

Основы корпоративных финансов и получение финансирования

- ▶ **Обзор финансирования**
- ▶ **Отбор проектов**
- ▶ **Источники краткосрочного финансирования**
- ▶ **Источники долгосрочного финансирования**
- ▶ **Подготовка, установление контактов, переговоры**
- ▶ **Особенности бизнес-планов, инвестиционных меморандумов и проспектов эмиссии**
- ▶ **Оценка компании**
- ▶ **Выводы**
- ▶ **Домашнее задание**

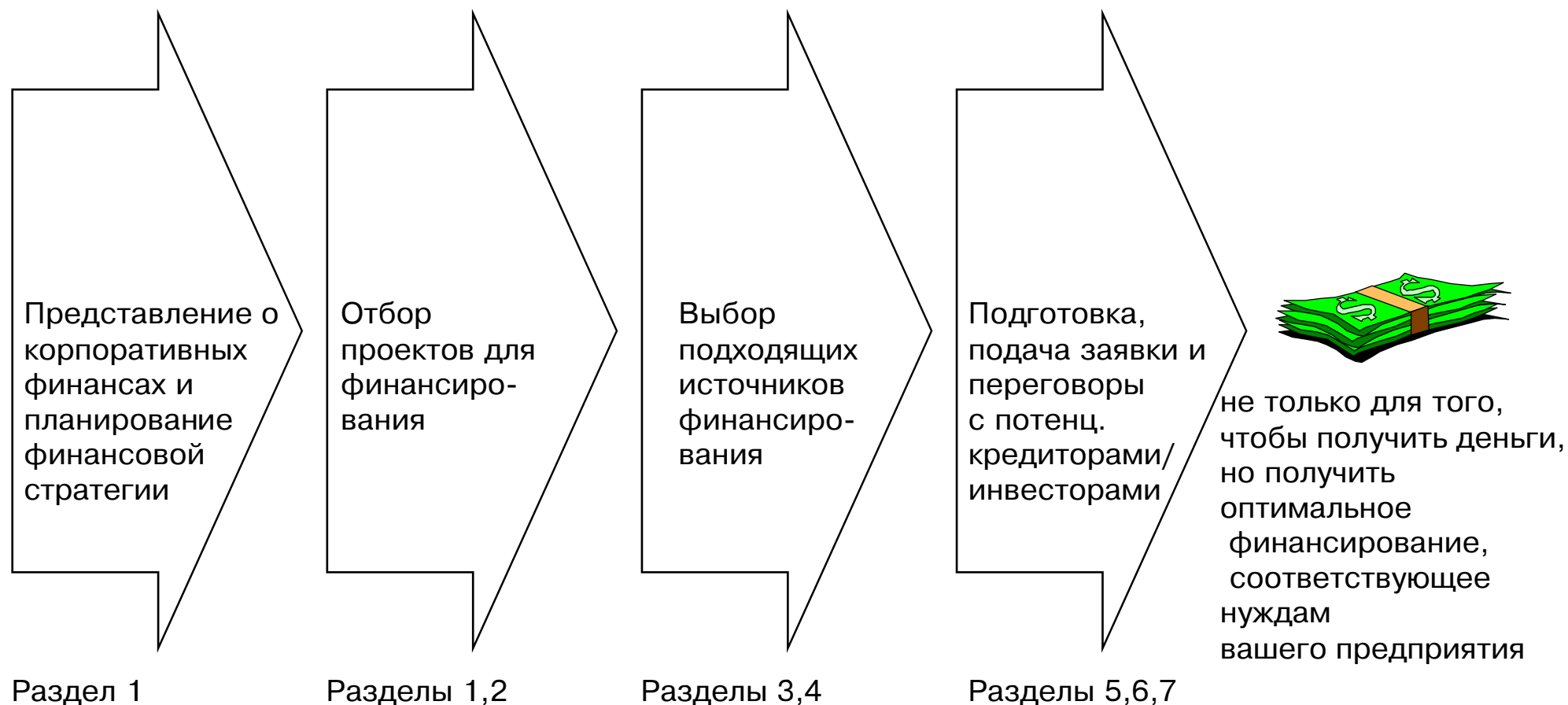


Содержание семинара

- Раздел 1: Обзор финансирования
- Раздел 2: Отбор проектов
- Раздел 3: Источники краткосрочного финансирования
- Раздел 4: Источники долгосрочного финансирования
- Раздел 5: Подготовка, установление контактов, переговоры
- Раздел 6: Особенности бизнес-планов, инвестиционных меморандумов и проспектов эмиссии
- Раздел 7: Оценка компании
- Раздел 8: Выводы

Цели семинара: каким образом данный семинар может помочь

Множество вариантов краткосрочного и долгосрочного финансирования для российских предприятий может привести в замешательство. Процессы получения финансирования из различных источников разнообразны и могут быть сложными. Мы рассмотрим:



Формат семинара

Семинар призван более полно вовлечь вас в дискуссию ...



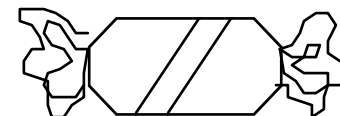
... и будет включать в себя упражнения в классе и задания на дом, цель которых помочь вам в освоении представленного материала, практики его использования, и обсуждение полученных результатов с руководителем семинара



Шоколадная фабрика “Сладкоежка” испытывает трудности

“Сладкоежка” - это рентабельное предприятие, приток денежных средств превышает отток денежных средств, компания имеет довольных работников, и довольных (на данный момент) акционеров.

Российские потребители всегда любили шоколад “Сладкоежки” и продолжают любить до сих пор.



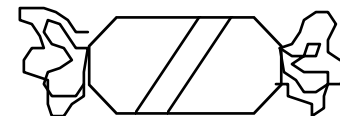
Почему “Сладкоежка” испытывает сложности?

Потому что конкуренты не стоят на месте

- Компания “Mars” построила фабрику стоимостью \$100 млн. в Ступино для производства батончиков “Марс”, “Сникерс” и т.д. Компания “Mars” также вложила средства в фабрику в Лужниках, и имеет планы строительства новых мощностей.
- Компания “Nestle” вложила \$19 млн. в шоколадную фабрику “Россия” в Самаре. Эти средства должны использоваться для модернизации мощностей по производству шоколада.
- Компания “Kraft Jacob Suchard” инвестировала \$25 млн. в шоколадную фабрику на Украине.
- Компания “Cadbury” создала широкую сеть сбыта для батончиков и других шоколадных изделий в России. “Cadbury” в настоящее время рассматривает вопрос о создании производственных мощностей в России.
- Шоколадная фабрика “Красный Октябрь” в Москве завершила размещение акций, собрав \$12 млн. для инвестирования в реконструкцию имеющегося оборудования и покупку нового оборудования для производства существующих и новых видов изделий из шоколада.

“Сладкоежка” должна действовать сейчас

“Сладкоежка” испытывает возрастающую конкуренцию со стороны как российских, так и иностранных производителей шоколадных изделий. Эти конкуренты имеют свободный доступ к финансированию и могут получать деньги для :



- снижения себестоимости продукции
- увеличения ассортимента и качества продукции
- создания систем сбыта
- широкой рекламной деятельности

Что это означает для “Сладкоежки?”

- компания должна немедленно определить свои преимущества перед конкурентами, разработать свою стратегию опережения конкурентов и определить направленные на осуществление данной стратегии проекты, которые заслуживают и нуждаются в финансировании
- когда у компании есть четко определенная стратегия и определены подходящие проекты, она должна найти финансирование
 - но какое финансирование необходимо? краткосрочное? долгосрочное? долговые обязательства? акции?
 - к кому следует обратиться компании? к банкам? инвестиционным фондам? стратегическим инвесторам?

В шоколадной отрасли идет война. А в вашей?

Этот пример показывает, что предприятия должны постоянно улучшать свои позиции чтобы выжить на конкурентных рынках

Капитал необходим для роста и развития любого бизнеса, и он может быть использован для:

Поддержки имеющихся производств

- финансирование оборотных средств
- выполнение долговых обязательств

Начала новых проектов / создания новых предприятий

Расширения / модернизации существующих производств

- капиталовложения
- увеличение потребности в оборотных средствах

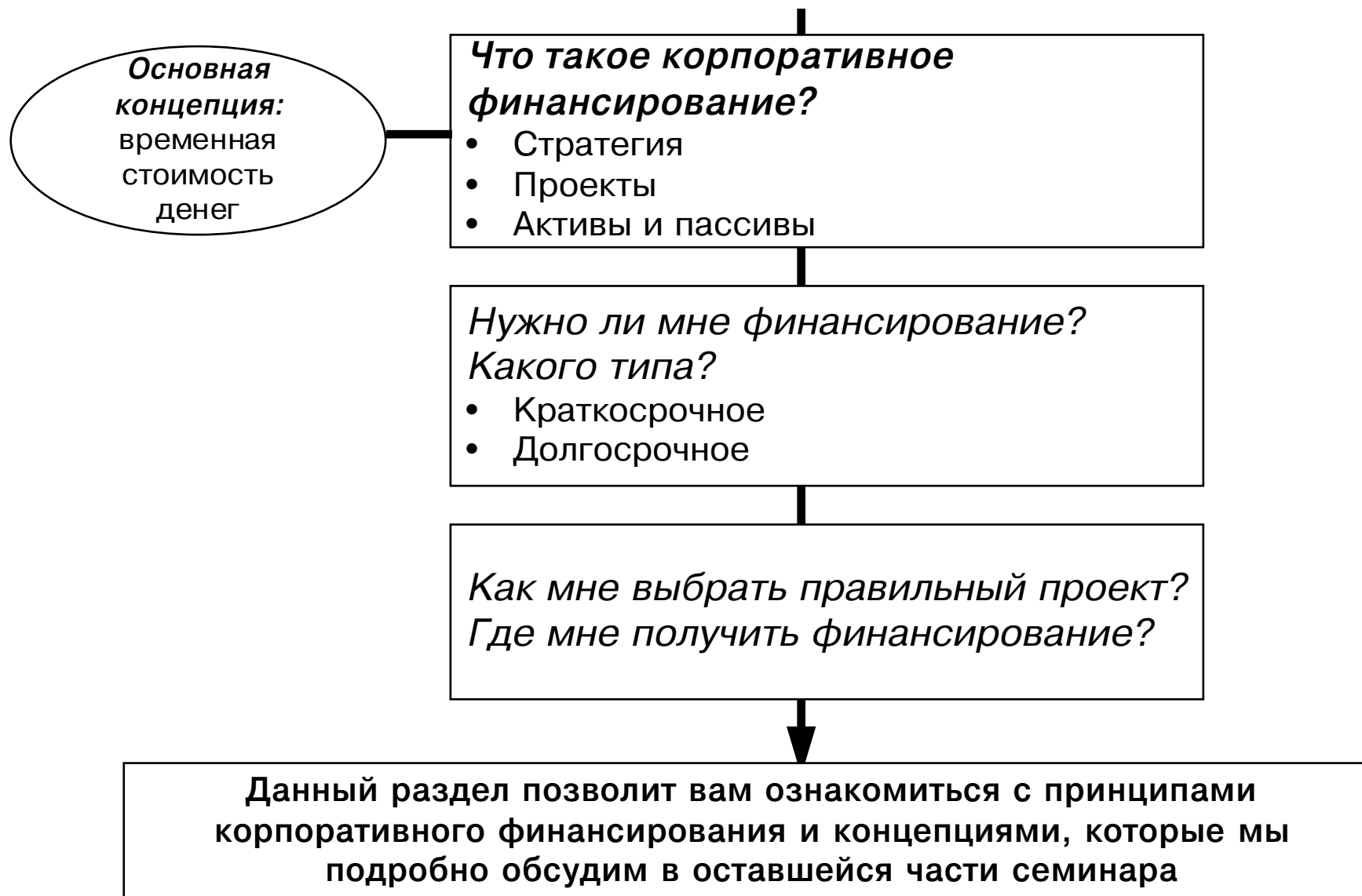
Поглощения других компаний

В ходе данного семинара будет показано, как определять свои инвестиционные потребности для сохранения конкурентноспособной позиции и как их финансировать

Содержание семинара

Раздел 1:	Обзор финансирования
Раздел 2:	Отбор проектов
Раздел 3:	Источники краткосрочного финансирования
Раздел 4:	Источники долгосрочного финансирования
Раздел 5:	Подготовка, установление контактов, переговоры
Раздел 6:	Особенности бизнес-планов, инвестиционных меморандумов и проспектов эмиссии
Раздел 7:	Оценка компании
Раздел 8:	Заключение

Введение в корпоративное финансирование

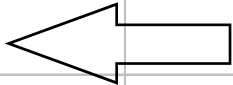
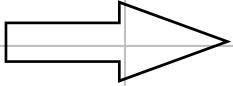


Финансирование - это не только получение средств

Корпоративное финансирование непосредственно связано с балансом предприятия - акционерный капитал и краткосрочные обязательства финансируют долгосрочные и краткосрочные активы

Финансирование имеет стоимость - стоимость капитала

Финансовый директор стремится поддерживать оптимальный уровень финансирования при минимальной стоимости капитала для фирмы

АО Велосипедная Компания					
Балансовый отчет					
по состоянию на 1/1/96					
	1/1/95	1/1/96			
Активы:					Пассивы:
Долгосрочные активы	1,803,000	3,095,000			Акционерный капитал
Нематериальные активы	0	0			2,584,000
Основные фонды	1,803,000	3,095,000			3,605,000
Краткосрочные активы	3,048,000	10,370,000			Банковские кредиты
Материальные запасы	1,323,000	4,275,000			2,267,000
Дебиторская задолженность	1,528,000	5,716,000			9,860,000
Касса	197,000	379,000			
Итого активов	4,851,000	13,465,000			Итого пассивов и акционерного капитала
					4,851,000
					13,465,000


“Временная стоимость средств“ является основной концепцией для понимания всех типов финансирования

Сколько вы заплатите за право получить 100 долларов через год?

Если вы ответили “100 долларов“, то вы не думали о временной стоимости средств!

Временная стоимость средств относится к различной стоимости одой и той же суммы средств сейчас и в будущем

Разница учитывается за счет влияния комбинации факторов, включающих инфляцию, риск и стоимость возможности. Это означает, что средства в будущем имеют меньшую стоимость, чем сегодня. Например:



Год:	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Стоимость 100 долл.:	\$100	\$90	\$83	\$75	\$68	\$62

В данном случае вы бы заплатили не более \$62 за право получить \$100 через пять лет

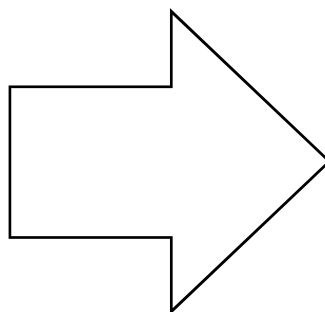
Финансирование включает в себя разработку краткосрочной и долгосрочной финансовой стратегии предприятия

**Каковы ваши
нынешние финансовые
потребности?**

**Как они изменятся
через полгода?**

**Как они изменятся
через год?**

**Какими они будут
через 3-5 лет?**



**Что нужно сделать сейчас,
чтобы обеспечить себя
инвестициями в будущем?**

**Каков правильный состав
долгосрочного
финансирования для
вашего предприятия -
какова доля кредитов,
какова доля акционерного
капитала?**

**Как изменится структура
акционерного капитала?**

**Имеется два вида финансирования, способного удовлетворить
ваши потребности: краткосрочное и долгосрочное
финансирование. Давайте подробно рассмотрим каждый из них.**

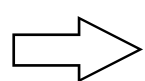
Краткосрочное финансирование часто используется для пополнения оборотного капитала

Оборотный капитал необходим для выживания и продолжения деятельности в краткосрочной перспективе

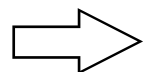
$$\text{Чистый оборотный капитал} = \text{текущие активы} - \text{текущие обязательства}$$

- Оборотный капитал необходим для
 - закупок сырья
 - инвестиций в непрерывное производство (незавершенное производство)
 - инвестиций в готовую продукцию
 - покрытия разницы между дебиторской задолженностью и кредиторской задолженностью
- Требования к оборотному капиталу
 - отличаются в зависимости от отрасли и предприятия
 - подвержены сезонным и/или циклическим колебаниям
 - зависят от эффективности управления портфелем продукции
 - зависят от стратегии управления оборотным капиталом
- Требования к оборотному капиталу обычно выполняются с помощью одной или двух мер краткосрочного финансирования:
 - внутреннего финансирования
 - краткосрочного кредитования

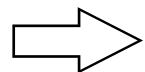
Краткосрочное финансирование обладает гибкостью, но рискованно



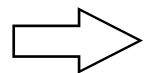
Требуется и предоставляется на срок до одного года, а в случае финансирования российским банком - на срок до полугода



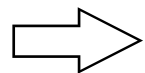
Не требует обеспечения или обеспечивается материальными запасами и счетами к получению



Обладает гибкостью - может погашаться досрочно при отсутствии дальнейшей необходимости в средствах



Высокорискованно - перенос сроков погашения или возобновление не гарантируются

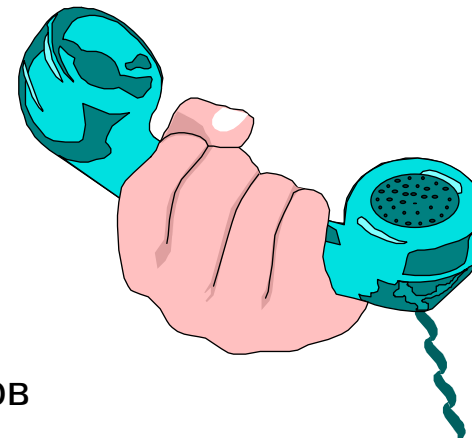


Стоимость переноса срока или возобновления может быть высокой

Действительно ли вашему предприятию нужно внешнее краткосрочное финансирование?

Предприятие может обеспечить себе “внутреннее” финансирование за счет лучшего распоряжения оборотным капиталом:

- уменьшить дебиторскую задолженность
 - скорректировать стратегию кредитования заказчиков
 - обеспечить ежедневный контроль за счетами к получению
 - предпринять усилия по сбору просроченных причитающихся сумм
- обеспечить себе более длительный кредит у поставщиков
- снизить уровень материальных запасов
 - производить экономные закупки сырья
 - прекратить производство продукции на склад и производить только под конкретные заказы



...итак, внешнее финансирование оборотного капитала может быть не нужно

Долгосрочное финансирование нужно для капитальных инвестиций

Капитальные инвестиции необходимы для роста и развития вашего предприятия

Постоянное развитие важно для обеспечения конкурентоспособности предприятия. При этом требуются значительные финансовые ресурсы для

- разработки/приобретения новых технологий
- закупки современного оборудования
- разработки новой или улучшения существующей продукции
- создания дистрибьютерской сети
- совершенствования информационных систем и системы отчетности для улучшения управления и т.д.

Реализация одного из указанных типов проектов требует долгосрочного финансирования

Долгосрочное финансирование менее рисковано для предприятия, но его трудно получить в России

- ⇒ Предоставляется на срок более года, а в случае финансирования российским банком - более полугода
- ⇒ Почти всегда требует обеспечения в виде основных активов и/или гарантий акционеров
- ⇒ Требуется предоставления вспомогательной информации: например, бизнес-плана, финансовых расчетов, подтверждающих способность обслуживать и выплачивать долг
- ⇒ Не обладает гибкостью - может оказаться дорогостоящим при падении процентных ставок, если условия не будут пересмотрены
- ⇒ Как правило обходится дороже краткосрочного финансирования, так как является более рискованным кредитом или инвестициями для банка/инвестора

Действительно ли вашему предприятию нужно долгосрочное финансирование?

Предприятие может обеспечить себя внутренним долгосрочным финансированием посредством:

- удержания прибыли
- продажи или сдачи в аренду неиспользованных активов
 - машин и оборудования, строений
 - запасов готовой продукции и сырья
- продажи убыточных направлений деятельности
- продажи неосновных производств

... итак, внешнее финансирование капиталовложений может быть не нужно

Существует два типа внешнего долгосрочного финансирования: кредитование и акционерное финансирование

Для предприятия кредитование более рискованно, а акционерное финансирование требует больших затрат

Кредитование:

- источник финансирования с фиксированной стоимостью, не зависящей от доходности активов
- погашение основной суммы и выплата процентов в отличие от дивидендов требуются по закону
- сроки погашения можно совместить по времени с поступлением средств, но они должны быть определены заранее
- стоимость привлечения средств относительно низка
- как правило требует обеспечения в виде основных средств или гарантий

Акционерное финансирование:

- отсутствует обязательство направления средств на выкуп акций
- по закону отсутствует обязательство выплаты дивидендов
- увеличивает финансовую базу и кредитную емкость предприятия
- является самым дорогостоящим источником финансирования, так как дивиденды не снижают налогооблагаемую базу, а стоимость привлечения средств высока
- инвесторы ожидают высокий доход на свои вложения, так как риск и неопределенность, связанная с акционерным капиталом, высоки
- расширение акционерного капитала размывает владение и контроль со стороны существующих акционеров

Упражнение: когда предприятию нужно краткосрочное или долгосрочное финансирование?

Финансирование какого вида нужно для (обвести):

- | | | |
|--|------------|-----------|
| (А) закупки сырья | Краткосроч | Долгосроч |
| (В) увеличение дебиторской задолженности | Краткосроч | Долгосроч |
| (С) закупки нового оборудования | Краткосроч | Долгосроч |
| (D) увеличение запасов готовой продукции | Краткосроч | Долгосроч |
| (Е) разработка новой продукции | Краткосроч | Долгосроч |
| (F) приобретение предприятий | Краткосроч | Долгосроч |

Упражнение: когда предприятию нужно краткосрочное или долгосрочное финансирование? (решение)

Для следующих операций требуется:

(А) закупки сырья

Краткосроч

Долгосроч

(В) увеличения дебиторской задолженности

Краткосроч

Долгосроч

(С) закупки нового оборудования

Краткосроч

Долгосроч

(D) увеличения запасов готовой продукции

Краткосроч

Долгосроч

(E) разработка новой продукции

Краткосроч

Долгосроч

(F) приобретения предприятий

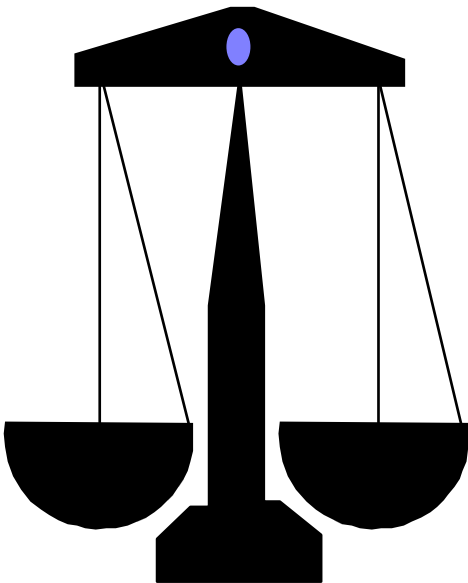
Краткосроч

Долгосроч

Выбор проекта, первый шаг: выберите лучший “стратегический” проект

Выбор правильного проекта имеет критическое значение - это требует как стратегической, так и финансовой оценки

ШАГ ПЕРВЫЙ: Во-первых, если компания должна решить, имеет ли проект или проекты, которые она будет финансировать, стратегический смысл



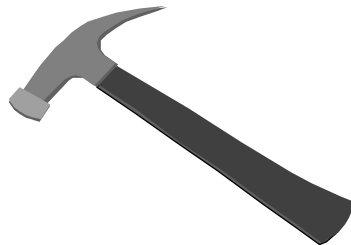
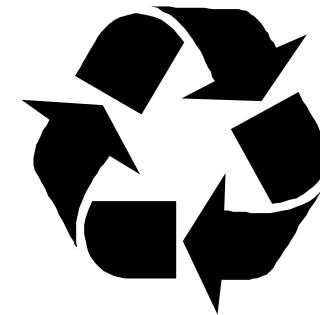
Ключевые вопросы, которые следует задать:

- Насколько данный проект укладывается в рамки общего стратегического плана компании?
 - Повышает эффективность / уменьшает стоимость?
 - Обеспечивает выход на новые рынки для существующей продукции?
 - Обеспечивает выход на существующие рынки для новой / улучшенной продукции?
 - Обеспечивает выход на новые рынки для новой продукции?
- Какие альтернативы данному проекту имеются у компании?
- Какое воздействие окажет проект на положение компании по сравнению с основными конкурентами?

Выбор проекта, второй шаг: проследите, чтобы стратегические проекты имели финансовый смысл

После выбора лучшего “стратегического проекта” компания должна решить, имеет ли финансируемый проект или проекты финансовый смысл

- Какое влияние окажет проект на движение денежных средств компании?
 - снизит операционные расходы
 - увеличит поступления
 - обеспечит экономию по налогам
 - снизит стоимость капитала



- Соответствует ли данный проект внутренним финансовым критериям компании или превышает их?

- Что создает стоимость в проекте?

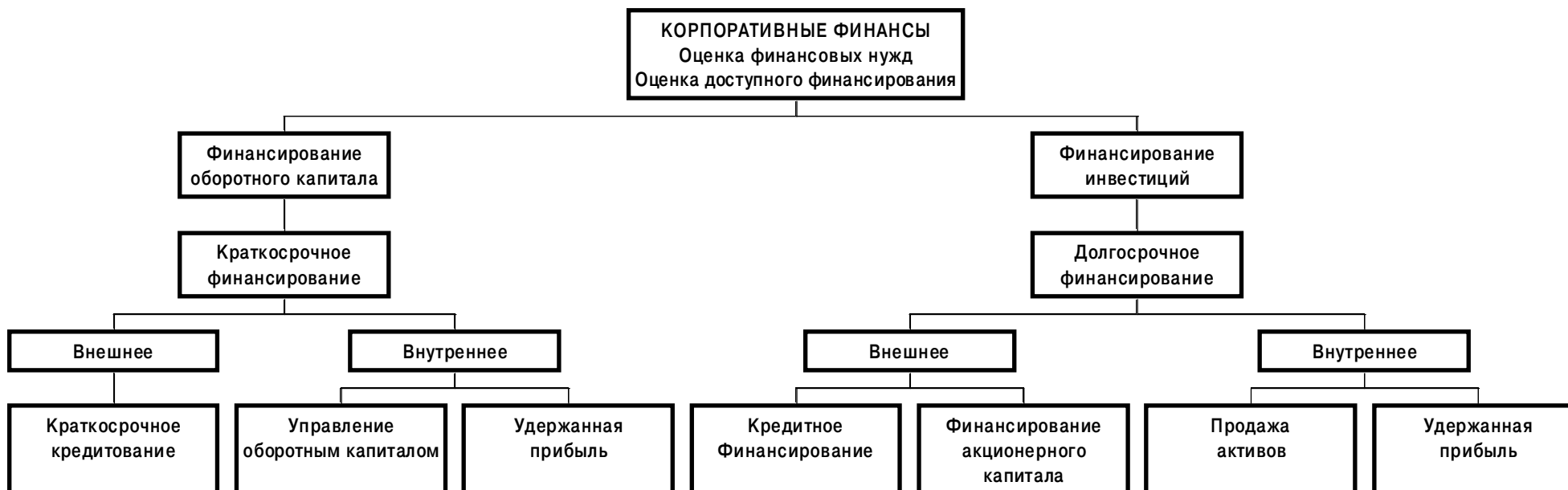


После выбора руководством правильного проекта, определите лучший источник финансирования

<i>Предполагаемое использование финансирования</i>	<i>Вид</i>	<i>Потенциальный источник</i>
<p>Оборотный капитал</p> <p>Промежуточное финансирование</p>	Кратко-срочное	<p>Внутреннее (управление оборотным капиталом)</p> <p>Торговый кредит</p> <p>Краткосрочный лизинг</p> <p>Взаимозачеты</p> <p>Коммерческие бумаги/векселя</p> <p>Банковское финансирование</p> <p>Факторинг</p> <p>Толлинг</p>
<p>Кап. инвестиции</p> <ul style="list-style-type: none"> • расширение/модернизация существующего предприятия осуществление новых проектов/ • освоение новой деятельности • поглощения 	Долго-срочное	<p>Долговое финансирование</p> <p> банковский кредит</p> <p> выпуск облигаций</p> <p>Акционерное финансирование</p> <p> портфельные инвесторы</p> <p> стратегические инвесторы</p> <p>Другие виды финансирования</p> <p> облигации/конвертируемые облигации</p> <p> лизинг</p>

Какие вопросы будут рассмотрены в дальнейшем?

На данной схеме показан круг вопросов, связанных с корпоративными финансами и получением финансирования



Теперь, когда у вас есть общее понимание что представляет собой корпоративные финансы, давайте подробно рассмотрим эти аспекты

Содержание семинара

Раздел 1: Обзор финансирования

Раздел 2: Отбор проектов

Раздел 3: Источники краткосрочного финансирования

Раздел 4: Источники долгосрочного финансирования

Раздел 5: Подготовка, установление контактов, переговоры

Раздел 6: Особенности бизнес-планов, инвестиционных меморандумов и проспектов эмиссии

Раздел 7: Оценка компании

Раздел 8: Выводы

Эффективный отбор проектов связан с рассмотрением множества факторов, а не просто финансовой прибыльности проекта

Ответ на вызов конкурента/подъем рынка


Вклад в нематериальные преимущества:

- компетенция - ноу-хау
- репутация компании

Выход на новый сегмент рынка/жизненно необходимая диверсификация

Необходимое условие для привлечения иностранных инвестиций, установления партнерских отношений и т.д.

Финансовая прибыль



Привлекательные проекты

Для эффективного отбора нужна система оценки проектов

Лучшая система включает в себя стратегическую оценку, проверку “осуществимости” и финансовую оценку:



В данном разделе семинара рассматривается каждый этап этого процесса

Сначала оцените стратегическую значимость проекта для предприятия

Соответствует ли стоимость, добавляемая проектом, стратегическим целям предприятия? Два важнейших вопроса:

Способствует ли он каким-либо кратко- или долгосрочным планам предприятия?

Соответствует ли он основной деятельности предприятия или использует ли новые возможности?

<p><u>Краткосрочная политика</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Получение денежных средств• Снижение себестоимости• Рост производства	<p><u>Долгосрочная политика</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Изменение положения на рынке• Увеличение доли рынка• Приобретение главных технологий• Новые рыночные цели
<p><u>Основная деятельность</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Модернизация или добавление к существующему производству для:<ul style="list-style-type: none">• Снижения затрат• Роста производительности• Расширения производства	<p><u>Новые возможности</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Воспользоваться или получить доступ к новым технологиям• Купить дополнительное производство• Модернизация старой продукции

Пример 2.1: Стратегическая ценность

АОВЗ является давним российским производителем велосипедов. Ему предстоит выбрать один из двух проектов:

- Инвестирование в новую технологию для сокращения издержек производства велосипедов
- Инвестирование в производственную линию, которая позволит использовать отходы основного производства для выпуска картонной упаковки для фруктового сока.. Эта линия будет установлена в ныне неиспользуемом здании

АОВЗ недавно пережило финансовый кризис

- Прибыль была низкой в связи с высокими издержками
- Объем сбыта был малым в связи с ростом конкуренции с дешевыми импортными товарами

Для исправления положения руководство разработало следующую политику:

- Сокращение издержек для увеличения прибыльности и усиления конкурентоспособности по цене
- Восстановление положения предприятия как ведущего на российском рынке велосипедов

Какой проект нужно избрать АОВЗ с точки зрения стратегии?

Пример 2.1 - Стратегическая ценность (прод.)

Рассмотрим стратегическую ценность обоих проектов:

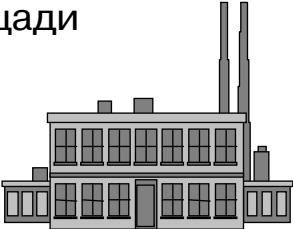
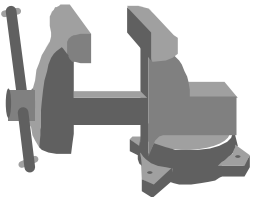
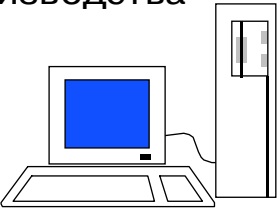
- Проект новой технологии соответствует как кратко-, так и долгосрочной стратегии, используя основную специализацию предприятия
- Проект производства упаковки для сока не соответствует стратегии и не дополняет основную деятельность

А если проект производства упаковки даст большую финансовую прибыль?

