7 СТУПЕНЕЙ

ПРИЦЕЛЬНЫЕ ФИНАНСЫ

АНАЛИЗА ИНВЕСТИЦИЙ В РЕАЛЬНЫЕ АКТИВЫ

РОССИЙСКИЙ ОПЫТ

Т. В. Теплова

ЭКСМО

УДК 330
ББК 65.263
Т 34

Теплова Т.В.
Т 34 7 ступеней анализа инвестиций в реальные активы. Российский опыт / Т. В. Теплова. — М. : Эксмо, 2009. — 368 с. — (Прицельные финансы).

ISBN 978-5-699-28047-6

В книге рассматривается комплекс вопросов, связанных с принятием инвестиционных решений в условиях российской экономики. В частности, раскрываются принципы управления инвестиционным процессом в компании, приводятся этапы реализации инвестиционного проекта и методы оценки его эффективности, а также ловушки, которые наиболее часто встречаются в инвестиционной деятельности.

Оригинальный формат подачи материала, облегчающий восприятие, а также живые практические примеры с разбором типичных ошибок дают представление о правилах принятия решений в условиях нестабильной внешней среды. Обобщены как практические наработки успешных компаний («Лукойл», «Уралкалий», группа «Разгуляй» и т.п.), так и результаты академических исследований, посвященных аналитике инвестиционного выбора.

Для практикующих финансовых менеджеров и инвестиционных аналитиков, а также для аспирантов и студентов, изучающих проблемы оценки инвестиций.

УДК 330
ББК 65.263

ISBN 978-5-699-28047-6

© ООО «Издательство «Эксмо», 2008

Содержание

ГЛАВА 1. *Первый шаг в инвестиционной аналитике — обоснование направлений инвестирования* . . 4

ГЛАВА 2. *Финансовая модель инвестиционного решения* 46

ГЛАВА 3. *Обоснование метода оценки инвестиционного проекта* 84

ГЛАВА 4. *Устойчивость выгод инвестиционного решения* 152

ГЛАВА 5. *Стоимость управленческой гибкости в инвестиционных решениях* 220

ГЛАВА 6. *Управленческая поддержка реализации инвестиционной идеи* 256

ГЛАВА 7. *Экономический мониторинг инвестиционного проекта* 286

КЕЙС ПО КУРСУ *«Разработка инвестиционной стратегии и анализ инвестиционных решений* . . 328

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. *Матрица рисков* 356

ПРИЛОЖЕНИЕ 2. *Прогноз прибылей и убытков по монгольской части проекта* 358

ПРИЛОЖЕНИЕ 3. *Прогноз прибылей и убытков по российской части проекта* 360

ПРИЛОЖЕНИЕ 4. *Прогноз движения денежных средств по проекту в целом* 362

Глава 1. Первый шаг в инвестиционной аналитике — обоснование направлений инвестирования

Что понимают под инвестициями? Какие инвестиции бывают?

Под **инвестициями** обычно понимают поток вложенных средств, отвлеченных с определенной целью от непосредственного потребления.

Три класса объектов инвестирования, которые формируют инвестиционный рынок.

1. Реальные инвестиции (капитальные вложения).
2. Финансовые инвестиции (вложения в ценные бумаги, банковские депозиты и т.п.).
3. Инновационные инвестиции (создание новых продуктов (услуг), технологий, моделей управления (бизнес-моделей)). Включают как создание или покупку новации, так и ее внедрение в реализуемые инвестиционные решения. Создаются объекты интеллектуальной собственности.

В направлениях инвестирования функционирующей компании целесообразно различать:

1) реальные инвестиции, традиционно обозначаемые термином «капитальные вложения»;

2) финансовые инвестиции;

3) инвестиции в интеллектуальный капитал.

Реальные инвестиции направляются в основном на поддержание и развитие материального производства и сферы услуг. Включают в себя:

- капитальные вложения (инвестиции в основной материальный капитал компаний);
- затраты на капитальный ремонт;
- инвестиции на приобретение земельных участков и объектов природопользования;
- инвестиции в недвижимость.

