

## ФАКТОРЫ СТОИМОСТИ И УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ ИННОВАЦИОННО ОРИЕНТИРОВАННОЙ КОМПАНИИ

Аббясова Д.Р., Халиков М.А.

*РЭУ им. Г.В. Плеханова, Россия, г. Москва, e-mail: abbyasova@gmail.com*

Обосновано, что в оценках и процедурах управления стоимостью инновационно ориентированной компании следует использовать метод дисконтированных денежных потоков для собственного капитала, позволяющий эффективно определять влияние тех или иных факторов стоимости на интегральную оценку стоимости компании, поскольку в среднесрочной и долгосрочной перспективе прогнозного периода невозможно фиксировать структуру капитала, используемую в расчете WACC для денежного потока всего инвестированного капитала. Выделены основные факторы стоимости и определены те из них, которые в большей степени влияют на эту оценку, а, следовательно, должны в первую очередь учитываться при разработке стратегии развития компании, осуществляющей инновационные проекты, потому как любые изменения в размере и источниках инвестиций влекут изменение структуры капитала компании, а также необходимость корректного прогноза величины кредитных ресурсов.

Ключевые слова: инновационно ориентированная компания, методы оценки стоимости компании, метод дисконтированных денежных потоков для собственного капитала, факторы стоимости, приоритеты стратегии предприятия.

## COST FACTORS AND MANAGEMENT OF THE COST OF THE INNOVATIVE FOCUSED COMPANY

Abbyasova D.R., Khalikov M.A.

*Plekhanov Russian University of Economics, Russia, Moscow, e-mail: abbyasova@gmail.com*

It is proved that in estimates and procedures of management of cost of the innovative focused company it is necessary to use the discounted cash flow method for own capital, which allows us to define influence of cost factors on integrated cost estimation of the company, since in the medium and long-term forecast period it is impossible to fix the capital structure used in the WACC calculation for the cash flow of all invested capital. Major cost factors are allocated and those of them, which have more influence on this assessment, are defined, and, therefore, should be first of all considered in the strategy of company development, because any changes in the amount and source of investment involve recapitalization of the company and the need to correct the forecast values of loans.

Keywords: The innovative focused company, methods of estimation of the cost of the company, discounted cash flow method for own capital, cost factors, priorities of strategy of the company.

В расчетах стоимости компании на основе метода дисконтированных денежных потоков используется одна из двух моделей [2; 3]:

- equity model (модель оценки собственного капитала), базирующаяся на использовании денежных потоков для собственного капитала и дисконтировании их по ставке доходности, равной стоимости собственного капитала;

- entity model (модель оценки полного капитала), базирующаяся на прогнозе свободных (бездолговых) денежных потоков, которые дисконтируются по ставке, равной средневзвешенной стоимости капитала.

Каждая из моделей имеет преимущества и недостатки с позиции использования в процедурах оценки и управления стоимостью компании.

Модель оценки всего инвестированного капитала кажется перспективной, так как не предполагает прогнозирования для каждого периода потребности в кредитовании, а денежный поток не искажается оттоком средств на погашение кредита.

Однако использование этой модели возможно только для компании с постоянной структурой капитала, что предполагает наличие определенного значения средневзвешенной стоимости капитала. В среднесрочной перспективе практически невозможно предположить фиксированную структуру капитала для предприятий, реализующих новые инновационные проекты: любое изменение планируемых инвестиций влечет изменение структуры капитала. По мнению авторов, эта модель является эффективной в расчетах стоимости компании со сложившейся структурой капитала, в долгосрочной перспективе стремящейся к соотношению 1:4.

Для оценки и управления стоимостью инновационно ориентированной компании в наибольшей степени подходит модель денежных потоков  $CF_t$  собственного капитала. Последние рассчитываются по формуле [1]:

$CF_t$  = прибыль (убыток) за период + амортизация за период - процентные выплаты по кредитам за период - налог на прибыль - инвестиции за период + прирост долгосрочной задолженности за период - уменьшение долгосрочной задолженности - прирост собственных оборотных средств за период.

На основе денежных потоков для собственного капитала определим приращенную стоимость компании за интервал планирования T:

$$PV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+e)^t}, \quad (1)$$

где:  $CF_t$  - прогнозируемый для периода t денежный поток для собственного капитала;

e - ставка дисконта, совпадающая со стоимостью собственного капитала.