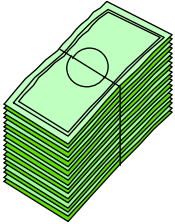
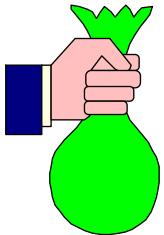
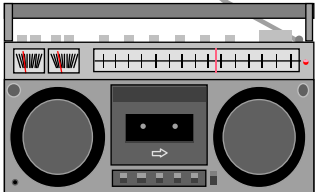
- С учетом нынешнего финансового состояния АОВЗ, ему будет трудно найти финансирование для *любого* проекта
- Но, обладая опытом производства велосипедов, они возможно смогут получить финансирование под оправданные проекты в этой области
- Только после того, как АОВЗ докажет способность прибыльного руководства основной деятельностью, финансисты подумают над инвестированием в его планы диверсификации

Если вы сомневаетесь в стратегической ценности проекта для предприятия, то у других тоже будут основания для этого, независимо от потенциальной прибыльности

Кроме того, проверка реальности - действительно ли нужен проект - может сэкономить массу времени и усилий

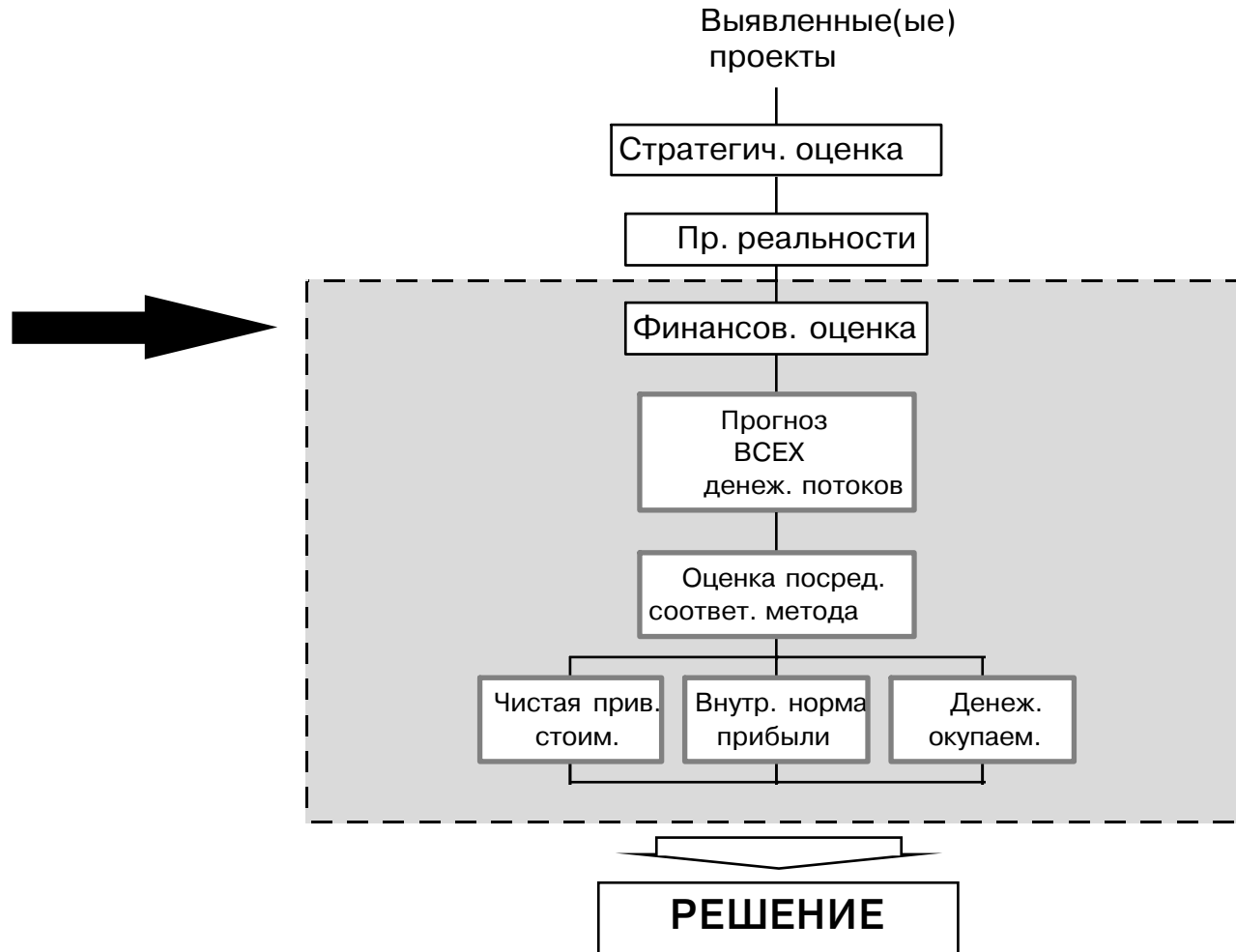
<i>Категория проекта</i>	<i>Конкретные примеры</i>	<i>Вопросы</i>
<p>Производственные площади</p> 	<ul style="list-style-type: none"> • Увеличение мощности ограниченной, но прибыльной производственной линии • Ремонт неиспользуемых площадей для аренды третьим лицам 	<ul style="list-style-type: none"> • Нужны ли нам дополнительные площади? Возможно ли лучше использовать уже имеющиеся площади? • Действительно ли новые площади принесут ожидаемую прибыль?
<p>Новое оборудование</p> 	<ul style="list-style-type: none"> • Новое оборудование для производства новой продукции, имеющей спрос у нынешних потребителей 	<ul style="list-style-type: none"> • Можно ли делать ту же работу вручную вместо добавочного оборудования? • Учтена ли полная стоимость оборудования, включая запчасти, обслуживание и простой?
<p>Модернизация производства</p> 	<ul style="list-style-type: none"> • Установка новой системы информационного обеспечения руководства 	<ul style="list-style-type: none"> • Можно ли выполнять эти задачи вручную?

Проверка реальности (прод.)

<i>Категория проекта</i>	<i>Конкретные примеры</i>	<i>Вопросы</i>
<p>Оборотный капитал</p> 	<ul style="list-style-type: none"> • Финансирование предприятия в течение 2-4 недель до получения ожидаемой оплаты 	<ul style="list-style-type: none"> • Правда ли это чрезвычайные расходы? Устранит ли это проблему или лишь симптом? Не придется ли нам снова искать средства в следующем месяце?
<p>Погашение долга</p> 	<ul style="list-style-type: none"> • Замена дорогого долга более дешевым для снижения расходов по выплате процентов в будущем 	<ul style="list-style-type: none"> • Почему мы не можем погасить долг? Это пожарная мера или она решает фундаментальную проблему?
<p>Новое производство</p> 	<ul style="list-style-type: none"> • Разработка новой производственной линии • Диверсификация для отхода от нерентабельного производства • Разворачивание полной линии для удовлетворения запросов потребителей 	<ul style="list-style-type: none"> • Есть ли у нас опыт для реализации нового проекта? • Какое у нас преимущество в этой деятельности? • Можем ли мы позволить себе отвлечься от основной деятельности?

Для эффективного отбора проектов нужна система оценки проектов

Теперь можно перейти к финансовой оценке:



Финансовая оценка проекта строится на *приростном* прогнозе денежных потоков

Приростные денежные потоки представляют собой изменения в чистом денежном потоке предприятия, происходящие непосредственно в результате принятия того или иного проекта

Применение приростных денежных потоков позволяет:

- Учесть все денежные притоки и оттоки, связанные с проектом
- Учесть возросшие требования к оборотному капиталу
- Исключить из расчета невозвратные издержки, не относящиеся к проекту
- Учесть вмененные издержки (например, землю, которая нужна для строительства цеха, можно использовать иным образом)
- Оценить накладные расходы на приростной основе, то есть, затраты на увеличение персонала - без назначения существующего персонала для работы в проекте

Что представляет собой хороший прогноз денежных потоков?

Ценность прогноза денежных средств зависит от успешного ответа на следующие вопросы:

- Каков размер каждого потока?
- Каковы точные сроки каждого потока?
- Какова вмененная стоимость инвестирования в право получения будущих потоков?
- Каков риск/вероятность получения потоков?

Необходимо всегда проверять следующие сценарии:

- Наилучший исход
- Наихудший исход
- Наиболее вероятный исход

Хороший прогноз денежных потоков всегда:

- Реалистичен
- Подробен
- Снабжен хорошо продуманными допущениями

Первый шаг в подготовке прогноза денежных потоков - выбор валюты

В условиях высокой экономической нестабильности и высоких темпов инфляции выбор валюты очень важен для успешного прогноза денежных потоков

Вот некоторые из важнейших факторов, которые нужно учитывать:

Возможно, разумнее использовать доллары США (или другую твердую валюту), если:

- нужен иностранный инвестор
- существенная часть первичных инвестиций/операционных расходов выражена в твердой валюте
- инфляция высока

Возможно, разумнее использовать рубли, если:

- предприятие мало работает на международном рынке
 - сырье поступает из России
 - сбыт проходит в России
- возможный источник финансирования - в России

Прогноз в твердой валюте также облегчает оценку учетной ставки - ее мы обсудим при рассмотрении оценки прогноза денежных потоков

Пример: У АОВЗ есть инвестиционный проект - как этот проект повлияет на денежные потоки АОВЗ?

АОВЗ является давним производителем спортивных велосипедов, который за недавно столкнулся со следующими сложностями:

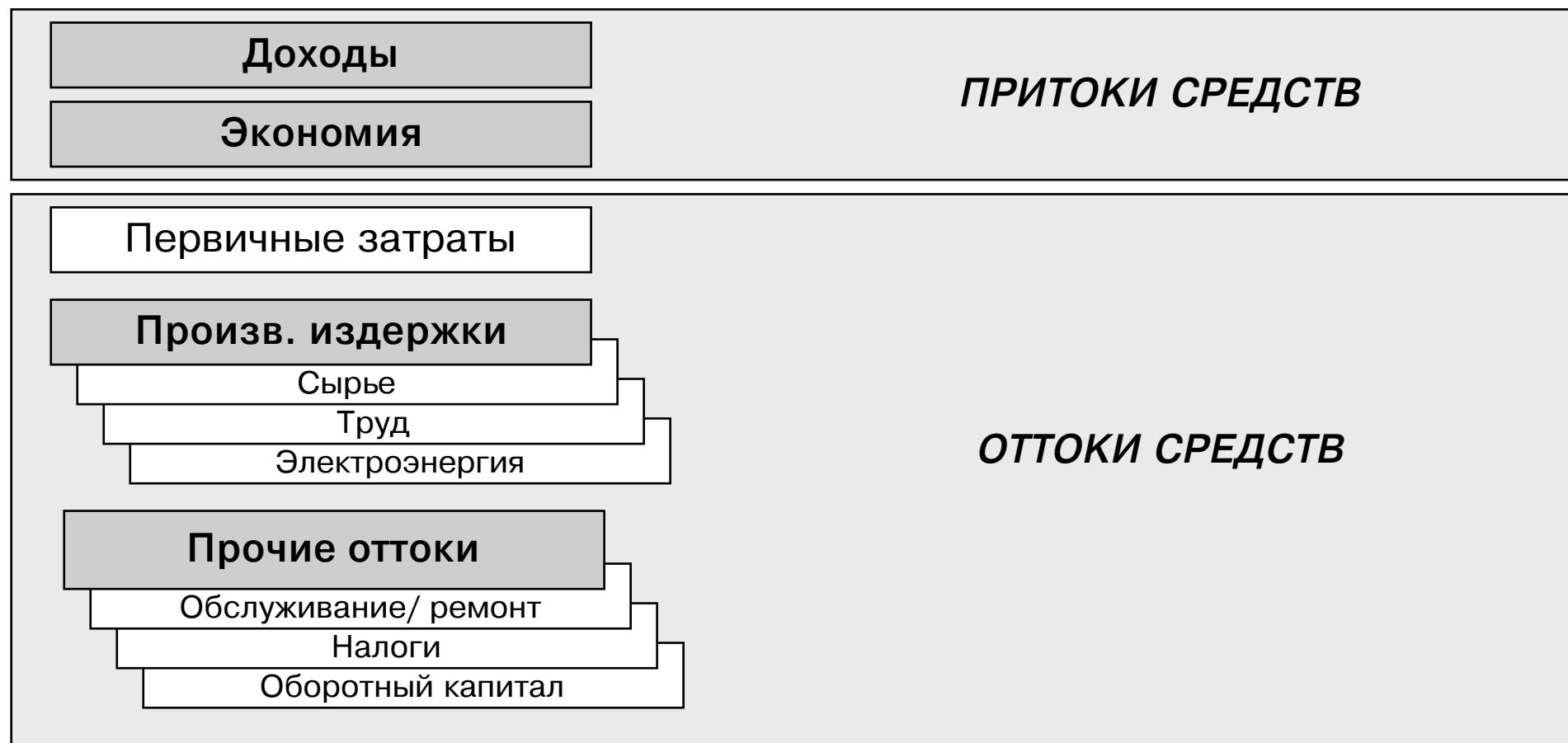
- Падение сбыта из-за роста конкуренции со стороны китайского импорта и общего экономического спада
- Снижение рентабельности из-за роста цен на сырье

Для исправления положения АОВЗ рассматривает проект инвестирования в новое оборудование и лицензионную технологию. Руководство считает, что проект улучшит качество продукции и увеличит поступления от сырья

Производство качественных велосипедов должно вернуть долю рынка, захваченную китайским импортом, а улучшение производительности увеличит рентабельность.

Совет директоров предприятия собирается через неделю и согласился рассмотреть проект на своем заседании. Генеральный директор должен подготовить документы к этому заседанию, в том числе тщательную финансовую оценку проекта. Его следующий шаг - оценка денежных потоков проекта

Что входит в прогноз денежных потоков?



Чистый денежный поток

Чистый денежный поток измеряется по равным периодам в течение всего срока существования проекта


Вначале Генеральный директор выполняет расчет первичных затрат проекта, которые представляют собой отток денежных средств

Сводный перечень первичных затрат проекта приводится в следующей таблице:

<i>(тыс. руб.)</i>	1996	1997	Всего	Амортизир. база
Ремонт зданий	50,000	0	50,000	нет
Оборудование	1,200,000	0	1,200,000	1,200,000
Затраты на установку	120,000	0	120,000	нет
Лицензирование технол.	100,000	400,000	500,000	нет
Оттоки, итого	1,470,000	400,000	1,870,000	

Примечания:

- Приростный отток по здания - это лишь затраты на ремонт. Само здание - это невозвратный расход и поэтому не связано с анализом проекта



В этом столбце указано, какие приростные первичные затраты будут амортизированы в ходе проекта. Это будет иметь значение на более позднем этапе

Затем Генеральный директор выполняет прогноз будущих приростных притоков и оттоков средств

Начните с прогнозирования объема сбыта - основы притока средств от валового объема продаж. Каким образом?

Прогноз объема сбыта и цен основан на имеющихся данных за прошлые периоды и на дополнительной информации, полученной от дистрибьютеров. В этом случае Генеральный директор узнает, что:

- Один из основных конкурентов АОВЗ, на долю которого приходилось 10% рынка, прекратил свою деятельность
- Рынок достигнет уровня 1993 года к 1997 году, а расчетные годовые темпы роста в течение ближайших 3 лет составят 10%
- Рост производства не ограничен, так как АОВЗ в настоящее время работает не на полную мощность, а рынок изобилует сырьем.

ДАННЫЕ ПО РЫНКУ	1993	1994	1995
Размер рынка (тыс.ед.)	500	200	250
Доля АОВЗ	15%	15%	10%

ГД делает
вывод:

В 1997 году сбыт вырастет на 50% по сравнению с 1996 (30,000 ед.), на 20% в 1998, а затем на 10% в период с 1999 по 2001 год

Приток средств от сбыта также зависит от цены, инфляции, условий торговли и стратегии производства

Инфляция

- АОВЗ планирует установить в будущем цены, равные текущим средним ценам с учетом инфляции. Текущая средняя цена велосипеда - 400,000 рублей

- Ожидаемые годовые темпы инфляции составят:

1996	1997	1998	1999	2000	2001
50%	30%	25%	20%	15%	15%

Стратегия производства

- Важное допущение: АОВЗ не будет производить на склад, а вся продукция будет продаваться в том же году

Суммируя все это, получаем следующий прогноз:

(тыс. руб.)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Сбыт (единицы)	30,000					
Темпы роста		50%	20%	10%	10%	10%
Всего	30,000	45,000	54,000	59,400	65,340	71,874
Прирост		15,000	24,000	29,400	35,340	41,874
Инфляция	50%	30%	25%	20%	15%	0
Цена за единицу	400	600	780	975	1,170	1,346
Прирост сбыта		9,000,000	18,720,000	28,665,000	41,347,800	56,341,467

Теперь Генеральный директор прогнозирует оттоки средств по проекту

Что нужно помнить при прогнозировании денежных потоков:

- Оттоки средств включают ряд затрат - издержки производства, накладные расходы и налоги - требующие *поправки с учетом инфляции*
 - При внесении поправок на инфляцию нужно учитывать кумулятивную инфляцию за предыдущий период
 - зная расчетные темпы инфляции, можно легко рассчитать показатель инфляции на любой год
 - В нашем примере формула на 1999 год будет иметь вид:

$$(1 + INFL^{96}) * (1 + INFL^{97}) * (1 + INFL^{98}) \text{ or } (1 + .5) * (1 + .3) * (1 + .25) = 2.44$$

- Используя эту формулу, показатели инфляции в примере будут такими:
1997: 1.5 1998: 1.95 1999: 2.44 2000: 2.93 2001: 3.36
- При прогнозировании издержек производства нужно помнить, что они могут иметь *постоянные и переменные* составляющие
 - Теперь подробно рассмотрим прогнозирование приростных составляющих издержек с учетом постоянных и переменных составляющих

Прежде всего из издержек производства рассматривается стоимость сырья

Допущения по сырью:

- Стоимость единицы сырья (RMC) сейчас равна 100,000 руб. Принято, что цена на сырье существенно не изменится и вырастет в соответствии с темпами годовой инфляции на 2%
- Руководство АОВЗ считает, что инвестиции в технологию позволит увеличить прибыль за счет сырья, начиная с 1998 года (после монтажа оборудования и обучения персонала). В результате стоимость сырья на единицу продукции снизится на 12% по сравнению с 1996 годом

Вот основные формулы для приростных издержек по сырью . . .

в 1997: $RMC^{96} * (Сбыт^{97} - Сбыт^{96}) * (1 + ИНФЛ^{96} + .02)$

с 1998: $RMC^{96} * (1 - .12) * (Сбыт^{98} - Сбыт^{96}) * (1 + ИНФЛ^{97} + .02) * (1 + ИНФЛ^{96} + .02)$

. . . что дает следующий прогноз:

- 1997: $100,000 * 15,000 * 1.52 = 2,280$ млн. руб.
- 1998: $100,000 * .88 * 24,000 * 1.32 * 1.52 = 4,238$ млн. руб.
- 1999: $100,000 * .88 * 29,400 * 1.27 * 1.32 * 1.52 = 6,593$ млн. руб.
- 2000: $100,000 * .88 * 35,340 * 1.22 * 1.27 * 1.32 * 1.52 = 9,668$ млн. руб.
- 2001: $100,000 * .88 * 41,874 * 1.17 * 1.22 * 1.27 * 1.32 * 1.52 = 13,402$ млн.

Прогнозирование стоимости сырья (прод.)

Снижение издержек по сырью в результате реализации проекта относится ко всему производству, а не только к приросту сбыта

Снижение издержек по сырью представляет собой приростную экономию средств за счет реализации проекта, и ее нужно включить в денежные потоки проекта

Вот формула для этой экономии средств. . .

$$100,000 * .12 * 30,000 * (1+\text{ИНФЛ}+.02) * (1+\text{ИНФЛ}^{97}+.02) * (1+\text{ИНФЛ}^{96}+.02)$$

. . . что дает следующую приростную экономию средств:

- 1998: $100,000 * .12 * 30,000 * 1.32 * 1.52 = 722.3$ млн. руб.
- 1999: $100,000 * .12 * 30,000 * 1.27 * 1.32 * 1.52 = 917.3$ млн. руб.
- 2000: $100,000 * .12 * 30,000 * 1.22 * 1.27 * 1.32 * 1.52 = 1,119.1$ млн. руб
- 2001: $100,000 * .12 * 30,000 * 1.17 * 1.22 * 1.27 * 1.32 * 1.52 = 1,309.4$ млн. руб.

Трудовые издержки - второй важнейший элемент издержек производства

Допущения по трудовым издержкам:

- Так как сейчас АОВЗ не работает на полную мощность, то 25% персонала из 60 находятся в неоплачиваемом отпуске. Среднемесячная зарплата составляет 400,000 рублей. Таким образом, в 1996 году годовая зарплата составит:
$$400,000 * .75 * 60 * .75 * 12 = 162,000,000$$
- После монтажа нового оборудования отпускники будут привлечены к участию в проекте. Оплата труда будет расти в соответствии с инфляцией.

Так как в 1997 году зарплаты вырастут в результате реализации проекта, разница по зарплате между 1996 и 1997 годом будет относиться к приростным издержкам:

$$400,000 * (60 - 45) * 12 * (1 + \text{ИНФЛ}^{96})$$

- Для роста производства с 50,000 до 75,000 единиц в год потребуются еще 5 постоянных работников. Этот уровень производства ожидается к концу октября 1998 года. Основная зарплата дополнительных рабочих будет установлена на уровне, преобладающем за данный период:

$$400,000 * (1 + \text{ИНФЛ}^{96}) * (1 + \text{ИНФЛ}^{97}) = 780,000 \text{ руб.}$$

Поэтому приростные издержки по зарплате в 1998 году имеют два компонента:

$$(780,000 * 15 * 12) + (780,000 * 5 * 2) = 148.2 \text{ млн. руб.}$$

Помимо зарплаты рабочим, общие издержки по персоналу будут включать выплаты по социальному страхованию в размере 39% от расходов по зарплате.

Прогнозирование трудовых издержек (прод.)

В следующей таблице дается перечень прогнозируемых трудовых издержек:

(тыс. руб.)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Годовой объем произв-ва (ед.)						
Всего	30,000	45,000	54,000	59,400	65,340	71,874
Прирост		15,000	24,000	29,400	35,340	41,874
Инфляция	50%	30%	25%	20%	15%	15%
Основная зарплата	400	600	780	975	1,170	1,345.5
Занятость						
Всего		60	65	65	65	65
Прирост		15	20	20	20	20
Трудовые издержки						
Всего		432,000	569,400	760,500	912,600	1,049,490
Социальное страхование		168,480	222,066	296,595	355,914	409,301
Прирост		108,000	148,200	234,000	280,800	322,920
Социальное страхование		42,120	57,798	91,260	109,512	125,939
Итого прирост трудовых издержек		150,120	205,998	325,260	390,312	448,859

Затраты на энергию - третий элемент производственных издержек

Затраты на электричество:

- В России промышленность подвластна политическому влиянию, что может вызвать резкие изменения в ценах
- Сейчас существует шкала тарифов на электричество. По достижении определенного уровня потребления применяется повышенный тариф. Ниже даны затраты на электричество на единицу продукции за прогнозируемый период:

Фиксированные затраты (независимо от уровня производства): 150 млн. руб.

Затраты при уровне производства ниже 54,000 единиц в год: 10,000 руб.

Затраты при уровне производства свыше 54,000 единиц в год: 15,000 руб.

Примечание: расходы на электричество также нужно корректировать с учетом инфляции

(тыс. руб.)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Производство (единиц в год)	30,000					
Всего		45,000	54,000	59,400	65,340	71,874
Прирост		15,000	24,000	29,400	35,340	41,874
Инфляция	50%	30%	25%	20%	15%	15%
Фиксированные затраты на электрич-во	150,000	225,000	292,500	365,625	438,750	504,563
Тариф на электричество 1 (на единицу)	10.0	15.0	19.5	24.4	29.3	33.6
Всего	300,000	675,000	1,053,000	1,316,250	1,579,500	1,816,425
Прирост		225,000	468,000	585,000	702,000	807,300
Тариф на электричество 2 (на единицу)	15.0	22.5	29.3	36.6	43.9	50.5
Прирост		-	-	197,438	497,543	901,855
Прирост затрат, всего		225,000	468,000	782,438	1,199,543	1,709,155

Расчет других оттоков средств: техобслуживание, ремонт и налоги

Техобслуживание/ремонт

- Фиксированные и переменные затраты на единицу (МС) сейчас составляют соответственно 80% и 20% в общей сумме 10,000. Поэтому в 1997 году формула прироста затрат на техобслуживание/ремонт по проекту будет иметь вид:

$$[.8 * (МС^{96}) * (1+ИНФ^{96}) * Сбыт^{96}) + (.2 * (МС^{96}) * (1+ИНФ^{96}) * Сбыт^{96} * (Сбыт^{97}) / (Сбыт^{96}))] - (МС^{96}) * (1+ИНФ^{96}) * Сбыт^{96})$$

ИЛИ

$$(.8 * 450 + .2 * 450 * 45,000/30,000) - 450 = 45 \text{ млн. руб.}$$

Это приводит к такому приросту годовых затрат на техобслуживание:

(тыс. р.)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Сбыт (единицы)	30,000	45,000	54,000	59,400	65,340	71,874
Инфляция	50%	30%	25%	20%	15%	15%
Затраты на обл.						
с проектом		495,000	678,600	874,575	1,084,239	1,290,832
без проекта	300,000	450,000	585,000	731,250	877,500	1,009,125
Прирост		45,000	93,600	143,325	206,739	281,707

Налоги: Считается, что общая сумма налогов - 40% от валовых доходов.

Замечание об амортизации

Предположим, у нас 5-летняя шкала амортизации, а оборудование, закупленное под проект АОВЗ, будет ежегодно амортизироваться на 240,000 долларов.

Амортизация не относится к денежным затратам, но она вычитается из суммы налогов и дает налоговую защиту. Есть два возможных способа включить амортизацию в прогноз денежных потоков

- ***Вычесть амортизационные затраты из чистого дохода вместе с другими издержками, тем самым существенно сократив базу налогообложения. Затем вычесть налоги, обязанные к уплате по этой сокращенной базе, а после снова прибавить амортизацию для получения фактического денежного потока***
- ***Либо не вычитать амортизацию из базы налогообложения, рассчитать и вычесть налоги, обязанные к уплате по полной базе, а затем снова прибавить налоговые льготы по амортизации: амортизацию, умноженную на ставку налога***

В данном примере мы воспользуемся первым способом учета амортизации

Обратите внимание, что в расчет включается лишь та амортизация, которая возникает непосредственно в результате проекта

“Конечная ценность” проекта

Если продолжить положительные денежные потоки до бесконечности, то обычно денежные потоки прогнозируются по годам до достижения проектом стабильного уровня работы (стабильный рост и постоянные доли прибыли), а следующий за этим год называется “конечным годом”. С этих пор стабильные денежные потоки оцениваются как неизменные (“конечная ценность”)

Однако при существующих в России высоких учетных ставках конечная ценность большинства инвестиционных проектов, возможно, будет минимальной

Результаты прогнозов в совокупности дают прогнозируемые денежные потоки по проекту

(тыс. р.)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Сбыт (прирост)						
Сбыт (единицы)		15,000	24,000	29,400	35,340	41,874
Доходы		9,000,000	18,720,000	28,665,000	41,347,800	56,341,467
Затраты (прирост сбыта)						
Сырье	3,000,000	2,280,000	4,238,000	6,593,000	9,668,000	13,402,000
Труд		108,000	148,200	234,000	280,800	322,920
Соцобеспечение		42,120	57,798	91,260	109,512	125,939
Электричество		225,000	468,000	782,438	1,199,543	1,709,155
Обслуживание/ремонт		45,000	93,600	143,325	206,739	281,707
Амортизация		240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
Экономия по сырью			722,304	917,326	1,119,138	1,309,391
Доходы до уплаты налогов		6,059,880	14,196,706	21,498,303	30,762,344	41,569,137
Налоги (40%)		2,423,952	5,678,682	8,599,321	12,304,938	16,627,655
Доходы после упл. налогов		3,635,928	8,518,024	12,898,982	18,457,406	24,941,482
Обратная амортизация		240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
Денежные потоки проекта		3,875,928	8,758,025	13,138,984	18,697,409	25,181,486
Потребность в об. капитале		(2,700,120)	(2,305,478)	(2,838,425)	(3,620,571)	(4,377,127)
Первичные инвестиции	(1,470,000)	(400,000)				
Чистые денежные потоки	(1,470,000)	775,808	6,452,547	10,300,559	15,076,838	20,804,360

Насколько переменчивы денежные потоки по проекту?

Рассмотрим два различных сценария:

- 1) Вы - экономический директор российского предприятия по производству нержавеющей стали. У вас три иностранных потребителя, подписавших договоры на закупку в 1997 году продукции на общую сумму 3 млн. долларов
- 2) Вы - экономический директор российского предприятия по производству шоколада, продающегося в магазинах и киосках. По Вашим прогнозам, объем сбыта в 1997 году составит 3 млн. долларов.

Какова вероятность того, что объем сбыта в любом из предприятий окажется на 5% меньше ожидаемого?

Как говорилось ранее, хороший прогноз денежных потоков должен включать в себя лучший, худший и наиболее вероятный сценарий

Прогноз денежных потоков может зависеть от изменений в условиях деятельности

Рассмотрим два сценария:

- 1) Вы экономический директор предприятия, выпускающего одежду, в основном ручной работы.
- 2) Вы экономический директор первичного производителя стали.

Если в будущем году цены на электричество будут на 10% выше, чем ожидалось, то в какой мере это повлияет на итоговые цифры денежных потоков по проекту для каждого из этих предприятий?

Подобные соображения должны войти в состав прогноза денежных потоков с разными сценариями

Пример: почему важны точность и реализм

Вы руководящий кредитный работник московского банка. АОВЗ просит у Вашего банка кредит на финансирование проекта по производству новой продукции - скейтбордов. Предприятие предоставило Вам следующие сведения о проекте.

- По мнению руководства АОВЗ, скейтборды станут хорошим дополнением к текущему спектру продукции: дорожным, трехколесным и подростковым велосипедам. Статистика показывает 25% годовой рост спроса на скейтборды. Руководство прогнозирует в первом году объем сбыта в размере 12,000 единиц
- Предприятие хочет закончить строительство нового производственного корпуса, которое готово на 60%, где будет установлено новое оборудование для линии производства скейтбордов. АОВЗ сейчас имеет на складе материалы для выпуска 25,000 скейтбордов
- АОВЗ хочет получить долгосрочный кредит для завершения строительства и закупки нового оборудования. Затраты по выплате процентов включены в прирост производственных издержек, которые составляют 80% объема сбыта. Прирост потребностей в оборотном капитале будет финансироваться таким образом: 50% за счет сбыта подростковых велосипедов и 50% за счет краткосрочных кредитов (под 80% годовых)
- Сейчас предприятие работает в половину мощности и окупает себя

Проект скейтбордов АОВЗ: прогноз денежных потоков

**АОВЗ дало Вам
следующий
прогноз денежных
потоков**

**Станете ли Вы
финансировать
проект?**

Допущения (все цифры в \$):				
Сбыт в 1 году (единицы)	12,000			
Цена за единицу	\$ 45			
Годовой рост сбыта	25%			
Стоимость оборудования	50,000	(амортизация за 10 лет)		
Стоимость строительства	80,000			
Общая стоимость здания	200,000	(амортизация за 25 лет)		
Cost for Production and Sales	80%			
Налоги	40%	валовых доходов		

	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3
Сбыт (единицы)		12,000	15,000	18,750
Цена за единицу		45	45	45
Амортизация оборудов.		5,000	5,000	5,000
Амортизация здания		8,000	8,000	8,000

	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3
Сбыт		540,000	675,000	843,750
Издержки произв-ва		(432,000)	(540,000)	(675,000)
Налоги		(43,200)	(54,000)	(67,500)
Инвестиции	(130,000)			
Амортизация		13,000	13,000	13,000
Чистый денежный поток	(130,000)	77,800	94,000	114,250

Денежные потоки по проекту скейтбордов АОВЗ требуют дальнейшей работы

При анализе денежных потоков по проекту скейтбордов АОВЗ опасайтесь следующих узких мест:

- Необходимость в капитале для удовлетворения потребности в оборотных средствах в связи с
 - закупкой сырья, начиная с года 2
 - падением сбыта подростковых велосипедов как заменителей
 - увеличением дебиторской задолженности
 - продажей по бартеру
- Прогноз сбыта весьма оптимистичен
 - На чем основан 25% годовой рост?
- Рассмотреть использование существующих зданий
 - Возможно в связи с малой загрузкой (50%)
 - Дешевле, чем завершение строительства

Какие поправки сделают денежные потоки по проекту более точными и реалистичными?

