение производства/объекта с целью получения последующего экономического эффекта посредством его эксплуатации или продажи. Реализация инвестиционных проектов связана с процессом организации долгосрочного финансирования, то есть привлечения денежных средств для достижения цели проекта.

Решение о долгосрочном финансировании инвестиционных проектов, как правило, принимается в следующих ситуациях:

- в процессе рассмотрения заявки банком на проектное финансирование или на инвестиционное кредитование;

- в процессе выбора потенциальным инвестором объекта для инвестирования. Например, в случае покупки нового бизнеса.

В российской практике долгосрочного финансирования инвестиционных проектов, осуществляемого с помощью банка, принято выделять два вида – проектное финансирование и инвестиционное кредитование [1, с.85-86].

Проектное финансирование – финансирование инвестиционного проекта в форме предоставления кредитов (выдачи гарантий) или в форме иного участия инвестора/кредитора в проекте, при котором:

 - проект реализуется в рамках специально созданного юридического лица (владеющего активами, создаваемыми в ходе реализации проекта; деятельность, не связанная с проектом, не осуществляется);

 - погашение обязательств осуществляются на этапе эксплуатации проекта преимущественно из потока денежных средств, генерируемого самим проектом.

Инвестиционное кредитование – финансирование инвестиционного проекта в форме предоставления кредита (выдачи гарантий), при котором:

 - проект реализуется в рамках юридического лица, являющегося действующим бизнесом (владеющего активами не связанными с проектом и осуществляющего коммерческую деятельность помимо реализации проекта).

 - источником погашения обязательств является вся хозяйственная и финансовая деятельность юридического лица, реализующего проект, включая доходы, генерируемые проектом.

В случае проектного финансирования и инвестиционного кредитования для принятия инвестиционных решений проводится анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия, которое является заемщиком и инициатором проекта. В ситуации проектного финансирования анализ больше сосредоточен на построении прогнозных денежных потоков, а при рассмотрении заявки банком на инвестиционное кредитование он акцентирует свое внимание на ретроспективном финансовом анализе заемщика.

Таким образом, проведение финансового анализа в целях принятия решения о долгосрочном финансировании инвестиционных проектов обладает некоторыми особенностями. Основными целями проведения финансового анализа в этой ситуации являются, как правило, следующие:

* Построение финансовой модели бизнеса, позволяющей спрогнозировать денежные потоки на период реализации инвестиционного проекта;
* Принятие решения об участии в финансировании инвестиционного проекта.

При этом банк оценивает кредитоспособность потенциального заемщика, то есть его способность и возможность своевременно исполнять кредитные обязательства перед банком. Инвестор оценивает способность покупаемого бизнеса генерировать денежные потоки и доходность потенциальной сделки.

Поэтому актуальным является выделение некоторых общих принципов проведения финансового анализа в процессе принятия инвестиционного решения и разработка некоторых практических рекомендаций для проведения финансового анализа под обозначенные нами выше цели. Данные рекомендации помогут банкам и предприятиям сформировать и дополнить собственную методологию работы с инвестиционными проектами, отсутствие которой, по нашим оценкам, во многих случаях препятствует успешной организации финансирования [2, c.226].

Ниже приводятся практические рекомендации по проведению финансового анализа и построению прогнозных денежных потоков, которые автор разработал на основе своего многолетнего опыта работы в сфере корпоративных финансов и инвестиционного проектирования в инвестиционно-банковской сфере и реальном секторе. Данные разработки автора могут быть использованы специалистами инвестиционно-банковской сферы при подготовке анализа финансово-хозяйственной деятельности заемщика в процессе принятия решения о возможности участия банка в долгосрочном финансировании инвестиционных проектов предприятия. Также данные методические указания можно использовать представителям собственников (в лице руководителей финансово-экономического блока) холдинговых компаний в процессе оценки инвестиционных решений в случае покупки нового бизнеса или инициировании нового направления.

1. Практические аспекты проведения финансового анализа в целях принятия решения об участии в долгосрочном финансировании инвестиционного проекта

Ниже представлены основные направления анализа составляющих активов и пассивов, которых рекомендуется придерживаться банкам и финансовым аналитикам предприятий при подготовке заключений о состоянии финансово-хозяйственной деятельности заемщика или анализируемого предприятия при принятии инвестиционных решений.