Известны два способа расчета прибыли в рамках рассматриваемой модели [3]:

- экстраполяция устоявшейся за ряд предыдущих периодов величины прибыли;
- расчет прогнозируемой для периода t прибыли по формуле:

$$P_t Q_t - \sum_{k=1}^K P_{tk} Q_{tk} - W_t, \quad (2)$$

где:  $P_t$  - ожидаемая цена реализации продукции;  $Q_t$  - планируемый для периода t объем продаж продукта; k = 1... K - индекс ресурсов;  $P_{tk}$  - цена k-го ресурса для периода t;  $Q_{tk}$  -

объем (в натуральном выражении)  $k$ -го ресурса для периода  $t$ ;  $W_t$  - прогнозируемые для периода  $t$  общехозяйственные расходы (в основном для многопродуктового предприятия).

В первом варианте расчета величины чистой прибыли амортизационные отчисления учитываются в составе себестоимости, поэтому значение чистой прибыли необходимо увеличить на сумму амортизационных отчислений с целью отразить реальный отток средств в производственной сфере. В случае использования второго варианта расчета величины прибыли необходимость манипуляции с амортизационными отчислениями пропадает.

Второй способ расчета прибыли представляется более подходящим для прогнозирования денежных потоков от инновационной деятельности, потому что простая экстраполяция не отражает достоверно тенденции развития компании, а, во-вторых, этот способ позволяет избежать искажений реальной величины прибыли, вызванных особенностями ведения бухгалтерского учета на предприятии<sup>1</sup>.

В рамках модели денежного потока для собственного капитала рассмотрим задачу определения эластичности стоимости инновационно ориентированной компании относительно различных факторов стоимости, в состав которых включим: изменения выручки, себестоимости, оборотного и основного капитала, условий кредитования. Решение поставленной задачи базируется на сопоставлении изменений стоимости компании и затрат, связанных с изменениями факторов стоимости.

Рассмотрим условный пример динамики денежного потока для собственного капитала (табл. 1).

**Таблица 1**

Денежный поток для собственного капитала условной компании (тыс. руб.)

Год	1	2	3	4	5
Объем продаж	2750	3025	3328	3660	4026
Себестоимость продукции	1472	1610	1761	1427	1621
ЕВІт	1278	1415	1567	2233	2405
Проценты по кредитам	44	81	89	69	86
ЕВІТ после уплаты процентов	1234	1334	1478	2164	2319
Налоги	296	320	355	519	557
Прибыль	1938	1014	1123	1645	1763
Амортизация	500	550	605	166	232

<sup>1</sup> Несмотря на то что в расчетах величины денежного потока предлагается отталкиваться от расчетной величины прибыли, на наш взгляд, имеет смысл отразить амортизацию одновременно в притоках и оттоках, так как, хотя амортизация и не изменяет величины денежного потока, она влияет на стоимость имущественного капитала, которая является базой расчета налога на имущество, размер которого влияет на итоговый денежный поток.

Прирост инвестиций в основной капитал	200	220	242	266	293
Прирост инвестиций в оборотный капитал	75	83	91	100	110
Прирост задолженности	627	1151	1276	986	1222
Погашение задолженности	627	1151	1276	986	1222
Итоговый ДП	1163	1262	1395	1444	1592

Согласно бизнес-плану компании предполагается рост выручки на 10% в год и пропорциональный рост затрат на сырье, материалы и заработную плату.

Производственные мощности компания наращивает пропорционально росту объемов производства (используемая технология позволяет это сделать в объеме первоначальных инвестиций). Амортизация имущества осуществляется линейным способом с учетом срока полезного использования объектов 4 года. Расчет налога на имущество представлен в таблице 2.

**Таблица 2**

Расчет налога на имущество для базового варианта денежного потока (тыс. руб.)

Год	1	2	3	4	5
Стоимость имущества	1700	1420	1112	773	901
Амортизация	500	550	605	166	232
Налог на имущество	37	31	24	17	20

Компания планирует финансировать потребность в денежных средствах за счет краткосрочных кредитов (табл. 3).

**Таблица 3**

Расчет потребности в кредитовании для базового варианта денежного потока (тыс. руб.)