	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3
Сбыт		540,000	675,000	843,750
Издержки производства		(432,000)	(540,000)	(675,000)
Налоги		(43,200)	(54,000)	(67,500)
Инвестиции	(130,000)			
Амортизация		13,000	13,000	13,000
Чистые денежные потоки	(130,000)	77,800	94,000	114,250

На основе прогноза денежных потоков выполняем финансовую оценку проекта

Предположим, АО ВЗ выполнило прогноз прироста денежных потоков для 5 рассматриваемых проектов. Денежные потоки имеют такой вид:

Денежные потоки от проектов

в тыс. руб.

Год	Проект А	Проект В	Проект С	Проект D	Проект Е
0	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
1	0	20,000	1,000	0	5,000
2	5,000	20,000	5,500	0	10,000
3	50,000	2,500	8,000	30,000	15,000
4	55,000	20,000	22,000	40,000	20,000
5	30,000	20,000	46,000	50,000	20,000
Всего	140,000	82,500	82,500	120,000	70,000

Вначале АОВЗ оценит эти проекты с применением чистой приведенной стоимости (ЧПС)

Чистая приведенная стоимость (ЧПС) - лучший инструмент для анализа финансовой целесообразности проекта. Прибыль дает приведенная стоимость будущих денежных поступлений за вычетом стоимости первичной инвестиции.

- При использовании ЧПС приведенная стоимость всех будущих денежных потоков дисконтируется соответствующим образом
- Норма дисконта равна прибыли на инвестиции с равной степенью риска

$$\text{ЧПС} = [CF_1/(1+k) + CF_2/(1+k)^2 + CF_3/(1+k)^3 + \dots + CF_n/(1+k)^n] - I_0$$

I_0 -- первичная инвестиция,

CF_n -- чистый денежный поток в год n ,

k -- ставка дисконта

Проект с положительной ЧПС дает больше прибыли, чем требуемая норма прибыли, то есть, больше стоимости капитала, поэтому его нужно принять. Если проекты являются взаимоисключающими, то нужно избрать проект с наивысшей ЧПС

Используя ЧПС, АОВЗ выбирает проект А

ЧПС была рассчитана по каждому проекту с учетом 35% нормы дисконта. Как видно из таблицы, проекты со сходными чистыми денежными потоками имеют разную чистую приведенную стоимость

- У всех проектов ЧПС положительна - они приемлемы для инвестиций.
- У проектов С и D ЧПС ниже - они менее привлекательны
- Если проекты взаимоисключающие, нужно выбрать проект с высшей ЧПС
 - Таким образом, нужно избрать проект А

Год	Проект А	Проект В	Проект С	Проект D	Проект Е
0	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
1	0	20,000	1,000	0	5,000
2	5,000	20,000	5,500	0	10,000
3	50,000	2,500	8,000	30,000	15,000
4	55,000	20,000	22,000	40,000	20,000
5	30,000	20,000	46,000	50,000	20,000
Всего	140,000	82,500	82,500	120,000	70,000
ЧПС	26,315	17,286	3,892	15,387	5,769

Теперь АОВЗ оценивает проект с применением внутренней нормы рентабельности (ВНР)

Внутренняя норма рентабельности (ВНР) определяется как...

$$(CF_1/(1+ВНР) + CF_2/(1+ВНР)^2 + CF_3/(1+ВНР)^3 + + CF_n/(1+ВНР)^n) - I_0 = 0$$

Другими словами, именно эта норма делает ЧПС проекта равной 0

Некоторые руководители любят ВНР, так как она сводит сведения о проекте в одну цифру, не требуя расчета нормы дисконта, равной процентной ставке по инвестициям со сходной степенью риска (стоимости капитала)

Но руководители должны осторожно использовать ВНР:

- Проект нужно принять, если его ВНР выше стоимости капитала - иначе предприятие понесет убытки от реализации проекта
- Проект, включающий отрицательные будущие денежные потоки (после того, как денежные потоки были положительными), даст несколько ВНР, которые трудно истолковать
- ВНР не учитывает масштаб проекта
- ВНР допускает, что ранние положительные денежные потоки будут реинвестированы по норме ВНР, что часто не оправдывается

Используя ВНР, АОВЗ выбирает проект В

В данном случае ВНР дает другой результат, чем ЧПС, потому что увеличение денежных потоков происходит на более ранней стадии существования проекта. ВНР предполагает реинвестирование этих денежных потоков под 83%. Этого скорее всего не будет, если норма расчета ЧПС была 35%.

Год	Проект А	Проект В	Проект С	Проект D	Проект Е
0	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
1	0	20,000	1,000	0	5,000
2	5,000	20,000	5,500	0	10,000
3	50,000	2,500	8,000	30,000	15,000
4	55,000	20,000	22,000	40,000	20,000
5	30,000	20,000	46,000	50,000	20,000
Всего	140,000	82,500	82,500	120,000	70,000
ВНР	71%	83%	41%	56%	47%

ПРИМЕЧАНИЕ: Другая проблема метода ВНР - трудность точного расчета. Лучше всего это делать с помощью компьютера или программируемого калькулятора.

Теперь АОВЗ оценивает проект с применением окупаемости

Период окупаемости - это количество лет, требуемое для возмещения первичной инвестиции в проект

Ее преимущества:

- Простота
- Хорошо подходит для оценки прошлых решений и принятия новых

Что следует помнить при использовании окупаемости:

- Метод окупаемости не учитывает все денежные потоки по проекту, так как он не принимает в расчет те денежные потоки, которые возникают после периода окупаемости. Однако в России прогноз денежных потоков на более поздние периоды крайне затруднен
- Метод окупаемости не дисконтирует денежные потоки, то есть, не учитывает временную стоимость средств или стоимость капитала предприятия
- Окупаемость не облегчает выбор между проектами разного масштаба

С использованием окупаемости, АОВЗ выбирает проект В

Согласно методу окупаемости, нужно избрать проект В с самым коротким сроком окупаемости

Год	Проект А	Проект В	Проект С	Проект D	Проект Е
0	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
1	0	20,000	1,000	0	5,000
2	5,000	20,000	5,500	0	10,000
3	50,000	2,500	8,000	30,000	15,000
4	55,000	20,000	22,000	40,000	20,000
5	30,000	20,000	46,000	50,000	20,000
Всего	140,000	82,500	82,500	120,000	70,000
Окупаемость	2.3	1	3.25	2.6	2.3

Методы финансовой оценки проекта: обобщение

	Проект А	Проект В	Проект С	Проект D	Проект Е
0	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
1	0	20,000	1,000	0	5,000
2	5,000	20,000	5,500	0	10,000
3	50,000	2,500	8,000	30,000	15,000
4	55,000	20,000	22,000	40,000	20,000
5	30,000	20,000	46,000	50,000	20,000
Всего	140,000	82,500	82,500	120,000	70,000
ЧПС	26,315	17,286	3,892	15,387	5,769
ВНР	71%	83%	41%	56%	47%
Окупаемость	2.3	1	3.25	2.6	2.3

В сравнении с ЧПС другие методы имеют следующие ограничения:

- **Окупаемость:** Не учитывает временную стоимость средств и не принимает в расчет денежные потоки, происходящие после начального периода окупаемости
- **Внутренняя норма рентабельности:** Не учитывает иные элементы, кроме денежных потоков, предполагает, что они реинвестируются по собственной ставке ВНР (что не всегда реалистично)

Расчет ЧПС: задача для решения в аудитории

АОВЗ планирует расширить ассортимент продукции и начать производство детских колясок. Для этого проекта предполагается выделить неиспользуемый производственный корпус. Этот корпус стоит 800 млн. рублей, а стоимость ремонта составит 300 млн. рублей

Для проекта требуется оборудование на сумму 2 млрд. рублей. Монтаж этого оборудования (единовременные затраты в размере 50 млн. рублей) будет выполняться сторонним подрядчиком. Это оборудование равномерно амортизируется в течение 5 лет. Предположим, оборудование через 5 лет не будет иметь никакой ликвидационной стоимости

Прирост издержек производства в процентах от сбыта составит:

- Запчасти - 40%
- Сырье - 20%
- Электричество - 5%
- Для производства детских колясок не требуется дополнительная рабочая сила

Расчет ЧПС : задача для решения в аудитории (прод.)

В настоящее время фабричная цена на детские коляски составляет 300,000 руб. Предполагается, что цена будет возрастать в соответствии с темпом инфляции

Ожидаемый уровень инфляции составляет: 25% в текущем году; 20% в последующие 1-3 года; 15% - через 4 года и 10% - через 5 лет

Руководство АОВЗ обсудило этот проект со своими оптовиками, которые прогнозируют следующий годовой уровень продаж (в штуках) :

Год 1: 10 000

Год 2: 12 000

Годы 3-5: 20 000

Налог на прибыль для производства детских товаров составляет 25%. Эта величина не будет меняться в течение жизни проекта

АОВЗ будет финансировать проект из своих собственных средств (т.е., не будет никаких издержек по уплате процентов)

Задание : Спрогнозировать чистые денежные потоки проекта и рассчитать ЧПС проекта, исходя из нормы дисконта на уровне 80%

Решение: создание алгоритма

Определить денежные потоки, относящиеся к проекту

- Начальные оттоки денежных средств
 - реконструкция здания
 - закупка нового оборудования
 - установка
 - увеличение оборотного капитала
- Ежегодные оттоки денежных средств
 - производственные расходы
 - налоги
- Ежегодные притоки денежных средств
 - поступления от продаж

Рассчитать все соответствующие денежные потоки

- Скорректировать с учетом инфляции

Рассчитать ежегодный чистый денежный поток

- Плюс амортизация, вычтенная ранее (неденежный расход)

Для расчета ЧПС дисконтировать чистые денежные потоки

Решение: Расчет чистого денежного потока по проекту

Добавить все первоначальные оттоки средств:

- $2000 \text{ млн} + 300 \text{ млн} + 50 \text{ млн} = 2350 \text{ млн}$

Годовой объем продаж:

- кол-во проданных шт. * цена за ед. с учетом инфляции

Ежегодные дополнительные расходы:

- производственные расходы (40%+20%+5%)
 - годовой объем продаж * 65%
- налоги
 - (годовой объем продаж - производ. расходы) * ставка налога

Плюс амортизация, вычтенная ранее

- продажи - производ. расходы - налоги + амортизация = чистый денежный поток

Решение: Прогноз денежных потоков

	Первичные	1 год	2 год	3 год	4 год	Year 5
Объем продаж (шт.)		10000	12000	20000	20000	20000
Инфляция за период	25%	20%	20%	20%	15%	10%
Цена продаж	0.30	0.38	0.45	0.54	0.65	0.75
Выручка от продаж		3750	5400	10800	12960	14904
Платежи за пользование лицензиями		0	0	0	0	0
Сырье		-750	-1080	-2160	-2592	-2981
Электричество		-188	-270	-540	-648	-745
Плата за газ и воду		0	0	0	0	0
Запчасти		-1500	-2160	-4320	-5184	-5962
Амортизация - здания						
Амортизация - оборудование		-100	-100	-100	-100	-100
Зарплата		0	0	0	0	0
Накладные расходы						
Доход до уплаты налогов		1213	1790	3680	4436	5116
Налоги		-303	-448	-920	-1109	-1279
Доход после уплаты налогов		909	1343	2760	3327	3837
Плюс амортизация, вычтенная ранее		100	100	100	100	100
Денежные потоки проекта		1009	1443	2860	3427	3937
Потребность в оборотном капитале						
Капвложения	-2350					
Ликвидационная стоимость						
Чистые денежные потоки	-2350	1009	1443	2860	3427	3937

Решение: расчет нормы дисконта

Для расчета нормы дисконта можно использовать два подхода:

- Первый: Использовать формулу $1/(1+k)^n$, где k -- ставка дисконтирования (80%), а n -- соответствующий год (от 1 до 5). Таким образом, фактор дисконтирования в разные годы составит:

$$1 \text{ год: } 1/(1+0.8)^1$$

$$1 \text{ год: } \mathbf{0.556}$$

$$2 \text{ год: } 1/(1+0.8)^2$$

$$2 \text{ год: } \mathbf{0.309}$$

$$3 \text{ год: } 1/(1+0.8)^3$$

$$3 \text{ год: } \underline{\hspace{2cm}}$$

$$4 \text{ год: } 1/(1+0.8)^4$$

$$4 \text{ год: } \underline{\hspace{2cm}}$$

$$5 \text{ год: } 1/(1+0.8)^5$$

$$5 \text{ год: } \underline{\hspace{2cm}}$$

Решение: Расчет нормы дисконта (продолжение)

Для получения нормы дисконта можно использовать два подхода:

- Второй: Использование таблицы нормы дисконта.

Период	Ставка дисконта				
	70%	75%	80%	85%	90%
0	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
1	0.588	0.571	0.556	0.541	0.526
2	0.346	0.327	0.309	0.292	0.277
3	0.204	0.187	0.171	0.158	0.146
4	0.120	0.107	0.095	0.085	0.077
5	0.070	0.061	0.053	0.046	0.040
6	0.041	0.035	0.029	0.025	0.021
7	0.024	0.020	0.016	0.013	0.011
8	0.014	0.011	0.009	0.007	0.006
9	0.008	0.006	0.005	0.004	0.003
10	0.005	0.004	0.003	0.002	0.002

- При использовании вышеуказанной таблицы норма дисконта во 2-5 год составит:

1 год: **0.556** 2 год: _____ 3 год: _____
4 год: _____ 5 год: _____

Решение: Расчет ЧПС

В следующей таблице приводится расчет ЧПС при ставке дисконта 80%

Год	Чистый денежный поток	Норма дисконта	Дисконтированный денежный поток
	<i>A</i>	<i>B</i>	<i>A x B</i>
1	1009	0.556	561
2	1443	0.309	445
3	2860	0.171	490
4	3427	0.095	326
5	3937	0.053	208
Плюс: приведенная стоимость			2031
Минус: первоначальное вложение			-2350
Чистая приведенная стоимость			-319

От выбора проекта к получению финансирования

В этом разделе были рассмотрены средства, позволяющие отобрать проекты для вашего предприятия



?

После отбора проекта возникает вопрос об источниках финансирования. В двух следующих разделах семинара приводится рассмотрение источников краткосрочного и долгосрочного финансирования.

Повестка дня семинара

Раздел 1: Обзор финансирования

Раздел 2: Отбор проектов

Раздел 3: Источники краткосрочного финансирования

Раздел 4: Источники долгосрочного финансирования

Раздел 5: Подготовка, установление контактов, переговоры

**Раздел 6: Особенности бизнес-планов, инвестиционных меморандумов
и проспектов эмиссии**

Раздел 7: Оценка компании





























Раздел 8: Итоги

Рассматривает ли ваше предприятие все формы краткосрочного финансирования ?

Возможности внешнего краткосрочного финансирования для российских предприятий включают:

- Торговый кредит
- Толлинг
- Банковское краткосрочное финансирование
- Взаиморасчёты / бартер
- Коммерческие бумаги / векселя
- Продажа или дисконтирование дебиторской задолженности (факторинг)
- Краткосрочный операционный лизинг

Источники краткосрочного финансирования отличаются по гибкости и стоимости

	использ. средств	требуем. сумма	обеспеч.	доступность	единовр/возобн.	СТОИМОСТЬ
Торговый кредит						средн.
Толлинг					возобн.	высок.
Банк. финансиров.					возобн.	высок.
Взаимозачет					возобн.	средн.
Комм. вексель					возобн.	средн.
Факторинг					возобн.	высок.
Лизинг					возобн.	низк.

наиб. гибкий      наимен. гибкий

Торговый кредит - самый распространенный источник финансирования в России

	использ. средств	требуемая сумма	обеспеч.	доступность	единовр./возобн.	стоимость
Торговый кредит	●	◐	●	●	возобн.	средняя

Торговый кредит - кредит, полученный от поставщиков при обычном ведении хозяйственной деятельности

Торговый кредит кажется бесплатным, но обычно содержит скрытые затраты

- Поставщик, предоставляющий торговый кредит, несёт вмененные издержки по средствам, инвестированным в дебиторскую задолженность
- Поставщик, как правило закладывает большую часть этих расходов в цену. Эта сумма зависит от условий рынка и относительного успеха переговоров между двумя сторонами.
- В случае незамедлительной уплаты, как правило, можно предусмотреть скидку
- Прежде, чем принять торговый кредит, нужно узнать, на какую скидку можно рассчитывать при оплате деньгами и сравнить этот вариант с другими формами финансирования.

Упражнение 3.1: Анализ торгового кредита

Ситуация:

- Вам нужны средства для закупки сырья и вы изучаете возможность получения торгового кредита от своего давнего поставщика
- В среднем вы платили за поставки в 30-дневный срок, а теперь поставщик предлагает вам 10% скидку за немедленную оплату поставки на сумму 100 млн. рублей. Размер скидки можно оговорить. Для немедленной оплаты за сырье можно получить банковскую ссуду под 10% в месяц
- Вы ожидаете получить дебиторскую задолженность на сумму 200 млн. рублей в 30-дневный срок

С учетом ежемесячной инфляции и без учета влияния налогообложения для упрощения задачи решите, стоит ли воспользоваться скидкой за немедленную оплату

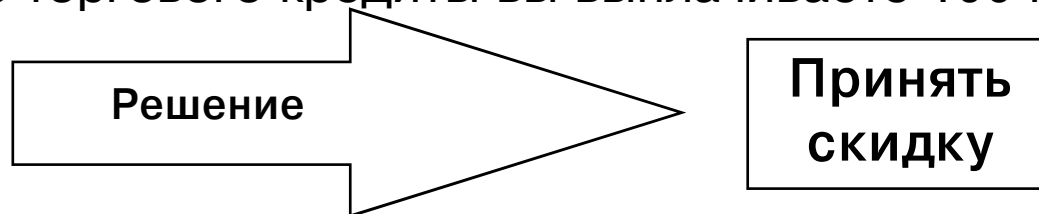
Упражнение 3.1: Анализ торгового кредита (продолжение)

У вас есть два варианта:

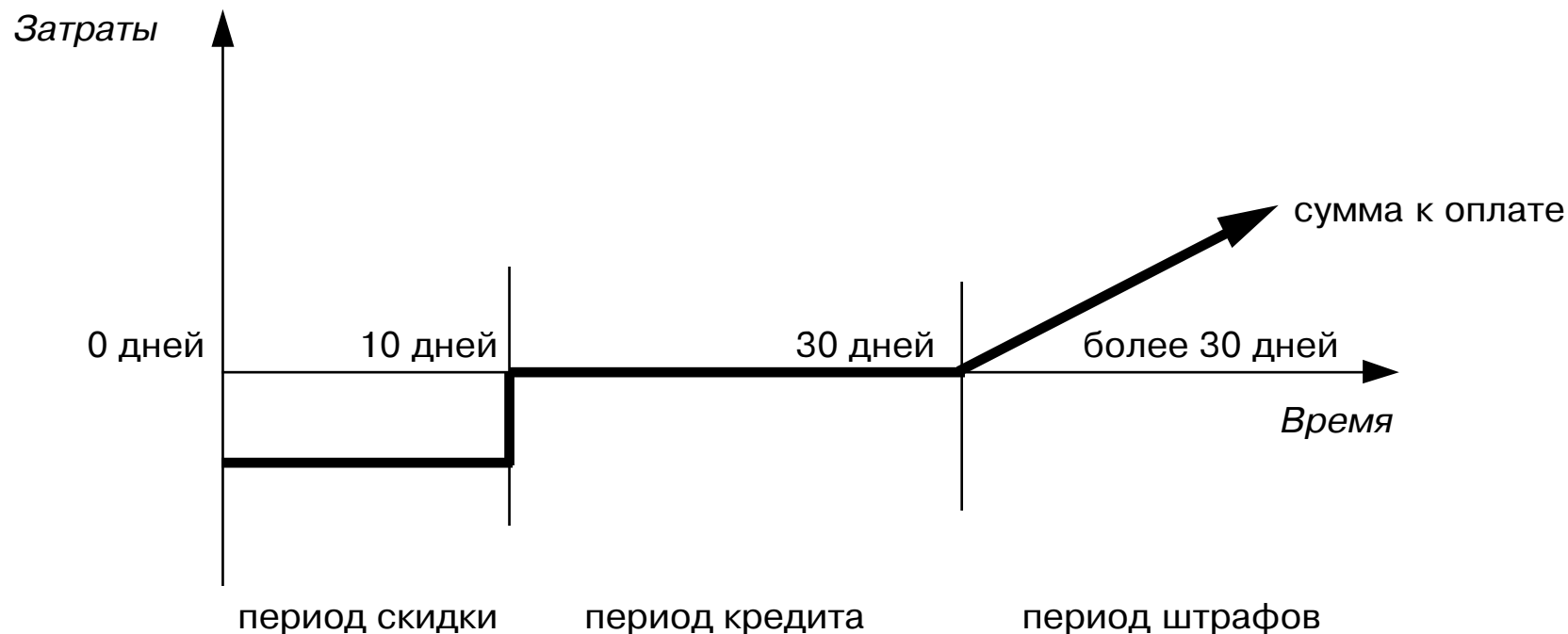
- Первый: Принять скидку и получить ссуду на 30 дней под 10% для оплаты за поставку
- Второй: Не принимать скидку и вместо этого получить торговый кредит на 30 дней до оплаты средствами за счет собранной дебиторской задолженности

Расчет приемлемой скидки (без учета инфляции):

- При наличии скидки выплачиваемая сумма равна 90 млн. руб. = $(100 \text{ млн} * (1 - 0.1))$
- Проценты за ссуду в размере 90 млн. руб. равны 9 млн. = $(90 \text{ млн} * 0.1)$
- Через 30 дней вы выплачиваете 99 млн - чистая выгода в размере 1 млн.
- В случае торгового кредита вы выплачиваете 100 млн через 30 дней







Бесплатен ли торговый кредит ?



Кредитная политика поставщиков обычно включает сроки кредитов, например, «2/10, 30», что означает 2% скидки при оплате в течение 10 дней после получения счёта, не будет скидки или будут дополнительные расходы при оплате от 10 до 30 дней после счёта, и после 30 дней к покупателю будут применяться штрафы. Стоимость торгового кредита должна быть подвергнута тщательному рассмотрению в каждом из трёх периодов по сравнению с прочими возможностями кредитования, например, банковского и другого.

Толлинг - способ получения сырья для производства, но при этом нужно следить за тем, чтобы обработчик получил экономическую выгоду

	использ. средства	требуемая сумма	гарантии	доступность	единовр./возобнов	стоимость
Толлинг					возобнов.	высокая

При толлинге обработчик получает сырьё по нулевой цене, обрабатывает его и возвращает законченный продукт владельцу. Владелец вознаграждает обработчика за работу.

- Плата за толлинг может быть в виде денежных средств или в виде части законченной продукции.
- Экономическую прибыль в основном получает владелец материалов, продающий их конечному пользователю; обработчик получает только плату за обработку. Обработчик должен убедиться в том, что его работа адекватно компенсируется.
- В некоторых случаях толлинг подлежит государственному квотированию.

Толлинг: кто может использовать его?





Владелец сырья использует толлинг, если:

- Сам владелец не является обработчиком
- Владелец не имеет достаточно мощностей для обработки всего его сырья, но имеет достаточный рынок для реализации конечного продукта
- Другое предприятие может обработать сырьё гораздо дешевле

Предприятие-обработчик может прибегнуть к толлингу, если:

- Оно в настоящий момент не имеет иных средств финансирования и способов приобретения сырья и хочет продолжать операции с надеждой получения иных способов приобретения сырья в ближайшем будущем
- Ему нужно увеличить загрузку мощностей для распределения постоянных затрат между толлинговыми и нетоллинговыми операциями, делая нетоллинговые операции более прибыльными

Краткосрочное банковское финансирование может дорого стоить

	использ. средств	треб. сумма	обеспеч.	доступность	единовр/возобнов	СТОИМОСТЬ
Банковское финансир.					возобн.	высокая

Краткосрочное банковское финансирование можно разделить на:

- Средства овердрафта - получение больших средств, чем депонировано
- Краткосрочные банковские ссуды

Сведения о средствах овердрафта:

- Стоимость зависит от фактической суммы и дней овердрафта
- У разных банков разные ставки - в середине 1995 года колебание годовой ставки по рублевым овердрафтам на 1-14 дней составило свыше 100%
- Преимущества включают гибкость и простоту обновления/продления
- Главные недостатки: доступен лишь малому числу хорошо известных предприятий

Краткосрочные ссуды:

- Относительно менее гибкие, чем овердрафт, при более высокой стоимости

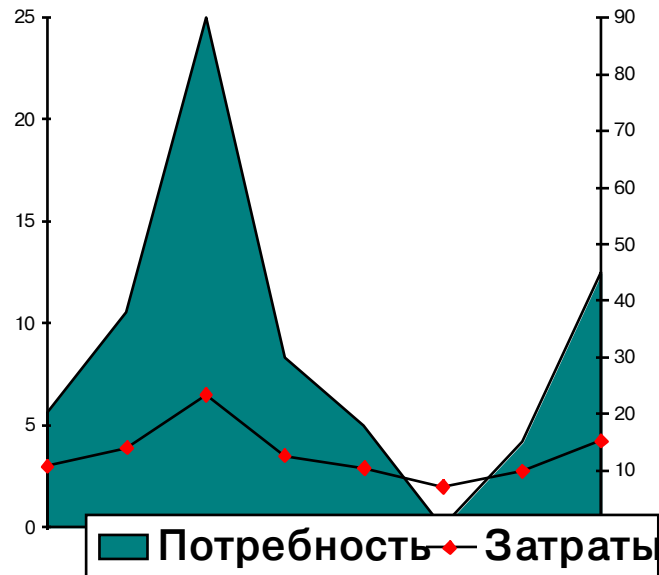
наиб. гибкие      наимен. гибкие

Овердрафты и банковские кредиты имеют различную стоимость

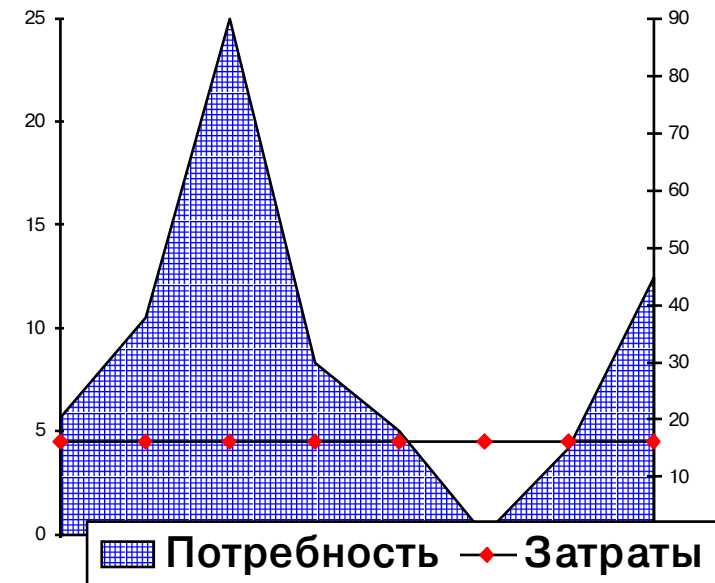
Стоимость овердрафта зависит от суммы средств, необходимых в каждый момент времени, и может контролироваться должником

Стоимость банковского кредита остаётся постоянной, как записано в соглашении с банком; должник обязан выплатить все проценты за период кредита





Структура затрат овердрафта



Структура затрат кредита



Взаимозачёт - типичная форма расчётов между российскими поставщиками и заказчиками

	использ. фондов	требуемая сумма	обеспеч.	доступность	единовр./возобнов	стоим.
Взаимозачёт					возобнов.	средняя

При взаимозачёте две или более стороны погашают денежные обязательства друг перед другом путем поставки товаров.

Хотя это и неденежная сделка, любое принятие товара от поставщика до поставки товаров другой стороне равносильно краткосрочному займу.

Бартерные операции на текущий момент составляют более чем 70% продаж среди крупнейших компаний в России и, таким образом, являются значительным источником финансирования.

Коммерческие векселя сейчас ограничено используются в России

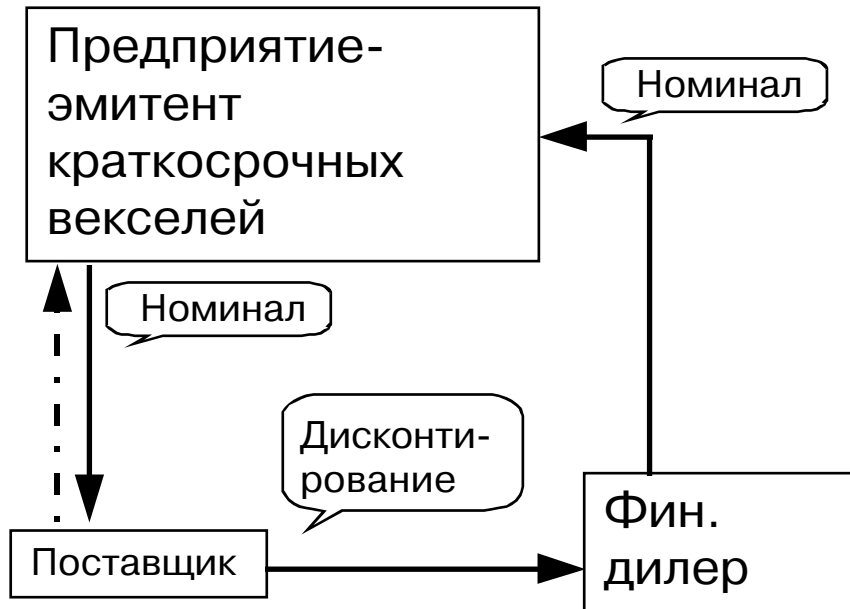
	использ. фондов	требуемая сумма	обеспеч.	доступность	единовр./возобнов	стоим.
Коммерческие векселя	●	◐	◐	◐	возобнов	средняя

Коммерческие векселя обычно представляют собой обещания компании произвести отложенный платеж

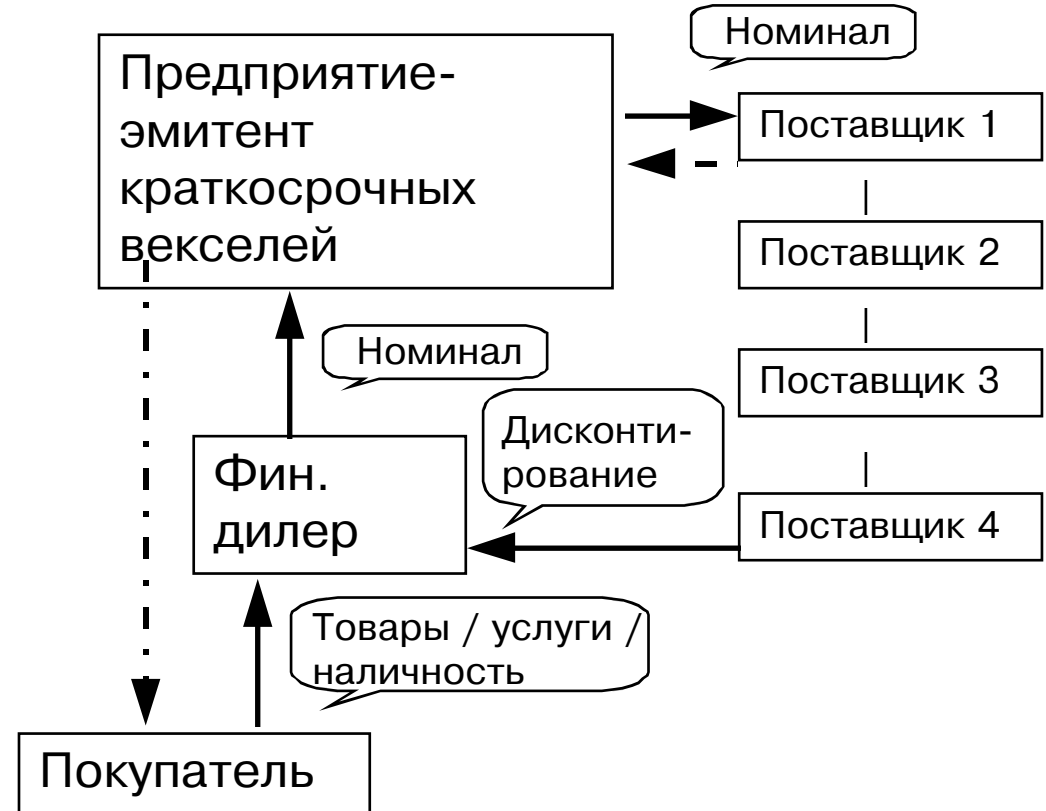
- Необеспеченная дешёвая альтернатива торговому кредиту; используется как денежный эквивалент для текущих расчётов в случае нехватки наличности
- Стабильный рынок существует для векселей, выпущенных коммерческими банками, например, Инкомбанком
- Вторичный рынок векселей, выпущенных другими компаниями, ограничен - только некоторые имеют успешные выпуски, например, Автоваз, Коминетфть; обычно рынок подобных ценных бумаг ограничен торговыми партнёрами

Как коммерческие бумаги используются в России?