К реальным инвестициям относят также вложения в драгоценные металлы (золото, серебро, платина, палладий) и драгоценные камни (природные минералы: алмазы, изумруды, сапфиры, рубины). Как объекты реального инвестирования также рассматривают предметы коллекционирования (так называемые коллекционные ценности: монеты, марки, произведения искусства) и антиквариата.

К финансовым инвестициям относят вложения средств на приобретение ценностей ФОНДОВОГО рынка (государственные краткосрочные облигации — ГКО, облигации федерального займа — ОФЗ, акции и корпоративные облигации и др.) и ДЕНЕЖНОГО рынка (валюта, депозиты, межбанковские и коммерческие кредиты и др.).

Три большие группы участников инвестиционного рынка постоянно занимаются анализом и отбором инвестиционных предложений. Во-первых, это нефинансовые компании, в структуре которых преобладают реальные инвестиции в форме капитальных вложений и капитального ремонта. Инвестирование в новые активы, приносящие доход, является наиболее очевидным средством роста капитала для собственников (акционеров) компании. Источником создания новой стоимости является способность создавать потоки денежных средств от инвестиций, которые превышают требуемый уровень отдачи. Если инвестиции компании повышают ее конкурентоспособность и обеспечи-

Кто принимает инвестиционные решения?

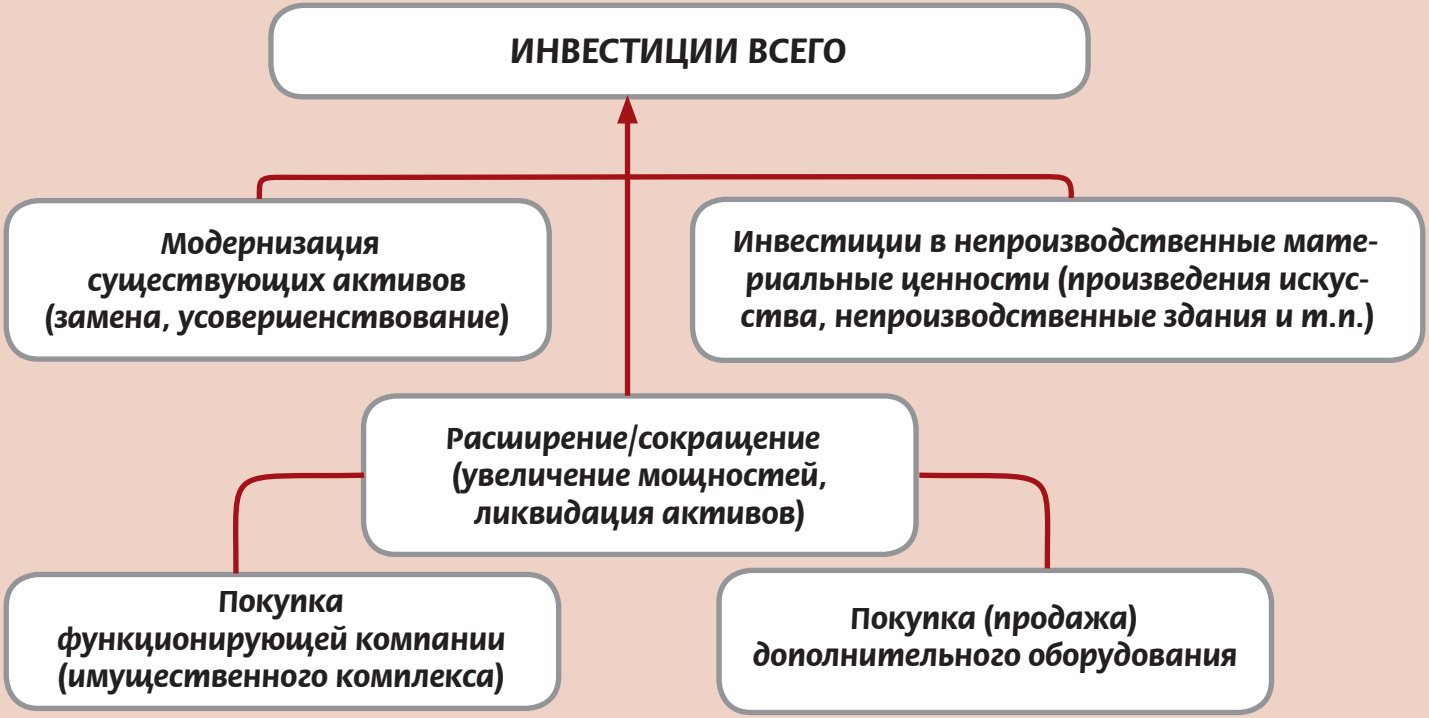
Нефинансовые компании (промышленные, торговые, строительные и другие)	Диверсифицированные компании (группы) Специализированные компании
Профессиональные игроки финансового рынка	Фонды прямых инвестиций Хедж-фонды Инвестиционные банки, паевые инвестиционные фонды, страховые компании
Частные инвесторы	Предприниматели, реализующие собственные бизнес-идеи Бизнес-ангелы
Государство	Суверенные фонды Социальные и инфраструктурные проекты

