



СТОЙНОСТТА НА КОМПАНИЯТА – ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА АНАЛИЗ, ОЦЕНКА И УПРАВЛЕНИЕ

доц. д-р Любомир Тодоров

Преподавател в УНСС

Бизнес анализатор и оценител

ltodorov@unwe.bg

Ключови думи:	Резюме
<p>Стойност на компанията</p> <p>Стойностно-базиран мениджмънт</p> <p>Модел на дисконтираните парични потоци</p> <p>Икономическа добавена стойност</p> <p>Възвръщаемост на инвестирания капитал</p> <p>Цена на капитала</p>	<p>Статията обяснява стойността на компанията като съвременен бизнес показател от особена важност за широк кръг субекти. Тя изяснява същността на стойностно-базирания мениджмънт (VBM – Value-Based Management) като популярна концепция за управление на бизнеса. Представен е аналитичен модел, с помощта на който стойността на компанията може да бъде оценена към определен момент – моделът на дисконтираните бъдещи парични потоци (DCF – Valuation). Също така е представен аналитичен модел, чрез който може да се анализира и управлява процесът на създаване на стойност в предприятието – моделът на Стюарт за икономическата добавена стойност (EVA – Economic Value Added). Изяснени са въпросите, свързани с определянето на цената на капитала, една от ключовите детерминанти на стойността. В тази връзка са представени и обяснени способи за определяне цената на дълга и цената на собствения капитал – метода на синтетичния рейтинг и модификациите на модела за оценка на капиталовите активи (CAPM), приложими за държави със слаборазвити капиталови пазари. В заключение са направени изводи относно допълнителните възможности, които дава бизнес анализът при вземането на управленски решения, насочени към максимизиране на стойността на компанията.</p>

I. ЦЕЛ И ЗАДАЧИ

Целта на настоящата статия е да обясни стойността на компанията като съвременен бизнес показател с особена важност за собствениците, инвеститорите и мениджърските екипи, както и да представи аналитични модели, с помощта на които тя може да бъде анализирана, оценявана и управлявана. Във връзка с това могат да бъдат изведени следните задачи:

- ✓ да се опише същността на стойностно-базирания мениджмънт (VBM – Value-Based Management) като популярна концепция за

управление на бизнеса и основните детерминанти (ключови фактори) на стойността;

- ✓ да бъде представен аналитичен модел, който дава възможност да бъде оценена стойността на компанията към определен момент;
- ✓ да бъде представен аналитичен модел, който дава възможност да се анализира и управлява процесът на създаване на стойност в предприятието;
- ✓ да се направят изводи относно допълнителните възможности, които дава бизнес анализът при вземането на управленски решения, насочени към максимизиране на стойността на компанията.

II. СТОЙНОСТТА НА КОМПАНИЯТА КАТО БИЗНЕС ПОКАЗАТЕЛ

Стойността на компанията в наши дни е важен икономически и финансов показател, който представлява интерес за широк кръг субекти – собственици, потенциални инвеститори, мениджърски екипи, финансови анализатори, инвестиционни посредници, кредитори, бизнес партньори, конкуренти и др. През последните 30 години бизнесът постепенно осъзна и възприе една нова и прогресивна управленска концепция – стойностно-базирания мениджмънт (VBM – Value Based Management). Днес интересът на инвеститорите и предприемачите е насочен не само към постигане на бързи печалби, а преди всичко към увеличаване на стойността и бъдещите перспективи на компанията. Една компания се счита за успешна само ако увеличава стойността си. Този принцип е общовалиден и не се отнася единствено до големите публични компании, чиито акции се търгуват на фондовите пазари. Преди появата на VBM-концепцията оценяването на стойността на предприятието обикновено се осъществяваше само при конкретни поводи като сравнителни оценки на компании при инвестиране в акции, промени в собствеността – сливания, покупко-продажби на акции или дялове, подялба на съществуващия бизнес между съдружниците, оценка на апортни вноски и др. Днес стойността на компаниите много често се оценява без конкретен повод, превръщайки се в показател, наблюдаван перманентно. По този начин собствениците на фирми (притежателите на акции и дялове) измерват доходността на своята инвестиция, потенциалните инвеститори разбират каква цена си заслужава да платят, за да придобият дадено предприятие или част от него, а мениджърските екипи оценяват ефекта от своята работа.