Год	1	2	3	4	5
Суммарные затраты	2087	2313	2537	2381	2666
ДП предыдущего периода	1460	1163	1262	1395	1444
Величина кредита	627	1151	1276	986	1222
Процент по кредиту	44	81	89	69	86

Прибыль предыдущих периодов не распределяется на дивиденды, а рефинансируется в развитие компании. Денежные потоки дисконтируются по ставке, соответствующей сроку проекта (табл. 4).

**Таблица 4**

Безрисковая ставка и ставка дисконтирования

Период	Безрисковая ставка	Ставка дисконта
1 год	5,15	10,77
2 года	5,18	10,77
3 года	6,04	10,80

4 года	6,07	10,80
5 лет	6,09	10,80

В базовом варианте стоимость компании составляет 19 757 тыс. рублей (в том числе и стоимость в постпрогнозный период, если исходить из предположения, что после пяти лет денежные потоки стабилизируются).

Рассмотрим влияние отдельных факторов на изменение денежных потоков и на стоимость компании.

1. Изменение выручки как фактор управления стоимостью компании.

А. Изменение выручки в результате роста цен на инновационный продукт или услугу на 10%.

Изменение величины денежного потока и стоимости компании в результате роста цен представлено в таблице 5.

**Таблица 5**

Динамика денежного потока вследствие роста цен

Год	1	2	3	4	5
Объем продаж	3000	3000	4320	5184	6221
Себестоимость продукции	1472	1610	1761	1427	1621
ЕВИТ	1528	1990	2559	3757	4600
Проценты по кредитам	48	77	74	41	40
ЕВИТ после уплаты процентов	1480	1913	2485	3716	4560
Налоги	355	459	596	892	1 094
Прибыль	1124	1454	1889	2824	3466
Амортизация	500	550	605	166	232
Прирост инвестиций в основной капитал	200	220	242	266	293
Прирост инвестиций в оборотный капитал	5	83	91	100	110
Прирост задолженности	691	1 099	1062	565	534
Погашение задолженности	691	1 099	1062	565	534
Итоговый ДП	1349	1702	2161	2624	3295

Стоимость компании: 38 416 тыс. руб. Изменение затрат в сравнении с базовым вариантом на 418 тыс. руб. Увеличение доходов повлекло, с одной стороны, увеличение налога на прибыль, а с другой - снижение потребности в кредитных ресурсах.

Компания в следующих случаях может активно влиять на рост цен на продукцию:

- выходит на рынок первой, спрос высок (является монополистом);
- проводит действенную рекламную кампанию (в рамках запланированных в бизнес-плане затрат).

Б. Изменение выручки на 10% в результате увеличения объемов производства и/или продаж.

В данном случае увеличение объема производства и/или продаж на 10% влечет увеличение элементарных затрат в себестоимости, рост инвестиций в основной и оборотный капитал, рост кредитов и процентных платежей по ним. Несмотря на то что стоимость компании растет, необходимо соизмерять ее с затратами на рост масштаба производства. Стоимость компании - 22 552 тыс. руб. Увеличение затрат по сравнению с базовым вариантом на 13 931 тыс. руб.

В. Увеличение выручки за счет перехода на другой продукт, который можно производить на имеющемся технологическом оборудовании и с учетом вложений в дополнительные активы.

Дополнительные единовременные инвестиции в размере 1 500 тыс. руб. позволяют компании переключиться на другой рынок, на котором при тех же затратах она уже во второй год увеличивает выручку на 40%, а затем имеет стабильный рост на 20% в год. Однако чем выше доход, тем выше неопределенность его получения, а следовательно, выше риск. Поэтому в качестве ставки дисконтирования для собственного капитала используем повышенную ставку 13,5%.

Стоимость компании 32 271 тыс. рублей. Увеличение затрат по сравнению с базовым вариантом составило 16 924 тыс. руб., в том числе 9 812 тыс. руб. - дополнительные затраты, связанные с переходом на другую продукцию, и 7 112 тыс. руб. - затраты на рост доходности до 13,5%.

Сравнивая приведенные варианты, можно сделать вывод, что наибольший эффект в повышении стоимости компании достигается при переходе на выпуск новой продукции, однако это направление является более затратным (в сравнении с увеличением стоимости компании в результате роста цен при сохранении платежеспособного спроса на «традиционный» продукт).