вают прирост доходности капитала, то стоимость компании увеличивается, и ее владельцы становятся богаче. В противном случае инвестиции, формально увеличивая пассивы баланса (за счет привлечения дополнительных средств), приведут к снижению стоимости компании. Рыночная оценка капитала компании будет падать в результате снижения конкурентоспособности и финансовых показателей.

С 2000-х годов существенную роль в принятии инвестиционных решений в форме стратегического финансового инвестирования стали играть фонды прямых инвестиций (private equity). Еще десятилетие назад компании, реализовывающие поглощение в качестве стратегического инвестора, имели фору перед фондами прямых инвестиций, так как могли обеспечить оплату покупки как собственными акциями, так и деньгами. Более того, рынок существенно доплачивал за потенциальное улучшение качества управления, что позволяло стратегическому инвестору-покупателю платить премию к фундаментальной цене. В последние годы (начиная с 2002 года, после краха интернет-пузыря и терактов 11 сентября 2001 года) из-за дешевизны заемных средств фонды прямых инвестиций и хедж-фонды стали привлекать огромные финансовые ресурсы и стали легко входить в капитал интересных для них компаний. Мировые компании прямого инвестирования выходят и на российский рынок: TPG, Permira, Blackstone. Значимыми игроками становятся фонды, созданные специально под инвестирование в российскую экономику: Baring Vostok Capital Partners, Delta Private Equity, Alfa Capital Partners, Russia Partners. Особенность их работы — фиксированный срок участия в капитале (обычно не более 7 – 10 лет) и существенное влияние на принятие решений в компаниях. Такую возможность дает им владение блокирующим или контрольным пакетом акций (например, как в компаниях «Яндекс», «Голден Телеком», «Нидан»).

Хедж-фонды и инвестиционные компании (банки) инвестируют на еще меньший срок (1 – 2 года) и часто занимают позицию миноритарных акционеров. Новая редакция закона об акционерных обществах позволяет им активно проводить свою политику в компаниях и защищать свои интересы.

Базовые направления реального инвестирования



Крупнейшими инвестбанками на российском рынке являются: «Ренессанс Капитал», «Тройка Диалог», UBS, «Альфа-банк», «Уралсиб», J.P. Morgan, Lehman Brothers, Nomura. Единственная возможность для стратегических инвесторов, которых на рынке еще часто называют «профильными», «переиграть» профессиональных инвестиционных игроков — использование в финансировании сделки различных инструментов. Выбор из имеющихся инструментов и конструирование новых — область компетенций финансовых менеджеров.

Третья группа, активно интересующаяся вопросами инвестиционного анализа, — физические лица, направляющие собственные средства на реализацию своих идей или выступающие как бизнес-ангелы.

Следующие черты характеризуют бизнес-ангелов:

1) миноритарное владение компанией;

2) одновременная реализация не более 3 – 4 проектов;

3) наличие постоянной работы в другой компании, например, в собственном бизнесе;

4) большой опыт практической работы, сформированный в качестве наемного менеджера или на собственных бизнес-проектах.