Стойностно-базираният мениджмънт (VBM) представлява концепция за управление на бизнеса, чиято основна цел е максимизирането на стойността на компанията и респ. благосъстоянието на нейните акционери (собственици). Според тази концепция компанията трябва да се възприема като механизъм за създаване на стойност и благосъстояние за собствениците. Стойността на компанията зависи предимно от нейния потенциал да генерира доходи в бъдеще, т.е. от дисконтираните и бъдещи парични потоци. Това е така, тъй като инвеститорите се интересуват предимно от това какви доходи в бъдеще би могла да им донесе покупката

на едно предприятие или части от него. Стойност се създава само когато нормата на възвръщаемост на инвестирания капитал превишава среднопретеглената цена на капитала. Финансовите задължения намаляват стойността на компанията. Вниманието на мениджърите трябва да е насочено към ключовите фактори, които могат да увеличат стойността на компанията (Key Value Drivers). Тези фактори трябва да се търсят по линия на споменатите три фундаментални променливи – парични потоци, цена на капитала и капиталова структура.

Аналитично стойността на компанията може да се изрази посредством модела на дисконтираните бъдещи парични потоци (DCF-model)¹:

$$V_E = \sum_{i=1}^n \frac{FCFI_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCFI_n \cdot (1+g)}{(1+WACC)^n} + NOA - IBD$$

където:

V_E – пазарна (справедлива) стойност на собствения капитал;

$FCFI_i$ – (Free Cash Flows to Investors) свободен паричен поток за инвеститорите от дейността за i -тата година от прогнозния период;

n – брой на годините в прогнозния период;

WACC – (Weighted Average Cost of Capital) среднопретеглена цена на капитала на предприятието (норма на дисконтиране);

$FCFI_n$ – паричен поток за последната година от прогнозния период;

g – очакван средногодишен темп на растеж на свободния паричен поток за следпрогнозния период

NOA – (Non-Operating Assets) пазарна стойност на неоперативните активи;

IBD – (Interest-Bearing Debt) лихвоносен дълг.

Първото събираемо във формулата за стойността (V_E) е сумата от дисконтираните парични потоци за прогнозния период (PV_{FCFI}), който обикновено е около 10 години:

$$PV_{FCFI} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFI_i}{(1+WACC)^i}$$

Второто събираемо във формулата за стойността представлява дисконтираната към момента на оценката терминална или продължаваща стойност (DTV – Discounted Terminal Value):

$$DTV = \frac{FCFI_n \cdot (1+g)}{(1+WACC)^n}$$

¹ За повече подробности виж Тодоров, А. Съвременни модели за оценка на бизнеса, Нова звезда, 2014, стр. 63 – 88.

Терминалната стойност изразява онази част от стойността на компанията, която се формира от очакваните парични потоци за следпрогнозния период, който на практика е един безкрайно дълъг период, тъй като по принцип съществуването на едно предприятие може да е безкрайно дълго. Поради това терминалната стойност най-често се определя като цена на вечна рента с постоянно нарастващ доход.

Третото събираемо в модела е пазарната стойност на неоперативните активи на компанията към момента на оценката (*NOA*). Много предприятия имат неоперативни активи. Това са такива активи, които нямат връзка с оперативната дейност. Най-често това са финансови активи, като инвестиции в други предприятия или ценни книжа, но също така това може да са инвестиционни имоти, дълготрайни материални активи, отдадени под наем и др.

За да се получи справедливата стойност на собствения капитал (V_E), най-накрая се приспада лихвоносният дълг (*IBD*) на компанията към момента на оценката. Той се получава, като от всички финансови задължения се приспадат текущите безлихвени задължения, като напр. задължения към бизнес партньори, НАП, персонала и др.