Основные средства

Основные средства обеспечивают предприятию возможность получать доход, а также в большинстве случаев выступают главным обеспечением кредитной сделки. Поэтому необходимо собрать информацию и проанализировать состав и описание имущественного комплекса предприятия, позволяющие сформировать представление о его производственных возможностях и основных объектах которые могут выступать в качестве залога.

С этой целью необходимо выделить наиболее существенные объекты основных средств и представить их пообъектное описание. При этом отдельные составляющие основных средств могут быть важны как с точки зрения их стоимости, так и с учетом их роли в производственном процессе (в частности у промышленных предприятий достаточно часто наиболее дорогими являются объекты недвижимости, а производственный процесс обеспечивается активной частью основных средств – машинами и оборудованием). В первом случае важна общая характеристика объекта (преимущественно с точки зрения его ценности как залога), во втором – анализируется описание операционных характеристик объектов, что обеспечит более точный подбор аналогов при подготовке отраслевого обзора (например, в случае бизнес-центров, дилерских центров и т.д.), либо позволит судить об определенных показателях деятельности предприятия (например, более новое оборудование по сравнению с типовым для отрасли часто означает более низкие нормы расхода ресурсов, по сравнению со среднеотраслевым уровнем и т.д.).

Характеристика прочих объектов основанных средств может быть проанализирована в агрегированном виде. В этом случае необходима информация о первоначальной, остаточной стоимости, начисленной амортизации и % износа.

Незавершенное строительство

Значимость объектов незавершенного строительства определяется следующим:

* Для завершения их строительства требуются некоторые инвестиции;
* Ввод объектов в эксплуатацию означает:

- изменение производственных возможностей предприятия и, соответственно, изменение денежных потоков от операционной деятельности.

- возможность начала возмещения НДС, уплаченного в ходе строительства объекта;

В соответствии с этим, необходимо привести описание:

* состава объектов незавершенного строительства с указанием предполагаемых сроков их ввода в эксплуатацию, состояния объектов на текущую дату (состав выполненных работ, их стоимость, общая степень готовности объекта), предполагаемая сумма инвестиций, необходимых для завершения строительства;
* проектные операционные возможности объекта (краткая характеристика, подробное описание приводится в разделе описания проекта);
* целесообразно проанализировать предполагаемый способ возмещения уплаченного НДС – единовременно, либо посредством неуплаты НДС по операционной деятельности (в первом случае желательно подтвердить наличие у предприятия соответствующих возможностей);
* целесообразно понять наличие правоустанавливающих документов;

Дебиторская задолженность

Анализ дебиторской задолженности позволяет охарактеризовать:

* Платежную дисциплину контрагентов предприятия;
* Состав основных контрагентов предприятия и основные совершаемые им хозяйственные операции;
* Обеспечивает исходную информацию для прогнозирования потребности в оборотном капитале (поскольку дебиторская задолженность обычно является его значимой составляющей);
* Характеризует величину НДС, начисленного по объектам незавершенного строительства.

В соответствии с этим, необходимо:

* Указать наличие просроченной задолженности, соответствующие хозяйственные операции, причины, сроки возникновения просроченной задолженности и перспективы погашения;
* Представить перечень основных дебиторов, с пояснением соответствующих хозяйственных операций и сумм задолженности.

При этом для прогнозирования потребности в оборотном капитале значимой является дебиторская задолженность, связанная с операционной деятельностью, поэтому расшифровка должна обеспечивать четкое разделение задолженности связанной с основной деятельностью и с прочими видами деятельности (основной из которых является инвестиционная);

* Обозначить договорные условия расчетов с основными контрагентами в рамках операционной деятельности предприятия;
* Общую величину задолженности бюджета по НДС необходимо представить в разбивке по объектам незавершенного строительства (для обеспечения соответствия графика ввода объектов и графика возмещения НДС).

Запасы

Состав запасов необходимо расшифровать таким образом, чтобы обеспечить представление об их составе, а также обеспечить возможность выделения части запасов, относящихся к операционной деятельности.