Возможность А:



Возможность В:



Поток краткосрочных векселей: —————>

Поток товаров / услуг: - - - - ->

Факторинг (продажа или дисконтирование дебиторской задолженности) также ограничен сейчас в России

	использ. средств	требуемая сумма	обеспеч.	доступность	единовр./возобнов	стоим.
Факторинг	●	◐	⊕	⊕	возобнов.	высокая





Факторинг работает следующим образом:

- При реализации товара в кредит, продавец может получить незамедлительную оплату от факторингового банка с дисконтом 10-40% в зависимости от кредитоспособности покупателя и качества товара.
- Факторинговая фирма затем получает платёж у покупателя в установленный срок.

Преимущество факторинга в том, что он позволяет продавцу поддерживать ликвидность.

Недостатки в том, что факторинг недёшев, ограничен в России и обычно предоставляется только клиентам банка.

Краткосрочная аренда может сократить инвестиции в оборудование, которое нужно предприятию только на ограниченный срок

	использ. фондов	требуемая сумма	обеспеч.	доступность	единовр./возобнов	стоим.
Аренда					возобнов.	низкая

Преимущества краткосрочной аренды:

- Служит альтернативой небольшим капитальными затратам
- Денежные расходы и доходы от использования основных средств совпадают во времени
- Выгодно, если арендатор не намеревается использовать основное средство в течение полного экономического срока жизни последнего, например, арендует транспорт на короткий период, компьютеры и офисное оборудование
- Арендатор платит "за удобства", в то время как арендодатель обычно отвечает за ремонт и обслуживание

Как выбрать правильное финансирование для проекта на основе знания различных видов имеющегося финансирования?

Этап 1:

Изучить важнейшие вопросы:
Цель использования средств?
Сколько нужно средств?
Какое обеспечение имеется?
Как быстро нужны средства?

Цель: закупка сырья
Сумма: 40,000 долларов
Обеспечение: готовая продукция
Сроки: весьма срочно

Этап 2:

Перечислите потенциальные источники финансирования для своего проекта.

Торговый кредит, банковск. финансирование, взаимозачет, комм. вексель

Этап 3:

Расположите их в порядке роста стоимости.

1. Взаимозачет
2. Торговый кредит
3. Коммерческий вексель
4. Банк. финансирование

Этап 4:

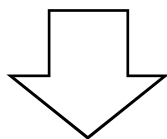
Проработайте перечень, начиная с самого дешевого источника финансирования. Возможно, вам понадобится финансирование из нескольких источников.

1. Взаимозачет
2. Торговый кредит
3. Коммерческий вексель
4. Банк. финансирование

Выбор подходящего источника: начните с рассмотрения наиболее важных вопросов

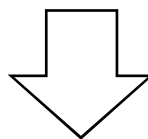
Задайте себе следующие вопросы:

Как будут использованы средства ?



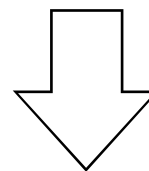
Какие источники обеспечивают средства для этих целей ?

Какова сумма необходимого финансирования?



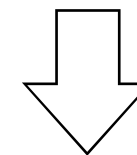
Какие источники обычно финансируют проекты такого масштаба ?

Какие возможны гарантии ?



Какие источники требуют / не требуют гарантий ?





























Когда необходимо финансирование?



К каким источникам проще подобраться?

Выбор подходящего источника (прод.)

... а для поиска правильного ответа используйте таблицу

	использ. средств	требуем. сумма	обеспеч.	доступ- ность	единовр/ возобнов.	СТОИМОСТЬ
Торговый кредит					возобн.	средняя
Толлинг					возобн.	высок.
Банк. финансирован.					возобн.	высок.
Взаимозачет					возобн.	средняя
Комм. вексель					возобн.	средняя
Факторинг					возобн.	высок.
Аренда					возобн.	низк.

наиб. гибкий



наим. гибкий

Цель использования средств - главный определитель при выборе варианта финансирования

Как будут
использоваться
средства ?

- Очевидно, вы можете использовать аренду как источник краткосрочного финансирования, если в ваши планы входит покупка оборудования.
- Торговый кредит и толлинг могут финансировать только приобретение сырья.
- Взаимозачёты могут быть использованы только с поставщиками материалов, энергии, и т. п.
- Банковское финансирование, коммерческие векселя и факторинг более гибки, но обычно и более дороги - гибкость имеет цену.

Сумма финансирования также важнейший фактор

Сколько
нужно ?

- Финансирование конкретного актива ограничено стоимостью приобретаемого актива.
- Кроме этого, финансирование посредством использования коммерческих векселей будет ограничено в большинстве случаев способностью торговых партнёров финансировать ваши операции.
- Размер фондов при факторинге будет ограничен дисконтированной стоимостью вашей дебиторской задолженности.
- Банковское финансирование, скорее всего, будет источником самых крупных средств.

Различные способы краткосрочного финансирования требуют различных видов обеспечения

Какое
обеспечение
возможно?

- Факторинг, аренда и толлинг всегда будут гарантированы сопряженными активами.
- Кроме того, вам скорее всего придётся предоставить определенное обеспечение для получения банковского финансирования.
- Торговый кредит, взаимозачёт и коммерческие векселя могут не иметь обеспечения.

При необходимости срочного финансирования ваши варианты ограничены

Как скоро нужно
финансирование?

- Как быстро вы можете получить финансирования зависит от простоты доступа к источнику финансирования и от документов, которые нужно приготовить.
- Толлинг связан с поиском партнёра и структуризацией сделки; это займёт некоторое время.
- Торговый кредит и взаимозачёт, возможно, будут быстрее способами финансирования.

После изучения подходящих источников расположите их по стоимости

Этап 1:

Рассмотрите самые важные вопросы:
Для чего будут использованы фонды ?
Сколько требуется ?
Какие гарантии доступны ?
Как быстро нужны средства ?

Цель: приобретение сырья
Сумма: US\$ 40,000
Обеспечение: готовая продукция
Срок: весьма срочно

Этап 2:

Составить список потенциальных источников финансирования для вашего проекта.

Торговый кредит, банковское финансирование, взаимозачёт, коммерческие векселя

Этап 3:

Расположить в порядке увеличения стоимости.

1. Взаимозачёт
2. Торговый кредит
3. Коммерческий вексель
4. Банковское финансирование

Этап 4:

Проработать перечень, начиная с самого дешевого источника финансирования. Возможно, вам придётся получить финансирование из нескольких источников.

1. Взаимозачёт
2. Торговый кредит
3. Коммерческие векселя
4. Банковское финансирование

Упражнение 3.2: Выбор источника(ов) краткосрочного финансирования

Допущения:

- Вы получили заказ, обеспечивающий вам необычайно высокую прибыль
- Вы получите оплату в 30-дневный срок, но сейчас вам нужно 100 млн. руб. для расходов на железнодорожные перевозки
- У вас на счете есть 75 млн. рублей для выплаты зарплаты, что нужно сделать через две недели. В течение ближайшего месяца вы ожидаете получить некоторые другие платежи

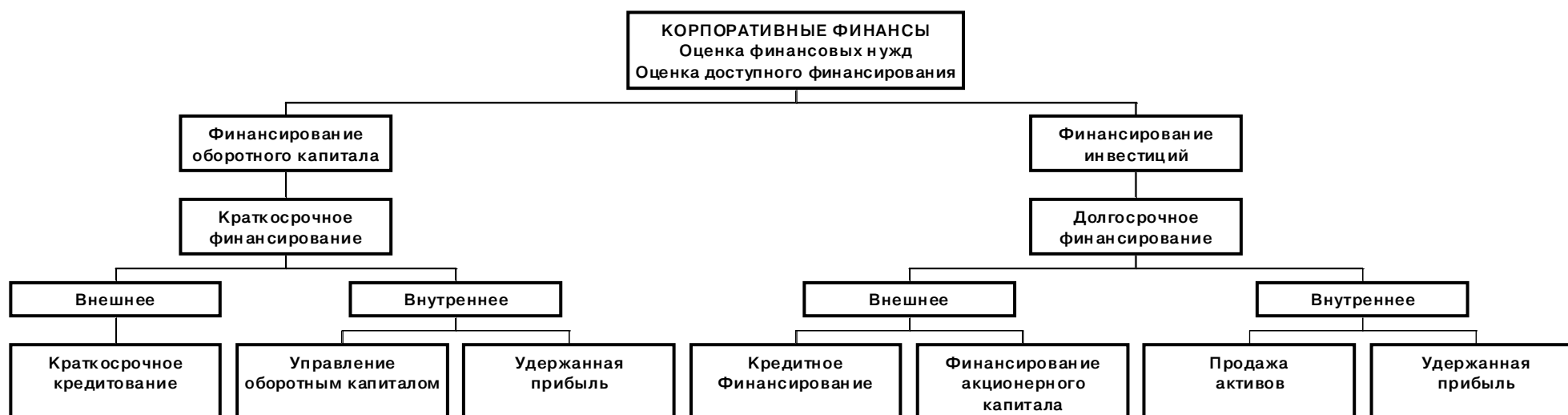
Разработайте структуру наилучшего финансирования из следующих имеющихся источников (без учета инфляции):

- Овердрафт по существующему кредиту (проценты - 10%, овердрафт - 15% в месяц)
- Коммерческий вексель железной дороги от Тверь-универсалбанка под 25% скидку
- Ссуда от местного банка (12% в месяц)
- Взаимозачет по дебиторской задолженности (на сумму 250 млн. руб.) за счет сырья (ваш партнер предложил вам оплатить свой долг за счет сырья, используемого вашим предприятием)
- Продажа дебиторской задолженности/факторинг (на сумму 200 млн. руб.) под 40% скидку

Упражнение 3.2: Выбор источника(ов) краткосрочного финансирования (прод.)

- *Заказ имеет первостепенное значение, поэтому нужно оплатить железнодорожные расходы.*
- *75 млн. руб. на вашем банковском счете хватит для оплаты за перевозку с помощью коммерческого векселя железной дороги от Тверь-универсалбанка со скидкой 25%.*
- *Зарплату через две недели можно финансировать иным образом:*
 - Расчёт наличными за предыдущие заказы (дебиторская задолженность)
 - Банковский кредит (75 млн. руб. при отсутствии платежей или требуемый остаток при наличии платежа на сумму менее 75 млн. руб.) на короткий период до получения платёжа
 - овердрафт
 - новый кредит
- *Зачёт дебиторской задолженности не связан с деньгами и поэтому может рассматриваться только как средство дополнительного высвобождения средств (если таковые есть) для планируемой закупки сырья*
- *Продажа дебиторской задолженности - слишком дорогой вариант из-за огромной скидки*

Что дальше ?



Теперь перейдем от обсуждения вариантов краткосрочного финансирования к вариантам долгосрочного финансирования

Повестка дня семинара

Раздел 1: Обзор финансирования

Раздел 2: Отбор проектов

Раздел 3: Источники краткосрочного финансирования

Раздел 4: Источники долгосрочного финансирования

Раздел 5: Подготовка, установление контактов, переговоры

Раздел 6: Особенности бизнес-планов, инвестиционных меморандумов и проспектов эмиссии

Раздел 7: Оценка компании

Раздел 8: Итоги

Долгосрочное финансирование необходимо для роста и развития вашего предприятия

Для чего вам необходимо долгосрочное финансирование :

- для разработки/приобретения новых технологий
- для покупки современного оборудования
- для разработки новой продукции или улучшения характеристик существующих видов продукции
- для создания сети сбыта
- для усовершенствования систем управленческой отчетности

Проекты такого рода необходимы вам для того, чтобы быть впереди своих конкурентов.

Начните планировать сейчас, каким образом вы будете финансировать ваше развитие в будущем!

Руководству будет необходимо заручиться поддержкой основных акционеров, прежде чем начинать переговоры о долгосрочном финансировании. Акционеров будет необходимо убедить в важности финансирования проектов развития.

В этом разделе семинара мы обсудим:

- источники долгосрочного финансирования, доступные российским предприятиям
- критерии для принятия решений по выбору среди этих потенциальных источников
- как решить, к какому источнику обратиться

Имеется множество вариантов долгосрочного финансирования

- **Используемые в настоящее время источники долгосрочного финансирования**
 - Российские банки
 - Иностранные банки
 - Портфельные инвесторы - частные фонды
 - Портфельные инвесторы - фонды “помощи“
 - Стратегические инвесторы

Другие менее распространенные, но появляющиеся источники долгосрочного финансирования

Публичные эмиссии акций/прав (российских и иностранных, включая АDR/ГДР)

Облигации

Конвертируемые облигации

Лизинг

Различные источники долгосрочного финансирования отличаются друг от друга по гибкости, критериям кредитования, наличия и стоимости

	необход. сумма	размер компании	риск	контроль	необход. информац.	специф. отрасли	наличие	будущее финансир.	стоимость
Российские банки					средний	средний		да	средний
Иностранные банки					высокий	высокий		да	средний
Частные фонды					средний	высокий		возможно	низкий
Фонды помощи					средний	низкий		возможно	низкий
Стратег. инвесторы					высокий	средний		да	низкий
Публичная эмиссия					высокий	средний		нет	средний
Выпуск облигаций					высокий	высокий		нет	высокий
Конверт. облигации					высокий	средний		нет	средний
Лизинг					низкий	низкий			низкий

наиболее гибкий наименее гибкий

Российский банк : Распространенный источник финансирования, но он может оказаться неподходящим для ваших нужд

	необход. сумма	размер компании	риск	контроль	необход. информ.	специф. отрасли	легкость обращен.	будущее финансир	стоимость
Российские банки					средний	средний		да	средний

Российские банки знают местную обстановку лучше, чем любой другой источник долгосрочного финансирования, они:

- говорят на языке и знают культуру, понимают историческое и нынешнее положение российских предприятий
- понимают российскую финансовую отчетность и систему бухгалтерского учета
- могут предложить консультации по снижению издержек финансирования, основываясь на своем опыте

С другой стороны, они чрезвычайно отрицательно относятся к риску и будут, скорее всего, требовать существенного обеспечения. Российская банковская сфера в настоящее время пребывает в состоянии волнения, и многие банки находятся в нестабильном положении.

Иностранные банки: российское предприятие должно соответствовать кредитной стратегии банков

	необход. сумма	размер компаний	риск	контроль	необход. информ.	специф. отрасли	легкость обращен.	будущее финансир	стоимость
Foreign banks					высокий	высокий		да	средний

- Большинство иностранных банков весьма разборчивы в выборе предприятий, которым они предоставят кредит, и предпочитают кредитовать производственные, коммунальные/телекоммуникационные предприятия, а также экспортные отрасли
- Некоторые российские предприятия уже получили финансирование от иностранных банков через свои филиалы, зарегистрированные за границей, но это очень трудно организовать, а требования законодательства, регулирующего валютное обращение очень строгие
- Увеличившееся присутствие иностранных банков в России сделало более вероятным получение финансирования из этого источника. Наилучшим вариантом для вас в этом случае являются филиалы банков, получившие лицензию на ведение банковских операций в России
- Финансирование за счет заемных средств, получаемое от иностранных банков, возможно на более длительный период и по более низкой стоимости, чем получаемое от российских банков. Они также имеют доступ к крупным суммам капитала. Так как большинство иностранных банков, работающих в России, являются стабильными, они часто предоставляют и более надежный источник финансирования в будущем

Портфельные инвесторы предоставляют российским предприятиям существенный источник финансирования

	необход. сумма	размер компании	риск	контроль	необход. информац.	специф. отрасли	легкость обрац.	будущее финансир	стоимость
Частные фонды					средний	высокий		возможно	низкий

Портфельные инвесторы включают инвестиционные фонды (как частные фонды, так и фонды “помощи”), фонды венчурного капитала, пенсионные фонды, страховые фонды, и т.д.

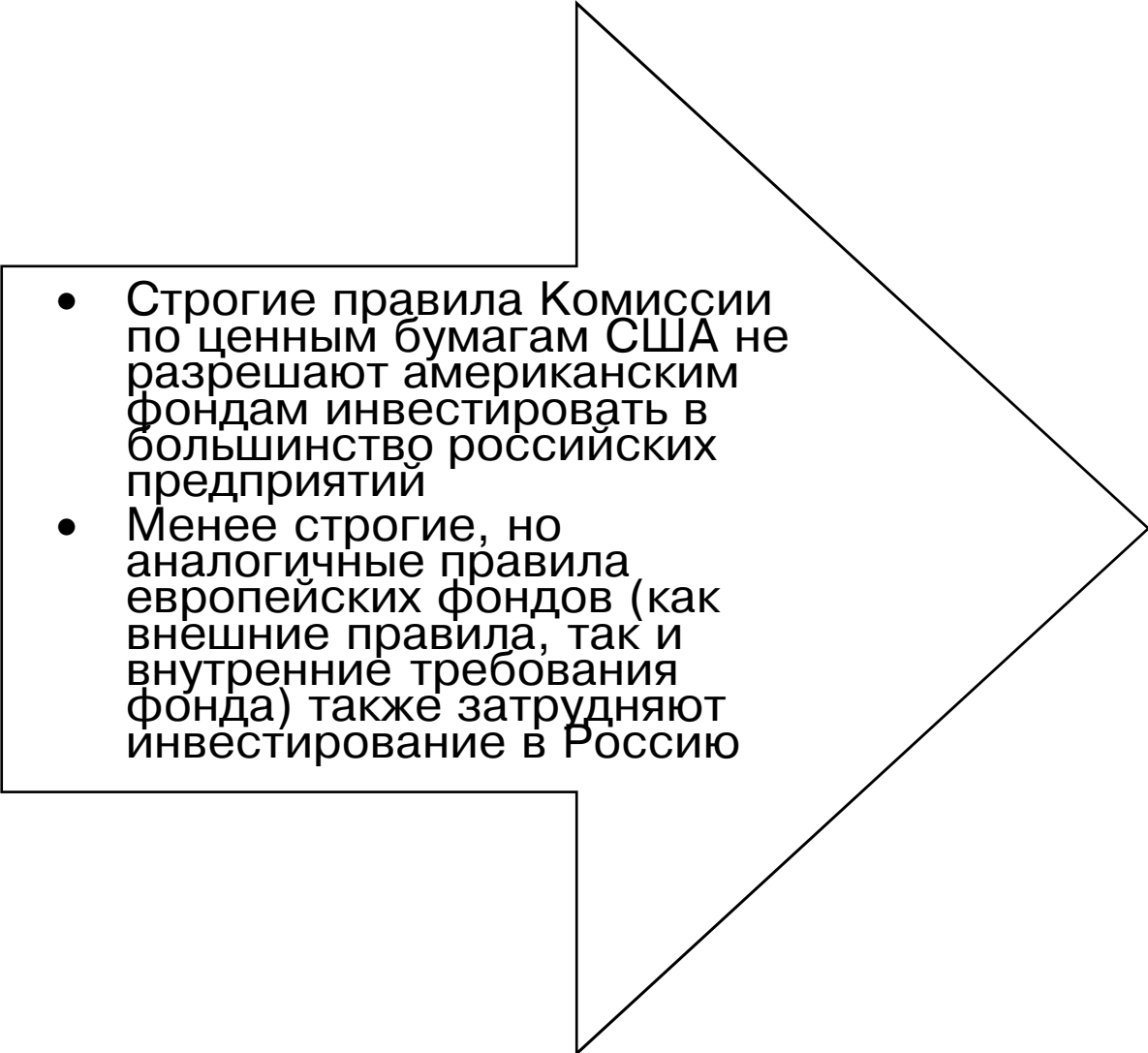
Они стремятся найти сочетание доходов от выплаты дивидендов и от повышения стоимости основных средств (повышения стоимости акций)

- Инвесторы должны обеспечить твердый доход своим вкладчикам
- Хорошее управление предприятием является, возможно, самым важным критерием для инвестирования

Они не нуждаются, и обычно не стремятся к получению контрольного пакета акций

- Но портфельные инвесторы обычно хотят иметь свое право голоса в отношении того, как управлять предприятием, а именно:
 - голосование на собрании акционеров
 - представительство в Совете Директоров

Существует ряд иностранных фондов, специализирующихся на российском рынке

- 
- Строгие правила Комиссии по ценным бумагам США не разрешают американским фондам инвестировать в большинство российских предприятий
 - Менее строгие, но аналогичные правила европейских фондов (как внешние правила, так и внутренние требования фонда) также затрудняют инвестирование в Россию

- Многие иностранные фонды, работающие в России, будут инвестировать деньги, предназначенные для России или СНГ. Это благоприятное обстоятельство, так как в этом случае в борьбе за капитал вы будете соперничать только с другими российскими предприятиями
- Поскольку эти фонды имеют деньги, которые должны быть инвестированы только здесь, фонд будет, вероятно, иметь свой офис в России и будет знаком с окружающими условиями и культурой

Для того, чтобы успешно сотрудничать с портфельными инвесторами, надо понимать их инвестиционную стратегию

Нехватка капитала приводит многие российские фонды к поиску краткосрочной торговой прибыли:

- на срок до 6 месяцев
- инвестиции только в ликвидные ценные бумаги (обычно крупные предприятия)

Задача же американских/европейских портфельных инвесторов состоит в том, чтобы найти средне-и долгосрочные доходы, связанные с ростом рыночной стоимости

- на срок 5 лет и более
- инвестиции в ценные бумаги с различной степенью ликвидности

Размер и отраслевая принадлежность предприятия является существенным фактором

- Портфельные инвесторы, стремящиеся получить торговую прибыль, имеют тенденцию инвестировать в акции крупных предприятий
- Крупные иностранные инвестиционные фонды обычно инвестируют в крупные предприятия, но большинство иностранных инвестиционных фондов в России являются среднего размера и заинтересованы в акциях предприятий средней величины
- Портфельные инвесторы все в большей степени нацелены на отдельные отрасли

Многосторонние и двусторонние фонды “помощи” являются особым случаем портфельных инвестиций

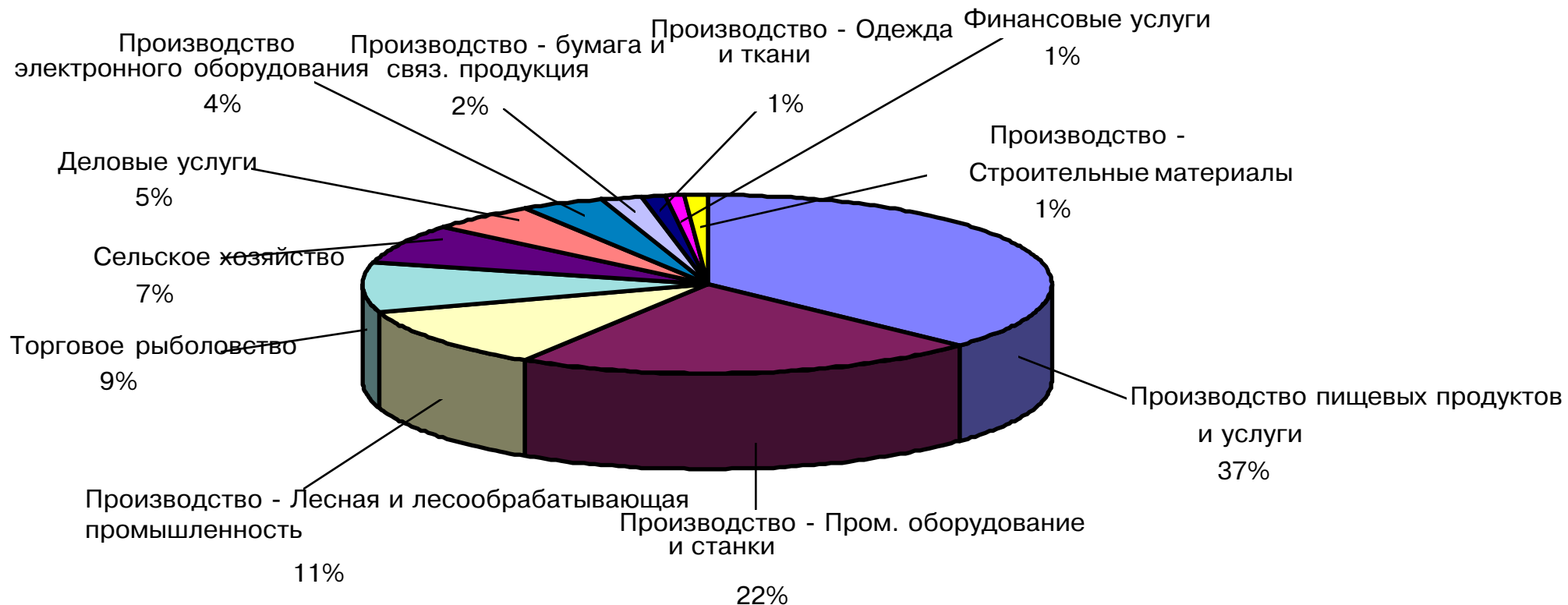
	необх. сумма	размер компании	риск	контроль	необх. информ.	специф. отрасли	легкость обрац.	будущ. финансир	стоимость
Фонды помощи					средний	низкий		возможно	низкий

Фонды “помощи” являются инвестициями, поддерживаемыми иностранными правительствами:

- Обычно рассматривают небольшие инвестиции между \$50,000 - \$3 млн.
- Инвестируют в малые предприятия: некоторые занимаются только инвестированием в малые и средние предприятия. Они также являются хорошим источником финансирования дочернего предприятия (особенно, если это новое направление деятельности)
- Они приветствуют непосредственные заявки на финансирование: их двери открыты, по крайней мере, для запроса
- Имеют большее желание осуществлять инвестиции во времена политической и экономической нестабильности. В нынешней политической обстановке может появиться намного лучший шанс на получение финансирования от фондов помощи
- *Однако*, в связи с тем, что они поддерживаются иностранными правительствами, на процесс принятия ими решений оказывают влияние многие политические факторы, которые трудно предсказать и невозможно контролировать

Фонды помощи стремятся инвестировать в различные отрасли промышленности

Российско-американский инвестиционный фонд (TUSRIF) структура инвестиций по отраслям:



Стратегические инвесторы в настоящее время являются основным источником финансирования акционерного капитала в России

	необх. сумма	размер компании	риск	контроль	необх. информ.	специф. отрасли	легкость обрац.	будущ. финансир	стоимость
Стратег. инвесторы					высокий	средний		да	низкий

Стратегическими инвесторами могут быть:

- компании в той же самой или связанной с ней отраслью промышленности, стремящиеся расширить существующие направления своей деятельности
- компании в несвязанной с ней отрасли промышленности, стремящиеся лучше использовать свои активы
- финансово-промышленные группы (ФПГ), которые стремятся развивать стратегические связи - однако, присоединение к ФПГ не гарантирует финансирования
- могут предоставить ряд ценных вложений дополнительно к финансированию
- весьма вероятно, что они оценят стоимость акций предприятия выше, чем портфельный инвестор
- стремятся к долгосрочному сотрудничеству и значительным полномочиям при принятии оперативных решений (часто контрольный пакет акций, как минимум - место в совете директоров)
- могут потребовать принятия непопулярных мер, связанных с реорганизацией, изменением стратегии

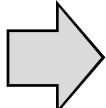
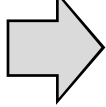
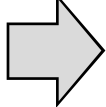
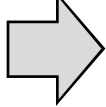
Почему стратегические инвесторы могут заинтересоваться вашим предприятием?

Стратегические инвесторы часто хотят создать каналы сбыта на рынках России/СНГ/ Восточной Европы и ищут :

- прочно занятую долю рынка или конкретные права на долю рынка
- производство с низкой себестоимостью
- источники высококвалифицированной и относительно недорогой рабочей силы
- технологию
- эффект от взаимодействия с деятельностью в других странах
- возможный эффект масштаба (экономия, обусловленная ростом масштаба производства)
- возможность продажи продукции в России (если это поставщик)
- готовый источник сырья и материалов (если это покупатель)

Предприятия среднего размера представляют наилучшую возможность для стратегических инвесторов при реализации задач их деятельности, особенно если сумма инвестиций обеспечивает получение права голоса при принятии основных оперативных решений

Примеры проектов, связанных со стратегическими инвестициями в России

<i>Инвестиции</i>	<i>Стратегия</i>
Компания General Electric “Рыбинские моторы” планируют создать СП по производству авиационных и промышленных двигателей	 <ul style="list-style-type: none">• Доступ к технологии• Источник поставок
Компания RJR осуществила приоритетные инвестиции в несколько табачных фабрик СНГ	 <ul style="list-style-type: none">• Низкая себестоимость• Распространение в СНГ
Компания ABB создала 16 СП с российскими предприятиями	 <ul style="list-style-type: none">• Местные поставки• Низкая себестоимость• Распространение в России
Компании Caterpillar, National Oilwell и “Уралмаш” учредили СП по изготовлению буровых вышек	 <ul style="list-style-type: none">• Распространение в СНГ• Низкая себестоимость

Какие другие выгоды может предложить вам стратегический инвестор?

- Новую технологию, уникальное оборудование
- Знание рынка и отрасли
- Доступ к каналам сбыта на иностранных рынках
- Расширение ассортимента продукции
- Признание рынком торговой марки инвестора, свою репутацию
- Потенциальную экономию за счет роста масштабов производства (эффект масштаба) при снабжении, производстве и сбыте
- Синергизм (эффект производственного взаимодополнения)
- Поставки (если инвестор является поставщиком) или готовый рынок (если инвестор является покупателем)
- Обучение и доступ к опытным профессионалам
- Обычно оценивает акции предприятия выше, чем портфельный инвестор
 - лучше знает данную деятельность, поэтому может лучше оценить стоимость акций
 - может увеличить стоимость предприятия помимо просто финансирования
 - синергизм между 2 предприятиями (видами деятельности) может увеличить стоимость для стратегического инвестора
- Последующее финансирование

Создание со стратегическим партнером дочернего совместного предприятия имеет несколько преимуществ

Внешним инвесторам это нравится как средство инвестирования по следующим причинам:

- Четкая определенность
- Отдельное юридическое лицо
- Никаких обязательств в социальной сфере, и т.д.
- Часто имеются налоговые льготы
- Дает возможность инвестору начать с малого и лучше узнать предприятие, прежде чем инвестировать в основное предприятие
- Возможность осуществлять контроль и назначать новое руководство

Это может также дать выгоды российскому предприятию:

- Может продемонстрировать образцы западных методов управления, которые могут быть перенесены на основное предприятие
- Может дать западному партнеру то, что он хочет (управленческий контроль, контрольный пакет акций), не уступая контроля над основным предприятием
- Может дать предприятию возможность доказать, что является ответственным партнером для будущего инвестирования (снижение будущей стоимости капитала благодаря снижению риска)

Имеется несколько других вариантов долгосрочного финансирования, которые возможны, но в России в настоящее время используются не часто

Варианты долгосрочного финансирования можно разделить на :

- **Используемые в настоящее время источники долгосрочного финансирования**
 - Российские банки
 - Иностранные банки
 - Портфельные инвесторы - частные фонды
 - Портфельные инвесторы - “фонды помощи”
 - Стратегические инвесторы

- **Другие менее распространенные, но многообещающие источники долгосрочного финансирования**
 - Публичная эмиссия акций (российских и иностранных, включая АDR/ГДР)
 - Облигации
 - Конвертируемые облигации
 - Лизинг

Решение о публичной эмиссии акций зависит от ситуации на рынке

	необх. сумма	размер компании	риск	контроль	необх. информ.	специф. отрасли	легкость обрац.	будущ. финансир	стоимость
Публичная эмиссия					высокий	средний		нет	средний

Российское предприятие может рассматривать вопрос о публичной эмиссии акций либо на российском рынке, либо на иностранном рынке

- комбинирование средств из различных источников может дать возможность предприятию получить больше денег
- приводит в результате к диверсификации состава акционеров при том, что ни один инвестор не имеет контрольного пакета акций
- увеличивает ликвидность продаваемых акций, дает возможность определить рыночную стоимость акций
- отличная реклама для предприятия в случае успеха
- высокая стоимость - подготовка, издержки на эмиссию, на рекламу и т.д.
- заранее не известно, сколько денег будет получено, если только акции не размещены предварительно у одного или нескольких покупателей

Публичная эмиссия на российском рынке: кто купит акции?