Участващите в модела показатели всъщност са основните преки фактори, от които зависи стойността на компанията. Веднага прави впечатление, че в най-голяма степен стойността на предприятието ще зависи от размера на паричните потоци, които могат да се определят на базата на следния модел:

$$FCFI = EBIT \cdot (1 - T) + DA - \Delta OFA - \Delta W$$

където:

EBIT – (Earnings Before Interests and Taxes) печалба преди лихви и данъци (брутна оперативна печалба от дейността);

DA – (Depreciation and Amortization) амортизации за годината;

T – (Tax rate) ставка на корпоративния данък;

ΔOFA – инвестиции в оперативни дълготрайни активи (*OFA* – Operating Fixed Assets) през годината;

ΔW – инвестиции в оборотен капитал (*W* – Working capital) през годината (изменение на нетния оборотен капитал през годината спрямо предходната година).

От всичко казано дотук става ясно, че определянето на справедливата стойност на компанията, посредством модела на дисконтираните бъдещи парични потоци, изисква:

- 1) Сравнително точна прогноза за бъдещото развитие на предприятието най-вече по отношение на продажбите, ефективността на бизнеса, допълнителните инвестиции, амортизациите и оперативната печалба. За целта е необходим анализ по отчетни данни за период от минимум пет години, за да бъдат изведени определени показатели като среден темп на ръст на продажбите, рентабилност на продажбите, инвестиционна поглъщаемост и др. Освен това е необходима прогноза за

действието на пазарните, отрасловите и общоикономическите фактори. Например важно е да се прогнозира промените в пазарния дял, пазарното търсене, поведението на потребителите, конкуренцията и т.н. Същевременно в прогнозата трябва да бъдат взети под внимание иновационната, продуктовата и въобще инвестиционната политика и бизнес стратегията на предприятието. Всичко това подсказва, че точната прогноза за бъдещото развитие на предприятието е изключително трудна и отговорна, но не и невъзможна задача, стояща пред бизнес анализаторите и оценителите.

- 2) Анализ на рисковете за предприятието, най-вече финансов риск и бизнес риск, и определяне на дисконтовата норма (цената на дълга, цената на собствения капитал и среднопретеглената цена на капитала).

III. СЪЗДАВАНЕТО НА СТОЙНОСТ В ПРЕДПРИЯТИЕТО

Основна роля при стойностно-базирания мениджмънт (VBM) играе бизнес анализът, който е негов важен инструмент. Посредством определени показатели, модели и способности е възможно да се следи и управлява процесът на създаване на стойност в предприятието. Бизнес анализът има възможност да разкрива определени тенденции и закономерности, слабите места в бизнеса и резервите за повишаване на бизнес ефективността, продажбите и оперативната печалба.

Един от най-популярните аналитични модели, позволяващи да се илюстрира процесът на създаване на стойност, се базира на концепцията на Бенет Стюарт за икономическата добавена стойност (EVA – Economic Value Added)². В основата на този модел ключова роля изпълняват два показателя – възвръщаемост на инвестирания капитал (ROIC – Return On Invested Capital) и среднопретеглена цена на капитала (WACC – Weighted Average Cost of Capital).

$$ROIC = \frac{NI + i \cdot (1 - T)}{TA_{n-1} - NIBCL_{n-1}} = \frac{EBIT \cdot (1 - T)}{E_{n-1} + IBD_{n-1}} = \frac{NOPAT}{IC_{n-1}}$$

където:

NI – Net Income (нетна печалба);

i – interests (разходи за лихви);

T – Tax Rate (ставка на корпоративния данък);

TA_{n-1} – Total Assets (сума на активите към края на предходната година);

NIBCL_{n-1} – Non-Interest-Bearing Current Liabilities (безлихвени текущи задължения към края на предходната година);

EBIT – Earnings Before Interest and Taxes (печалба преди лихви и данъци);

E_{n-1} – Equity (собствен капитал към края на предходната година);

² Stewart, G. Bennet, The Quest for Value: The EVATM Management Guide, Harper Business, New York, 1990.

IBD_{n-1} – Interest-Bearing Debt (лихвоносен дълг към края на предходната година);

$NOPAT$ – Net Operating Profit After Tax (нетна оперативна печалба);

IC_{n-1} – Invested Capital (инвестиран капитал към края на предходната година).