Кредиторская задолженность

По аналогии с рассмотренным ранее подходом к анализу дебиторской задолженностью, анализ кредиторской задолженности позволяет охарактеризовать:

* Платежную дисциплину предприятия;
* Состав основных контрагентов предприятия и основные совершаемые им хозяйственные операции;
* Обеспечивает исходную информацию для прогнозирования потребности в оборотном капитале (поскольку кредиторская задолженность обычно является его значимой составляющей);

а, кроме того,

* Объем средств, которые должны быть уплачены контрагентам по хозяйственным операциям, не связанным с операционной деятельностью.

В соответствии с этим, необходимо:

* Указать наличие просроченной задолженности, соответствующие хозяйственные операции, причины, сроки просрочки и перспективы погашения;
* Представить перечень основных дебиторов, с пояснением соответствующих хозяйственных операций и сумм задолженности.

При этом по аналогии с анализом дебиторской задолженностью, расшифровка должна обеспечивать выделение кредиторской задолженности связанной с операционной деятельностью и обусловленной прочими видами деятельности (главной из которых является инвестиционная).

* При наличии возможности указать предполагаемые сроки погашения задолженности, не связанной с операционной деятельностью.

Долгосрочные и краткосрочные кредиты и займы

Данные составляющие пассивов напрямую оказывают влияние на денежные потоки, а также на состав доступного залогового обеспечения. При анализе кредитов и займов необходимо указать их основные характеристики включая, в том числе:

* цели кредитов (при инвестиционном характере указываются соответствующие объекты незавершенного строительства), что обеспечивает корректный учет процентов при построении денежных потоков;
* предоставленное залоговое обеспечение, что позволит судить об объективности размера залогового обеспечения, предлагаемого Банку по испрашиваемому кредиту;
* наличие афилированности с кредитором - заемные ресурсы, предоставленные афилированными структурами достаточно часто содержательно могут быть приравнены к собственным.

При этом при анализе активов и пассивов, помимо описания ситуации на отчетную дату, необходимо пояснить динамику значимых статей.

Анализ финансовых результатов

Анализ финансовых результатов, помимо характеристики эффективности деятельности предприятия и факторов ее определяющих, позволяет подтвердить на основе фактических данных значения отдельных показателей, закладываемых в прогноз. Таким образом, необходимо:

*По выручке и себестоимости:*

* Представить поквартальную расшифровку выручки предприятия в разрезе источников ее формирования, которые предполагается учитывать в прогнозе;
* Представить поквартальную расшифровку себестоимости предприятия, составляющие себестоимости необходимо представить в виде экономических элементов затрат (заработная плата, амортизация ит.д.); если отдельные расходы в учете предприятия прямо соотносятся с определенными источниками выручки, это необходимо отразить;
* Поскольку прогнозирование часто осуществляется исходя из объемов производства и расходов ресурсов в натуральном выражении, с составляющими доходов и расходов желательно сопоставить (в случаях, когда это возможно) соответствующие натуральные показатели для подтверждения различных единичных показателей (цены, норм расхода и т.д.);
* Пояснить динамику составляющих выручки, себестоимости и единичных показателей при наличии значимых изменений;

*По прочим доходам и расходам*

* Представить поквартальные расшифровки коммерческих, управленческих расходов, а также прочих доходов и расходов. При этом их составляющие должны быть представлены в виде экономических элементов (заработная плата, амортизация ит.д.);
* Привести пояснения экономического содержания и причин возникновения данных расходов и доходов (если это непонятно из названия, например, в случае штрафов, бонусов, курсовых разниц);
* Пояснить динамику отдельных составляющих при наличии существенных изменений;

Анализ финансовых коэффициентов

К анализу финансовых коэффициентов желательно подходить содержательно:

* При расчете коэффициентов ликвидности желательно учитывать, предполагает ли имеющаяся дебиторская задолженность получение реальных денежных средств, статус отдельных кредиторов (наличие афилированности с заемщиком), будут ли запасы со временем превращены в дебиторскую задолженность и, в последствии, в денежные средства;
* При расчете коэффициентов финансовой устойчивости желательно учитывать статус отдельных кредиторов (наличие афилированности с заемщиком), рыночную стоимость основных составляющих активов;
* При расчете коэффициентов оборачиваемости желательно учитывать специфику дебиторской и кредиторской задолженности и запасов предприятия (наличие связи с операционным циклом).
1. Методические рекомендации по построению прогнозных денежных потоков

Ниже приведены методические рекомендации по построению прогнозных денежных потоков в ситуации принятия инвестиционных решений о долгосрочном финансировании инвестиционных проектов.