- Публичная эмиссия в России включает продажу акций иностранным инвесторам, инвестирующим в России
- Российские частные лица обычно покупают очень небольшой процент акций, размещаемых публично
- Большинство акций продаются российским и иностранным портфельным инвесторам, хотя значительная часть может быть продана заранее - либо портфельным инвесторам, либо стратегическим инвесторам

Пример состава покупателей при публичном размещении акций



Российские предприятия еще предстоит привлечь денежные средства за счет проведения публичной эмиссии на иностранных рынках

Публичная эмиссия на иностранном рынке дает возможность доступа к источнику капиталов во всем мире, оценки стоимости акций на международных рынках и отличной рекламы для предприятия в случае успеха. К сожалению, она дороже публичной эмиссии на российском рынке, и возможна только для крупных, хорошо известных предприятий.

Прямая эмиссия ценных бумаг: комбинация законодательства по ценным бумагам и рыночных сил не дает российским предприятиям возможности получать деньги путем прямой эмиссии акций на большинстве иностранных рынков

АДР/ГДР:

- Мосэнерго и ЛУКОЙл организовали эмиссии АДР; другие организовали эмиссии ГДР - но эти эмиссии основаны на перепродаже акций, уже находящихся на рынке, и не принесли финансирования
- Северский трубный завод получил разрешение выпустить АДР; десять других российских компаний уже подали соответствующие документы

Зачем организовывать эмиссии АДР/ГДР, если нельзя получить никаких денег?

- Долгосрочная стратегия - российские компании организуют выпуски АДР сейчас для того, чтобы их названия стали известными на иностранных рынках, и для создания рынка для своих акций
- Это хорошая подготовка для выпуска АДР в будущем

Выпуск облигаций в настоящее время также возможен только для крупных российских предприятий

	необх. сумма	размер компании	риск	контроль	необх. информ.	специф. отрасли	легкость обращ.	будущ. финансир	стоимость
Выпуск облигаций					высокий	высокий		нет	высокий

Облигации являются инвестиционными инструментами, которые отличаются от акций тем, что:

- обычно по ним производится фиксированная выплата процентов в равные промежутки времени
- обычно они имеют фиксированный срок действия
- установлена выплата основной суммы при погашении
- по ним действует преимущественное требование в отношении активов при неисполнении обязательств
- не такие рискованные, как акции, и считаются долговыми инструментами.

Выпуски облигаций чрезвычайно редки в России и очень дороги - требуется выплачивать высокие проценты для того, чтобы покрыть риски инвестора

Как работают облигации предприятий

- В США регулярно осуществляется выпуск облигаций достоинством в 1000 долларов - также указывается как “номинальная стоимость” облигации
- Облигации могут быть гарантированными, что выражается в передаче в залог какого-либо обеспечения, или негарантированными, при этом рискованность облигации зависит исключительно от финансового благополучия эмитента
- По большинству облигаций выплачивается определенный процентный доход (“ставка купона”), указываемый в процентном отношении от номинальной стоимости; некоторые облигации являются облигациями с нулевым процентным доходом, а по некоторые доход выплачивается по плавающей ставке
- Заявленная процентная ставка по облигации может равняться или отличаться от доминирующей рыночной процентной ставки по ценным бумагам с аналогичным риском. В случае, если заявленная процентная ставка превышает рыночную ставку, облигация будет продаваться с премией сверх номинальной стоимости, равной 1000 долларам, если ставка ниже рыночной процентной ставки, то со скидкой с номинальной стоимости. Общая доходность облигации, основанная на цене приобретения, известна как “эффективная процентная ставка” или “процентный доход по облигации”
- Предприятия, которые хотели бы выпускать облигации, будут пытаться делать это в экономических условиях, характеризующихся относительно низкими процентными ставками

Кто покупает облигации и какие риски они несут?

ПОКУПАТЕЛИ

- Портфельные покупатели, которые нуждаются в регулярном доходе и диверсификации портфеля
- Пенсионные фонды и институциональные инвесторы
- Банки и финансовые компании
- Страховые компании
- Другие корпорации, имеющие избыток денежных средств - могут быть кратко- или долгосрочными
- Частные инвесторы
- Иностранные правительства особенно облигации, выпущенные правительствами
- Стратегические инвесторы ищут уникальные инвестиционные инструменты
- Правительства как средство субсидировать некоторые отрасли или предприятия

РИСКИ

- Риски процентных ставок - Стоимость облигации может значительно изменяться вместе с изменениями процентных ставок
- Риск покупательной способности (Инфляция) - Если инфляция возрастает, выплаты по купонам могут не обеспечить адекватной компенсации инвестору (если это не облигации с переменной процентной ставкой)
- Риск рынка - В России не имеется легкодоступного первичного рынка облигаций
- Риск ликвидности - Нет вторичного рынка облигаций
- Кредитный (бизнес-) риск - Риск невыполнения обязательств высок для многих предприятий в силу неопределенности экономического положения
- Специфический риск эмиссии - Отсутствие хорошо определенной юридической основы для защиты инвесторов

Выпуск облигаций возможен в будущем, но его трудно организовать

Существенным фактором является работа с опытной консалтинговой фирмой или инвестиционным банком

- сложные законы и требования, на освоение которых у большинства предприятий нет времени
- трудности в подготовке материалов, необходимых для представления в регулирующие органы и инвесторам

Могут быть наиболее подходящими как средство для завершения переговоров со стратегическим инвестором

- Некоторые характеристики облигаций (такие, как обмен конвертируемых облигаций на акции) могут удовлетворить потребности обеих сторон и вернуть участников за стол переговоров для подписания договора, который в противном случае был бы невозможен
- Инвестору может, при определенных условиях, быть предоставлена возможность конвертации облигаций в контрольный пакет акций

Легче, если выпуск облигаций может быть обеспечен устойчивыми к инфляции активами

- помочь могут золотые и нефтяные резервы
- распространенным является использование пользующихся рыночным спросом машин и оборудования

Предложение облигаций с переменной процентной ставкой может защитить эмитента и держателя

- учитывая высокие процентные ставки в России, в случае экономической стабилизации эмитенты хотели бы иметь защиту от чрезмерно высоких выплат процентов, в противном случае - инвесторы хотят получить компенсацию

Конвертируемые облигации - нечто среднее между облигацией и акцией

	необх. сумма	размер компании	риск	контроль	необх. информ.	специф. отрасли	легкость обрац.	будущ. финансир.	стоимость
Конвертируемые облигации					высокий	средний		нет	средний

- Конвертируемые облигации позволяют в будущем произвести обмен на другую ценную бумагу, как правило обыкновенные акции эмитента (обычно 50 или более) по выбору держателя облигации
- Таким образом держатель облигации может конвертировать требование в долю участия, если работа предприятия будет признана успешной и конверсия будет выглядеть привлекательной; в то же время за ним сохраняются специальные права кредитора
- Облигации могут погашаться поставками товарной продукции, такой как нефть или драгоценные металлы

Преимущества конвертируемых облигаций

- Тип эмиссии акций, при которой снижение дохода на акцию и размывание прав голоса/контроля происходит в момент и при условии конвертации
 - если стоимость акций не увеличивается, держатель облигации может выбрать вариант погашения без конверсии
- Держатели получают текущий доход плюс возможность получить дополнительный доход при росте стоимости акций
- Возможность конверсии делает облигации более ценными, что позволяет эмитенту платить меньшую процентную ставку (или продавать их с большей премией или меньшей скидкой), чем в случае с обычными облигациями
- В отличие от дивидендов, выплаты по купонам как правило не учитываются в составе налогооблагаемого дохода
- Несколько российских предприятий в настоящее время рассматривают данный вариант

Лизинг представляет собой реальную альтернативу покупке

	необх. сумма	размер компании	риск	контроль	необх. информ.	специф. отрасли	легкость обращ.	будущ. финансир.	стоимость
Лизинг					низкий	низкий		да	низкий

- Лизинг является соглашением, определяющим условия, по которым владелец имущества, арендодатель, передает арендатору право пользоваться имуществом
- Предприятия могут брать в лизинг землю, здания и почти любой вид оборудования
- Некоторые случаи лизинга представляют собой простые договора аренды (“оперативный лизинг”), в то время как другие сильно напоминают покупку имущества за счет заемных средств (“финансовый лизинг”)
- Благодаря некоторым положениям налогового законодательства лизинг может являться экономически выгодным вариантом как для арендатора, так и для арендодателя, и используется некоторыми арендаторами несмотря на то, что они располагают средствами для покупки взятых в лизинг активов

Преимущества лизинга

Преимущества для арендатора:

- Позволяет избежать риска собственности - включая случайные убытки, изменение экономической ситуации, физический износ и моральное старение - это делает лизинговое финансирование популярным для высокотехнологичных активов, таких как компьютеры и медицинское оборудование
- Арендатор может скоординировать выплаты и поступления денежных средств, что приведет к снижению потребностей в финансировании; лизинговые платежи могут быть организованы таким образом, чтобы совпадать с денежным потоком арендатора - меньше сегодня, больше завтра и наоборот
- Лизинговые платежи не включаются в налогооблагаемую базу при уплате налога на прибыль и имущество
- Многие западные поставщики оборудования очень хотят выйти на российский рынок и могут предложить очень привлекательные условия

Преимущества для арендодателя:

- Увеличение объема продаж - производитель или дилер могут значительно повысить объем своих продаж, предлагая потенциальным заказчикам (которые не могут себе позволить купить) вариант, предусматривающий лизинг его продукции
- Налоговые выгоды - в договорах лизинга может указываться, кто пользуется выгодами/несет обязательства
- Постоянные деловые отношения с арендатором
- Сохраняется остаточная стоимость - арендодатель может передать активы в лизинг другому арендатору или продать имущество, и получить немедленную прибыль

Контрактные условия лизинга

Ниже приведены наиболее важные условия:

- **Положение о расторжении** - условия и штрафные санкции, налагаемые на арендатора при расторжении им договора лизинга. Термин “нерасторгаемый” относится к тем договорам лизинга, чьи условия расторжения и предусматриваемые штрафные санкции настолько дорогостоящи, что они врядли будут расторгнуты
- **Срок лизинга** - период времени с начала и до окончания лизинга. Окончание срока лизинга означает окончание установленного нерасторгаемого периода лизинга плюс любые периоды, на которые распространяются привлекательные опционы возобновления лизинга, призванные определенно указывать на возобновление лизинга
- **Опцион на покупку** - право арендатора приобрести взятое в лизинг оборудование в какой-либо момент в будущем. Может указываться определенная покупная цена или какое-либо отношение к справедливой рыночной стоимости имущества на момент реализации опциона
- **Остаточная стоимость** - по некоторым соглашениям о лизинге требуется, чтобы арендатор или указанная третья сторона гарантировала минимальную остаточную стоимость. Если рыночная стоимость на конец срока лизинга окажется ниже гарантированной остаточной стоимости, арендатор или третья сторона должны выплатить разницу

Выбор соответствующего источника долгосрочного финансирования: начать с рассмотрения наиболее важных вопросов

Задайте себе следующие вопросы . . .



Выбор соответствующего источника долгосрочного финансирования

... и используйте данную схему для поиска ответов

	необход. сумма	размер компании	риск	контроль	необход. информац.	специф. отрасли	легкость обращ.	будущее финансир	стоимость
Российские банки					средний	средний		да	средний
Иностранные банки					высокий	высокий		да	средний
Частные фонды					средний	высокий		возможно	низкий
Фонды помощи					средний	низкий		возможно	низкий
Стратег. инвесторы					высокий	средний		да	низкий
Публичная эмиссия					высокий	средний		нет	средний
Выпуск облигаций					высокий	высокий		нет	высокий
Конверт. облигации					высокий	средний		нет	средний
Лизинг					низкий	низкий		да	низкий

Количество требуемых вам средств ограничивает ваш выбор источников финансирования

Каков размер
финансирования,
в котором вы
нуждаетесь?

- Для финансирования только в крупных размерах: иностранные банки, стратегические инвесторы, публичная эмиссия, облигации и конвертируемые облигации
- Для финансирования в крупных и малых размерах: российские банки, частные инвестиционные фонды (зависит от фонда), “фонды помощи”, лизинг

Различные источники имеют широкий диапазон размеров предлагаемого финансирования

Приблизительные диапазоны предлагаемого финансирования:

- Российские банки : \$20.000 - \$30 млн.
- Иностранные банки : \$500.000 -\$100 млн.
- Частные инвестиционные фонды: \$500.000 -\$100 млн.
- Фонды “помощи” : \$25.000 -\$100 млн.
- Стратегические инвесторы: \$10 млн. - \$200 млн.
- Публичная эмиссия акций: \$10 млн. - \$300 млн.
- Публичная эмиссия облигаций: \$50 млн. - \$300 млн.
- Публичная эмиссия конвертируемых облигаций: \$30 млн. - \$300 млн.
- Частное размещение облигаций: \$5 млн. - \$100 млн.
- Лизинг: \$10.000 - \$20 млн.

Размер предприятия определяет источник финансирования

Каковы размеры
юридического
лица, получающего
финансирование?

Эти четыре аспекта следующие:

- 1) более крупные предприятия обычно имеют более крупные проекты
- 2) некоторые источники финансирования требуют, чтобы предприятие было хорошо известно, для того, чтобы добиться успеха (публичная эмиссия, выпуск облигаций, выпуск конвертируемых облигаций)
- 3) акции более крупных предприятий обычно бывают более ликвидными; это является предметом внимания некоторых источников финансирования (портфельные инвесторы - частные фонды)
- 4) некоторые фонды “помощи”, наоборот, имеют мандат на инвестирование в малые и средние предприятия

Различные источники краткосрочного финансирования требуют различные виды обеспечения

Какую часть
контроля вы
готовы отдать?

- Стратегические инвесторы хотят осуществлять контроль над оперативными и другими решениями
- Частные фонды и фонды “помощи” могут захотеть иметь представителя в совете директоров
- Иностранные банки могут иметь строгие условия предоставления кредитов
- Российские банки меньше заинтересованы в осуществлении контроля
- Публичные эмиссии акций, облигаций, и т.д. стремятся диверсифицировать состав акционеров, противодействуя получению крупного пакета акций любым одним акционером

Большинство российских предприятий имеет ограниченные варианты финансирования в случае, если предприятие не уступает часть контроля

Риск вашего проекта сужает круг потенциальных источников финансирования

Насколько
рискован
ваш проект?

- Фонды помощи, имеющие политические мотивы для инвестирования в различные проекты в России, больше склонны рассматривать рискованные инвестиции
- Стратегические инвесторы, знающие бизнес и имеющие связи, которые могут снизить риски конкретных проектов, могут также рассматривать финансирование проектов, которые другие источники отказываются рассматривать, или за финансирование которых они требуют чрезмерно высокий уровень дохода
- Российские банки чрезвычайно опасаются риска, но понимают политические и специфические для России риски
- Иностранные банки обычно являются наиболее опасующимся риска источником долгосрочного финансирования

Как и в случае с краткосрочным финансированием, определите соответствующие источники финансирования и расположите их в зависимости от стоимости

Этап 1:

Ответьте на наиболее важные вопросы:
Какого размера финансирование вам требуется?
Каковы размеры предприятия?
Какую часть контроля вы готовы отдать?
Насколько рискован ваш проект?

Проект: покупка нового оборудования
Сумма: US\$ 400,000
Размер предприятия: средний
Контроль: низкий
Риск: низкий

Этап 2:

Составьте список потенциальных источников финансирования для вашего проекта

Банковское фин-рование, частные фонды, фонды помощи, лизинг

Этап 3:

Расположите их в порядке возрастания стоимости

1. Лизинг
2. Фонды помощи
3. Частные фонды
4. Банковское фин-рование

Этап 4:

Обратитесь вначале к наименее дорогому источнику финансирования и далее идите вниз по списку. Возможно, вам придется получать финансирование из нескольких источников

1. Лизинг
2. Фонды помощи
3. Частные фонды
4. Банковское фин-рование

Упражнение 4.1: выбор соответствующих источников финансирования

Ваше предприятие среднего размера производит потребительские товары для российского рынка и имеет умеренную рентабельность. Вы желаете инвестировать \$15 млн. в модернизацию имеющегося у вас оборудования, что принесет вам два основных преимущества :

- 1) снижение издержек*
- 2) повышение качества продукции*

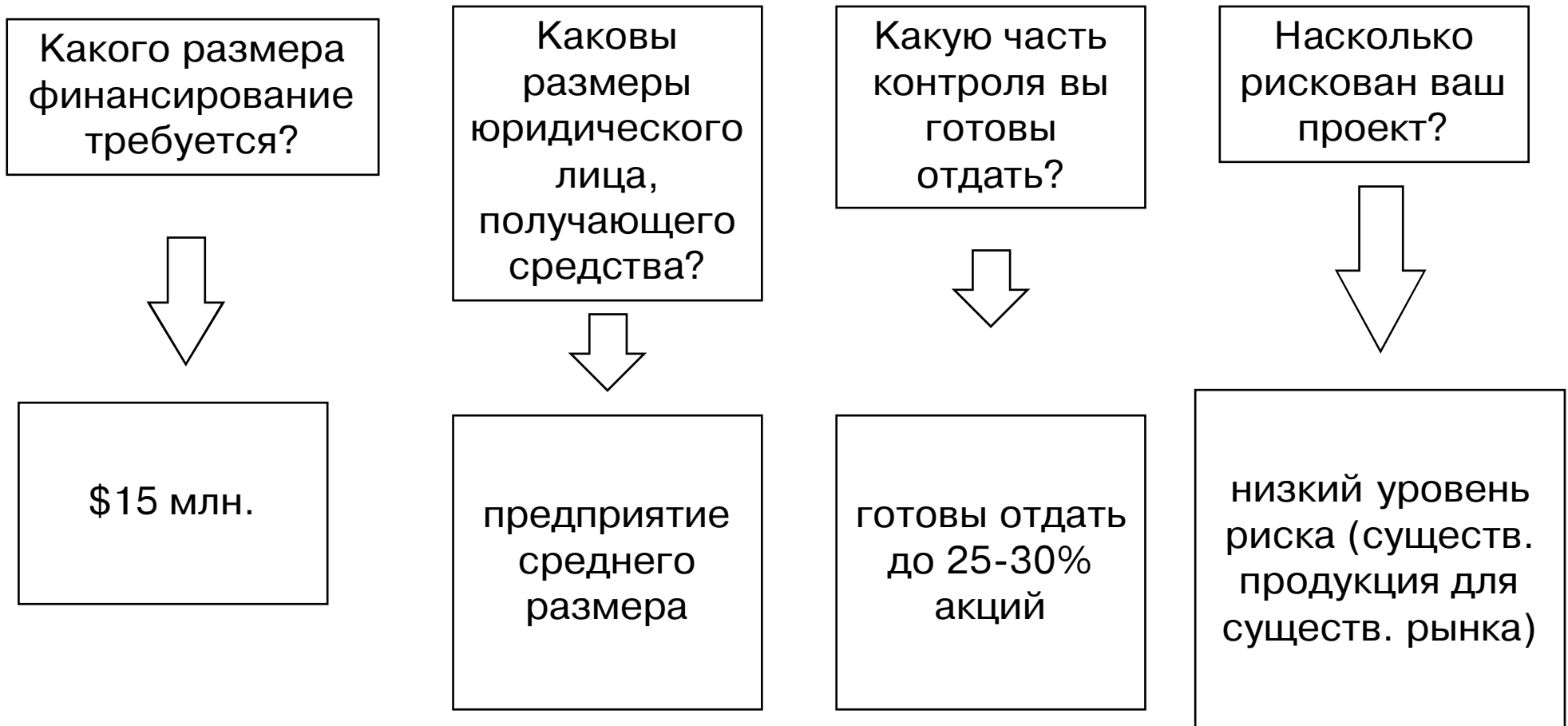
Модернизация займет 18 месяцев

Вы могли бы рассмотреть вопрос о предоставлении инвестору места в Совете Директоров

Какие источники финансирования вам следует рассмотреть?

Упражнение 4.1: выбор соответствующих источников финансирования(продолжение)

Спросите себя:



Упражнение 4.1: выбор соответствующих источников финансирования (продолжение)

Потенциальные источники финансирования:

Российские банки - обычно не дают кредитов на 18 месяцев

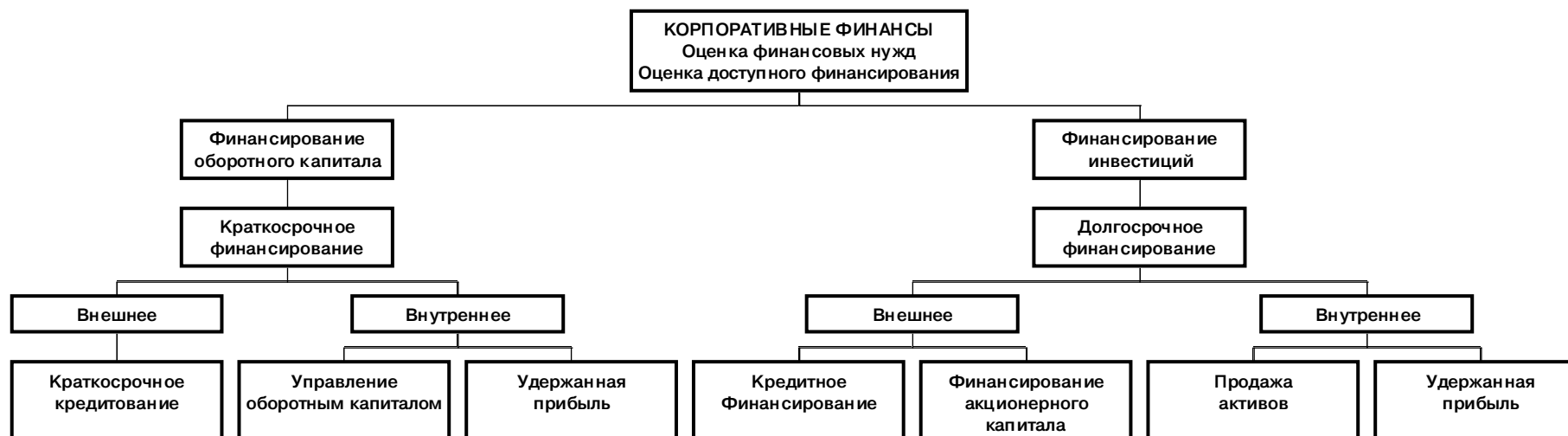
Иностранные банки - вы не относитесь к отраслям, которые являются для них целевыми - вы не экспортируете продукцию

- Частные фонды - возможно, но только от тех, кто заинтересован в вашей отрасли*
- Фонды "помощи"*
- Стратегический инвестор - ваша местная система сбыта, возможно, представляла бы для него интерес, но он может запросить более 30% акций*
- Публичная эмиссия - возможно, но трудно - ваше предприятие, возможно, не имеет достаточной известности для успешной публичной эмиссии на рынке в настоящее время*

Выпуски облигаций - ваше предприятие должно быть лучше известно для того, чтобы осуществить успешный выпуск облигаций на этом рынке

Лизинг - вы не приобретаете оборудование

Что будет дальше ?



В следующем разделе будет обсуждаться порядок подготовки, установления контакт и ведения переговоров с наиболее вероятными источниками долгосрочного финансирования

Повестка дня семинара

Раздел 1: Обзор финансирования

Раздел 2: Отбор проектов

Раздел 3: Источники краткосрочного финансирования

Раздел 4: Источники долгосрочного финансирования

Раздел 5: Подготовка, установление контактов, переговоры

Раздел 6: Особенности бизнес-планов, инвестиционных меморандумов и проспектов эмиссии

Раздел 7: Оценка компании

Раздел 8: Итоги

Соответствующий подход к подходящему кредитору/инвестору - вопросы, рассматриваемые в настоящем разделе

1. Общая подготовка и установление контактов с источниками внешнего финансирования



2. Особенности подготовки, установление контактов и переговоры с различными источниками

Банки

для краткосрочного и долгосрочного финансирования

Портфельные инвесторы

для долгосрочного финансирования

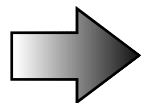
Стратегические инвесторы

для долгосрочного финансирования

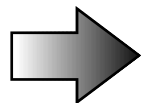
Публичная эмиссия акций

для долгосрочного финансирования

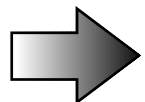
Ваш проект является одним из многих



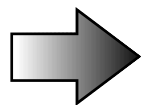
Как в этой стране, так и в любой части мира источников финансовых средств не хватает, и поэтому такие источники выбирают только наиболее выгодные проекты с учетом всех возможных рисков



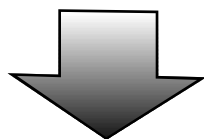
Вы должны быть лучше и превосходить Ваших конкурентов для того, чтобы привлечь средства



Если вы не выполните стоящие перед вами задачи на любом из этапов переговоров с инвесторами/кредиторами, весьма вероятно, что весь процесс придется повторить, так что каждый этап одинаково важен



Если вы все делали правильно и не получили финансирования, тогда Ваш проект, возможно, не является конкурентноспособным



Даже если предположить, что ваш проект внутренне хорош, вы должны максимально увеличить свои шансы для привлечения финансирования.

Критически взгляните на Ваш проект и предприятие, как это бы сделал потенциальный кредитор/инвестор

Потенциальный кредитор/инвестор:

- Хочет слышать только о реалистичных проектах, которые стратегически имеют смысл
- Хочет слышать “правильные” вещи:
 - ”Мы работали с международной аудиторской фирмой”
 - ”Мы устанавливаем новое программное обеспечение по управлению финансами”
 - ”У нас есть независимая компания-регистратор”
- Хочет говорить с руководством, которое имеет реалистичное представление о стоимости финансирования в России
 - Все долгосрочное финансирование в России является дорогим
 - Наиболее вероятным источником финансирования является приобретение акций либо портфельным, либо стратегическим инвестором, что может означать отказ от значительной доли собственности в предприятии и, возможно, контроля
 - По крайней мере, это означает отказ от той автономии, которую в настоящее время имеет компания

Если вы не готовы к столкновению с реальной проблемой привлечения финансирования, не тратьте Ваше время на эти попытки

Какие риски заставляют потенциального инвестора требовать такого высокого уровня рентабельности?

В отношении инвестиций в российские предприятия действуют специфические риски, которые включают в себя, но не ограничиваются:

- Политическими и экономическими рисками
- Валютными рисками и рисками, связанными с репатриацией прибыли
- Незрелостью системы гражданского и корпоративного законодательства
- Отсутствием страхования
- Стандартами отчетности и разглашения информации
 - Счета не дают “верной и справедливой картины” состояния предприятия
 - Низкие требования к аудиту
 - Чрезмерное и неопределенное налогообложение
- Рисками, связанными с рынком ценных бумаг
 - Отсутствие ликвидности
 - Нестабильные цены на акции
 - Отсутствие клиринговых и расчетных систем
 - Неопределенная процедура регистрации акций
- Системой руководства и корпоративного управления
- Рисками, связанными с опасностью загрязнения окружающей среды

Что могут сделать руководители предприятий для снижения указанных рисков?



Вы хотите найти “подходящего” кредитора/инвестора, и “подходящий” кредитор/инвестор хочет найти вас. Вы можете принять меры для облегчения этого процесса



Лицо, представляющее компанию, может заключить или сорвать сделку



Потенциальные инвесторы и кредиторы могут быть разочарованы отсутствием у вас под рукой общей информации о компании...

Данные о реализации за последний год или два

- С разбивкой по месяцам или кварталам и по ассортименту продукции
- С делением сделок на наличные/безналичные и бартер, на продажи внутри страны и экспорт

Описание видов продукции

- Типы и виды продукции, загрузка производственных мощностей
- Объем производства каждого вида продукции, соответствующие данные о ее реализации и о производственных затратах

Данные бухгалтерской отчетности

- Дебиторская и кредиторская задолженность по годам и секторам
- Текущая задолженность, график погашения задолженности, условия и история выплаченной задолженности

Прочие данные

- Размер уставного капитала и основные акционеры
- Текущие и валютные счета, реквизиты

Помните - расплывчатые ответы на вопросы о вашем проекте могут привести к прекращению обсуждений

Убедитесь в том, что вы знаете ответы на следующие вопросы:

Поставщики:

Кто они?
Насколько они надежны? Подписаны ли с ними контракты?

Средства:

Какую сумму вы хотели бы получить от каждого инвестора проекта?

Заказчики (имеющие отношение к проекту):

Кто они?
Есть ли у них средства на приобретение этих товаров?
Подписаны ли с ними контракты?

Менеджмент:

Кто руководит проектом?

Проект:

Движение денежных средств
Подтверждающая информация
График погашения задолженности

Конкуренты:

Имеются ли конкуренты?
Существуют ли потенциальные конкуренты?
Какую позицию на рынке займет компания благодаря этому проекту?

Готовы ли вы к переговорному процессу?

Как управлять этим процессом?

- Кто войдет в группу для участия в переговорах?
Кто систематизирует и/или подготовит дополнительную информацию, запрошенную инвестором?
На каком этапе переговорного процесса вы предоставите полный или частичный доступ на завод, к информации о текущем производстве, технологии и информации об аффилированных компаниях?
Существует ли какая-либо информация, которую вы не раскроете до момента заключения сделки?
Готовы ли вы разрешить копирование информации и вывоз скопированных документов за пределы завода или с документами можно будет ознакомиться только на месте?

Решите указанные вопросы до начала переговоров с инвестором

Каждая встреча сама по себе имеет огромное значение

Первоначальный звонок с предложением провести встречу сделайте либо через вашего профессионального финансового консультанта или другое лицо, знающее потенциального инвестора (банк, юрисконсульт, др.)

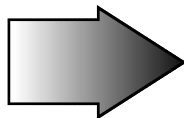
Возьмите с собой на встречу полный комплект документов

Серьезно относитесь к каждой встрече

- Вам придется убеждать различные уровни руководства фонда - первое лицо, с которым вы будете вести переговоры может оказаться руководителем младшего звена управления
- Если на него/нее будет произведено хорошее впечатление, он/она представит рекомендацию продолжить изучение вопроса; завод посетит группа представителей инвестора
- Инвестор может захотеть лично осмотреть завод
- Если все пройдет хорошо, предлагаемая сделка будет представлена на рассмотрение руководству инвестора, которое примет решение о внесении инвестиций

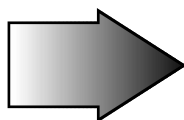
Заранее тщательно подготовьте ваш “рассказ” и ознакомьте с ним всех высших руководителей компании

Потенциальный инвестор захочет посетить завод



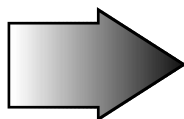
- Подготовьте несколько вступительных слов о заводе
- Будьте готовы рассказать о заводе или проекте

Потенциальный инвестор захочет встретиться с каждым членом высшего руководства компании



- Каждый член высшего руководства должен быть способен четко и последовательно рассказать о проекте
- Будьте последовательны при общении с различными потенциальными инвесторами

Подготовьте ответы на все ожидаемые трудные вопросы



- Будьте готовы обосновать достигнутые в прошлом производственные показатели, даже если они были не очень хорошие
- Будьте готовы рассказать, какие выводы вы сделали из прошлых ошибок
- Будьте готовы обсуждать структуру акционерного капитала и отношения с третьими сторонами

Впечатление сокрытия информации или неспособности предоставить ее отпугнет инвесторов

Теперь, когда вы проделали предварительную подготовительную работу, давайте рассмотрим некоторые конкретные вопросы подготовки

1. Общая подготовка и установление контактов с источниками внешнего финансирования



2. Особенности подготовки, установление контактов и переговоры с различными источниками

Банки

для краткосрочного и долгосрочного финансирования

Портфельные инвесторы

для долгосрочного финансирования

Стратегические инвесторы

для долгосрочного финансирования

Публичная эмиссия акций

для долгосрочного финансирования

Банковское финансирование: что Вам следует делать и как долго будет длиться этот процесс?