## 2. Изменение затрат как фактор управления стоимостью компании.

Наиболее маневренным способом управления затратами является применение элементов налогового планирования, включающего элементы управления себестоимостью (выбор метода учета затрат и способа амортизации имущества (табл. 6).

### Таблица 6

Динамика денежного потока при изменении затрат в результате налоговой экономии (тыс. руб.)

Год	1	2	3	4	5
Объем продаж	2 750	3 025	3 328	3 660	4 026
С/с продукции	2 181	1 380	2 120	1 871	2 157
ЕВИТ	569	1 645	1 208	1 789	1 869
Проценты по кредитам	98	101	121	107	127
ЕВИТ после уплаты %%	471	1 544	1 087	1 682	1 742
Налоги	1 13	371	261	404	418
Прибыль	358	1 174	826	1 279	1 324
Амортизация	1 000	100	710	331	464
Прирост инвестиций в основные средства	200	220	242	266	293
Прирост инвестиций в оборотные средства	75	83	91	100	110
Прирост задолженности	1 407	1 071	1 863	1 545	1 861
Погашение задолженности	1 407	1 071	1 863	1 545	1 861
Итоговый ДП	1 083	971	1 203	1 244	1 386

Стоимость компании - 17 138 тыс. руб. Увеличение затрат в сравнении с базовым вариантом не происходит. Налоговая экономия выразилась в снижении налогооблагаемой базы по двум налогам: налог на имущество (ускоренная амортизация) и налог на прибыль (учет товарно-материальных запасов по методу LIFO).

Изменение НДС не отражается на изменении стоимости (кроме случая снижения НДС вследствие снижения выручки). Снижение ЕСН возможно только в случае сокращения фонда оплаты труда, что уменьшает себестоимость, а следовательно, повышает налогооблагаемую базу по налогу на прибыль.

Изменения налогов, подлежащих к уплате (в зависимости от того, используются или нет элементы налогового планирования), представлены в таблице 7.

**Таблица 7**

Налоговая экономия (тыс. руб.)

Налоги	Без учета налоговой экономии	С учетом налоговой экономии
НДС	603	603
ЕСН	91	91
Налог на имущество	37	26
Налог на прибыль	296	126
<b>ИТОГО</b>	<b>1 027</b>	<b>846</b>
Доля в выручке	0,37	0,28

С учетом всех налогов налоговая экономия составила 9% от выручки. В долгосрочной перспективе активное использование налогового планирования может

привести не только к снижению стоимости компании, но и к закрытию доступа к заемным средствам<sup>2</sup>.

Из таблиц 6 и 7 следует, что в случае использования налоговой экономии средств, заработанных компанией, достаточно для погашения краткосрочных кредитов, необходимых для осуществления основной деятельности, только во втором и четвертом периодах.

Банки, политика которых направлена на минимизацию рисков, связанных с невозвратом кредитов, скорее всего, уменьшат лимит кредитования такой компании, лишив ее необходимых средств для финансирования основной деятельности.

3. Изменение величины оборотного капитала как фактор управления стоимостью компании.

В работе под термином «оборотный капитал» будем рассматривать три составляющие: товарно-материальные запасы, дебиторскую и кредиторскую задолженность (классическое определение оборотного капитала включает все текущие оборотные активы и краткосрочные обязательства компании).

Использование более узкого понятия оборотного капитала обусловлено двумя причинами:

- в расчетах денежного потока для собственного капитала краткосрочные займы выделяются отдельным фактором управления стоимостью компании;
- перечисленные составляющие оборотного капитала изменяются пропорционально объему масштаба производства.

А. Управление сроками оборачиваемости текущими активами.

В базовом варианте бизнес-плана предполагалось, что элементы оборотного капитала имеют следующую оборачиваемость (в днях):

- товарно-материальные запасы - 44 дня,
- кредиторская задолженность - 26 дней,
- дебиторская задолженность - 91 день.

Временной разрыв между оттоком денег (выполнение обязательств перед поставщиками) и оплатой счетов покупателями составляет 109 дней (91+44-26). На основе разрыва определим потребность в оборотном капитале: для увеличения выручки на 1 млн руб. требуется 300 тыс. руб. ( $1 \text{ млн} * 109 / 365$ ) оборотного капитала.

---

<sup>2</sup> Для оценки кредитоспособности заемщика банки, другие кредитные организации в первую очередь обращают внимание на достаточность прибыли текущего года для погашения краткосрочных кредитов.