Операционная деятельность

*Выручка от реализации*

Поступления по операционной деятельности формируются из выручки от реализации. При прогнозировании выручки можно выделить две ситуации

* Выручка прогнозируется укрупнено, исходя из текущего объема реализации в натуральном (или даже в стоимостном выражении) и планируемых мероприятий. То есть суть состоит в том, что меняется один фактор, остальные считаются неизменными.
* Строятся прогнозы реализации продукции в натуральном выражении и соответствующего уровня цен с учетом всех основных влияющих на них факторов и степени их влияния.

Обычно используется смешанный подход. Степень его близости к каждому из обозначенных крайних случаев определяется составом доступной информации, наличием временного ресурса, значимостью соответствующего вида выручки.

Но при любом подходе желательно принимать во внимание:

* Наличие договоров, подтверждающих запланированный объем реализации как по действующему производству, так и по реализуемому проекту;
* Условия договоров (при их наличии): наличие возможности индексации цены, наличие штрафных санкций, возможности изменения существенных условий (например, неблагоприятного изменения объемов при наступлении каких-либо событий), возможности предоставления контрагентам скидок;
* В случае, если проект обеспечивает расширение производства продукции, уже выпускаемой предприятием, значим уровень загрузки существующих мощностей и соотношение существующих и планируемых к вводу мощностей (чем выше степень загрузки существующего производства и меньше доля новых мощностей, тем больше вероятность достижения прогнозных показателей; данная ситуация является одной из предпосылок обоснованности применения первого подхода при прогнозировании);
* Соотношение исторических объемов производства и объемов, предусмотренных в соответствующих договорах (при их наличии), общая практика соблюдения ранее заключенных договоров;
* Фактический исторический уровень цен на продукцию, рассчитанный исходя из натуральных объемов реализации и соответствующей выручки, а также уровень цен, установленный в договорах по действующему производству.

Себестоимость

Материальная себестоимость рассчитывается исходя из объема реализации, его соответствующих корректировок, удельных норм расхода ресурсов каждого вида и их стоимости. Определение удельных норм расхода ресурсов и их цен может представлять значительные сложности, в качестве возможных источников подтверждающей информации могут выступать:

* Документация на оборудование (в случае узко специализированного оборудования) и технологическая документация на изделие;
* Технико-экономическое обоснование проекта (в ряде случае документ называется «обоснование инвестиций, или сокращенно ОБИН»;
* Различные отраслевые методические рекомендации;
* Заключенные ранее договора;
* Расшифровки себестоимости.

В случае сложных проектов, при явной невозможности получить подтверждение предоставленных данных, может быть рассмотрена возможность привлечения консультантов.

Помимо материальной составляющей, значимыми статьями расходов по операционной деятельности часто являются также заработная плата, амортизация, энергоресурсы.

* При прогнозировании заработной платы, в случае действующего бизнеса, могут учитываться ее фактический уровень (на основе соответствующих расшифровок), штатное расписание и планируемые изменения к нему, планируемые в результате реализации проекта изменения. В случае вновь создаваемого бизнеса в качестве источников информации, подтверждающих адекватность декларируемого штатного расписания, по аналогии с нормами расхода могут выступать ТЭО, ОБИН; при этом также очень желательно получить информацию по действующим конкурентам. В случаях, когда влияние заработной платы на итоговый финансовый результат велико, может потребоваться привлечение консультантов.
* Амортизационные отчисления значимы, так как хотя и не являются денежным потоком, но могут оказывать существенное влияние на налог на прибыль. В случае вновь создаваемого бизнеса учитываются стоимость амортизируемого имущества, срок его использования и схема начисления амортизации. При реализации проекта в рамках действующего бизнеса, в случае, если создаваемые активы сходны с основной массой имеющихся активов, желательно проверить соответствие прогнозируемых амортизационных отчислений по вновь создаваемым активам и их фактической величины по имеющимся активам.
* Прогнозирование расходов на энергоресурсы в случае действующего бизнеса осуществляется исходя из их сложившегося уровня и планируемых изменений в результате реализации проекта. В случае прогнозирования создания нового бизнеса возможно воспользоваться информацией из ТЭО, ОБИН, а также желательно получить информацию по действующим аналогам.