Задачи и минимальные сроки

Задача	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Отбор/оценка проекта (включая прогноз движения денежных средств)	■	■	■							
Подготовка бизнес-плана		■	■							
Подготовка общей информации о компании			■	■						
Выбор банка			■	■	■					
Первоначальные контакты с банком			■	■	■	■				
Поиск соответствующего гаранта/Определение надлежащего обеспечения			■	■	■	■				
Переговоры/соглашение				■	■	■	■			
Фактическое предоставление кредита										■

Знайте что вам нужно и что вы можете предложить, если вы хотите заключить выгодную сделку

Как правило, банки задают следующие вопросы о кредите:



Подготовьте возможные ответы до встречи с представителями банков

Вы можете получить средства для реализации даже рискованного проекта, если вы располагаете хорошим обеспечением



Помните: Хорошее обеспечение делает рискованный проект более привлекательным, однако не улучшает сам проект!

В России есть множество банков, но только некоторые из них подходят для вашей компании и вашего проекта

	<u>Преимущества</u>	<u>Недостатки</u>
Местные банки	Лучшее знание состояния дел компании Облегченный доступ Меньшие телекоммуникационные издержки	Могут и не финансировать такие проекты
Обслуживающие банки	Лучшее знание состояния дел компании	Могут не проявлять интереса
Специализированные банки	Более низкие издержки за счет отраслевого опыта Большой интерес к участию в проекте	Банков, которые специализируются в данной области, может не быть
Крупные банки	Они кредитуют только крупные проекты	Может потребоваться предоставить большой объем информации Комиссионные могут оказаться выше

После выбора банков, установите с ними контакт

Позвоните по общему номеру банка и спросите, кто отвечает за оценку новых проектов для финансирования

Позвоните указанному лицу и кратко опишите ему проект (при этом имейте при себе письменный вариант)

- Говорите по делу, объясните цель, выясните, заинтересован ли банк конкретно в вашем проекте

Постарайтесь показать вашу компанию с лучшей стороны

- Работа с международной консалтинговой фирмой, сертификация новой продукции, 8 западных заказчиков, только что завод посетил премьер-министр, завод-монополист и т.д.

Будьте готовы задавать банку вопросы

почему банк не заинтересован, какие банки могут проявить интерес, что мы можем изменить с тем, чтобы заинтересовать банк?

Заставьте сотрудника кредитного управления поверить, что финансирование - единственное препятствие для осуществления проекта

Выполните просьбу о предоставлении дополнительной информации в кратчайшие сроки

- Банки могут ежедневно получать сотни заявок, задержка может воспрепятствовать достижению успеха
- Ваша ответная реакция показывает истинные возможности компании (быть своевременной и точной)

Если вы хотите заключить выгодную сделку, будьте готовы вести переговоры с позиции силы

До начала переговоров

Найдите как можно больше информации о банке (хорошие источники “Коммерсант”, “Деньги”, “Эксперт”, “Финансовые известия”, “Рынок ценных бумаг”, “Интерфакс-АИФ”)

Если другой менее предпочтительный банк сделал менее привлекательное предложение, используйте это предложение в качестве инструмента для ведения переговоров с выбранным вами банком.

Во время переговоров

Сообщайте только необходимую информацию: соблюдайте осторожность, сообщая конфиденциальную информацию

Будьте консервативны при обсуждении возможного обеспечения: начните с обеспечения, которое вы больше всего хотели бы предложить, например, готовая продукция, и только затем при необходимости обсуждайте другие виды обеспечения, например, ГКО

Подготовьте несколько вариантов ответов на наиболее важные вопросы, однако не тратьте слишком много времени на обсуждение незначительных деталей

После переговоров

После проведения первоначальных встреч регулярно звоните в банк для выяснения хода рассмотрения сделки (но не чаще одного раза в неделю)

Теперь - портфельные инвесторы

1. Общая подготовка и установления контактов с источниками внешнего финансирования



2. Особенности подготовки, установление контактов и переговоры с различными источниками

Банки

Для краткосрочного и долгосрочного финансирования

Портфельные инвесторы

для долгосрочного финансирования

Стратегические инвесторы

для долгосрочного финансирования

Публичная эмиссия акций

для долгосрочного финансирования

Поиск портфельного инвестора - задача как правило сложная и требующая много времени

Задачи и минимальные сроки

Задача	Месяц																											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
Отбор проекта/оценка (включая прогноз движения денежных средств)	■	■	■	■																								
Подготовка бизнес-плана			■	■	■	■	■																					
Назначение финансового консультанта			■	■	■	■	■																					
Финансовый анализ (финансовый консультант)			■	■	■	■	■	■																				
Юридический анализ (юрисконсульт)			■	■	■	■	■	■																				
Подготовка инвестиционного меморандума								■	■	■	■	■																
Оценка компании								■	■	■	■	■																
Выбор инвестора								■	■	■	■	■																
Первоначальное установление контактов с потенциальным инвестором								■	■	■	■	■																
Встречи/посещение завода									■	■	■	■	■															
Анализ состояния компании (если проводится инвестором)										■	■	■	■	■														
Общее собрание акционеров																											■	■
Переговоры/соглашение																											■	■
Подготовка проспекта в соответствии с российским законодательством																											■	■
Внесение налога с новой эмиссии																												■
Утверждение проспекта Минфином																												■
Фактическое внесение инвестиций																												■

Вам придется потратить значительный объем средств на подготовку документов

Как правило, для портфельных инвесторов готовится несколько документов

Бизнес-план

Прогноз движения
денежных средств

Инвестиционный меморандум

- Принятый в России порядок ведения счетов не позволяет получить правдивую картину финансового или стратегического положения предприятия; потенциальный инвестор требует представления значительного объема дополнительной информации в понятном для них формате
- Требуется бизнес-план; фонды “помощи”, как правило, располагают списком конкретной информации, которую они хотели бы увидеть, иногда в определенном обязательном формате
- Для большинства инвесторов вам следует иметь:
 - подробный прогноз денежных потоков с различными допущениями в письменной форме и вычислениями
 - Инвестиционный меморандум, включающий результаты финансовой и юридической проверки, подготовленный профессиональным финансовым консультантом, имеющим опыт

Что представляют собой анализ и оценка?

Финансовый и юридический анализ

- Финансовый анализ представляет собой анализ финансового состояния вашего предприятия
 - Проводится независимой уважаемой аудиторской/консалтинговой фирмой.
 - Это не аудит - его цель не измерение степени соблюдения предприятием российских требований финансовой отчетности. Это включает выявление будущих потенциальных финансовых обязательств предприятия.
- Юридический анализ представляет собой изучение приватизации компании, ее структуры, контрактов с поставщиками и заказчиками и т.д. с юридической точки зрения для выявления любых возможных юридических исков к предприятию, которые могут возникнуть в будущем.

Оценка компании

- Оценка достаточного набора имеющих рыночную стоимость ценностей, стоящих за акционерным капиталом компании, используемая руководством компании для определения доли собственности в предприятии в обмен на определенную сумму инвестиций
- Может быть проведена компанией или ее финансовыми консультантами

Представляется целесообразным потратить немного времени, решая к кому обратиться

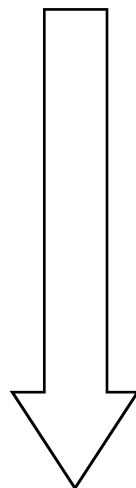
Поиск инвестора является трудным процессом, требующим наличия специальных знаний

Российские портфельные инвесторы

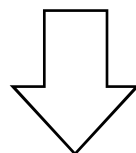
- Они являются 'молодыми' компаниями
- Отсутствует подробная информация
- Почти все расположены в Москве
- Иногда имеют ограниченные ресурсы
- Иногда ограничивают свою деятельность очень конкретными направлениями

Иностранные портфельные инвесторы

- Трудно установить контакты с теми, кто находится за рубежом
- Придерживаются строгих правил инвестирования
- Всегда имеют большой выбор других проектов
- Иногда устанавливают ограничения на размер и сферу инвестиций



Целесообразно привлечь профессионального консультанта для установления контактов и проведения переговоров с инвесторами от вашего имени



При содействии вашего консультанта расположите возможных инвесторов по порядку в зависимости от вероятности внесения инвестиций

Будьте готовы к переговорам до заключения наилучшей сделки

На переговорах следует затронуть следующие вопросы

Минимум инвестиций, на который согласна компания

Максимальный процент дополнительного капитала, предлагаемый за различные объемы инвестиций, представительство в органах управления, степень контроля за крупными сделками

Юридическая форма внесения инвестиций

Требуемые сроки внесения инвестиций; если программа, предусматривающая осуществление капитальных вложений, рассчитана на несколько лет, то как в этот период будут инвестироваться средства и как будет обеспечено внесение отложенной части средств

Права на акции последующих эмиссий

Обязательства по проведению структурной перестройки (включая отказ от неосновной деятельности и объектов социальной сферы, сокращение штата), установление деловых отношений с независимой компанией-регистратором, банком, брокером, проведение переговоров об изменении отношений с “родственными сторонами”, улучшение корпоративного управления

Совершенствование систем финансовой и управленческой отчетности в целях предоставления инвестору регулярной и своевременной информации

Недавние изменения в законодательстве имеют существенное значение

Закон об акционерных обществах от 1 января 1996 года предлагает большую защиту существующим акционерам, но затрудняет частное размещение и широкое распространение новых выпусков акций, так как:

- Требует предоставления преимущественных прав держателям обыкновенных акций (права приобретения акций новых выпусков пропорционально текущей доле собственности). Частное размещение новых акций среди конкретных учреждений или инвесторов составляет явное нарушение преимущественных прав существующих акционеров, если только предприятие в настоящее время не находится в полной собственности того инвестора, кому предложены новые акции.
- Требует от предприятий выкупать акции (по требованию) по справедливой рыночной цене у любого акционера, который не имеет права голоса при реорганизации, ликвидации или изменении устава предприятия
- Требует при приобретении свыше 30 процентов акций предприятия, имеющего свыше 1000 держателей обыкновенных акций, сообщать о таком намерении за 30 дней и предлагать выкупить оставшиеся акции у существующих акционеров.

Время покажет, как эти положения будут применяться на практике в России

Когда соглашение заключено, что вам еще следует сделать для получения средств?

Для передачи новых акций инвестору предприятию необходимо:



...прежде чем сделка состоится

Теперь поговорим о наиболее распространенных формах долгосрочного финансирования

1. Общая подготовка и установление контактов с источниками внешнего финансирования



2. Особенности подготовки, установление контактов и переговоры с различными источниками

Банки

Для краткосрочного и долгосрочного финансирования

Портфельные инвесторы

Для долгосрочного финансирования

Стратегические инвесторы

Для долгосрочного финансирования

Публичная эмиссия акций

Для долгосрочного финансирования

Поиск стратегического инвестора занимает еще больше времени, чем поиск портфельных инвесторов

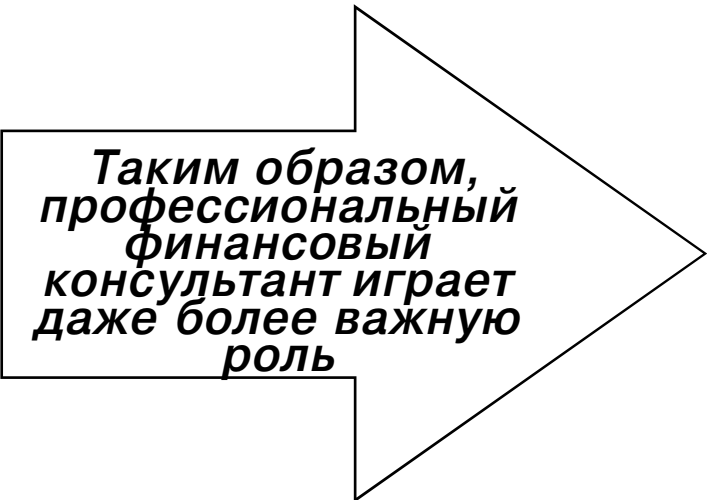
Задачи и минимальные сроки

Задача	Месяц																							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
Отбор проекта/оценка(включая прогноз движения денежных средств)	■	■	■																					
Назначение финансового консультанта		■	■	■																				
Финансовый анализ (финансовый консультант)			■	■	■																			
Юридический анализ (юрисконсульт)			■	■	■																			
Подготовка инвестиционного меморандума					■	■	■	■																
Оценка компании					■	■	■	■																
Выбор инвестора					■	■	■	■																
Первоначальное установление контактов с первым потенциальным инвестором									■	■														
Встречи/посещение завода									■	■	■	■	■											
Переговоры/соглашение (для каждого нового потенциального инвестора, повторите предыдущие три этапа)																								
Общее собрание акционеров																					■	■	■	■
Подготовка проспекта в соответствии с российским законодательством																						■	■	■
Внесение налога с новой эмиссии																							■	■
Утверждение проспекта Минфином																							■	■
Фактическое внесение инвестиций																								■

Для привлечения подходящего стратегического инвестора и заключения подходящей сделки вам, возможно, понадобится помощь профессионалов

В отличие от портфельных инвесторов-резидентов, стратегические инвесторы могут происходить из любых районов мира и могут лишь немного знать или вообще не быть в курсе:

- Истории российских предприятий (деятельность, отчетность, организация, приватизация и т.д.)
- Реального политического и экономического риска
- Российских требований по предоставлению бухгалтерской и финансовой отчетности



**Таким образом,
профессиональный
финансовый
консультант играет
даже более важную
роль**

Финансовый консультант может:

- Помочь выработать критерии идеального инвестора
- Помочь оценить потенциальных инвесторов и расставить их в порядке важности
- Подготовить финансовую информацию в понятном для инвестора формате
- Представить риск инвестиций в Россию в должном свете
- Оговорить условия от имени вашего предприятия

При оценке стратегических инвесторов и расстановке их в порядке важности необходимо рассмотреть много вопросов

Рассмотрите следующие вопросы при выборе направления поиска стратегического инвестора:

Какой инвестор вероятнее всего предоставит инвестиции нужного объема?

Что, кроме денег, вы хотите от стратегического инвестора? Кто это может сделать?

Какие взаимные выгоды, схемы снижения затрат, клиентскую базу или сырье вы можете предложить стратегическому инвестору?

У кого точка зрения на стратегию деятельности аналогична вашей?

Какого рода управленческую и корпоративную культуру вы можете привить вашим работникам?

Ответы на эти вопросы помогут вам представить идеального стратегического инвестора

Предоставление информации стратегическому инвестору - процесс весьма деликатный

При рассмотрении вопроса внесения инвестиций в ваше предприятие стратегический инвестор пожелает получить доступ к специфической и полной информации о:

- ***Вашей продукции***
- ***Используемой технологии***
- ***Ваших заказчиков и поставщиков***

Если инвестор происходит сферы, связанной с вашей деятельностью, он вас поймет и захочет получить доступ к конфиденциальной информации

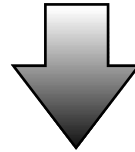
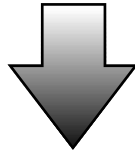
В отличие от поиска портфельных инвесторов, в идеале вам нужно разговаривать с потенциальными стратегическими инвесторами по отдельности

- ***И связываться с новым потенциальным инвестором только в случае неудачи предыдущих переговоров***

Согласуйте те вопросы, которые позднее будут играть важную роль

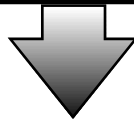
Предприятие и инвестор должны иметь общие задачи

Инвестор



Предприятие

Продукция, направление деятельности
Вклад в производство
Распределение акций и структура капитала
Обязательства и ответственность
Регион будущих продаж и их объем
Торговые отношения в будущем
Политика в вопросе выплаты дивидендов
Вопросы управления
Финансовая отчетность
Стандарты бухгалтерского учета и аудит
Разрешение споров



Предварительное обсуждение этих вопросов будет способствовать успеху проекта

Вопросы управления могут быть наиболее трудными для решения

Вопросы управления жизненно важны для успеха компании

Каков будет состав и полномочия Совета директоров?

Как будут назначаться члены Совета директоров?

Какова будет сфера компетенции руководства?

Каков порядок назначения руководящих должностных лиц?

Как изменится организационная структура компании?

Как будет выглядеть новая схема предоставления отчетности?

Как будут приниматься решения по стратегическим и оперативным вопросам?

Какой порядок ведения внутреннего аудита/контроля будет применяться?

По достижении детальной договоренности по всем вопросам нужно заключить сделку

Те же ‘технические’ вопросы, как и в случае с портфельным инвестором

Те же ограничения, налагаемые Законом об акционерных обществах

Может потребоваться больше времени, чтобы получить инвестиции, чем это потребовалось бы от портфельного инвестора -

- Более тщательное изучение деятельности компании и финансовых показателей
- Как правило, стратегическому инвестору продается больший процент акций, чем портфельному инвестору
- Необходимо предусмотреть внесение инвестиций не в денежной, а иной форме
- Следует разработать детальную стратегию

Создайте специальные группы в составе представителей руководства компании и инвестора для осуществления контроля за инвестициями

И, наконец, рассмотрим наименее распространенную форму долгосрочного финансирования, которое должно стать самым большим по объему

1. Общая подготовка и установление контактов с источниками внешнего финансирования



2. Особенности подготовки, установление контактов и переговоры с различными источниками

Банки

Для краткосрочного и долгосрочного финансирования

Портфельные инвесторы

Для долгосрочного финансирования

Стратегические инвесторы

Для долгосрочного финансирования

Публичная эмиссия акций

Для долгосрочного финансирования

Публичные эмиссии акций - это самый сложный источник долгосрочных инвестиций, требующий много времени

Задачи и минимальные сроки

Задача	Месяц																													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
Отбор проекта/оценка (включая прогноз движения денежных средств)	■	■	■																											
Назначение финансового консультанта		■	■	■																										
Финансовый анализ (финансовый консультант)			■	■	■																									
Юридический анализ (юрисконсульт)			■	■	■																									
Оценка компании				■	■	■	■																							
Подготовка меморандума о продаже (проспект западного стандарта)				■	■	■	■	■																						
Общее собрание акционеров					■	■	■																							
Проверка меморандума о продаже					■	■	■																							
Подготовка проспекта в соответствии с российским законодательством					■	■	■																							
Назначение ведущего менеджера эмиссии					■	■																								
Представлении компании населению						■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Внесение налога с новой эмиссии						■	■	■																						
Первоначальное утверждение проспекта Минфином						■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Создание синдиката по продаже						■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Разработка порядка приема заявок для банка получателя						■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Предпродажа эмиссии, обеспечение гарантии размещения						■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Определение цены эмиссии						■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Окончательное утверждение проспекта Минфином (с ценой)																														
Представление эмиссии населению																														
Печатание проспекта и меморандума о продаже																														
"Передвижные презентации"																														
Распространение материалов																														
Период размещения																														
Рассылка выписок из реестра																														

Публичные эмиссии акций характеризуются большим сроком подготовки и коротким сроком осуществления

Вам придется подготовить проспект эмиссии западного образца и инвестиционный меморандум для всех потенциальных иностранных покупателей.

- Такая же информация должна быть подготовлена для российских портфельных инвесторов.

Как правило, на подготовку подробного проспекта требуется больше времени, чем для инвестиционного меморандума.

Публичная эмиссия требует выполнения следующих задач, не нужных для закрытого размещения акций:

- Создание структуры, занимающейся продажей акций, где может потребоваться содействие инвестиционных консультантов
- Отношения с общественностью, где также может потребоваться содействие профессиональных консультантов
- Презентации для групп потенциальных инвесторов (“передвижные презентации”)
- Организация системы “банков-получателей” для получения средств за акции
- Печать и распространение проспекта, меморандума, форм заявок

Предпродажа акций для обеспечения успеха

Публичная эмиссия должна быть успешной, иначе репутация компании в финансовом сообществе будет подорвана

Как только подготовлена документация, начинайте переговоры с потенциальными портфельными инвесторами так, как это делается при закрытом размещении акций

Помимо получения обязательств по покупке части публичной эмиссии подобные переговоры покажут

- Является ли эмиссия слишком большой
- Является ли эмиссия слишком маленькой
- Является ли первоначальная цена на акции слишком высокой или слишком низкой

Успешные переговоры о предпродаже очень важны при публичном размещении акций

Как обычно устанавливается цена на новые акции?

Начните с комплексной оценки компании, чтобы определить теоретическую стоимость собственного капитала вашей компании



Представьте в Федеральную комиссию/ Минфин проспект, составленный в соответствии с российским законодательством, без указания цены



После определения цены повторно представьте проспект в Федеральную комиссию/ Минфин с указанием цены для окончательного утверждения



Корректируйте цену в сторону понижения или повышения по мере продолжения переговоров с потенциальными инвесторами (пытаясь заранее продать часть эмиссии)

Ключевые факторы достижения успеха при размещении вашей эмиссии

- При правильной подготовке период размещения не должен быть долгим
 - На практике срок от 3 недель до 2-3 месяцев считается нормальным
 - Чем дольше он длится, тем выше административные расходы
- Всегда устанавливайте твердую дату закрытия с тем, чтобы эмиссия выглядела более привлекательной
- Выдайте выписки из реестра сразу же по завершении размещения - это реклама
- Помните, если вы хорошо относитесь к инвесторам во время эмиссии и после (хорошее корпоративное управление и предоставление подробной информации инвесторам), в будущем будет намного проще привлечь средства с помощью еще одной эмиссии акций

Что такое преимущественные права и каково их значение для предприятия, желающего получить финансирование для себя

Что такое преимущественные права?

- Законом об акционерных обществах от 1 января 1996 года установлены преимущественные права акционеров российских акционерных обществ. Это означает, что существующие акционеры какого-либо предприятия имеют первоочередное право подписки за деньги на новые выпуски акций до того, как они будут предложены кому-либо другому. Это обеспечивает защиту контрольной доли, принадлежащей какому-либо акционеру, от какого-либо выпуска акций до получения от него предварительного согласия.

Что они значат?

- Существование преимущественных прав означает, что предприятие может выпустить акции, конвертируемые облигации или гарантии (опционы для приобретения акций), продаваемые за деньги, только своим существующим акционерам и никому другому, если только оно не получит их предварительного согласия на общем собрании акционеров.

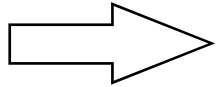
Вместо выпуска акций непосредственно новым акционерам предприятие предлагает существующим акционерам права подписки

Маркетинг прав очень похож на маркетинг публичного выпуска акций.

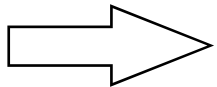
- В случае выпуска прав существующие акционеры получают гарантии в том, что они обладают одним “правом” на каждую принадлежащую им акцию. Для покупки новой акции может требоваться любое количество прав (например, 5 прав дает акционеру право приобретения одной дополнительной акции по цене подписки 130 рублей).
- Акционер, не желающий подписываться на новые акции, может продать права другому инвестору, давая ему возможность подписаться на новый выпуск вместо себя.
- При открытой продаже акций цена подписки должна быть установлена немного ниже стоимости существующих акций для стимулирования приобретения новых акций (использования прав).

Цена подписки, умноженная на количество новых акций, составит максимальную сумму средств, получаемых предприятием-эмитентом.

Как предприятию убедиться в получении необходимых средств?



Во избежание опускания цены акций ниже цены подписки (и размещения новых акций) предприятие-эмитент может попытаться получить гарантию размещения выпуска (обычно у банка). Вместо фактического приобретения выпуска, как при денежном выпуске акций, гаранты получают “плату за поручительство”. В обмен они обещают приобрести все нерасмещенные акции по цене подписки (часто на конкретную сумму) в случае, если не все права будут использованы.



Даже если использование прав имеет смысл, некоторые права все же могут оказаться неиспользованными либо при причине неосведомленности акционеров, либо из-за их отсутствия на месте (во время отпуска и т.д.). Гаранты могут восполнить эту недостачу, или же предприятие может дать акционерам привилегии сверх подписки, давая им возможность купить нерасмещенные акции по цене подписки. Разумеется, эти акционеры получают выгоду за счет тех, которые по какой-либо причине не использовали или не продали.

Содержание семинара

Раздел 1: Обзор финансирования

Раздел 2: Отбор проектов

Раздел 3: Источники краткосрочного финансирования

Раздел 4: Источники долгосрочного финансирования

Раздел 5: Подготовка, установление контактов, переговоры

Раздел 6: Особенности бизнес-планов, инвестиционных меморандумов и проспектов эмиссии

Раздел 7: Оценка компании

Раздел 8: Выводы

Цели, которые обычно преследуются при составлении бизнес-плана

Бизнес-план - это общее описание направлений деятельности или конкретный проект и его технические характеристики за определенный период времени, включая поддерживающие допущения

Зачем он создается:

- Внутреннее использование
 - Спланировать осуществление проекта и распределение ресурсов, а также воплотить общую стратегию и мобилизовать усилия персонала предприятия для работы над проектом
- Внешнее использование
 - Для малых и средних предприятий - привлечение венчурного капитала
 - Для крупных предприятий - привлечение торговых партнеров или финансирования для конкретного проекта, либо для включения в инвестиционный меморандум или проспект эмиссии в целях привлечения финансирования для предприятия в целом

Кто его читает:

- Высшее и среднее звено управления предприятием
- Потенциальные торговые партнеры
- Потенциальные кредиторы и вкладчики

Чем отличаются от бизнес-плана инвестиционный меморандум и проспект эмиссии?

Инвестиционный меморандум обычно рассылается портфельным инвесторам или другим профессиональным инвесторам и источникам долгосрочного кредита и капитала; он отличается от бизнес-плана тем, что:

- Содержит полное описание предприятия, включая все направления деятельности и дочерние фирмы, а не ограничивается описанием конкретного проекта
- Обычно он предназначен только для внешнего использования
- Используется при поиске возможностей финансирования предприятия в целом путем частных размещений долговых обязательств или акций
- Число потенциальных кредиторов и инвесторов, которым он рассылается, обычно крайне ограничено

Проспект эмиссии отличается от инвестиционного меморандума тем, что:

- Обычно он рассылается не только профессиональным инвесторам, но и всем желающим (частным лицам)
- Он используется для привлечения финансирования путем публичного размещения долговых обязательств или акций

Теперь рассмотрим каждый тип документа подробнее

Содержание бизнес-планов, инвестиционных меморандумов и проспектов эмиссии

	Бизнес-план	Инвестиционный меморандум	Проспект эмиссии
Оценка рынка	●	●	●
Производственный план	●	●	●
Организационный план	●	●	●
Финансовый план	●	●	●
Общий план развития производства	●	●	●
Инвестиционные риски		●	●
История предприятия		●	●
Подробная информация о дочерних предприятиях		●	●
Структура акционерного капитала и состава акционеров		●	●
Указание заинтересованных сторон		●	●
Подробная финансовая информация		●	●
Структура сделки		●	●
Бухгалтерская отчетность, трансформированная согласно международным стандартам (IAS/GAAP)			●
Текущее положение дел с торговлей акциями			●
Корпоративное руководство			●
Подробная информация по эмиссии			●

Бизнес-план описывает и убеждает при обосновании фактами

Бизнес-план открывается общим обзором, рассчитанным на занятого делового человека, за чем следует более подробная информация для заинтересованного читателя:

- Обзор и оценка
 - Соответствие проекта требованиям рынка
- Стратегия извлечения выгоды из текущей рыночной ситуации
 - Как будет применяться стратегия, и чем она лучше стратегии конкурентов
- Производственный план
 - Как производить, сколько производить, где брать сырье, по каким ценам, и в каком количестве, производственные затраты
- Организационный план
 - Ключевые работники и оценка уровня их профессиональности, необходимые трудовые ресурсы и затраты на их соержание
- Финансовый план
 - На основе данных о рынке, объеме продаж, производстве и другой информации определяет размеры требуемых денежных затрат и ожидаемых денежных доходов
- Общий план развития предприятия
 - Существенные моменты, основные этапы, стратегии выхода для инвесторов, риски присущие проекту

Информация, содержащаяся в бизнес-плане должна быть полной, тщательно выверенной и хорошо обоснованной

Все разделы бизнес-плана подкрепляются финансовыми документами и подробным анализом.



- Чистая Текущая Стоимость
- Внутренняя Норма Рентабельности
- Анализ чувствительности

Инвестиционный меморандум содержит больший объем информации, чем бизнес-план

Кроме той информации, которая содержится в бизнес-плане, инвестиционный меморандум должен содержать:

- Цели, характер и направленность инвестиционного меморандума
- Инвестиционные риски (рынки капитала, оценка акций, политическая и экономическая ситуация, формат и требования к отчетности предприятий, бухгалтерский учет и аудит, налогообложение, и т.п.)
- Структура сделки
- История предприятия
- Подробная информация о дочерних предприятиях
- Детальный анализ структуры акционерного капитала и акционеров, структура долга и кредиторы, в том числе процент акций находящихся во владении руководства компанией и/или ее директоров, опции по акциям, данные о филиалах
- Отчеты, подтвержденные установленными Российским законодательством нормами аудита, жизнеспособность проекта согласно международным финансовым стандартам
- Пояснения к финансовой информации

Перспектив эмиссии должен соответствовать установленным законом нормам

По Российскому законодательству подготовка проспекта эмиссии является обязательной для открытого акционерного общества, желающего увеличить число акций. Это возможно путем:

- Приватизации
- Выплаты дивидендов новыми акциями (в том числе зачисление акций на специальный счет для переоценки активов)
- Выпуском новых акций (частные или публичные размещения)

Требования законодательства приводятся в инструкции №2 Министерства Финансов от 2 марта 1992 и включают:

- Основную информацию об эмитенте
- Данные о финансовом статусе эмитента
- Данные об эмиссии

Проспект эмиссии должен также удовлетворять требованиям рынка капитала

Проспект эмиссии предназначен для любого потенциального инвестора, от портфельного инвестора до частного лица. По закону он должен содержать всю необходимую информацию, которая может повлиять на принятие инвестиционного решения, например :

- Ответственность за подготовленную финансовую информацию
- Подтвержденная аудитом финансовая информация (желательно, чтобы аудит был проведен международной аудиторской фирмой)
- Рекомендуется пересчитать финансовую информацию в амер. доллары и трансформировать бухгалтерскую отчетность согласно международным бухгалтерским стандартам (IAS)
- Текущее положение на рынке акций предприятия
- Информация о руководстве компании
- Описание процедуры приобретения акций (облигаций)
- Подробности законодательства, касающиеся эмиссий ценных бумаг

Вся информация должна быть точной и достоверной

Поэтому имейте в виду:

Руководители
предприятий несут
личную
ответственность за
содержание проспекта
эмиссии

После рассмотрения разных типов информационных документов, становится ясно, почему в привлечении финансирования столь важную роль играют финансовые консультанты

Бизнес-планы информативны, но содержащаяся в них информация не носит исчерпывающий характер; обычно они законодательно не регламентированы.

- Финансовый консультант может руководить вами в процессе составления бизнес-плана или просто помочь вам написать его.

Инвестиционные меморандумы рассылаются ограниченному числу профессиональных инвесторов, содержат максимально подробную информацию; их подготовка требует высокого профессионального уровня.

- Ответственность за подготовку инвестиционного меморандума следует возложить на финансового консультанта.

Проспект эмиссии может быть предоставлен любому лицу, желающему вложить свои средства. Поэтому эти документы должны быть профессионально подготовлены и составлены.

- Финансовый консультант должен принимать активное участие в составлении проспекта эмиссии и нести ответственность за создание окончательного варианта проспекта. В конечном счете всю полноту ответственности за точность, подробность и полноту информации о деятельности компании в прошлом, настоящем и будущем несет руководитель предприятия.