В книге Бенджамина Д.А., Моргулиса Д. «Руководство для бизнес-ангелов: как получить прибыль, инвестируя в растущий бизнес» (М.: Вершина, 2007) приведены примеры фантастической доходности, которую могут получить частные инвесторы. Например, компания Siena Corporation принесла бизнес-ангелу К. Кимберленду за трехлетний период (с 1994 по 1997 год) отдачу на вложенные средства 11 500%. Проблема заключается в том, что авторы настаивают на выполнении правила «2 – 6 – 2». Это правило показывает, что в двух случаях из десяти инвестор полностью потеряет свой капитал, в шести случаях из десяти проект сможет окупиться и покажет уровень доходности в пределах, требуемых на рынке, и только в двух случаях инвестор может надеяться на сверхдоходность. Таким образом, существует только 20%-ная вероятность того, что проект можно будет счесть успешным.

Инвестиционные решения и соответственно инвестиционная деятельность могут быть хаотич-

Управление инвестиционным процессом в компании в рамках стоимостного управления: от VBM к VBI (value based investment)

VBM (value based management) — управление стоимостью компании, концепция менеджмента, предполагающая построение комплекса мер по увязке стратегических и оперативных решений в компании (инвестиционных, финансовых, операционных) с анализом ее стоимости.

Принципы:

1. Выявление инвестиционных приоритетов в соответствии со стратегическими целями компании и с факторами создания стоимости.
2. Построение управленческой системы (процессы, организационная структура, технологии, автоматизация, компетенция персонала), позволяющей наращивать стоимость компании за счет интеграции инвестиционных и финансовых решений, финансового и интеллектуального капитала.

ными, импульсивными, не увязанными с общими стратегическими целями компании, а могут подчиняться определенной **инвестиционной политике**. Инвестиционная политика предполагает наличие приоритетов при рассмотрении альтернативных вариантов инвестирования. Обычно компании отслеживают происходящие на рынке тенденции, учитывают внутренние возможности роста и на этой основе формируют инвестиционную политику (например, быстрого или медленного роста, внешнего роста через покупку функционирующих компаний или внутреннего, через создание необходимого набора активов и т.п.). Осуществление инвестиционной деятельности как осознанного, имеющего целевое наполнение, последовательного, организованного процесса рассматривается как инвестиционная политика.

Высшей формой инвестиционной политики является **инвестиционная стратегия**, когда выбор инвестиционных решений, отбор проектов, принятие инвестиционной программы (включая как расширение основного капитала, так и сокращение его), а также разработка бюджета капитальных вложений согласованы с общей стратегией развития компании и с ее функциональными стратегиями (инновационной, маркетинговой, финансовой, логистической, создания компетенций и т.п.). Отличительная черта в разработке инвестиционной стратегии — рассмотрение большого количества инвестиционных альтернатив с учетом влияния внешних сил на инвестиционную, операционную и финансовую деятельность компании.

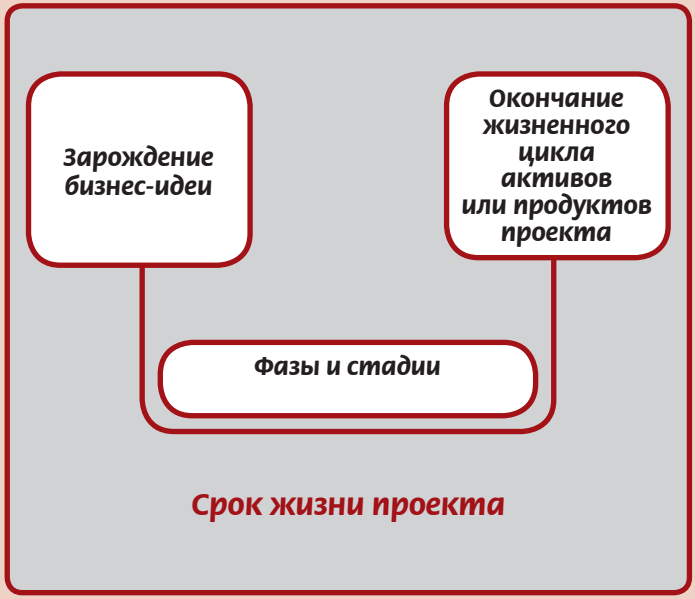
В традиционном рассмотрении между моментом инвестирования и получением целевого эффекта имеет место временной лаг. Необходимость увязки сделанных инвестиций с размазанной во времени отдачей как в аналитических целях, так и для организации процессов планирования, контроля, мотивации приводит к необходимости введения понятия **инвестиционный проект**.

