

ТЕМА 4. БЮДЖЕТУВАННЯ ТА АНАЛІЗ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ

1. Бюджетування грошових потоків інвестиційного проекту.
2. Аналіз грошових потоків.
3. Сутність чистого грошового потоку (Cash-flow).

с/р: Поняття інвестиційного проекту та управління ним.
Стратегічні міркування у процесі інвестування капіталу.

1. Бюджет – оперативний фінансовий план, який як правило складають за рік, що відображає вхідні і вихідні грошові потоки по операційній, фінансовій та інвестиційній діяльності. На практиці використовують два види бюджетів: поточний і капітальний.

На практиці прийнято вважати, що для впорядкування звітності потрібна система бюджетів, які складаються на основі операційних бюджетів. Як звичайно складають **три види бюджетів від операційної діяльності:**

- 1) бюджет руху грошових коштів;
- 2) бюджет доходів і видатків;
- 3) бюджет за балансовим листом;

Бюджет руху грошових коштів визначає грошові потоки. Основними завданнями цього бюджету є контроль, забезпечення і планування платоспроможності підприємства.

Завдання **бюджету доходів та видатків** визначити фінансовий результат підприємства;

Бюджет за балансовим листом визначає майбутній стан плану рахунків, тобто майбутнє значення балансових статей активів і пасивів.

Бюджет капітальних інвестицій на основі вибраного критерію рентабельності інвестицій дозволяє передбачити, які активи слід купити, або створити. Бюджет капітальних витрат знаходить своє відображення в бюджеті руху грошових коштів, бюджеті про фінансові результати, бухгалтерському балансі. При бюджетуванні капіталовкладень слід враховувати показники економічної ефективності: період окупності, чисту теперішню вартість, ставку дохідності.

Процес інвестування може бути поділений на чотири основні етапи.

1) Генерація проекту - пошук інвестиційних можливостей у рамках стратегії компанії - керівництво вирішує, до якого ступеня потрібно децентралізувати інвестиційний процес. Тут визначаються перевірка і детальний аналіз (включаючи розробку окремого капітального бюджету) інвестиційних проектів, що повинні бути передані керівникам підпорядкованих підрозділів;

2) Оцінка проекту - необхідно ретельно вивчити і врахувати вплив на інвестиційний процес таких факторів, як ринки, стан економіки, виробництво, фінанси та люди; визначити чисті надходження та співвідношення вигод і стратегічної цілі проекту з ризиком та обмеженнями для організації

3) Затвердження проекту - пропозиція передається через різні рівні затвердження організаційної ієрархії до тих пір, поки нарешті не буде прийнята або відкинута (підготовка і затвердження загальних капітальних витрат, що плануються за річними бюджетами; звернення із запитом на затвердження коштів по кожній із пропозицій з наданням усіх необхідних додаткових матеріалів на кожний додатковий рівень затвердження у структурі організації);

4) Реалізація проекту – контроль, оцінка реалізації та очікуваного результату інвестиційного рішення.

2. Критерії грошових потоків:

1. Відмінність між балансовим прибутком і грошовим потоком.
2. Визначення грошових потоків з неопрацьованих первинних даних.
3. Визначення грошових потоків на основі прогнозних фінансових звітів.
4. Змінні грошові потоки.
5. Віднесення грошових потоків до інвестиційного проекту.
6. Врахування матеріальних і нематеріальних грошових потоків.

Відмінність між балансовим прибутком і грошовим потоком

Необхідно розрізнити грошовий потік від балансового прибутку. **Грошовий потік** — це прибуток від інвестиційного проекту після оподаткування, але перед нарахуванням амортизації, виплатою відсотків і дивідендів. Якщо розглядати грошовий потік і прибуток протягом усього життєвого циклу проекту, то вони будуть ідентичними, але їх розподіл у часі виявиться різним. З огляду на вартість грошей у часі

розподіл платежів у часі відіграє надзвичайно велику роль. **Чисті грошові потоки показують** різницю між надходженням грошових потоків за проектом і їх відтоком. **Вони демонструють**, чи варто реалізовувати інвестиційну пропозицію, на відміну від оцінок, що ґрунтуються на принципах бухгалтерського обліку, які визначають, наприклад, як швидко потрібно амортизувати капітальну інвестицію. Немає сенсу звертати увагу на амортизацію, оскільки вона вже була врахована як відтік капіталу у першому році (роках) інвестиційного проекту. Так само не варто враховувати відсоткові платежі, оскільки вони вже враховані у дисконтній ставці, яка використовується для дисконтування грошових потоків.