Вижда се, че показателят ROIC представлява разновидност на ROA – Return On Assets (рентабилност на активите). Знаем, че рентабилността на активите е отношение на нетната печалба и сумата на активите. Показва годишната норма на капитализация (декапитализация) на активите и е показател, свързан с доходността на бизнеса. В числителя на ROIC вместо нетната печалба се взема нетната оперативна печалба. Тя представлява печалбата преди лихви, но след данъци. Получава се, като към нетната печалба се прибавят разходите за лихви, коригирани с данъчния ефект върху лихвите $(1-T)$. В знаменателя вместо сумата на активите се взема инвестираният капитал (IC). Той се получава, като от сумата на активите (TA) се приспадат безлихвените текущи задължения ($NIBCL$). Особеното е, че инвестираният в бизнеса капитал се взема към края на предходната, а не към края на отчетната година³. Както всички показатели за рентабилност, така и показателят ROIC обикновено се изразява в процент. Следователно той показва с колко процента се е увеличил или намалил инвестираният в бизнеса капитал в резултат на реализираната нетна оперативна печалба (загуба).

За да се прецени дали предприятието има нужната доходност на бизнеса, показателят ROIC се сравнява със среднопретеглената цена на капитала ($WACC$). $WACC$ се възприема като минимално изискваната норма на възвръщаемост за конкретния тип бизнес и за конкретното предприятие. Счита се, че то функционира ефективно и осигурява нужната възвръщаемост за собствениците само когато $ROIC > WACC$. Икономическата добавена стойност (EVA) показва в абсолютна сума прираста или редуцията на стойността на компанията за съответната година:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC_{n-1}$$

Бенет Стюарт не само доразвива традиционната теория за рентабилността, свързвайки я със стойността на компанията, но той прави и решителна крачка напред в изясняването на критериите за доходен бизнес, като прави сравнение между рентабилността на инвестирания капитал ($ROIC$) и среднопретеглената цена на капитала ($WACC$). Това сравнение е в унисон с концепцията за връзката между възвръщаемост и риск при инвестициите. Знаем, че $WACC$ инкорпорира в себе си както нивото на бизнес риск, така също и нивото на финансов риск на съответното предприятие, посредством бета коефициента с ливъридж, при определяне цената на собствения капитал.

³ Виж Тодоров, Л. Доходност на бизнеса – методологични и приложни аспекти на анализа и контрола, е-списание ИДЕС, бр. 3/2017, <https://www.ides.bg/e-journal/2017/issue-3/03-2017-1-todorov>

За да се следи и управлява процесът на създаване на стойност в предприятието, EVA-моделът на Стюарт би могъл да се трансформира по следния начин:

$$EVA = (ROIC - WACC) \cdot IC = NOPAT - (IC \cdot WACC)$$

Произведението от инвестирания капитал (IC) и среднопретеглената цена на капитала ($WACC$) представлява разходите по привличане на капитала. Разбира се, в реалния живот е възможно тези разходи или част от тях за конкретна година да са фиктивни, а не реални. Например, ако хипотетично приемем, че компанията няма лихвоносен дълг и не изплаща дивиденди на акционерите, реално тези разходи няма да ги има. В модела EVA обаче се приема, че те са задължителни от гледна точка осигуряването на минимално изискваната възвръщаемост за акционерите. Вижда се, че за да се създава стойност в предприятието, нетната оперативна печалба ($NOPAT$) трябва да превишава разходите по привличане на капитала за съответната година. Следователно основна роля за създаването на стойност в предприятието има оперативната печалба ($EBIT$), която е най-удачно да се представи като функция на два преки фактора – приходите от продажби (SR – Sales Revenue) и оперативния марджин, т.е. рентабилността на продажбите (ROS – Return On Sales)⁴:

$$NOPAT = NI + i \cdot (1 - T) = EBIT \cdot (1 - T) = (\text{Sales Revenue} \cdot ROS) \cdot (1 - T)$$

$$EBIT = \text{Sales Revenue} \cdot ROS = \text{Sales Revenue} \cdot \left(1 - \frac{\text{Cost of Sales}}{\text{Sales Revenue}}\right)$$

където:

Cost of Sales – пълна себестойност на продажбите.