Оборотный капитал

Значимое влияние на денежные потоки предприятия может оказывать также динамика оборотного капитала.

Величины составляющих оборотного капитала и, соответственно, его общая величина, могут быть определены исходя из следующего:

* Величина дебиторской задолженности на конец периода n определяется длительностью предоставляемой покупателям отсрочки и объемом реализации продукции за период, равный длительности отсрочки, в конце периода n;
* Величина кредиторской задолженности на конец периода n определяется длительностью отсрочки, предоставляемой поставщиками, и объемом закупок ресурсов за период, равный длительности отсрочки, в конце периода n.
* Суммарная величина различных запасов определяется длительностью производственного цикла, объемом производства и потребностью в корректировке имеющегося уровня специально создаваемых запасов (по аналогии с кредиторской задолженностью). При этом вся находящаяся в виде запасов продукция будет реализована в периоде n+1 (если длительность производственного цикла не превышает длительность шага прогнозного периода).

Таким образом, величина оборотного капитала на дату n определяется длительностью производственного цикла, длительностью отсрочки платежа, предоставляемой покупателям, длительностью отсрочки платежа, предоставляемой поставщиками, объемом реализации продукции за соответствующие временные периоды, а также изменением страховых и т.д. специально создаваемых запасов.

Поэтому, при прогнозировании величины оборотного капитала исходят из спрогнозированных объемов выручки и себестоимости и используют перечисленные выше параметры (то есть принимают величину дебиторской, кредиторской задолженности и запасов равной спрогнозированным ранее объемам реализации или себестоимости за соответствующие периоды, при этом полученные таким образом величины запасов и кредиторской задолженности корректируются с учетом изменения величины специально создаваемых запасов).

В случае действующего бизнеса в качестве подтверждения условий расчетов и длительности производственного цикла используют также коэффициенты оборачиваемости (например, если дебиторская задолженность оборачивается 12 раз в год, то предприятие, скорее всего, предоставляет покупателям месячную отсрочку платежа, величина дебиторской задолженности будет равняться объему реализации за прошедший месяц). Для таких целей коэффициенты оборачиваемости в ходе проведения финансового анализа желательно рассчитать с учетом только операционной деятельности. При этом коэффициенты оборачиваемости кредиторской задолженности и запасов помимо получаемой предприятием отсрочки платежа и длительности производственного цикла могут учитывать также потребность в корректировке специально создаваемых запасов (если из величин, используемых при их расчете запасов и кредиторской задолженности не исключать части, обусловленные специально создаваемыми запасами).

Инвестиционная деятельность

Планируемые объемы капитальных вложений желательно подтвердить соответствующими договорами и сметами. Cметы могут быть подтверждены специалистами-оценщиками. При этом необходимо иметь график капитальных вложений. Необходимо отметить, что возмещение НДС в случае строительства объектов недвижимости может быть начато только после подачи документов на регистрацию права собственности на построенный объект.

Финансовая деятельность

Объем привлекаемого кредита определяется финансовыми потребностями на осуществление инвестиционного проекта, наличием у бизнеса собственных источников финансирования, наличием дополнительных источников финансирования (средства акционеров, кредиты и займы из других источников и т.д.). График погашения кредита определяется величиной соответствующего денежного потока. Погашение кредитов (а при необходимости и привлечение дополнительных краткосрочных кредитов на пополнение оборотного капитала) желательно осуществлять таким образом, чтобы денежный поток в соответствующих периодах не был нулевым, что обеспечивает прогнозу некоторый «запас прочности».

Необходимо отметить, что полное погашение всех привлеченных кредитов в прогнозном денежном потоке является необязательным (хотя наличие такой возможности свидетельствует о высокой финансовой устойчивости бизнеса), так как для бизнеса характерно поддержание определенного уровня краткосрочных кредитов.

**Библиографический список:**

1. Марковская Е.И., Холодкова В.В. Откуда привлечь деньги?//Профессия-директор.-№ 10.-2006.-с.84-87.
2. Марковская Е.И. Современные проблемы организации финансирования инвестиционных проектов предприятий среднего и малого бизнеса в российской экономике.//Cовременные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд: сборник материалов VIII Международной научно-практической конференции/Под общей редакцией Чернова С.С. –Новосибирск: Издательство НГТУ, 2011.- с.225-228.