По своей сути инвестиционный проект — это обоснование экономической целесообразности, объемов и сроков осуществления инвестиций в рамках разработанной проектно-сметной документации. Сам по себе инвестиционный проект не несет стратегической нагрузки. Отождествление

Значимость работы с понятием инвестиционный проект

«Проект» — комплексное, не повторяющееся мероприятие по достижению поставленной цели, ограниченное по времени, бюджету и ресурсам.

Ивестиционный проект компании — комплекс взаимосвязанных мероприятий, сопровождающий достижение поставленных целей в течение ограниченного периода времени через изменение величины и структуры основного капитала компании.



проектного и стратегического инвестирования неправомерно.

Перечень практических действий по поэтапному осуществлению инвестиций часто трактуется в терминах бизнес-плана. Введение проектного инвестирования означает для компании:

1) четкую фиксацию цели (целей);

2) ограничение определенных мероприятий (прежде всего процесса инвестирования) временны́ми рамками;

3) координированное выполнение мероприятий, что предполагает использование различных механизмов согласований, утверждений, исполнений;

4) уникальность данного процесса. При этом по части проектов уникальными могут быть только отдельные элементы.

Следует разделять проекты и по степени уникальности, а соответственно по невозможности применения хорошо известных и отработанных приемов и методов.

Выделение и формирование проекта как комплекса мероприятий реализуется через различные механизмы управления — графики работ (для введения временны́х ограничений), планы, бюджеты, сметы (для удовлетворения финансовых ограничений), через контроль и мотивацию (для достижения целей). Координация и системное управление осуществляются через целенаправленно подготовленные для проекта технико-технологические, организационные, расчетно-финансовые, правовые документы. Связь с существующим бизнесом поддерживают внутренние нормативные документы: положения о принятии инвестиционного проекта и программы, положения о бюджетировании, о материальном стимулировании и т.п.

Ряд компаний в связи с особенностями бизнеса использует исключительно попроектную форму инвестирования, например геологоразведка, бурение, разработка продуктов (услуг) под заказчика. В успешных компаниях с хорошо поставленным процессом управления инвестиционные решения анализируются в терминах проектного анализа и реализуются через проектное управление. Любое приобретение внеоборотных активов оформляется в виде инвестиционного проекта.

Разработка инвестиционной программы в рамках управления стоимостью — акцент на реализацию стратегии

Анализ конкурентных преимуществ, формирование стратегии и проектов, реализующих эту стратегию по алгоритму «сверху вниз»

+

Инициация инвестиционных предложений «снизу вверх» и проверка их на соответствие стратегии, на коммерческую эффективность

↓

Отбор проектов, связанных со стратегией, ранжирование их

Формирование «банка» прочих проектов

Формирование портфеля проектов с учетом:
а) реализации стратегии;
б) диверсификации капитала и снижения рисков;
в) поиска потенциально интересных новых направлений развития

Формирование инвестиционной программы на ряд лет, формирование инвестиционного бюджета

Выбор проектной формы аналитики и попроектного управления определяется следующим:

1) тем, что инвестиции и эффекты по ним разделены во времени, выгоды часто имеют приростной характер (например, для инвестиций в расширение деятельности, в экономию издержек);

2) достижение целей возможно разными путями, с использованием различных ресурсов и с разной скоростью, поэтому возникает проблема сопоставления альтернатив, когда необходимо ранжировать по инвестиционной привлекательности различные варианты инвестиционных затрат и выгод во временной привязке;

3) любое инвестиционное решение требует разработки набора организационных мероприятий, его поддерживающих;

4) инвестиции в создание долгосрочных материальных активов часто предполагают денежные оттоки в оборотные средства (запасы, в дебиторскую задолженность), которые также должны трактоваться как инвестиции и учитываться при проведении финансового анализа. Необходимым элементом ряда инвестиционных решений является создание или покупка новаций;

5) условия реализации проекта могут измениться в результате действий государства (изменение законов, норм, правил), но выгоды инвестора по проекту должны быть защищены в целях создания благоприятного инвестиционного климата; для того чтобы воспользоваться этой защитой, необходимо выделение проекта из текущей деятельности компании;

6) управление инвестициями в условиях высокой нестабильности внешней среды не должно быть пассивным, т.е. не должно реализовываться по заранее расписанному плану, так как изменения среды могут быть благоприятны для развития проекта (переключения на другие продукты или расширение ранее выбранного масштаба).