Існує ще два міркування, які дають змогу пояснити відмінність між грошовим потоком від інвестиційного проекту і балансовим прибутком. По-перше, кошти, що знаходяться на рахунку прибутків і збитків на першому році і підлягають оподаткуванню, вираховуються з прибутку цього самого року, але на практиці більшість податків сплачується наступного року. По-друге, рахунок прибутків і збитків не бере до уваги витрати оборотного капіталу. Відмінності між грошовим потоком і балансовим прибутком

Проте зрідка визначення грошових потоків за інвестиційним проектом є досить нескладним. Існує два шляхи встановлення грошових потоків для подальшого їх використання в інвестиційному аналізі:

- з неопрацьованих первинних даних;

- з уніфікованих форм фінансової звітності, таких як звіт по прибутках і збитках і баланс.

Визначення грошових потоків з неопрацьованих первинних даних

У даному разі необхідно скласти разом передбачені грошові потоки і не чіпати інформацію з прогнозованого на майбутнє звіту про прибутки і збитки.

Визначення грошових потоків на основі прогнозних фінансових звітів

У більшості випадків потреба в оборотному капіталі може бути розрахована на основі інформації, наведеної у балансі. **Визначаються вартість запасів і дебіторська заборгованість** (тобто товари були реалізовані, але гроші не були отримані, оскільки клієнти взяли їх у кредит) мінус кредиторська заборгованість (тобто, коли матеріали отримуються від постачальників у кредит і за них ще не розрахувалися).

Незворотні витрати — це витрати, які вже було здійснено і вони не приносять жодних вигод, а додаткові надходження можуть бути отримані лише за умови подальшого інвестування коштів. Цей принцип схожий з тим, коли замість запланованого невеликого прибутку одержали значний прибуток. Наприклад, немає сенсу включати до грошового потоку здійснені раніше витрати на придбання земельної ділянки у разі, коли на поточний момент планується збудувати на ній будівлю, оскільки витрачені на придбання ділянки кошти є незворотними витратами.

Віднесення грошових потоків до інвестиційного проекту

Альтернативна вартість. ***Аналіз інвестиційних проектів в цілому полягає у порівнянні одного інвестиційного проекту з іншим.*** Помилковим є припущення, що при розгляді нового проекту необхідно порівнювати за категоріями “перед” і “після”, а не за категорією “або — або”. Наприклад, при вирішенні питання щодо будівництва нового цеху на ділянці землі альтернативним буде питання продажу ділянки, яка за попереднім планом відводиться під забудову. Ринкова вартість ділянки уособлює альтернативну вартість інвестування. Для визначення альтернативної вартості активів варто, де це можливо, використовувати ринкову вартість.

Врахування матеріальних і нематеріальних грошових потоків

При оцінці інвестицій, з одного боку, враховуються нематеріальні втрати і вигоди, які можуть вплинути на діяльність підприємства. Аналіз затрат і вигод (СВА), з іншого боку, забезпечує глобальніший аналіз, ніж більшість інвестиційних оцінок, і спрямовується на встановлення затрат і вигод для суспільства в цілому, для всіх акціонерів, а не тільки для підприємства.

Нематеріальні затрати і блага включають питання безпеки, покращення якості, моралі робітників та іміджу підприємства. **Їх можна поділити на дві категорії:** ті, які за певних міркувань можуть бути конвертовані у грошовий еквівалент, і ті, з якими це зробити неможливо з огляду на їх якісну природу.

Конвертація у грошову вартість. Покращення якості продукту або скорочення часу поставок може бути конвертоване у грошову вартість.

Якісні витрати і блага. Найчастіше до цієї категорії належать витрати і блага, що мають відношення до суспільства в цілому. Прикладом може слугувати інвестиція, яка впливає на якість повітря, або інвестиція, пов'язана з вигодами, що мають відношення до робочої сили (тобто такі, як покращення життєвого середовища працівників — додаткові їдальні, кафе, магазини, спортивні споруди та ін.). За цих обставин варто використовувати аналіз, що ґрунтується на показнику чистої теперішньої вартості. Це дозволяє компанії побачити “ціну”, яка сплачується за ці якісні елементи. Наприклад, підприємство може

розрахувати теперішню вартість витрат при інвестуванні і оцінити, чи варті нематеріальні блага таких витрат.