Пример 1. Рассмотрим, что нужно ЕБРР от информационного документа, описывающего возможность вложения средств

Компании, рассчитывающие получить от ЕБРР кредит на развитие частного сектора, должны быть готовы представить:

- Бизнес-план, включающий следующую информацию:
 - Краткий обзор положения компании в прошлом и настоящем
 - Что компания планирует предпринять в предполагаемый период займа
 - Продукция
 - Управление
 - Рыночная деятельность
 - Производственные мощности
 - Инвестиционная стратегия, которая
 - обращает основное внимание на инвестиционную программу (с указанием общих затрат)
 - разъясняет, что компания намеревается делать с заемными средствами
 - уточняет, какое оборудование будет приобретено и где оно будет установлено
 - содержит подробный финансовый план, в котором указаны сроки всех финансовых обязательств и то, каким образом компания намеревается их выполнить

Инвестиционная документация - выводы

- ⇒ Бизнес-планы, инвестиционные меморандумы и проспекты эмиссии представляют собой различные способы предоставления различным адресатам информации о компании.
- ⇒ Бизнес-планы обычно предназначены для внутреннего использования или посылаются банкам и деловым партнерам.
- ⇒ Инвестиционные меморандумы используются для привлечения частных размещений и банковских кредитов.
- ⇒ Проспекты эмиссии предназначены для широкого хождения; их подготовка регулируется инвестиционным законодательством.
- ⇒ Подготовка всех этих документов требует времени и сбора больших объемов информации.
- ⇒ Некоторые инвесторы, например, ЕБРР или МФК, принимают к рассмотрению бизнес-планы, составленные по установленной форме.
- ⇒ Финансовый консультант, бухгалтер, адвокат или все вместе помогут успеху этих документов

Раздел 7: Оценка предприятия

Семинар по получению финансирования

Раздел 1: Обзор финансов

Раздел 2: Выбор проекта

Раздел 3: Источники краткосрочного финансирования

Раздел 4: Источники долгосрочного финансирования

Раздел 5: Подготовка, установление контактов, переговоры

Раздел 6: Особенности бизнес-планов, инвестиционных меморандумов и проспектов эмиссии

Раздел 7: Оценка предприятия

Раздел 8: Выводы

Что такое оценка? Для чего она применяется?

Существует два вида оценки:

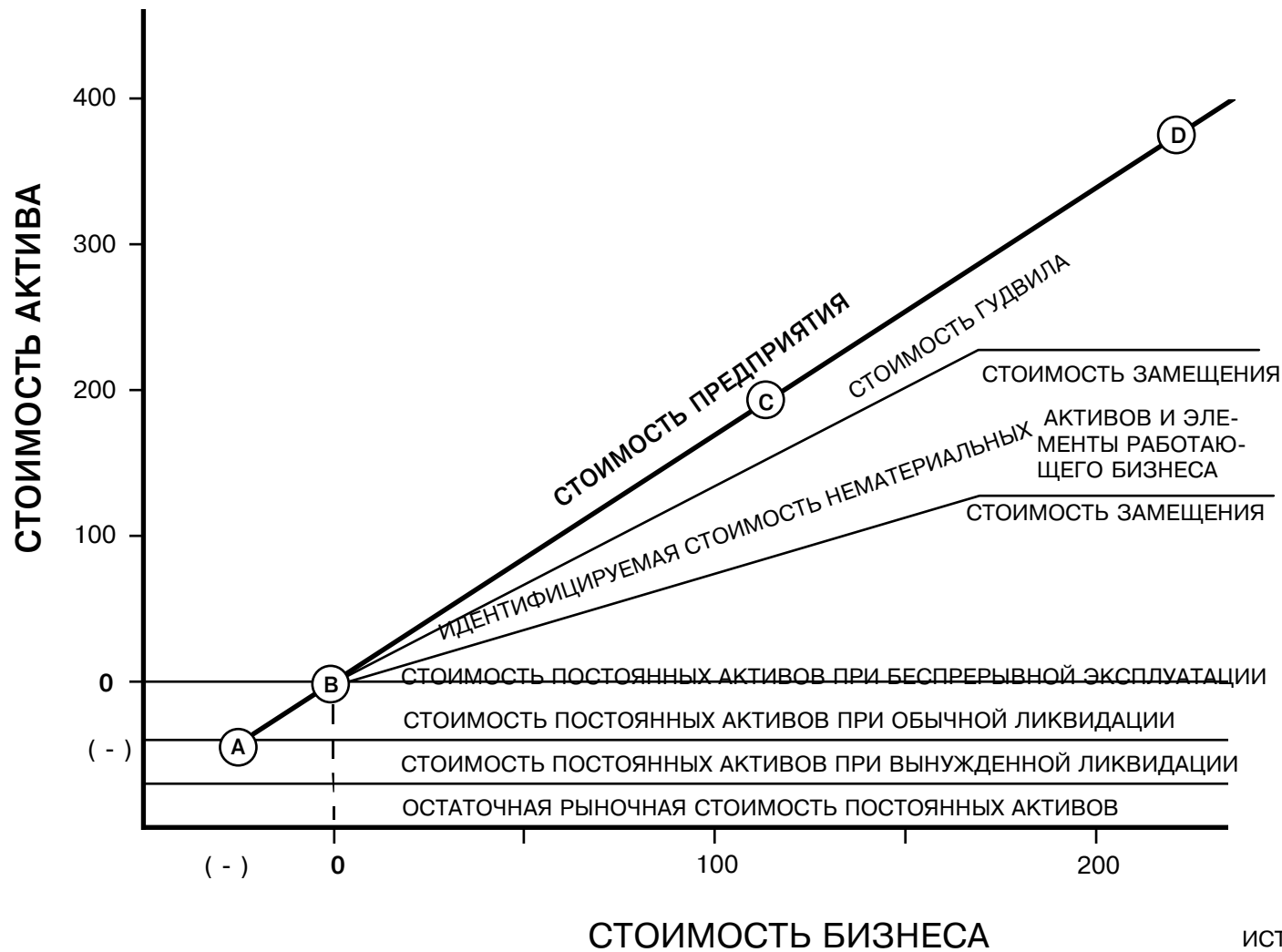
1) *Оценка активов* дает приближенное значение настоящей рыночной стоимости материальных активов предприятия. Она применяется:

- Для установления цены продажи активов
- Для определения стоимости активов при использовании их в качестве залога для получения кредита
- Для пересмотра балансовой стоимости активов (с целью минимизации налогов или по другим причинам)
- Для определения стоимости активов с целью страхования
- При ведении переговоров о создании совместного предприятия - для определения стоимости активов, вносимых в СП любой из сторон
- При определении стоимости бизнеса

2) *Оценка бизнеса* дает приближенное значение настоящей рыночной стоимости хозяйственной деятельности компании. Она применяется:

- Для переговоров с потенциальными стратегическими или портфельными инвесторами относительно стоимости какой-либо доли собственности предприятия
- Для котировки акций перед их выпуском

Оценка активов и оценка бизнеса отличаются друг от друга, но взаимосвязаны между собой



Точка А: Бизнес теряет деньги и будет вынужден ликвидироваться.

Точка В: Бизнес покрывает свои издержки, но может начать терять деньги. Подходит обычная ликвидация.

Точка С: Бизнес имеет нормальную рентабельность. Бизнес обладает материальными и нематериальными активами с минимальной степенью экономического устаревания.

Точка D: Бизнес высокорентабельный. Материальные и нематериальные активы отражают функционирующую стоимость. Стоимость сверхдоходов отражается в гудвиле.

ИСТОЧНИК: Смит, Парр

Три обычных вида «стоимости»: рыночная цена

Тремя обычными видами стоимости являются:

- Рыночная цена
- Ликвидационная стоимость
- Балансовая стоимость

Рыночная цена (РЦ):

- Предполагается, что она выступает достаточно достоверным приближением цены, по которой право собственности перейдет от одной стороны к другой с их полного согласия.
- Фактическая цена, уплаченная при совершении сделки, может отличаться от справедливой рыночной цены благодаря таким факторам, как:
 - Мотивация сторон
 - Умение сторон вести переговоры
 - Финансовая структура сделки
- Это определение подразумевает, что сделка была оплачена наличными денежными средствами. Если платеж был произведен в рассрочку, путем финансирования продавцом или с внесением покупателем нематериальных активов, это повлияет на цену сделки.

Три обычных вида «стоимости»: ликвидационная стоимость и балансовая стоимость

Три обычными видами стоимости являются:

- Справедливая рыночная цена
- Ликвидационная стоимость
- Балансовая стоимость

Ликвидационная стоимость:

- Предполагает, что компания прекратит свою деятельность и что ее активы будут проданы отдельно.
- Два уровня ликвидационной стоимости:
 - *Обычная ликвидация:* подразумевает, что активы продаются в течение достаточного периода времени (от 6 месяцев до 1 года) с целью получения наивысшей цены.
 - *Вынужденная ликвидация:* подразумевает, что активы продаются за короткий период времени, возможно на аукционе.
- Принимает в расчет расходы, связанные с процессом продажи, такие как, например, комиссионные.
- Обычно представляет собой минимальную цену бизнеса.

Балансовой стоимостью активов называется стоимость активов, по которой они учитываются на предприятии.

Понятие «стоимости» относительно

В конце концов, в любой данный момент времени, актив или весь бизнес стоит ровно столько, сколько за него хотят платить.

Эта цена будет отличаться:

- Для разных покупателей
- Для различных обстоятельств продажи



Цель и аудитория оценки активов

Главными причинами проведения оценки активов вашей компании служат:

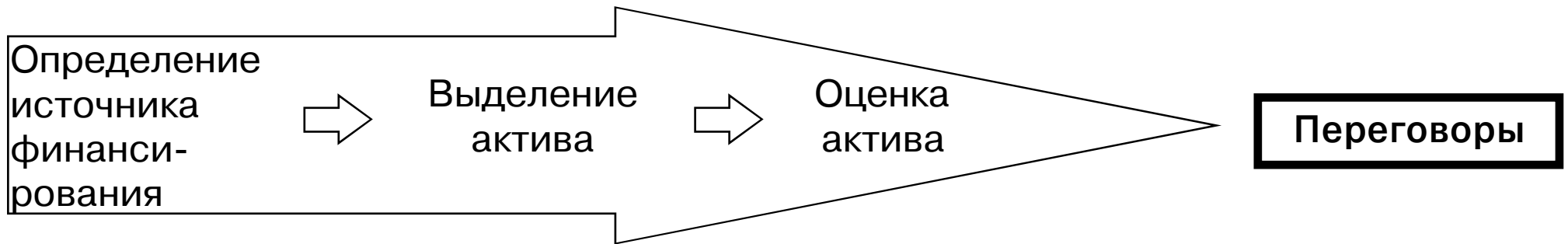
- Продажа активов
- Использование в качестве залога для кредита
- Вклад в совместное предприятие (СП)
- Пересмотр балансовой стоимости активов
- Страхование активов
- Часть оценки бизнеса

Только первые четыре причины имеют отношение к получению финансирования

Цель оценки активов определяет аудиторию

- Банки/другие кредитные учреждения
- Деловые партнеры (партнер по СП или инвестор)
- Налоговые органы
- Страховые фирмы
- Руководство компании

При поиске финансирования главной целью оценки активов является поддержка переговоров



Прочность позиции это ключ к успеху на переговорах. Правильная и профессионально выполненная оценка активов добавляет достоверность и улучшает вашу позицию.

Для оценки активов применяются три подхода

Затратный метод

Затраты по приобретению аналогичного актива

1. Оценить затраты по замене существующего актива новым
2. Оценить величину накопленной амортизации (физический износ, функциональное и экономическое устаревание)
3. Вычесть сумму полной амортизации из стоимости нового актива

Метод сравнительных продаж

Рыночная цена актива равных характеристик и качества

1. Получить информацию о продажах аналогичного/идентичного актива
2. Провести сравнительный анализ для того, чтобы определить конкретную сумму или интервал величин стоимости

Доходный метод

Приведенная стоимость будущих доходов

1. Оценить валовой потенциальный доход
2. Оценить затраты
3. Рассчитать чистый доход
4. Привести чистый доход к текущей стоимости

Упражнение 7.1: Оценка активов

А. Для какого из трех методов оценки активов проще всего получить необходимые данные?

Затратный метод

Доходный метод

Метод сравнительных продаж

В. Почему при оценке актива важно знать права собственности на него?

Влияет на выбор адекватного метода

Ограничивает использование актива в предназначенных целях

С. При ведении каких переговоров о финансировании компания располагает наименьшей силой?

Банковский кредит

Продажа актива

Создание совместного предприятия

Д. Какой из трех методов оценки использует прием приведения к текущей стоимости?

Затратный метод

Доходный метод

Метод сравнительных продаж

Упражнение 7.1: Оценка активов - Решение

A. Для какого из трех методов оценки активов проще всего получить необходимые данные?

Затратный метод

Доходный метод

Метод сравнительных продаж

B. Почему при оценке актива важно знать права собственности на него?

Влияет на выбор адекватного метода

Ограничивает использование актива в предназначенных целях

C. При ведении каких переговоров о финансировании компания располагает наименьшей силой?

Банковский кредит

Продажа актива

Создание совместного предприятия

D. Какой из трех методов оценки использует прием приведения к текущей стоимости?

Затратный метод

Доходный метод

Метод сравнительных продаж

Оценка бизнеса позволяет определить рыночную стоимость хозяйственных операций работающего предприятия

Стоимость бизнеса - это текущая стоимость будущих благ от его владения:

- Здравомыслящий инвестор обычно вкладывает деньги в какую-либо компанию лишь в том случае, когда текущая стоимость будущих благ от владения равна или выше цене приобретения
- И наоборот, благоразумный продавец обычно не продает, если текущая стоимость ожидаемых благ будет больше цены продажи

Стоимость это не просто число:

- Стоимость компании зависит от того, как каждый потенциальный инвестор расценивает выгоду и риски, связанные с компанией. В целом, задача оценщика состоит в определении наиболее вероятной или разумной величины.

Оценка стоимости основывается на конкретном моменте времени - дате оценки.

Результатом оценки бизнеса является стоимость собственного капитала.

Рыночная стоимость собственного капитала это то, что пытаются определить с помощью оценки бизнеса; ее нельзя смешивать с другими определениями стоимости капитала

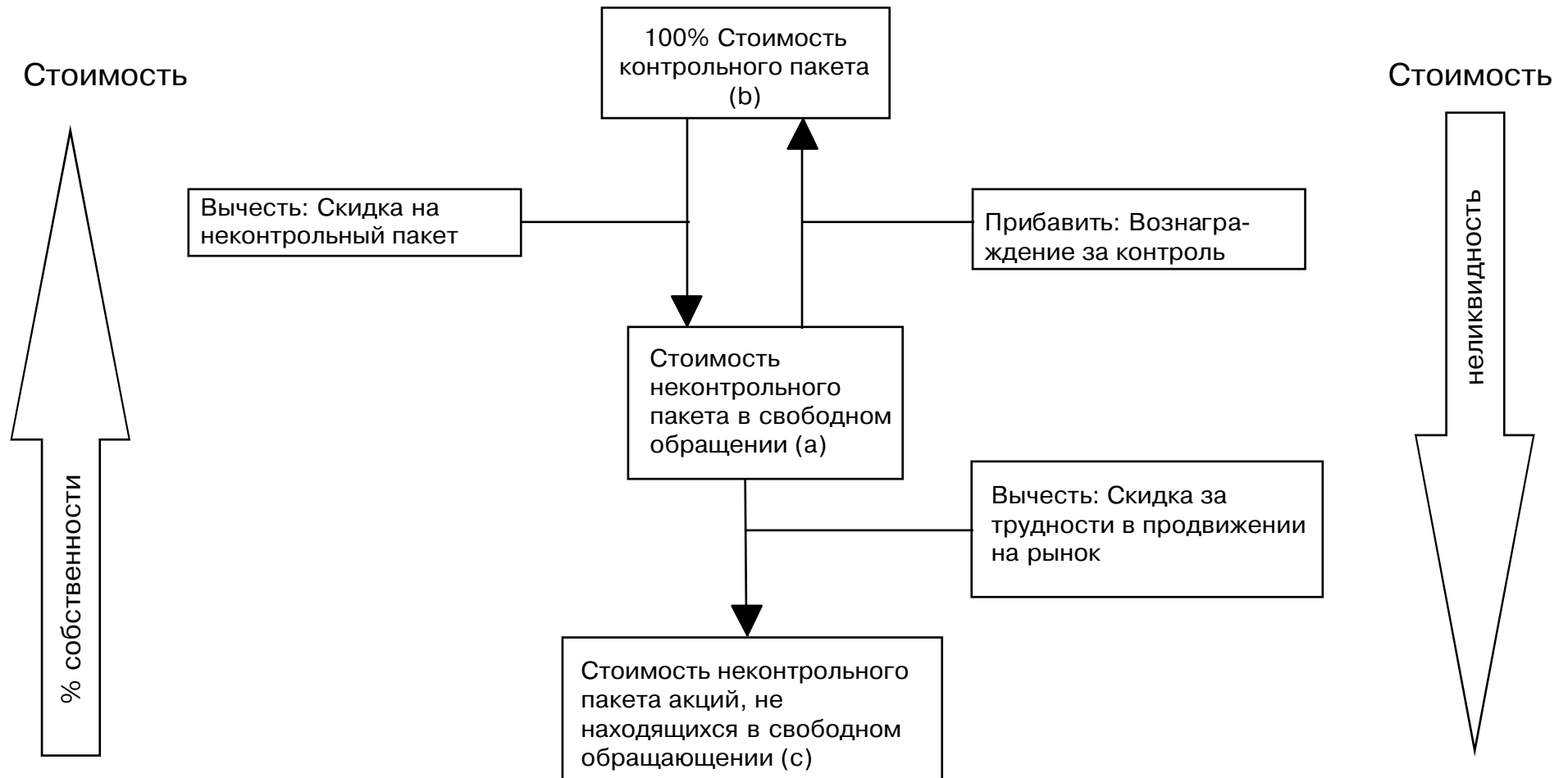
Уставной капитал - Уставной капитал приватизированного российского предприятия это первоначальная стоимость акционерного капитала при приватизации плюс любые поправки, произведенные в результате переоценки активов. Его стоимость имеет отдаленное отношение к рыночной стоимости акций.

Акционерный капитал - Акционерный капитал это уставный капитал плюс любой другой капитал, созданный на основе удержанной чистой прибыли, продажи акций выше их номинальной стоимости и т.д. Он не равен текущей рыночной стоимости собственного капитала.

Рыночная цена акции - В условиях развитых фондовых рынков текущая рыночная цена акции, умноженная на количество акций, должна равняться рыночной стоимости собственного капитала. Однако в России, акции очень небольшого числа компаний активно и открыто обращаются на фондовом рынке, что делает такую оценку ненадежной.

Рыночная стоимость собственного капитала - Текущая рыночная стоимость всех акций это та цена, по которой акций поменяли бы своего собственника при наличии согласия покупателя и продавца, если бы они продавались на открытом рынке. Эта величина отражает взгляд рынка на потенциал будущих доходов. Задачей оценки является определение данной величины.

Акции предприятия будут обладать различной стоимостью для разных инвесторов и для различных видов сделок



- (a) В большинстве случаев рыночная оценка начинается с определения стоимости 1 обычной акции, как если бы она находилась в открытом обращении
- (b) Стоимость всего бизнеса при продаже одному покупателю
- (c) Стоимость неконтрольного пакета акций в частной фирме закрытого типа

Хотя неразвитая инфраструктура фондовых рынков в России отрицательно сказывается на цене акции, руководство предприятия может предпринять шаги по уменьшению этого эффекта

Недостаток развития инфраструктуры фондовых рынков является обычной проблемой для всех российских предприятий, которые хотят продавать свои акции. К тому же, небольших инвесторов волнуют проблемы возможного нарушения их прав в России.

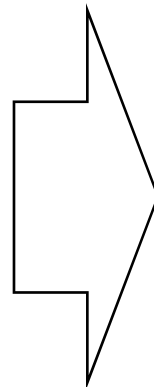
Хотя развитие инфраструктуры фондовых рынков находится вне контроля руководства предприятия, директора предприятий могут усилить доверие инвесторов если смогут:

- Предпринять все усилия для того, чтобы акции предприятия обращались в системе, управляемой Профессиональной Ассоциацией Участников Фондовых Рынков, а также на одном или более фондовых рынках
- Удовлетворять всем требованиям Федеральной Комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку
- Равноправно обращаться со всеми акционерами; принимать во внимание интересы небольших инвесторов; обеспечить право всех акционеров на получение объявленных дивидендов; проводить запланированные и срочные собрания акционеров в справедливой, открытой и дисциплинированной обстановке для того, чтобы обеспечить осуществление акционерами своих прав
- Нанять независимого регистратора, который будет вести регистр акционеров, а также убедиться в том, что регистратор подходит по существующему законодательству

Существуют три основных подхода к оценке бизнеса

Любая оценка бизнеса должна принимать в расчет следующее:

- 1. Экономические условия**
- 2. Условия отрасли**
- 3. Специфику компании**
 - природу и историю бизнеса
 - экономический обзор отрасли
 - финансовое состояние бизнеса
 - прошлые и будущие доходы, потоки денежных средств и чистую стоимость активов (включая гудвил и другие нематериальные активы)
 - вероятную структуру распределения акций, прошлые продажи акций



Тремя главными методами оценки бизнеса являются:

- Метод дисконтирования потоков денежных средств
- Метод активов (стоимость замены)
- Методы рыночного сравнения
 - Фондовые рынки
 - Торговые сделки

Метод активов: стоимость собственного капитал = рыночная стоимость активов - рыночная стоимость обязательств

Метод активов предусматривает следующие шаги:

- Каждая категория активов предприятия (материальные и нематериальные), а также его обязательств, должна оцениваться отдельно.
- Активы должны оцениваться по принципу «на месте», т.е. на основании их вклада в хозяйственную деятельность бизнеса как целого, а не на основании их отдельной продажи.
- При оценке обязательств важно принимать во внимание обязательства, неучтенные в балансовом отчете - «условные обязательства».

Этот прием оценки сосредотачивается на стоимости тех активов, которые используются в текущих операциях. Если у вашей компании имеются значительные неэффективно используемые активы, то результатом этого является более низкая стоимость. В этом случае, для получения более высокой величины лучше применять метод оценки основных фондов и оборудования.

Существует два вида оценки, основанных на рыночном сравнении

Двумя видами сравнительной оценки компаний являются:

1) Оценка на основании фондовых рынков отражает стоимость акций по сравнению с акциями, обращающимися на фондовом рынке

- Берется цена обращаемой на рынке акции подобной компании, и рассчитываются коэффициенты отношения цены акции к прибыли, потоку денежных средств или активам; на эти коэффициенты затем умножается прибыль, поток денежных средств или активы оцениваемой компании с целью расчета условной рыночной стоимости
- В коэффициенты вносятся поправки, учитывающие различия между компаниями, и скидки, учитывающие дефицит оборотного капитала, страновой риск (политический риск, риск экспроприации и т.д.), неликвидность акций или исковой риск

2) Оценка на основании торговых сделок производится путем сравнения с ценами аналогичных компаний, проданных другой компании или инвестору

- Берется цена обращаемой на рынке акции подобной компании, которая была приобретена в результате торговой сделки, и рассчитываются коэффициенты отношения цены акции к прибыли, потоку денежных средств или активам; на эти коэффициенты затем умножается прибыль, поток денежных средств или активы оцениваемой компании с целью расчета условной рыночной стоимости
- Скидки производятся по тем же причинам недостатка оборотного капитала, рисков, присущих данной стране и т.д.

Сравнительные рыночные методы оценки не очень эффективны в условиях российской реальности

- Трудно найти действительно похожие компании. Очень небольшое число компаний конкурирует в тех же сегментах рынка, как их западные конкуренты. Их финансовая структура и система бухгалтерского учета тоже, скорее всего, различны.
- Большинство коэффициентов основывается на недавних или текущих отношениях прибыль/денежные средства и т.д. Использование этих множителей не несет в себе большой ценности для большинства российских предприятий в условиях сегодняшнего экономического спада; стоимость большинства российских предприятий сегодня кроется в их будущем потенциальном подъеме.
- Для обеспечения сравнимости необходимо вносить поправки в коэффициенты из-за различия в системах российского бухучета и IAS

Метод дисконтирования денежных потоков (ДДП) наиболее подходит для большинства российских предприятий

- Концепция дисконтирования денежных потоков заключается в оценке выгоды, которую получит инвестор после оплаты всех расходов по содержанию и управлению бизнесом. Этот метод лучше, чем бухгалтерская прибыль, так как последним можно манипулировать посредством различных бухгалтерских процедур и, особенно в России, ее величина может быть искажена из-за налогового законодательства.
- Положительный баланс движения денежных средств является источником для выплаты дивидендов, независимо от того, выплачивает ли компания или нет каждый год в виде дивидендов 100% свободных от обязательств денежных поступлений; денежные средства, остающиеся в распоряжении предприятия, внесут вклад в рост капитала и получение дивидендов в будущем.
- Будущие потоки денежных средств приводятся к эквиваленту их текущей стоимости с использованием нормы дисконта, которая равна требуемой инвестором норме прибыли. Норма прибыли инвестора основывается на его анализе риска инвестирования в бизнес и риска неполучения ожидаемых в будущем денежных средств.



Метод оценки бизнеса ДДП

- единственный метод, который прямо принимает во внимание все важные факторы - комплекс всех благ, которые ожидает получить в будущем владелец/инвестор, время получения этих благ, риск владельца/инвестора

Метод ДДП состоит из двух этапов

Прогнозирование

- Для выполнения оценки на основе доходов необходимо проанализировать и спрогнозировать вперед на несколько лет следующие статьи:
 - Выручка (учитывая конкуренцию, производственные мощности, инфляцию и т.д.)
 - Затраты (постоянные и переменные, инфляция, стоимость заемного капитала и т.д.)
 - Инвестиции (необходимый оборотный капитал, затраты на капитальные вложения и т.д.)
 - Остаточная стоимость (стоимость бизнеса в конце прогнозируемого периода)
- Это должно позволить спрогнозировать поток денежных средств на несколько лет вперед, идеально - в текущих ценах, так как инфляция оказывает различное воздействие на отдельные компоненты прогноза.

Дисконтирование

- Стоимость компании рассчитывается путем дисконтирования прогнозируемых потоков денежных средств (после уплаты налогов) и приведения их к текущей стоимости. Норма дисконта должна быть равна норме прибыли, требуемой инвестором.

Кто выполняет оценку и почему?

Не руководители предприятия

- Их мотивацией является завышение цены

Не банки

- Их мотивацией является занижение цены

Поэтому оценка почти всегда выполняется независимыми оценщиками, которые:

- Лучше знают рынок
- Теоретически не имеют стимула для занижения или завышения стоимости активов/бизнеса
- Применяют стандартные методологии
- Имеют опыт в этой области
- Повышают доверие к оценке (дело их чести и репутации)
- Некоторые кредитные учреждения/инвесторы предпочитают, чтобы оценка была выполнена международно признанной фирмой для обеспечения непредвзятости

Как результаты оценки можно использовать при переговорах с потенциальными инвесторами?

Портфельные инвесторы

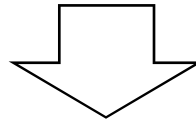
- Отправной точкой при ведении переговоров о том, какой процент собственности должен быть передан инвестору за данный объем инвестиций, может являться интервал значений стоимости, полученных в результате оценки. Руководство предприятия сможет аргументировать свою позицию на основании данных оценки
- Наиболее вероятно, что потенциальный инвестор будет располагать своим интервалом значений.

Стратегические инвесторы

- То же самое относится и к стратегическим инвесторам, но, вдобавок, руководство компании может захотеть отдельно рассмотреть результаты оценки активов. Стоимость активов российских предприятий, скорее всего, будет выше, чем стоимость бизнеса. Для получения более приемлемой цены руководство может воспользоваться результатами оценки активов и найти компромисс между этим значением и значением стоимости бизнеса
- В этом случае стоимость активов предприятия может рассматриваться как максимальная цена, а стоимость бизнеса как минимальная цена

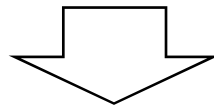
Как результаты оценки используются при публичной эмиссии акций?

Отправной точкой при установлении цены акций служит интервал значений стоимости бизнеса.

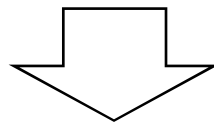


После оформления соответствующей документации для эмиссии предприятие должно начать переговоры с портфельными инвесторами для того, чтобы продать заранее часть выпуска. На основании таких переговоров руководство может судить о том, высока или низка первоначальная цена. Опять же, это является предметом переговоров.

Если значительная часть выпуска заранее продана по какой-то цене, то скорее всего, продемонстрированный интерес к выпуску окажет воздействие и на других инвесторов (особенно, небольших), и они купят эти акции по той же цене в период открытого предложения.



Так как цены на акции в России очень неустойчивы, то вполне возможно, что в первоначальную цену придется вносить несколько поправок вплоть до момента открытого предложения на рынке.



Цена акций при эмиссии

Упражнение 7.2: Источники и использование данных о стоимости предприятия

На следующие вопросы необходимо ответить Да или Нет. Обведите кружочком нужный ответ:

A. Можно ли определить рыночную стоимость приватизированного российского предприятия на основании баланса?

Да

Нет

Да

Нет

B. Необходима ли оценка бизнеса при получении заемного финансирования?

Да

Нет

C. Обладает ли акция одной и той же ценой для разных инвесторов?

Упражнение 7.3: Источники и использование данных о стоимости предприятия

А. Можно ли определить рыночную стоимость приватизированного российского предприятия на основании баланса?

Да

Нет

В. Необходима ли оценка бизнеса при получении заемного финансирования?

Да

Нет

С. Обладает ли акция одной и той же ценой для разных инвесторов?

Да

Нет

Упражнение 7.3: Важные моменты в оценке предприятия

Что должно приниматься во внимание при использовании следующих методов (обвести кружочком нужный ответ):

A. Методы, основанные на доходах

Прибыль в отчете о доходах и убытках

Величина и время будущих доходов

Балансовая стоимость активов

B. Методы активов

Вклад активов в хозяйственные операции

C. Сравнительные рыночные методы

Цена открыто обращаемых на рынке акций подобных предприятий

Номинальная стоимость акций при приватизации

Упражнение 7.3: Важные моменты при оценке предприятия

При использовании данных методов необходимо принимать во внимание:

A. Методы, основанные на доходах

Прибыль в отчете о доходах и убытках

Величина и время будущих доходов

Балансовая стоимость активов

B. Методы активов

Вклад активов в хозяйственные операции

C. Сравнительные рыночные методы

Цена открыто обращаемых на рынке акций подобных предприятий

Номинальная стоимость акций при приватизации

Содержание семинара

- Раздел 1: Обзор финансирования
- Раздел 2: Отбор проекта
- Раздел 3: Источники краткосрочного финансирования
- Раздел 4: Источники долгосрочного финансирования
- Раздел 5: Подготовка, установление контактов, переговоры
- Раздел 6: Особенности бизнес-планов, инвестиционных меморандумов и проспектов эмиссии
- Раздел 7: Оценка компании
- Раздел 8: Заключение**

Что мы уже обсудили?

Что такое корпоративное финансирование?

Какова временная стоимость денег?

Когда нужно краткосрочное, а когда - долгосрочное финансирование?

Как осуществляется отбор проектов для финансирования?

- стратегическая оценка
- финансовая оценка
 - прогноз денежных потоков
 - оценка с учетом ЧПС, ВНР, окупаемости

Какими источниками капитала располагает российская фирма?

- Краткосрочное финансирование
- Долгосрочное финансирование

Как установить контакты с инвесторами?

Как подготовить бизнес-план, инвестиционный меморандум, проспект эмиссии?

