



 **MIĘDZYNARODOWE
FINANSE
PRZEDSIĘBIORSTW**

Anna Chmielewska

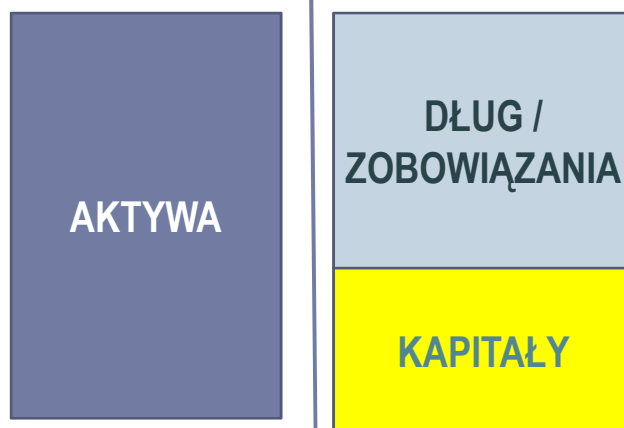
© Anna Chmielewska, SGH 2017



 **STRUKTURA
FINANSOWA**

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Czym jest struktura kapitałowa?



© Anna Chmielewska, SGH 2017

Co jeśli straty?



Dostarcyciele kapitału w pierwszej kolejności ponoszą konsekwencje ryzyka biznesowego (w pełnej wysokości)

© Anna Chmielewska, SGH 2017

A jeśli nie starcza kapitałów?



Dopiero gdy zabraknie kapitału, dostarczyciele długu ponoszą konsekwencje ryzyka biznesowego

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Finansowanie długiem czy kapitałem - kiedy decydujemy?

- Utworzenie przedsiębiorstwa
- Utworzenie nowej spółki zależnej
- Realizacja nowej inwestycji
- Decyzja o ekspansji
- Chęć wypłaty części kapitałów

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Kapitał a zadłużenie

- Kapitał – finansowanie dostarczane przez współwłaścicieli przedsiębiorstwa (w formie wkładu pieniężnego, zatrzymanych zysków lub aportu niepieniężnego)
 - Inwestorzy kapitałowi stają się współwłaścicielami.
 - Najczęstszą formą jest kapitał w formie akcji lub udziałów. Kapitał uprawnia do udziału w zyskach.
- Dług – finansowanie które wierzyciele są gotowi powierzyć spółce, w zamian za obietnicę jego zwrotu w przyszłości oraz oprocentowanie.

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Dźwignia finansowa - przykład

- Inwestycja w hotel
- Koszt 1 hotelu: USD 1 mio
- Rentowność: brutto 6% po kosztach operacyjnych
- Stopa podatkowa 20%
- Koszt długu LIBOR + 200bp (20 lat).
- Libor aktualnie bliski 0%, długoterminowo ok 2%
- Bank oferuje równe spłaty (5% pa)

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Hotel kupiony kapitałowo

- Inwestujesz \$ 1 mln
- Przychód roczny \$60k, czyli 4,8% po podatku

- Roczna rentowność 4.8%
- Roczny zysk netto \$48 000
- Roczne cash flow netto \$48 000

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Hotel kupiony częściowo na kredyt

- Inwestujesz \$ 0,3 mln, a pozostałe \$0,7 mln pożyczasz w banku
- Przychód roczny \$60k minus \$14k odsetek
- CF przed ratą kapitałową:
 $\$ 46k \times 80\% = 36,8k$
- Rata kredytu to \$35k

- Roczne zyski netto \$36,8k (12.2% inwestycji)
- Roczny Net CF tylko \$1,8k (0.6%)

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Efekt dźwigni finansowej

- Inwestycja kapitałowa daje nam 4,8% p.a. (na \$1 mln)
- 70% lewar pozwala osiągnąć 12,2% p.a. (na \$0.3mln)
- Jak to się stało?
- Koszt długu (nawet długoterminowy 2%+2%) to mniej niż 6% rentowność brutto biznesu. Dzięki temu wykorzystanie finansowania dłużnego pozwala zachować część dla siebie.
- Dodatkowo koszt odsetkowy jest kosztem podatkowym, czyli obserwujemy tzw efekt tarczy podatkowej) (płacony podatek to \$9,2k zamiast \$12k rocznie w przypadku inwestycji czysto kapitałowej)
- Czy to całość efektu dźwigni?

©Anna Chmielewska, SGH 2017

Efekt dźwigni – wyjście z inwestycji

- Sprzedajemy nasz hotel po dwu latach za \$ 1,1 mln
- Opłata za wcześniejszą spłatę kredytu to 1%

100% kapitału

- 2 lata Net CF: \$96k
- Przychód ze sprzedaży hotelu: \$1.100k
- Podatek od zysku na sprzedaży hotelu \$ 20 k
- Całkowity zwrot
 $96k + 1100k - 20k = 1176k$
- Wobec tego nasza zysk to \$176k
- Stopa zwrotu 17,6%

30% kapitału, 70% długu

- 2 lata Net CF: \$3.6k
- Przychód ze sprzedaży hotelu: \$1.100k
- Podatek od zysku na sprzedaży hotelu \$ 20 k
- Kredyt do spłaty \$630k
- Opłata za wcześniejszą spłatę \$6,3mln
- Całkowity zwrot
 $96k + 1100k - 20k - 630k - 6,3k = 447,3k$
- Wobec tego nasza zysk to \$147,3k
- Stopa zwrotu 49,1%

