

# Рабочая инструкция по оценке эффективности инвестиций

**Дмитрий Рябых,**  
генеральный директор компании «Альт-Инвест»

В нормальной работе компании часто возникают ситуации, требующие принятия инвестиционных решений, будь то покупка нового станка или открытие очередного филиала. Не потратить деньги впустую помогут простые правила анализа и оценки инвестиций.

Итак, сразу к делу. Есть инвестиционный проект (или идея), и предстоит решить, стоит ли вкладывать в него деньги. Прежде всего, необходимо определить, какие именно характеристики проекта могли бы отражать его выгоды для компании. Если подходить к проекту с точки зрения классического финансового анализа, то существует только один критерий. Проект эффективен в том случае, если он приносит прибыль. Однако в данном случае имеется в виду не бухгалтерская, а экономическая прибыль. Она отличается тем, что учитывает не только затраты, понесенные компанией, но и стоимость используемого для проекта капитала, даже если эта стоимость нигде не проходит как реально потраченные средства. Если экономическая прибыль от реализации проекта оказалась выше нуля, значит, компания в результате станет богаче, а проект можно считать выгодным. И наоборот.

На практике используются разные показатели, характеризующие экономическую прибыль компании. В случае с оценкой инвестиционных проектов наиболее часто применяется чистый приведенный доход (NPV). 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.

И, как показывает практика, 90 процентов всех сложностей оценки касаются не расчета коэффициентов, а как раз формирования прогнозных отчетов. Поэтому уделим этому больше внимания.

## Какие прогнозы нужны

Всю работу по оценке инвестиционных проектов можно условно разделить на две части. Первая – сбор информации и прогнозирование денежных потоков. Эта работа очень трудно формализуется, у каждой компании и в каждом проекте будет много индивидуальных особенностей. Вторая часть – расчет показателей и их изучение. Здесь тоже много работы и требуется немало знаний, но на этом этапе заметная часть работы может выполняться по формальным алгоритмам и не требовать ни времени, ни долгого обдумывания. Но для того чтобы избавить себя и других пользователей финансовой отчетности от напрасной потери времени, важно стремиться свести прогнозную финансовую отчетность к стандартным формам, позволяющим быстро находить интересующие цифры и автоматически рассчитывать показатели.

Наиболее важным отчетом для оценки проектов является прогноз движения денежных средств. Его формат хорошо знаком многим финансистам. Два других отчета – отчет о прибылях и убытках и баланс – тоже должны иметь стандартные форматы. Но их подготовить обычно довольно сложно. Одновременное прогнозирование и денежных потоков, финансовых результатов, состояния активов и пассивов требует аккуратного сведения всех учетных событий и факторов, иначе отчетность будет выглядеть неаккуратно и даже противоречиво. Такая работа слишком сложна для того, чтобы проделывать ее с каждым проектом. Поэтому полный пакет прогнозов имеет смысл готовить только в том

случае, если для анализа проектов вы используете либо готовый программный продукт, либо готовую модель в Excel. В других случаях можно ограничиться прогнозом движения денежных средств.

### Специфика планирования

Уже сама форма отчета о движении денежных средств задает план подготовки данных для анализа. Тем не менее для удобства работы этот план лучше детализировать, а именно подготовить список вопросов по таким направлениям, как:

доходы. Например: какие новые продукты появятся в результате проекта? Ожидаемый объем продаж? Снизятся ли текущие операционные издержки?

расходы. Штатное расписание проекта и зарплаты? Каковы будут прямые переменные затраты по проекту? Какими будут косвенные издержки?

инвестиции. Сколько средств придется инвестировать в основные средства? Будут ли дополнительные инвестиции в оборотный капитал?

финансирование. Из каких источников будут привлечены необходимые средства?

экономическое окружение и налоги. Какой будет налоговая нагрузка проекта? Как будет учтена инфляция?

Разумеется, приведенный список вопросов неполный. Тем не менее он прекрасно иллюстрирует логику сбора данных для анализа.

Стоит также учитывать, что в реальной жизни возникают ситуации, сильно усложняющие работу. Некоторые из них встречаются настолько часто, что заслуживают отдельного внимания.

**Ранее осуществленные инвестиции.** Зачастую к моменту проведения оценки проекта часть затрат, связанных с ним, уже оплачена. Логика оценки эффективности вложений, да и просто обычное понимание инвестиций подсказывают, что эти затраты должны быть учтены при анализе вложений. Но здесь кроется ловушка! Оценка эффективности проекта, безусловно, потребует учета всех его затрат. Но говоря об эффективности проекта, мы обычно подразумеваем эффективность принимаемого в данный момент решения о его запуске или продолжении. И в этом случае деньги, потраченные ранее, должны быть проигнорированы, так как отказ от реализации проекта все равно не вернет их.

**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? 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.

### Критерии эффективности

Завершающим этапом оценки инвестиционного проекта должен стать расчет ключевых показателей эффективности, на основе которых принимается решение о привлекательности проекта. Наиболее часто таким показателем становится

NPV. Его расчет требует решения двух простых задач. Во-первых, надо выделить из отчета о движении денежных средств строку чистого денежного потока (Net Cash Flow, NCF). Наиболее простой расчет выглядит так:

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

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 расчет выполняется в два шага.

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

$$WACC = W_{кр} R_{кр} (1 - t) + W_{собст} ROE,$$

где  $W_{кр}$  и  $W_{собст}$  – доли заемных и собственных средств в капитале;

$t$  – ставка налога на прибыль;

$ROE$  – рентабельность собственного капитала;

$R_{кр}$  – стоимость заемного капитала.

**Шаг 2. Корректируем на риск.** Поскольку WACC компании отражает доходность обычной деятельности, а инвестиционный проект может существенно отличаться от нее, то риски его будут выше. Поэтому к рассчитанному WACC прибавляется дополнительная рисковая премия. Величина этой премии будет равна нулю для проектов, связанных с поддержанием текущего производства, и будет постепенно увеличиваться с ростом новизны. 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 новые рынки).

Итак, ставка дисконтирования может быть определена на основе требований инвестора или прибавлением рисковой премии к стоимости капитала компании. Но следует помнить, что это номинальная ставка, которую можно использовать, если денежные потоки спрогнозированы с учетом инфляции. Если же инфляция в денежных потоках не учитывалась, то следует перейти к реальной ставке, не включающей инфляцию. Упрощенно это делается вычитанием прогнозируемого уровня инфляции из номинальной ставки.

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

$$NPV = \sum_{i=1}^T \frac{NCF_i}{(1+d)^i},$$

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 то, насколько вырастет стоимость бизнеса благодаря реализации проекта.