3. Показник *Cash-flow* почав використовуватися в 50-х роках ХХ століття американськими аналітиками при аналізі цінних паперів та звітності підприємств. Чистий рух грошових коштів у результаті операційної діяльності прийнято позначати як операційний *Cash-flow*, чистий рух коштів від інвестиційної діяльності — як інвестиційний *Cash-flow*. Різниця між вхідними та вихідними потоками в рамках фінансової діяльності (у вузькому розумінні) — *Cash-flow* від фінансової діяльності.

Чистий *Cash-flow* (рух грошових коштів) по підприємству за звітний період розраховується як арифметична сума *Cash-flow* від усіх видів діяльності. Він дорівнюватиме приросту грошових коштів та їх еквівалентів за означений період.

Основою розрахунку загального *Cash-flow* є **операційний *Cash-flow***, який характеризує величину чистих грошових потоків, що утворюються в результаті операційної діяльності, тобто частину виручки від реалізації, яка залишається в розпорядженні підприємства в певному періоді після здійснення всіх грошових видатків операційного характеру. Цей показник можна розглядати як критерій оцінки внутрішнього потенціалу фінансування підприємства. Достатній розмір операційного *Cash-flow* створює сприятливі передумови для залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел. **Наявність операційного *Cash-flow* характеризує здатність підприємства:**

- а) фінансувати інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел;
- б) погашати фінансову заборгованість;
- в) виплачувати дивіденди.

Операційний *Cash-flow* та загальну суму грошових надходжень у рамках інвестиційної діяльності можна розглядати як внутрішнє джерело фінансування.

Базу для визначення *Cash-flow* від операційної діяльності утворюють дані звіту про фінансові результати (про прибутки і збитки) та баланс підприємства. Серед економістів до цього часу немає єдності щодо методології визначення *Cash-flow*. **Класичний спосіб** розрахунку операційного *Cash-flow* полягає в тому, що до чистого прибутку підприємства (після оподаткування) за визначений період додаються амортизаційні відрахування, нараховані у цьому самому періоді, та приріст забезпечень.

Якщо від «класичного» (брутто) *Cash-flow* відняти суму нарахованих дивідендів, то одержимо — нетто *Cash-flow*. Однак при використанні цього підходу до визначення чистого грошового потоку не враховуються зміни у складі поточних активів та пасивів, які також суттєво впливають на величину грошових коштів підприємства.

На практиці поширення набули **два основні методи розрахунку *Cash-flow*** від операційної діяльності, які враховують згадані зміни у складі оборотних активів і поточних зобов'язань і передбачають віднесення процентів за користування позичками до складу операційних витрат:

1. Прямий метод, при використанні якого чистий грошовий потік (*Cash-flow*) від операційної діяльності розраховується як різниця між вхідними та вихідними грошовими потоками, що мають безпосереднє відношення до операційної діяльності підприємства. До вхідних грошових потоків належать: грошові надходження від продажу товарів у звітному періоді; погашення дебіторської заборгованості; інші грошові надходження від операційної діяльності (від реалізації оборотних активів, операційної оренди активів тощо). До вихідних грошових потоків належать грошові видатки на покриття витрат, які включаються у собівартість продукції, адміністративних витрат, витрат на збут, інших витрат у рамках операційної діяльності, а також податки на прибуток та проценти за користування позичками.

2. Непрямий метод. Вихідною величиною при використанні цього методу є фінансові результати від операційної діяльності. Здійснюється зворотний до прямого методу розрахунок: операційні прибутки (збитки) коригуються на статті доходів (зменшуються) і витрат (збільшуються), які не впливають на обсяг грошових засобів (амортизація, забезпечення наступних витрат і платежів), а також на суму змін в оборотних активах та поточних зобов'язань, що пов'язані з рухом коштів у рамках операційної діяльності та сплатою процентів за користування позичками.