Сокращение сроков оборачиваемости может привести к дальнейшему снижению потребности в оборотных средствах, например, уменьшение срока погашения дебиторской задолженности на 10 дней (или увеличение срока выплаты кредиторской задолженности на 10 дней), приведет к снижению потребности в оборотном капитале до 270 тыс. руб. при увеличении выручки на 1 млн руб. (табл. 8).

**Таблица 8**

Динамика денежного потока при изменении величины оборотного капитала (тыс. руб.)

ГОД	1	2	3	4	5
Объем продаж	2 750	3 025	3 328	3 660	4 026
Себестоимость продукции	1 472	1 610	1 761	1 427	1 621
ЕВИТ	1 278	1 415	1 567	2 233	2 405
Проценты по кредитам	42	75	83	63	79
ЕВИТ после уплаты процентов	1 236	1 340	1 484	2 170	2 326
Налоги	297	322	356	521	558
Прибыль	939	1 019	1 128	1 649	1 768
Амортизация	500	550	605	166	232
Прирост инвестиций в основной капитал	200	220	242	266	293
Прирост инвестиций в оборотный капитал	68	74	82	90	99
Прирост задолженности	618	1 129	1 249	958	1 191
Погашение задолженности	618	1 129	1 249	958	1 191
Итоговый ДП	1 172	1 274	1 409	1 459	1 609

Стоимость компании - 19 956 тыс. руб. Уменьшение затрат в сравнении с базовым вариантом составило 66 тыс. руб.

В данном случае речь идет об инновационном продукте, а, следовательно, высокое значение оборачиваемости дебиторской задолженности связывается с завоеванием компанией новых рынков: даже незначительное снижение срока отсрочки для покупателей может повлечь снижение выручки. С другой стороны, кредиторы также неохотно увеличивают срок коммерческого кредита для новой компании.

Чем выше доля использования оборотного капитала в результатах деятельности компании, тем более эластичной является стоимость к изменению его величины. Так, для торговых компаний, в которых доля оборотного капитала достигает 90-99%, изменение стоимости вследствие ускорения оборачиваемости оборотного капитала значительно выше, чем для производственных, в структуре баланса которых преобладают основные средства.

Увеличение бесплатной кредиторской задолженности (размер кредиторской задолженности превышает дебиторскую) и снижение потребности в дополнительном заемном финансировании также положительно влияет на стоимость компании.

Таким образом, оптимизация сроков оборачиваемости элементов текущих активов и пассивов – действенный фактор управления стоимостью компании.

4. Изменение величины основного капитала как фактор управления стоимостью компании.

Инвестиции в основной капитал рассматриваются в прямой зависимости от источников финансирования.

А. Единовременные инвестиции в основные средства. Инвестиции финансируются привлечением долгосрочного кредита на 3 года под ставку 8,5% в первый год прогнозного периода. Второй и третий годы характеризуются большим ростом выручки, чем в случае осуществления равномерных инвестиций в базовом варианте (табл. 9).

**Таблица 9**

Динамика денежных потоков в случае осуществления единовременных инвестиций (тыс. руб.)

Год	1	2	3	4	5
Объем продаж	2 500	3 250	3 900	4 290	4 719
С/с продукции	1 410	1 883	1 968	1 563	1 681
ЕВИТ	1 090	1 367	1 932	2 727	3 038
Проценты по кредитам	138	221	221	254	211
ЕВИТ после уплаты %%	952	1 146	1 711	2 473	2 827
Налоги	229	275	411	593	679
Прибыль	724	871	1 301	1 879	2 149
Амортизация	500	805	805	305	305
Прирост инвестиций в основные средства	1 221			0	0
Прирост инвестиций в оборотные средства		75	83	91	100
Прирост задолженности	1 537	914	0	478	3 027
Погашение задолженности				2 929	3 027
Итоговый ДП	1 540	2 515	2 023	-357	2 354

Стоимость компании составила - 27 895 тыс. руб. Рост затрат в сравнении с базовым вариантом – 1319 тыс. руб.

Б. Лизинг как способ финансирования инвестиций в основной капитал.

Помимо кредитов, в качестве источника финансирования инвестиций в основной капитал можно использовать лизинговые схемы, которые позволяют обновлять основные фонды, не отвлекая денежные средства из оборота, а также использовать преимущества налогового планирования (табл. 10).