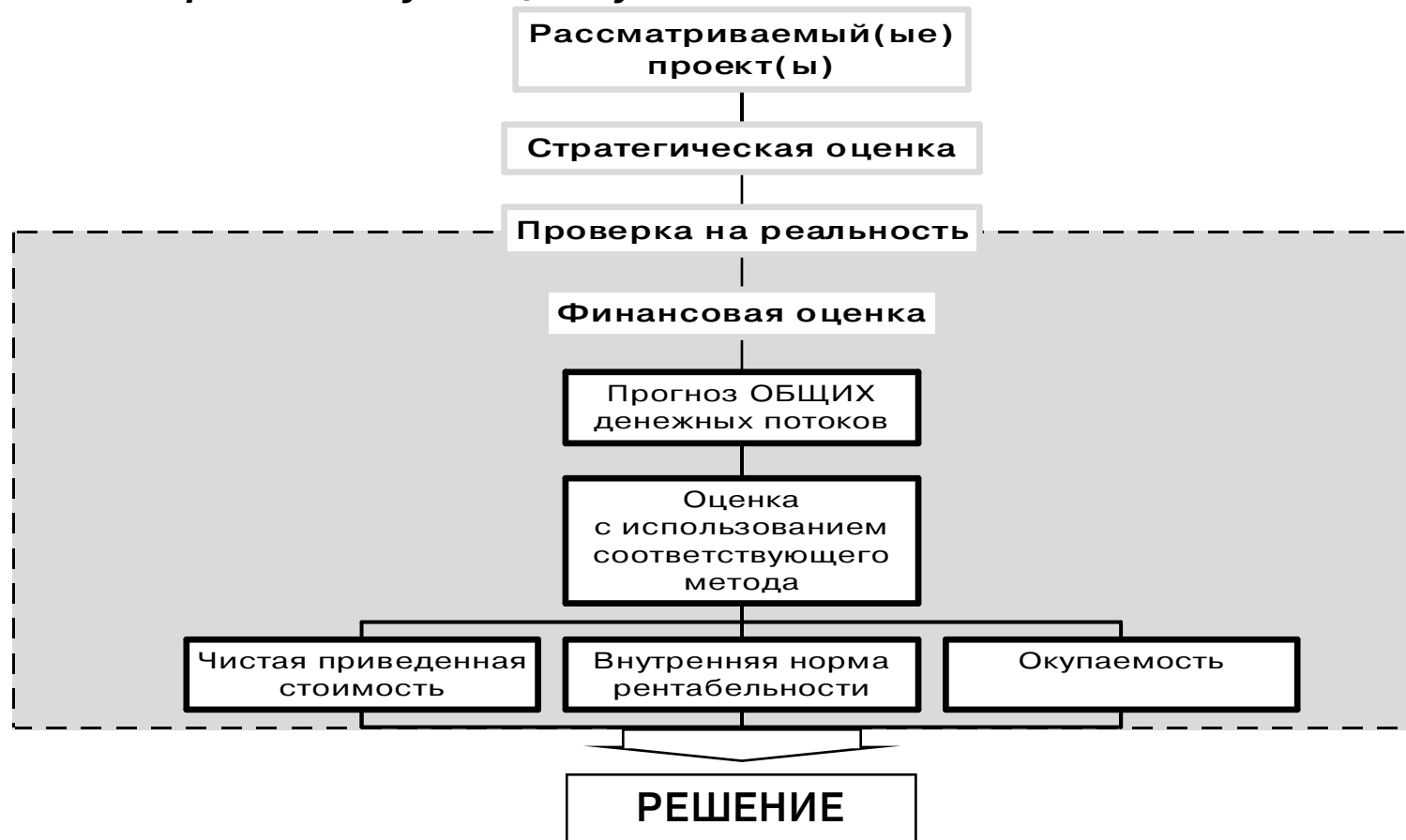
Как оценить компанию?

Что такое корпоративное финансирование?

- Корпоративное финансирование имеет дело с финансовыми обязательствами и акционерным капиталом компании
- Корпоративное финансирование бывает краткосрочным и долгосрочным, внутренним и внешним
- Капитал - это воздух для бизнеса
- Финансовый руководитель стремится предельно снизить стоимость получения необходимого финансирования
- После истощения внутренних ресурсов фирма может организовать финансирование из внешних источников...
- ... при условии, что:
 - проект имеет стратегический смысл
 - проект имеет финансовый смысл

Эффективный отбор проектов требует создание системы оценки проектов

Лучшая система включает в себя стратегическую оценку, проверку на реальность и финансовую оценку:



Источники краткосрочного финансирования

Возможности внешнего краткосрочного финансирования для российских предприятий включают в себя:

- Торговый кредит
- Толлинг
- Банковское финансирование оборотного капитала
- Взаиморасчеты/зачет
- Коммерческие бумаги/векселя
- Продажа или дисконтирование дебиторской задолженности (факторинг)
- Краткосрочный оперативный лизинг

Источники долгосрочного финансирования

Возможности долгосрочного финансирования можно разделить на:

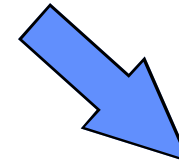
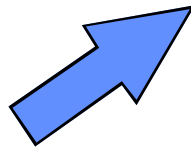
- **Ныне используемые источники долгосрочного финансирования**
 - российские банки
 - иностранные банки
 - портфельные инвесторы - частные фонды
 - портфельные инвесторы - фонды “помощи”
 - стратегические инвесторы

- **Прочие более редко используемые, но мощные источники долгосрочного финансирования**
 - публичные эмиссии акций/прав (в России и за рубежом, включая АDR/ГДР)
 - облигации
 - конвертируемые облигации
 - лизинг

Установление контактов с инвесторами

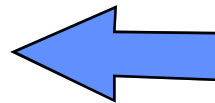
Накануне переговоров с банком или инвестором в акции фирмы

- Выбрать хороший проект
- Рассмотреть потребности банка/инвестора в информации
- Назначить советника
- Подготовить внутренний анализ



Продолжить работу после заключения соглашения

- Выполнить требования российского законодательства
- Учесть налоги, получить разрешения госорганов



Выбрать правильный источник финансирования

- Вложить средства в поиск капитала
- Выбрать самый дешевый источник капитала
- Оговорить выгодные условия финансирования

Подготовка бизнес-плана, инвестиционного меморандума и проспекта эмиссии

- Бизнес-план, инвестиционный меморандум и проспекты эмиссии - это способы сообщить информацию о компании определенной аудитории
- Бизнес-план - это обычно внутренний документ, может также предназначаться для банков или деловых партнеров
- Инвестиционный меморандум используется для размещения ценных бумаг среди частных инвесторов и для получения банковских ссуд
- Проспект эмиссии - это документ для широкого распространения в соответствии с несколькими законами об инвестициях
- Для подготовки всех этих высокоинформативных документов требуется определенное время
- Некоторые инвесторы, например МФК или ЕБРР, требуют представлять бизнес-план им на рассмотрение в определенном формате
- Финансовый советник, консультант, юрист или все вместе помогут вам составить успешный документ

Оценка вашей компании

- Существует два вида оценки: оценка активов и оценка бизнеса
- Оценка активов для получения финансирования используется в ходе переговоров с потенциальными покупателями активов и кредиторами
- Есть три подхода к оценке активов: затратный метод, метод сравнительных продаж и доходный метод.
- Оценка бизнеса используется в переговорах с потенциальными портфельными или стратегическими инвесторами, а также для определения стоимости акций при их публичном распространении
- Есть три подхода к оценке бизнеса: дисконтирование денежных потоков (ДДП), метод активов (стоимость замены) и методы рыночного сравнения
- Стоимость собственного капитала = стоимость фирмы - текущая стоимость обязательств
- Стоимость собственного капитала отличается от уставного капитала, акционерного капитала или продажной цены акции
- Оценка почти всегда выполняется независимыми оценщиками, которые имеют опыт, знание рынка, умение обращаться со стандартными методиками, а также обеспечивают доверие к результатам оценки.

Краткий обзор основных тем

Предприятие:

- находится в условиях конкуренции как в своей отрасли для получения прибыли, так и в межотраслевом разрезе в целях получения финансирования для проектов будущего развития
- должно ясно представлять, каких усилий требует и сколько стоит получить финансирование в России в настоящее время
- должно спланировать финансовую стратегию для удовлетворения своих краткосрочных и долгосрочных потребностей
- должно распорядиться внутренними источниками капитала и быть уверенными в ценности (стратегической и финансовой) тех проектов, для которых оно ищет внешнее финансирование
- должно знать о различных источниках финансирования и определить тот, который лучше всего удовлетворяет его потребности
- должно затратить определенное время и усилия для установления контактов с этими источниками
- должно приложить усилия для поддержания хороших отношений с кредиторами/инвесторами после сделки, если хотите иметь хорошие возможности для получения финансирования в будущем

Домашнее задание

Получение Финансирования и Корпоративных финансов

Домашнее задание 1: АО Велосипедный завод

Проблема:

Предположим, что сейчас август, и предприятие должно закупить сырьё для производства, чтобы иметь запас велосипедов к рождественским распродажам. Предприятию требуется закупить сырья на 1 млрд. руб., но оно имеет менее 200 млн. руб. наличными и на банковских депозитах.

Баланс предприятия показан на следующем слайде

Требуется:

Разработать план, призванный обеспечить закупку АОВЗ дополнительного сырья для производства велосипедов, чтобы удовлетворить рождественский спрос

Домашнее задание 1: АО ВЗ - балансовый отчет

АО Велосипедный завод
Балансовый отчет на 01/08/96
(в тыс. руб.)

Активы		Пассивы и акционерный капитал	
Долгоср. активы	1,791,000	Акционерный капитал	1,225,700
Нематериальные Основные средства	1,791,000	Пассивы	3,913,300
Краткоср. активы	3,348,000	Долгоср. задолженность	3,500,000
Тов.-мат. запасы	2,423,000	Краткоср. обяз-ва	413,300
Сырье	1,000,000	Рас. с бюдж. и по опл. тр.	260,000
Незав. произ-во	467,000	Расчеты с поставщ.	70,000
Готовая продукция	956,000	Краткоср. займы	83,300
Дебит. задол-ть	800,000		
Касса	125,000		
Итого активы	5,139,000	Итого пассивы и акционерный капитал	5,139,000

Домашнее задание 1: АОВЗ - решение

Сначала установим алгоритм решения:

- Финансирование нужно для закупки сырья, т.е. для оборотного капитала
- Проект увеличения объема производства рассчитан на период менее года, поэтому нужны источники краткосрочного финансирования.
- Всего требуется 875 млн рублей (1 млрд минус 125 млн)
- Анализ балансового отчета показывает:
 - дебиторская задолженность превышает кредиторскую более, чем в 11 раз
 - уровень запасов готовой продукции высок
 - уровень незавершенного производства велик

Затем разработать план получения финансирования для дополнительных закупок сырья в целях удовлетворения спроса

- Выровнять дебиторскую и кредиторскую задолженность посредством активизации сбора дебиторской задолженности и удлинения срока выплаты кредиторской задолженности
 - максимально достижимая сумма может составить 730 млн рублей
- Уменьшить уровень запасов путем продажи со скидкой за наличные
- Продать дебиторскую задолженность или предложить скидки за раннюю оплату
- В крайнем случае воспользоваться банковской ссудой, хотя это наиболее дорогостоящий источник финансирования

Домашнее задание 1: АО ВЗ - решение (продолжение)

АО Велосипедный 3-д
Балансовый отчет на 01.08.96
(тыс. руб.)

Анализ баланса указывает на значительные источники денежных средств, которые позволяют избежать привлечения заемных средств. (заштрихованные строки содержат данные о источниках средств)

Активы		Пассивы и акционерный капитал	
Долгосрочные активы	1,791,000	Акционерный капитал	1,225,700
Нематериальные активы	-		
Основные средства	1,791,000	<u>Пассивы</u>	<u>3,913,300</u>
<u>Краткосрочные активы</u>	<u>3,348,000</u>	Долгосрочный кредит	3,500,000
Тов.-мат. запасы	2,423,000		
Сырьё	1,000,000	<u>Краткосрочные обязательства</u>	<u>413,300</u>
Незавершённое производство	467,000	Расчеты с бюджетом и по оплате труда	260,000
Готовая продукция	956,000	Расчеты с поставщиками	70,000
Дебитор. зад-сть	800,000	Краткосрочные займы	83,300
Касса	125,000		
Итого активы	5,139,000	Итого пассивы и капитал	5,139,000

Домашнее задание 2: АО ВЗ и велосипеды Bombino

Проблема:

АО Велосипедный Завод является российским производителем велосипедов для взрослых и детей различных возрастов. АО Велосипедный Завод имеет серьёзные проблемы с моделью "Ракета", предназначенной для детей 5-8 лет. Продажи этой модели упали на 70% за последние два года.

Результаты маркетингового исследования, проведённые отделом продаж и маркетинга предприятия, ясно показали, что АО Велосипедный Завод сталкивается с растущей конкуренцией и проигрывает долю своего рынка в сегменте велосипедов для детей 5-8 лет импортным моделям. Покупатели предпочитают импортные велосипеды из-за их лучшего дизайна и качества. АО Велосипедный Завод понимает, что ему необходима новая модель и полная линия современного оборудования, чтобы отвоевать долю рынка обратно.

Совет Директоров АО ВЗ должен принять решение по проекту, показанному на следующем слайде:

Требуется:

Рассчитать чистую приведенную стоимость данного проекта и представить рекомендации Совету Директоров

Домашнее задание 2: АО ВЗ и велосипеды Bombino - предложение

Факты

АО Велосипедный Завод начал переговоры с потенциальным стратегическим инвестором, Bombino Bicycles, итальянским производителем велосипедов для детей. Bombino Bicycles рассматривает инвестиции в АО ВЗ, предлагая оплатить половину стоимости нового оборудования, которое потребуется АО для производства новой модели "Starbike", разработанной Bombino. Bombino Bicycles предложили АО ВЗ дизайн и технологию производства "Starbike" на 5-летний период за плату за пользование лицензиями, равную 4% стоимости годовых продаж.

Если АО Велосипедный Завод начинает сотрудничать с Bombino, он перестает выпускать модель "Ракета" и начинает производство нового велосипеда на основе итальянского дизайна и технологии. В этом случае 100 млн. руб., потраченные в прошлом году на модернизацию металлообрабатывающего оборудования для "Ракеты", будут потеряны.

Предприятие должно заплатить \$400000 за свою половину нового оборудования и понесёт расходы по установке (единовременные) - 100 млн. руб. АО ВЗ может разместить новый цех в принадлежащем предприятию производственном здании. Здание находится в хорошем состоянии и стоит 100 млн. руб. Предприятие не имеет иных возможностей использовать это здание.

Предприятие будет использовать как имеющихся, так и дополнительных рабочих для работы на станках в новом цехе. Обслуживание и ремонт этого нового оборудования будет проводиться существующим ремонтным цехом. Общая зарплата рабочих ремонтного цеха составит 5 млн. руб. в месяц.

Домашнее задание 2: АО ВЗ и велосипеды Bombino - прогнозируемые продажи и расходы

АО Велосипедный Завод планирует произвести 20 000 велосипедов в первый год работы, 23 000 во второй и по 25 000 в годы 3-5. Текущая продажная цена велосипеда составляет - 400 000 руб. и будет меняться с учётом инфляции.

Прогноз добавочных затрат (в % от продаж):

Сырьё	20%
Запчасти	25%
Электричество	8%
Газ и вода	2%
Зарплата дополнительным рабочим	10%
Итого	65%

Домашнее задание 2: АОВЗ и велосипеды Bombino - предположения

Пожалуйста сделайте следующие предположения при расчёте ЧПС проекта:

- После оценки всех рисков проекта вы определили, что 80% является подходящей ставкой дисконтирования для всех периодов*
- Оборудование подлежит равномерной амортизации за 5-летний период. Оборудование будет учтено по бухгалтерским счетам предприятия по исторической стоимости, переоценок не ожидается. Допустите, что оборудование не будет иметь остаточной стоимости через 5 лет.*
- Условия оплаты за отгруженную продукцию будут устанавливаться таким образом что, принимая во внимание рост реализации и темпы инфляции, увеличение оборотного капитала ежегодно составит:*

•

<i>год 0</i>	<i>1863 млн. руб.</i>
<i>год 1</i>	<i>298 млн. руб.</i>
<i>год 2</i>	<i>308 млн. руб.</i>
<i>год 3</i>	<i>321 млн. руб.</i>
<i>год 4</i>	<i>359 млн. руб.</i>
<i>год 5</i>	<i>396 млн. руб.</i>

Домашнее задание 2: АОВЗ и велосипеды Bombino - дополнительные предположения

Дополнительные предположения:

•Прогноз инфляции:

год 1	35%
год 2	20%
год 3	15%
год 4	12%
год 5	10%

- Допустите, что инфляция в равной степени повлияет на стоимость сырья и продажные цены**
- Текущий обменный курс: \$1=5 000 руб.**
- Ставка налогов составляет 35% и изменений в ближайшие 5 лет не ожидается**

Домашнее задание 2: АОВЗ и велосипеды Vombino - решение

Для исчисления ЧПС проекта необходимо рассчитать чистый денежный поток

Определите соответствующие денежные потоки и четко сформулируйте все предположения, которые будут использоваться в модели денежных потоков

Следующие затраты не являются добавочными и поэтому не относятся к данной категории:

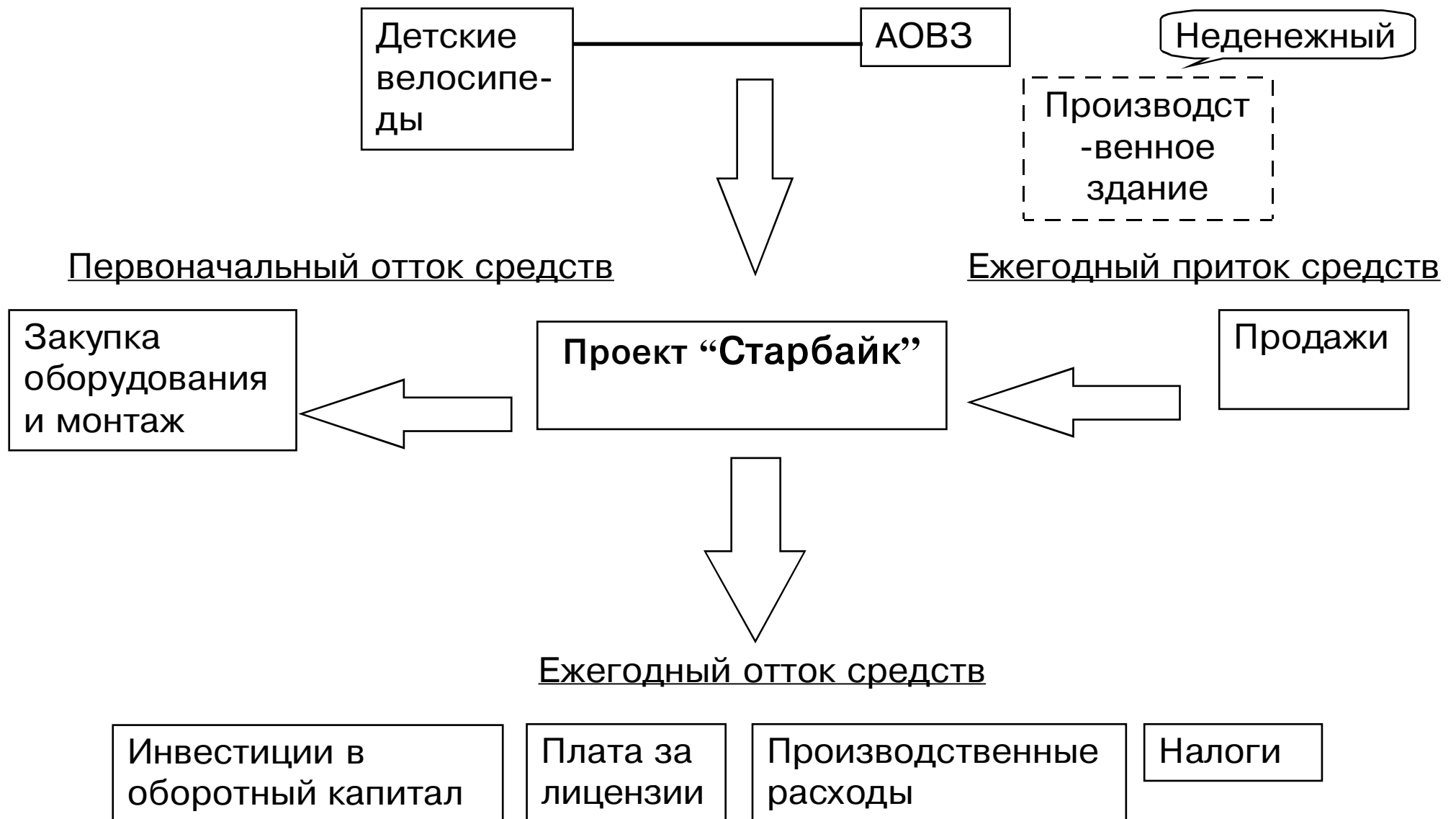
- Модернизация металлообрабатывающего оборудования представляет собой необратимые затраты и не включаются в модель (100 млн. руб. являются уже понесенными затратами)
- Использование существующего производственного здания не является статьей расходов денежных средств и не включается в модель. (Здание стоимостью 100 млн. руб. в расчет не берется)
- Заработная плата имеющихся работников не учитывается при рассмотрении денежных потоков, однако заработная плата дополнительного персонала будет учитываться

Домашнее задание 2: АОВЗ и велосипеды Bombino - решение (продолжение)

Соответствующие денежные потоки разделяются на две группы: поступления и выплаты. Они являются ежегодными/периодическими и первоначальными/единовременными.

- Первоначальные денежные выплаты:
 - закупка нового оборудования: 2 млрд. руб. (\$400 000 x (курс \$1 = 5000 руб.)
 - равномерная амортизация в течение 5 лет без остаточной стоимости
 - расходы по монтажу: 100 млн. руб.
- Ежегодные денежные поступления являются поступлениями от продаж:
 - 20000 шт. (1 год), 23000 шт. (2 год) и 25000 (3-5 год)
 - первоначальная цена 400 000 руб. (корректируется с учетом инфляции)
- Ежегодные денежные выплаты:
 - структура производственных расходов (приведена ранее)
 - платежи за пользование лицензиями в размере 4% от объема продаж за указанный период
 - 35% налог на прибыль
 - инвестиции в дополнительный оборотный капитал
- Дополнительные факторы
 - ставка дисконтирования: 80%
 - прогноз инфляции по годам: 35%; 20%; 15%; 12% и 10%

Домашнее задание 2: АОВЗ и велосипеды Bombino - решение (продолжение): относящиеся к проекту денежные потоки



Домашнее задание 2: АОВЗ и велосипеды Bombino - решение (продолжение)

Ежегодные поступления средств от продаж

	1 год	2 год	3 год	4 год	5 год
Продано шт.	20 000	23 000	25 000	25 000	25 000
Цена за шт. (тыс. руб.)	540	648	745	835	919
Реализация (млн. руб.)	10 800	14 904	18 630	20 866	22 952

(Цена за ед. продукции рассчитывается на основе первоначальной цены (400 тыс.руб.) скорректированной с учетом инфляции)

Ежегодные денежные выплаты для нужд производства

- Общие добавленные расходы составляют 65% от объема продаж (20%+25%+8%+2%+10%)
- Денежные выплаты для нужд производства по годам (Ежегодные продажи * 65%):
 - 7 020 млн.; 9 688 млн.; 12 110 млн.; 13 563 млн.; 14 919 млн.

Домашнее задание 2: АО ВЗ и велосипеды Vombino - решение (продолжение)

Ежегодный отток средств для инвестиций в дополнительный оборотный капитал, плата за пользование лицензиями и налоги (млн. руб.)

Налогооблагаемая прибыль за вычетом амортизации

- затраты на монтаж не капитализируются
- ежегодные амортизационные отчисления составляют 400 млн. руб.
{ $\$400\ 000 * 5\ 000$ } / 5}

	1 год	2 год	3 год	4 год	5 год
Реализация	10,800	14,904	18,630	20,866	22,952
Плата за лицензии	432	596	745	835	918
Доходы до уплаты налогов	2,948	4,220	5,375	6,068	6,715
Налоги	1,032	1,477	1,881	2,124	2,350
Прибыль	1,916	2,743	3,494	3,944	4,365
Плюс амортизация	400	400	400	400	400
Увеличен. оборот. кап.	(298)	(308)	(321)	(359)	(396)
Чист. ден. потоки	2,018	2,835	3,573	3,985	4,369

Домашнее задание 2: АОВЗ и велосипеды Vombino - решение (продолжение)

Прогнозы денежных потоков (в тыс. руб.)

	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
Продано ед. продукции		20,000	23,000	25,000	25,000	25,000
Инфляция	35%	20%	15%	12%	10%	10%
Цена продажи	400	540	648	745	835	918
Итого продажи		10,800,000	14,904,000	18,630,000	20,865,600	22,952,160
Дополнит. операт. расходы		7,020,000	9,687,600	12,109,500	13,562,640	14,918,904
Дополнительная амортизация		400,000	400,000	400,000	400,000	400,000
Платежи за лицензии		432,000	596,160	745,200	834,624	918,086
Доходы до уплаты налогов		2,948,000	4,220,240	5,375,300	6,068,336	6,715,170
Налоги		1,031,800	1,477,084	1,881,355	2,123,918	2,350,309
Чистый доход		1,916,200	2,743,156	3,493,945	3,944,418	4,364,860
Обратная амортизация		400,000	400,000	400,000	400,000	400,000
Вычесть треб. обор. средства	1,863,000	298,000	308,000	321,000	359,000	396,000
Закупка оборудования	2,000,000					
Расходы по установке	100,000					
Чистый денежный поток	-3,963,000	2,018,200	2,835,156	3,572,945	3,985,418	4,368,860

Домашнее задание 2: АОВЗ и велосипеды Bombino - решение (продолжение)

Расчет чистой приведенной стоимости

(Ставка дисконтирования: 80%)

Год	Чистый денеж. поток	Дисконтируйте путем расчета приведенной стоимости	Приведенная стоимость чист. ден. пот-ов (диск. ден. пот.)
1	2,018	$2,018/1.8$	1,121
2	2,835	$2,835/(1.8^2)$	875
3	3,573	$3,573/(1.8^3)$	613
4	3,985	$3,985/(1.8^4)$	380
5	4,369	$4,369/(1.8^5)$	231
Прибавить: приведенную стоимость			3,220
Вычесть: первоначальные инвестиции			3,963
Чистая приведенная стоимость			-743

Домашнее задание 2: АОВЗ и велосипеды Bombino - решение (продолжение)

Дисконтируя чистый денежный поток по ставке 80% получаем ЧПС в размере - 743млн. руб.



Дополнительная информация, подготавливаемая Совету директоров

- Сравните ставку дисконтирования со ставками кредитных учреждений, ЦБ и средней ставкой доходности ГКО
- Укажите, все ли риски отражены в приведенной вами ставке дисконтирования
- Проведите анализ чувствительности, т.е. рассчитайте ЧПС с более высокой или низкой ставкой дисконтирования (напр., 70% и 90%)

Домашнее задание 3: АОВЗ

Проблема:

Вы являетесь финансовым директором АОВЗ, и вы определили, что приобретение нового покрасочного оборудования сэкономит значительные средства в ближайшие пять лет. Вы оцениваете, что сокращение расходов составит 5 млрд. руб. в текущей стоимости. Новое оборудование будет стоить 1.5 млрд. руб. и заменит оборудование ликвидационной стоимостью 300 млн. руб. К несчастью, вы имеете только 98 млн. руб. в наличных и на банковских депозитах

Ваш баланс представлен на следующем слайде:

Требуется:

Разработать план, позволяющий финансировать приобретение нового покрасочного оборудования

Домашнее задание 3: АО ВЗ - покрасочное оборудование

АО Велосипедный завод
Балансовый отчет на 01/08/96
(в тыс. руб.)

Активы		Пассивы и акционерный капитал	
Долгоср. активы	1,791,000	Акционерный капитал	4,427,700
Нематериальные Основные средства	1,791,000	Пассивы	913,300
Краткоср. активы	3,550,000	Долгоср. задолженность	500,000
Тов.-мат. запасы	2,252,000	Краткоср. обяз-ва	413,300
Сырье	435,000	Рас. с бюдж. и по опл. тр.	260,000
Незав. произ-во	467,000	Расчеты с поставщ.	70,000
Готовая продукция	1,350,000	Краткоср. займы	83,300
Дебит. задол-ть	1,200,000		
Касса	98,000		
Итого активы	5,341,000	Итого пассивы и акционерный капитал	5,341,000

Домашнее задание 3: АОВЗ - решение

Сначала установим алгоритм решения:

- Финансирование необходимо для оборудования, т.е. капвложения
- Проект рассчитан на срок более одного года, поэтому следует использовать источники долгосрочного финансирования
- Прежде чем прибегнуть к внешним источникам финансирования, оцените, какой капитал может быть мобилизован за счет внутренних ресурсов
- Оцените возможность получения долгосрочного финансирования из всех источников (кредитование и акционерный капитал)
- Анализ баланса показывает
 - стоимость запасов сырья уже составляет 1 млрд. руб.
 - дебиторская задолженность необоснованно высока и превышает кредиторскую более, чем в 17 раз
 - большие запасы готовой продукции
 - чрезмерно большие запасы товарно-материальных ценностей
 - высокий уровень незавершенного производства (не забывайте о производственном цикле и используемых процессах)

Домашнее задание 3: АОВЗ - решение (продолжение)

Разработайте план получения финансирования для нового покрасочного оборудования

- Продажа подлежащего замене оборудования - 300 млн. руб.
- Продайте с большой скидкой любые морально устаревшие запасы
 - можно получить 200 млн. руб.
- Уменьшите морально неустаревшие запасы, предложив скидку за оплату наличными
- Продайте дебиторскую задолженность или предложите скидки за раннюю оплату
- Выровняйте дебиторскую и кредиторскую задолженность посредством активизации сбора дебиторской задолженности и удлинения срока выплаты кредиторской задолженности
 - достижимый максимальный результат находится на уровне 1 млрд. руб.
- Оставшуюся часть необходимого капитала можно получить с помощью банковских кредитов или выпуска новых акций.
 - для проекта такого масштаба лучшим источником долгосрочного финансирования, возможно, являются фонды “помощи”

Домашнее задание 4: Ваше предприятие

Требуется:

Для вашего собственного предприятия:

- 1. Определить проект, в котором вы заинтересованы, и который требует долгосрочного финансирования**
- 2. Разработать прогноз консолидированных денежных потоков на всё время проекта**
- 3. Принять ставку дисконтирования равной 40%**
- 4. Применить формулу ЧПС, используя ваш прогноз денежных потоков и фактор дисконтирования из пункта 3**
- 5. Подобрать наиболее вероятный источник финансирования для вашего проекта, основываясь на материалах, представленных сегодня. Будьте готовы объяснить, почему вы выбрали этот источник финансирования**
- 6. Во время следующего заседания вас попросят провести пятиминутную презентацию потенциальному инвестору. Ваш финансовый советник или иное лицо, ответственное за контакты, устроило вам встречу. Вы принесёте с собой на встречу свои бизнес-план, инвестиционный меморандум и проспект эмиссии. Что вы скажете потенциальному инвестору, чтобы он заинтересовался в достаточной степени и прочёл ваш бизнес-план?**

Домашнее задание 4: ваше предприятие - обсуждение

Введение:

- 1) Почему вы отобрали этот проект?***
- 2) Рассматривали ли вы другие проекты? Если да, почему они были отвергнуты?***
- 3) Имеет ли этот проект стратегический смысл для вашего предприятия? Почему?***
- 4) Какова ожидаемая отдача проекта? Поможет ли он снизить издержки, увеличить продажи, повысить конкурентоспособность, будет способствовать выходу на новые рынки?***
- 5) Кому он выгоден? Акционерам, клиентам, руководству?***
- 6) Будете ли вы инвестировать в данный проект?***

Домашнее задание 4: ваше предприятие - обсуждение (продолжение)

Необходимо учесть:

- 1) Все денежные поступления и выплаты, связанные с проектом*
- 2) Повышенную потребность в оборотном капитале*
- 3) Не обращать внимания на необратимые расходы (расходы прошлых периодов)*
- 4) Стоимость возможности, рассмотрев другие альтернативы*
- 5) Накладные дополнительные расходы (включают дополнительные расходы, но не перераспределение текущих расходов)*

Домашнее задание 4: ваше предприятие - обсуждение (продолжение)

Формула ЧПС :

$$\text{ЧПС} = (CF1/(1+k) + CF2/(1+k)^2 + CF3/(1+k)^3 + CF4/(1+k)^4 + CF5/(1+k)^5) - A$$

CF_n = прогнозируемый чистый денежный поток на период n проекта

A = первоначальные инвестиции

k = ставка дисконтирования

Домашнее задание 4: ваше предприятие - обсуждение (продолжение)

Какой тип финансирования был выбран вами?

Насколько этот источник соответствует вашему проекту?

Домашнее задание 4: ваше предприятие - обсуждение (продолжение)

В заключение:

- 1) Предприятия должны искать постоянного развития***
- 2) Для такого развития требуется финансирование***
- 3) Финансирование может быть внутренним для предприятия или из внешнего источника, оно может быть кратко- или долгосрочным***
- 4) Финансирование имеет стоимость***
- 5) ЧПС - лучший метод для выбора проекта. Объясните, что ЧПС определяет приведенную стоимость прогнозируемых денежных потоков в результате инвестиций, дисконтированную по стоимости капитала. Положительное значение показывает, что проект обеспечит доход, больший, чем стоимость капитала, и, следовательно, должен быть серьезно рассмотрен как заслуживающий доверия***
- 6) Внешнее долгосрочное финансирование может быть финансированием заемным или акционерным капиталом***
- 7) Инвесторы требуют важную информацию (бизнес планы, инвестиционные меморандумы, проспекты эмиссии) в структурированном формате, так, чтобы они смогли определить прибыльность проекта***