Якщо операційний *Cash-flow* скоригувати на позитивний (негативний) *Cash-flow* від інвестиційної діяльності, то ми отримаємо так званий ***Free (незалежний) Cash-flow***, який характеризує здатність підприємства забезпечити операційну діяльність та планові інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел (незалежно від зовнішнього фінансування). Від'ємне значення *Free Cash-flow*, як це має місце в нашому прикладі (див. табл. 4.1), показує, що для здійснення запланованих видатків підприємство має потребу у зовнішньому фінансуванні в обсязі 104 тис. грн, яка утворилася в результаті дефіциту

внутрішніх джерел фінансування. Позитивне значення *Free Cash-Flow* свідчить про наявність надлишку коштів, які можуть бути використані для таких цілей:

- виплата дивідендів;
- погашення банківських позичок;
- викуп власних корпоративних прав.

Показники, базою розрахунку яких є операційний *Cash-flow*, широко використовуються при оцінці фінансового стану підприємства та визначенні його кредитоспроможності. В той час як раніше в континентальній Європі при прийнятті рішення про видачу кредитів банки орієнтувалися в основному на вартість кредитного забезпечення, сьогодні головним критерієм прийняття відповідних рішень є *Cash-flow*, який прогнозується отримати позичальником, оскільки насамперед саме за рахунок цього джерела підприємства можуть погасити позички та проценти за ними[56].

Показник *Cash-flow* можна розглядати з трьох позицій:

- 1) як індикатор ліквідності та платоспроможності підприємства;
- 2) як показник результативності фінансово-господарської діяльності (індикатор теперішньої та майбутньої доходності підприємства);
- 3) як індикатор спроможності до фінансування за рахунок внутрішніх джерел.

До основних показників *Cash-flow*, які розраховують на практиці, належать такі:

1. Показник тривалості погашення заборгованості. Визначається шляхом ділення позичкового капіталу нетто (зменшеного на суму грошових коштів, їх еквівалентів, поточних фінансових інвестицій та чистої реалізаційної вартості поточної дебіторської заборгованості)[57] на *Cash-flow* (операційний). Під позичковим капіталом розуміють усі зобов'язання підприємства: короткострокові, довгострокові, забезпечення наступних витрат і платежів тощо. Слугує індикатором спроможності підприємства за рахунок власних ресурсів виконувати свої зобов'язання. Показує, скільки років (чи періодів) підприємству потрібно (за даного рівня операційного *Cash-flow*), щоб розрахуватися зі своїми боргами за рахунок результатів операційної діяльності. Якщо тривалість погашення заборгованості становить 1—3 роки, то це нормальна ситуація з погляду перспектив виконання підприємством своїх зобов'язань; 4—5 років — задовільна; понад 5 років — незадовільна[58]. Для підприємств торгівлі розрахунок цього показника має свої особливості: ефективна заборгованість у такому разі може зменшуватися на величину запасів товарів на складі (якщо вони є ліквідними).

2. Показник обернено пропорційний до тривалості погашення заборгованості. Відношення *Cash-flow* до заборгованості (нетто). Показує здатність підприємства розрахуватися зі своїми боргами за рахунок грошових надходжень від операційної діяльності.

3. Показник самофінансування інвестицій, %. Визначається шляхом ділення операційного *Cash-flow* на величину чистих інвестицій (сума приросту нематеріальних активів, основних засобів і довгострокових фінансових інвестицій). Показує частку інвестицій, профінансовану за рахунок внутрішніх джерел. Чим вищий цей показник, тим менше підприємство вдавалося до залучення зовнішніх фінансових ресурсів при фінансуванні інвестицій.

4. Чиста *Cash-flow*-маржа, %: показник відношення *Cash-flow* (операційного) до обороту від реалізації продукції. Характеризує величину *Cash-flow*, яка припадає на одиницю обороту від реалізації. Показує, скільки процентів виручки від реалізації залишається на підприємстві після здійснення всіх платежів у рамках операційної діяльності.

5. Показник відношення *Cash-flow* до власного капіталу. Показує чистий грошовий потік на одиницю власного капіталу.

Недоліком показників, розрахованих на базі *Cash-flow*, є те, що їх можна лише частково використовувати при порівнянні ефективності діяльності різних підприємств. Це зумовлено дією чинника амортизації. У тих підприємств, які інтенсивно нараховують знос і запускають в дію нове, дороге обладнання, за інших рівних обставин, рівень *Cash-flow* буде вищим, ніж у тих підприємств, які використовують менше обладнання чи беруть його в оренду (лізинг), однак працюють з однаковою ефективністю.