**Таблица 10**

Динамика денежных потоков при использовании лизинга для финансирования инвестиций в основной капитал (тыс. руб.)

Год	1	2	3	4	5
Объем продаж	2 750	3 575	4 290	4 719	5 191
Себестоимость продукции	1 495	2 188	2 266	1 244	1 369
Лизинг	517	517	517		

ЕВІТ	738	870	1 507	3 475	3822
Проценты по кредитам	27	58	71	0	48
ЕВІТ после уплаты процентов	711	812	1 436	3 475	3 774
Налоги	171	195	345	834	906
Прибыль	540	617	1 091	2 641	2 868
Амортизация	500	1 111	1 111	0	0
Прирост инвестиций в основной капитал	1 221				
Прирост инвестиций в оборотный капитал	75	83	91	100	110
Прирост задолженности	1529	2779	1 127	0	0
Погашение задолженности	1 529	2 779	1 127	0	0
Итоговый ДП	-256	1 645	3 238	2 541	2 758

Стоимость компании - 32 369 тыс. руб. Увеличение затрат в сравнении с базовым вариантом - 2 460 тыс. руб.

Таким образом, в случае осуществления дорогостоящих проектов лизинг является привлекательным вариантом привлечения капитала.

#### 5. Изменение условий кредитования как фактор управления стоимостью компании.

Под условиями кредитования понимаем процентную ставку по кредитам, срок кредита, льготный период.

Возможность привлечения долгосрочного финансирования оказывает значительное влияние на стоимость компании: привлечение денег на длительный срок, а тем более с отсрочкой погашения, выгодно по той причине, что временная стоимость денег, доступных для инвестиций сегодня, заведомо выше временной стоимости будущих ресурсов. Этот эффект растет в случае, если рентабельность инвестиций выше стоимости заемного финансирования, а поступления и погашения кредита сбалансированы во времени.

Задачей управления является установление оптимального соотношения между сроком кредитования, графиком погашения и величиной процентов, подлежащих уплате.

А. Первый вариант кредитования. Привлечение долгосрочного кредита сроком на три года, льготный период - один год. Погашение двумя равными частями во второй и третий годы по ставке 8,5%. С четвертого года потребность в оборотных средствах финансируется краткосрочными кредитами (табл. 11).

**Таблица 11**

Динамика денежного потока для первого варианта кредитования (тыс. руб.)

Год	1	2	3	4	5
Объем продаж	2 500	3 250	3 900	4 290	4 719
Себестоимость продукции	1 410	1 883	1 968	1 563	1 681
ЕВІТ	1 090	1 367	1 932	2 727	3 038
Проценты по кредитам	130	207	296	105	22
ЕВІТ после уплаты процентов	960	1 160	1 636	2 622	3 016
Налоги	230	278	393	629	724

Прибыль	730	882	1 244	1 993	2 292
Амортизация	500	805	805	305	305
Прирост инвестиций в основной капитал	1 221				
Прирост инвестиций в оборотный капитал		75	83	91	100
Прирост задолженности	1 531	903	1 313	1 511	319
Погашение задолженности		1 089	2 402	1 511	319
Итоговый ДП	1 540	1 426	877	2 207	2 498

Стоимость компании - 29 283 тыс. рублей. Увеличение затрат в сравнении с базовым вариантом - 1 102 тыс. руб.

Б. Второй вариант кредитования. Привлечение кредита сроком на три года, льготный период два года. Погашение в конце срока по ставке 8,5%. С четвертого года потребность в оборотных средствах финансируется краткосрочными кредитами (табл. 12).

**Таблица 12**

Динамика денежного потока для второго варианта кредитования (тыс. руб.)

Год	1	2	3	4	5
Объем продаж	2 500	3 250	3 900	4 290	4719
Себестоимость продукции	1 410	1 883	1 968	1 563	1 681
ЕВИТ	1 090	1 367	1 932	2 727	3 038
Проценты по кредитам	130	207	207	181	27
ЕВИТ после уплаты процентов	960	1 160	1 725	2 546	3 001
Налоги	230	278	414	611	723
Прибыль	730	882	1 311	1 935	2 288
Амортизация	500	805	805	305	305
Прирост инвестиций в основной капитал	1 221			0	0
Прирост инвестиций в оборотный капитал		75	83	91	100
Прирост задолженности	1 531	903	0	2 590	381
Погашение задолженности			2 178	2 590	381
Итоговый ДП	1 540	2 515	-144	2 149	2 494

Стоимость компании - 29 344 рублей. Увеличение затрат в сравнении с базовым вариантом - 1 092 тыс. руб.