Този начин на представяне на оперативната печалба е изключително полезен за управлението на бизнеса. Неговата идея е следната: оперативната печалба е функция на два основни фактора – приходите от продажби (SR – Sales Revenue) и рентабилността на продажбите (ROS) или съотношението между разходите и приходите (CSR – Cost to Sales Ratio). Това означава, че печалбата би могла да се увеличи по два начина – като се увеличават продажбите и/или като се повишава ефективността на бизнеса, т.е. като се променя съотношението между разходите и приходите в полза на приходите. Вижда се, че моделът насочва вниманието на мениджърите към търсенето на възможности за увеличаване на продажбите, от една страна, и повишаване ефективността на бизнеса, от друга страна. От представения модел на оперативната печалба ($EBIT$) се вижда, че управленските решения за увеличаване на печалбата и паричните потоци могат да се разделят на два вида:

- ✓ решения, насочени към увеличаване на продажбите;

⁴ За повече подробности виж Тодоров, Л. Ефективност на бизнеса – методологични и приложни аспекти на анализа и контрола, е-списание ИДЕС, бр. 4/2017, <https://www.ides.bg/e-journal/2017/issue-4/04-2017-ltodorov>

- ✓ решения, насочени към повишаване ефективността на бизнеса.

Първият вид решения могат да бъдат свързани както с продуктовата и маркетинговата политика, така също и с иновационната и инвестиционна политика и стратегия на предприятието. Например подходяща реклама, регистриране и популяризиране на търговска марка, разширяване на дистрибуторската мрежа, разработване на нови продукти или услуги, разширяване на производствения капацитет, въвеждане продажби на кредит (при някои стоки), проучване на възможностите за износ и споразумения с чуждестранни търговски представители, повишаване качеството на продукцията, което би рефлектирало положително върху обема на продажбите в дългосрочен период и т.н.

Повишаването ефективността на бизнеса и респективно оптимизирането на съотношението между разходите и приходите изисква различни решения, свързани предимно с реорганизация на дейностите, оптимизиране на бизнес процесите, инвестиции в нови технологии, машини и оборудване и др. Подобни действия могат да са например следните:

- ✓ Търсене на резерви за намаляване на себестойността на продукцията или услугите. Понякога изникват неподозирани възможности, като напр. доставки на материали на по-ниски цени, подобряване организацията на производствения процес, усъвършенстване на технологиите, намаляване на загубите от брак, намаляване на материалоемкостта и енергоемкостта на продукцията, оптимизиране числеността на персонала и длъжностните характеристики и др. Някои от тези действия са свързани с допълнителни инвестиции в нови технологии и оборудване, за които е необходимо допълнително финансиране. В повечето случаи ефектът от подобни инвестиции си заслужава и те се възвръщат бързо.
- ✓ Закриване на губещи или нискодоходни производства и дейности. В това отношение изключително полезен е анализът на ефективността по видове продукти и дейности. Отделните продукти могат да се ранжират по различни показатели, напр. приходи от продажби, оперативна печалба, рентабилност на продажбите и др. Някои от продуктите може да се окажат високо ефективни, съчетаващи големи приходи, оперативна печалба и висок оперативен марджин (рентабилност на продажбите). Други продукти може да имат големи продажби, но ниска рентабилност и малка печалба. Възможно е някои от продуктите да се окажат губещи. Най-честата причина за това е твърде висока себестойност. Основен проблем при някои производствени фирми е неточната калкулация на пълната себестойност (с вкл. административни разходи и разходи по продажби) или липсата на такава.
- ✓ Оценка на възможностите за повишаване производителността на труда. Един от основните проблеми на бизнеса у нас е ниската производителност на труда. Това означава висока себестойност на

продукцията и ниска конкурентоспособност на производителя, тъй като той не може да се конкурира с останалите производители по отношение на цената. При някои производства и дейности разходите за труд (заплати и осигуровки) имат висок дял в себестойността на продукцията (услугите). Повишаването на производителността означава с по-малко работници да се произвежда повече продукция. Така предприятието може да реализира значителни икономии от заплати и осигуровки, което директно ще увеличи оперативната печалба и ефективността на бизнеса. Освен това повишаването на производителността води до намаляване себестойността на продукцията, което позволява и редуциране на продажните цени. Ако продукцията е с висока еластичност на търсенето, това би увеличило продажбите. Основните фактори, влияещи върху производителността на труда, са използваните технологии, състоянието на машините и оборудването, степента на автоматизация на производството, условията на труд, организацията на производствения процес, мотивацията на персонала, квалификацията и опита на работниците, качеството на използваните суровини и материали и др. Един от най-съществените фактори за повишаване на производителността са инвестициите в ново производствено и технологично оборудване и в автоматизация на производствените процеси. След въвеждане в експлоатация на тези инвестиции се постига по-висока енергийна ефективност, по-ниски разходи за производствен брак, по-ниски експлоатационни разходи и съкращаване броя на работниците. Опитът показва, че подобни инвестиции се изплащат бързо и в повечето случаи положителният ефект си заслужава усилията.