©Anna Chmielewska, SGH 2017

Efekt dźwigni – wyjście z inwestycji

- Sprzedajemy nasz hotel po dwu latach za \$ 1,2 mln
- Opłata za wcześniejszą spłatę kredytu to 1%

100% kapitału

- 2 lata Net CF: \$96k
- Przychód ze sprzedaży hotelu: \$1.200k
- Podatek od zysku na sprzedaży hotelu \$ 40 k

- Całkowity zwrot
 $96k + 1200k - 40k = 1256k$
- Wobec tego nasza zysk to \$256k
- **Stopa zwrotu 25,6%**

30% kapitału, 70% długu

- 2 lata Net CF: \$3.6k
- Przychód ze sprzedaży hotelu: \$1.200k
- Podatek od zysku na sprzedaży hotelu \$ 40k
- Kredyt do spłaty \$630k
- Opłata za wcześniejszą spłatę \$6,3mln
- Całkowity zwrot
 $96k + 1200k - 40k - 630k - 6,3k = 527,3k$
- Wobec tego nasza zysk to \$227,3k
- **Stopa zwrotu 75,8%**

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Efekt dźwigni – wyjście z inwestycji

- Sprzedajemy nasz hotel po dwu latach za \$ 0,9 mln
- Opłata za wcześniejszą spłatę kredytu to 1%

100% kapitału

- 2 lata Net CF: \$96k
- Przychód ze sprzedaży hotelu: \$900k (\$100k straty kapitałowej)
- Odliczenie podatkowe \$ 20 k

- Całkowity zwrot
 $96k + 900k + 20k = 1016k$
- Wobec tego nasza zysk to \$16k
- **Stopa zwrotu 0,16%**

30% kapitału, 70% długu

- 2 lata Net CF: \$3.6k
- Przychód ze sprzedaży hotelu: \$900k
- Odliczenie podatkowe \$ 18,4k (całość zapłaconego podatku)
- Kredyt do spłaty \$630k
- Opłata za wcześniejszą spłatę \$6,3mln
- Całkowity zwrot
 $96k + 900k + 18,4k - 630k - 6,3k = 285,7k$
- Wobec tego nasza strata to \$6,3k
- **Stopa zwrotu MINUS 4,77%**

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Wady i zalety zadłużania

- Tarcza podatkowa (odsetki są kosztem podatkowym)
- Dostarczyciele długu nie partycypują w zyskach nawet jeśli „biznes kwitnie”
- Wierzyciele nie mają prawa głosu (chyba, że wniosek o upadłość)
- Konieczny przewidywalny cash-flow lub silny bilans
- Wysoka stopa zadłużenia oznacza większe ryzyko, a więc wyższy koszt dalszego zadłużania

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Sytuacja I

Wyobraź sobie, że pierwszy hotel sfinansowałeś 10 lat temu ze spadku (bez długu). Jest on dużym sukcesem. Chciałbyś rozwinąć biznes i otworzyć kolejne hotele (masz 4 namierzone atrakcyjne lokalizacje).

- Jakich masz możliwości?
- Jakich są za i przeciw każdej z nich?

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Finansowanie nieruchomości

- Ziemia i nieruchomości zazwyczaj stanowią dość wiarygodne zabezpieczenie dla banków (i innych dostawców długu).
- Biznes hotelowy jest dość przewidywalny
- Wybór zależy od strategii : priorytetem jest szybki rozwój działalności czy może pełna kontrola
- Przy braku własnych środków, finansowanie kapitałowe może powodować (częściową) utratę kontroli na przedsiębiorstwem.

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Sytuacja 2

Jesteś prezesem grupy paliwowej na Węgrzech. Twoja spółka ma rafinerię i sieć stacji benzynowych i jest notowana na giełdzie w Budapeszcie.

Zidentyfikowałeś ciekawą możliwość zainwestowania w wydobycie ropy naftowej w Kazachstanie. Twój największy udziałowiec popiera taką strategię, niestety właściciele mniejszościowi zgłaszają wątpliwości, uważając ją za zbyt ryzykowną.

Czy realizujesz inwestycję? Jeśli tak, jak byś ją finansował oraz czy prowadził byś ją w ramach istniejącej spółki?

© Anna Chmielewska, SGH 2017

Sytuacja 3

Właśnie kończysz studia w USA. W ramach projektu dwa lata temu stworzyłeś portal centrum karier uniwersyteckich, który wdrożyłeś na swojej uczelni. Po roku z zaskoczeniem stwierdziłeś, że zacząłeś na nim zarabiać i pewnie za ok. rok zyski z reklam pozwolą ci spłacić „friends and family” którzy pomogli ci to sfinansować.

Dostałeś propozycję z uczelni partnerskiej, że by wdrożyć analogiczny portal u nich. To kosztowałoby ok \$2mln, a powinno dać przynajmniej \$1 mln przychodów rocznie od trzeciego roku - myślisz, że przyjaciele pozwolą Ci później oddać pożyczone od nich środki dwa/trzy lata później.

To z kolei spowodowało, że zacząłeś analizować rozszerzenie działalności na 50 uniwersytetów stanowych. Tyle, że to kosztowałoby ok \$100 mln. Oczekiwane przychody to wprawdzie aż \$30mln rocznie, ale dopiero od trzeciego roku.

Gdy dyskutowałeś to na forum startupów, jeden z business angels zaoferował ci zapewnienie \$ 95 mln na sfinansowanie kosztów projektu w zamian za 66% Twojej spółki. Wahasz się bo to oznacza że tracisz kontrolę.