При крайне неблагоприятных внешних условиях возможна постановка вопроса о выходе из проекта, но для этого следует проводить мониторинг реализуемых задач на всем протяжении зафиксированного срока жизни проекта. Сложность управления проектом может стать еще одним критерием, который будет учитываться при сопоставлении альтернатив (кроме величины инвестиционных затрат и денежных выгод).

Стратегический подход к выбору направлений инвестирования. Ключевые вопросы

ГДЕ МЫ НАХОДИМСЯ СЕЙЧАС?

Оценка прошлой деятельности (конкурентоспособности и эффективности). Фиксация ключевых факторов успеха. Оценка совпадения интересов различных заинтересованных в присутствии компании на рынке групп (стейкхолдеров).

Анализ рынков и конкуренции. Прогнозы положения компании с изменением внешней среды. Определение стратегических ресурсов и способностей.

ГДЕ МЫ ХОТИМ БЫТЬ? КАКИМИ МЫ БУДЕМ?

Разработка миссии, видения компании, дерева целей. Разработка стратегических альтернатив, оценка их достижимости и эффективности, ранжирование альтернатив. Оценка стратегических преимуществ. Выбор направлений роста.

ЧТО НАМ МЕШАЕТ?

Выявление проблемных зон. Структурирование факторов неопределенности, оценка рисков (операционных, финансовых). Выявление недостающих компетенций (отсутствие лидерства, воли, мотивированности персонала, команды).

ЧТО МЫ ДОЛЖНЫ СДЕЛАТЬ?

Формирование перечня задач, действий, перевод их в планы (производственные, финансовые, маркетинговые, кадрового развития и т.п.).

Эффективным механизмом управления инвестиционной деятельностью организации для реализации целей ее общего развития в рыночных условиях выступает **инвестиционная стратегия**. Инвестиционную стратегию можно определить как генеральное направление (программу, план) инвестиционной деятельности организации, которое соответствует общекорпоративной стратегии гармонизации интересов по функционированию компании и направлениям использования денежных потоков всех заинтересованных лиц. **Инвестиционная стратегия** определяет приоритеты направлений и форм инвестиционной деятельности, характер формирования инвестиционных ресурсов, последовательность этапов реализации долгосрочных инвестиционных целей.

При формализации целей бизнес-идеи, требующей инвестиций, следует учитывать требование соблюдения пяти критериев. Эти критерии в литературе часто обозначаются как SMART-критерии:

- *конкретность (specific) — т.е. достижение понятных и обозначенных для заинтересованных лиц целей и задач;*
- *измеримость (measurable) — т.е. подкрепление устанавливаемых целей (интересов) количественными показателями (финансовыми и нефинансовыми), обычно используется дерево или пирамида показателей, позволяющих диагностировать достижение цели;*
- *достижимость (реализуемость) (achievable) — т.е. наличие согласованности интересов у реализующих групп (менеджмента, владельцев капитала, персонала, контрагентов, общества) и отсутствие противоречивости в задачах, поддерживающих достижение цели;*
- *значимость (relevant) — т.е. выделение ключевых точек диагностирования достижения цели, с возможностью гибкого отклонения (отхода) от ряда промежуточных результатов (этот критерий оставляет возможность гибкого поведения при достижении поставленных целей);*
- *определенность во времени (timed/timed-bound) — ограничение временного периода достижения цели.*

Выбор места и роли компании на рынке (миссия)

Ключевые вопросы

МЕСТО КОМПАНИИ НА РЫНКЕ

- *Что представляет собой продукт (базовый или новый) компании (какие потребности удовлетворяет, с каким качеством и ценой)?*
- *На какие рынки ориентирован продукт (продукты, услуги)?*
- *Кто основные потребители?*
- *Какие технологии используются для производства и реализации?*