IV. ЦЕНАТА НА КАПИТАЛА КАТО ДЕТЕРМИНАНТА НА СТОЙНОСТТА

В съвременния финансов и бизнес анализ цената на капитала се явява ключов показател при анализа на доходността на бизнеса, създаването на добавена стойност, оптимизирането на капиталовата структура, определянето стойността на бизнеса (справедливата цена на акциите и дяловете), оценката на финансовата ефективност на инвестициите и др. Стандартната формула за извеждане на среднопретеглената цена на капитала (WACC) в най-общ вид е следната:

$$WACC = \frac{E}{E + IBD} \times R_E + \frac{IBD}{E + IBD} \times R_D \times (1 - T) = d_E \times R_E + d_D \times R_D \times (1 - T)$$

където:

E – собствен капитал;

IBD – лихвоносен дълг;

R_E – цена на собствения капитал;

R_D – цена на дълга;

T – ставка на корпоративния данък;

d_E – относителен дял на собствения капитал в целия инвестиран капитал;

d_D – относителен дял на дълга в целия инвестиран капитал.

При определяне на среднопретеглената цена на капитала по принцип се имат предвид само дългосрочните източници на капитал – собствен капитал и дългосрочен дълг. Текущите финансови задължения не участват в т.нар. капиталова структура. Важна особеност е обстоятелството, че собственият капитал и дългът могат да участват във формулата както по счетоводна, така също и по пазарна стойност. Повечето специалисти препоръчват да се използва пазарната стойност. Ако пазарната стойност на дълга не може да бъде установена, се използва счетоводната му стойност. Естествено, че ако предприятието не е акционерно дружество или пък акциите му не се търгуват, ще използваме балансовата стойност на собствения капитал. Пазарна стойност на дълга може да има само в случай на емитирани облигации с развит вторичен пазар, т.е. такива, които се търгуват и имат текуща пазарна цена. Когато предприятието няма емисия на облигации (което за нашата страна е по-вероятно), използваме балансовата стойност на дълга.

Въпреки че краткосрочните финансови задължения на теория не участват в капиталовата структура и респ. при изчисляване среднопретеглената цена на капитала, много специалисти практически вземат под внимание и краткосрочните лихвоносни задължения, като напр. краткосрочните банкови заеми. Във връзка с това Д. Ненков посочва „...В условията на България считам за препоръчително да се работи с целия лихвоносен дълг, а не само с дългосрочния дълг. Казано по друг начин, следва да се интересуваме не само от капиталовата структура, а от цялата финансова структура на местните фирми. Основната причина е, че финансирането посредством емисия на дългосрочни корпоративни облигации все още много слабо се използва у нас. Към това следва да се добавят и затрудненията, които фирмите изпитваха доскоро при осигуряване на дългосрочни банкови кредити. Вместо дългосрочни кредити фирмите често използват поредица от краткосрочни кредити, които те периодично възобновяват. (...) Фактически мнозинството български компании нямат дългосрочен дълг по смисъла, който влагат в това понятие авторите, анализиращи развитите капиталови пазари...”⁵.

Определянето на цената на дълга не представлява проблем от методическа гледна точка, тъй като принципът е, че тя зависи от лихвите по дълга. Това означава, че основният способ за определяне цената на дълга (R_D) на дадено предприятие е като отношение на разходите за лихви за съответната година (i) и размера на лихвоносния дълг (IBD) в началото на годината, т.е. към края на предходната година. Съществува и друг алтернативен способ, горещо препоръчван от А. Дамодаран, а именно способът на синтетичния рейтинг (Synthetic rating approach)⁶. Сами определяме кредитния рейтинг на компанията и полагащия се спред за риск в зависимост от стойността на показателя „Коефициент на покритие

⁵ Ненков, Д. *Оценка на инвестициите в реални активи*, УИ „Стопанство”, 2005 г., стр. 149.