Сравнительный анализ таблиц 13 и 14 показывает преимущества второй схемы финансирования инвестиций. Известным недостатком метода ДДП в управлении стоимостью компании является противоречие между преимуществами долгосрочных кредитов и заниженной стоимостью компании, если погашения кредитов приходится на последний период, в который, как предполагается, рыночная позиция стабилизируется (а, следовательно, он должен составить основу для определения стоимости постпрогнозного периода).

Подведем итоги.

Для инновационно ориентированной компании актуальным методом оценки и управления стоимостью является метод дисконтированных денежных потоков для собственного капитала, так как в среднесрочной и долгосрочной перспективе прогнозного периода невозможно фиксировать структуру капитала, используемую в расчете WACC для денежного потока всего инвестированного капитала. Это особенно характерно для компаний, осуществляющих инновационные проекты, потому как любые изменения в размере и источниках инвестиций влекут изменение структуры капитала компании и необходимость корректного прогноза величины кредитных ресурсов.

В методе ДДП анализируются пять факторов стоимости - изменения: выручки, себестоимости, оборотного капитала, основного капитала, условий кредитования. Результаты, отраженные в вышеприведенных таблицах, позволяют сравнить различные варианты изменения факторов стоимости компании с учетом затрат на эти изменения. Так, значительное увеличение стоимости компании достигается при переходе на новый продукт, однако неопределенность получения доходов может значительно уменьшить ценность прироста стоимости компании.

Такие распространенные в практике бизнеса мероприятия, как увеличение объема производства и оптимизация налогообложения, не всегда адекватно увеличивают стоимость компании. В данном случае затраты увеличения объема производства оказываются более чем в 5 раз выше, чем планируемый прирост стоимости компании.

Управление оборотным капиталом позволяет путем определения оптимального срока оборачиваемости запасов, дебиторской и кредиторской задолженности увеличивать стоимость компании без привлечения дополнительного финансирования. Если речь идет о компании с большой долей в активах оборотного капитала, то использованию этого фактора управления стоимостью должно уделяться особое внимание.

Привлечение долгосрочных кредитов по относительно невысоким ставкам позволяет увеличить стоимость компании с невысокими затратами. Однако недостатком метода дисконтированных денежных потоков в управлении стоимостью компании в условиях оптимизации кредитования является возникающее противоречие между преимуществами долгосрочных кредитов и заниженной стоимостью компании, в случае если погашения кредитов приходится на последний период, в который предполагается стабилизация бизнеса. Проведенный анализ подчеркивает привлекательность лизинга как способа финансирования инвестиций в основной капитал, позволяющего одновременно уменьшать налогооблагаемую базу, пользуясь преимуществами заемного финансирования, и в то же время обновлять основные фонды, не уменьшая оборотный капитал.

## Список литературы

1. Бельченко С.В., Халиков М.А., Щепилов М.В. Управление транзакционными издержками интегрированной группы предприятий: модели и методы. – М. : ЗАО «Гриф и К», 2011.
2. Булышева Т.С., Милорадов К.А., Халиков М.А. Моделирование рыночной стратегии предприятия. – Экзамен, 2009.
3. Дорохина Е.Ю., Халиков М.А. Моделирование микроэкономики. – Экзамен, 2003.
4. Халиков М.А. Моделирование производственной и инвестиционной стратегий машиностроительного предприятия. - М. : Благовест-В, 2003.
5. Халиков М.А., Расулов Р.М. Факторы динамики «затраты-выпуск»: проблематика оценки и учёта в моделях предприятия // Вестник Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова. — 2013. — № 4.

### Рецензенты:

Тихомиров Н.П., д.э.н., зав. кафедрой «Математические методы в экономике» РЭУ им. Г.В. Плеханова, г. Москва;

Титов В.А., д.э.н., начальник отделения факультета математической экономики и информатики РЭУ им. Г.В. Плеханова, г. Москва.