ЦЕЛИ КОМПАНИИ

- *На что ориентирована компания (устойчивость позиции / лидерство)?*
- *Каково отношение к риску?*
- *Как оценивает эффективность, чьи интересы первичны (акционерная модель, стейкхолдерская модель)?*

ФИЛОСОФИЯ КОМПАНИИ

- *Какие основные ценности развивает компания и проект?*
- *Как инвесторы понимают бизнес-этику?*
- *Каковы подходы к принятию решений?*
- *Как строятся взаимоотношения с персоналом?*
- *Как компания взаимодействует с клиентами и внешней средой?*
- *Как инвесторы понимают свою социальную ответственность?*

ИМИДЖ КОМПАНИИ

- *Как компания хотела бы выглядеть в глазах клиентов, поставщиков, кредиторов, потенциальных инвесторов в собственный капитал и социума в целом?*

Стратегический подход к реализации инвестиционной деятельности неразрывно связан с понятием рыночной стоимости компании. Рыночная стоимость позволяет количественно оценить и сопоставить различные варианты реализации стратегии.

Этапы разработки инвестиционной стратегии (подход «сверху вниз»)

- Определение привлекательных сфер деятельности.
- Сравнение с существующими и потенциальными конкурентами.
- Анализ существующих стратегических ресурсов («корневых компетенций»).
- Возможность проникновения в желательные сферы бизнеса (самостоятельно либо в альянсе).
- Возможности реализации инвестиционных альтернатив, оценка общей управляемости и отдельных ее сегментов.

Этапы разработки инвестиционной стратегии (подход «снизу вверх»)

- Определение элементов конкурентоспособности бизнеса (оценка форм и методов поддержания/смены конкурентной позиции).
- Позиционирование бизнеса (качество, цена, издержки, наличие компетенций).
- Определение возможных «траекторий» развития бизнес-единицы за счет инвестиционных решений, ранжирование альтернатив развития.
- Определение места измененной бизнес-единицы в общей структуре компании.
- Выявление видов необходимой кооперации бизнесов (реализация общекорпоративной синергии).

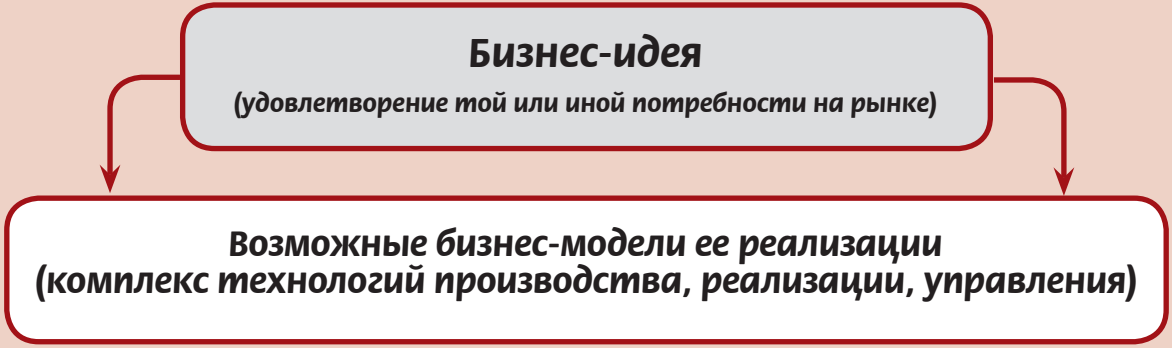
Стоимость — интегральный показатель экономической эффективности компании и проекта

Стоимость (value) — приведенная к моменту анализа оценка денежных выгод, порождаемых имеющимися и создаваемыми ресурсами. Операция приведения подразумевает учет риска получения денежных выгод.

Преимущества:

1. Учет будущих выгод (чистых денежных поступлений или прибыли).
2. Рассмотрение длительного временного промежутка.

Цель выделения инвестиционного проекта — поиск наилучших вариантов реализации бизнес-идеи, проверка на жизнеспособность бизнес-модели через анализ финансовой модели



Финансовая модель — определение ключевых факторов бизнеса, денежный обсчет затрат и результатов, оценка эффективности. Позволяет выявить кассовые разрывы, оценить целесообразность инвестирования.