⁶ Damodaran, A. *Investment Valuation*, 2-nd edition, Chapter 8, p. 40, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/>

на лихвите” (Interest coverage ratio – *ICR*). Този коефициент представлява съотношение между оперативната печалба (*EBIT*) и лихвите по кредити (*i*). За целта сравняваме стойността на коефициента за конкретната компания със стойностите му за всеки рейтингов клас на S&P. В табл. 1 е представена рейтинговата класация на S&P за компании с ниска пазарна капитализация (за условията на България класацията на S&P за компании с висока пазарна капитализация не е необходима) и стойностите на показателя „Лихвено покритие” за всеки рейтингов клас:

Табл. 1 Коефициент „Лихвено покритие” за компании с ниска пазарна капитализация

Коефициент на покритие на лихвите (<i>ICR</i>)	Рейтинг	Спред (%) (<i>R_{SRS}</i>)
>12,5	AAA	0,75
9,5 – 12,5	AA	1,00
7,5 – 9,5	A+	1,50
6,0 – 7,5	A	1,80
4,5 – 6,0	A-	2,00
3,5 – 4,5	BBB	2,25
3,0 – 3,5	BB	3,50
2,5 – 3,0	B+	4,75
2,0 – 2,5	B	6,50
1,5 – 2,0	B-	8,00
1,25 – 1,5	CCC	10,00
0,8 – 1,25	CC	11,50
0,5 – 0,8	C	12,70
<0,5	D	14,00

Източник: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/chapter 8, page 40](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/chapter%208/page%2040)

При този способ цената на дълга се определя по формулата:

$$R_D = R_f + R_{SRS} + R_{RBDS}$$

където:

R_f – безрискова норма на дохода (доходност по 10-годишните съкровищни облигации на САЩ)⁷;

R_{SRS} – Synthetic Rating Spread (добавка за риск по синтетичния рейтинг);

R_{RBDS} – Rating-Based Default Spread (спред за странови риск на България според кредитния рейтинг на страната по данни на Moody's)⁸.

⁷ <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us/>

⁸ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Някои анализатори предпочитат като безрискова норма на дохода да използват доходността по 10-годишните български облигации (по данни на БНБ). В този случай в представеният модел няма да участва добавка за странови риск на България (R_{RBDS}). Понякога е възможно да има голяма разлика в цената на дълга на дадено предприятие, определена по двата способа. Това е напълно нормално, като се има предвид, че принципно двата подхода са твърде различни. В такива случаи решението е да се вземе средноаритметичната цена от резултатите по двата способа.

Не толкова просто обаче е определянето цената на собствения капитал (R_E), която се счита за минимално необходимата норма на възвръщаемост от собствениците, съответстваща на поетия риск. Правилното и добре аргументирано извеждане на тази цена е истинско предизвикателство за бизнес анализаторите и оценителите. Причината е наличието на различни подходи, способности и варианти, съдържащи голям брой финансови и други индикатори за капиталовия пазар, сектора и самото предприятие, което предопределя голяма доза субективизъм от страна на анализаторите и оценителите и респективно различна цена на собствения капитал дори за едни и същи предприятия.

Задачите на бизнес анализа по отношение цената на капитала са свързани най-вече с избора на подходящ модел за определяне цената на собствения капитал, оценката на рисковете за предприятието – ниво на финансов и бизнес риск, които намират отражение в използвания бета коефициент, необходимостта от допълнително завишаване на цената на собствения капитал поради малкия размер на предприятието или други фактори и т.н.

В практиката най-широко използваният способ за определяне цената на собствения капитал (R_E) се основава на модела за оценка на капиталовите активи (CAPM). За страни със слабо развити капиталови пазари се използват следните модификации на CAPM, известни като „модели на Дамодаран“⁹:

$$1) R_E = R_f + \beta_L \cdot (R_{MRP}) + R_{CRP}$$

$$2) R_E = R_f + \beta_L \cdot (R_{MRP} + R_{CRP})$$

$$3) R_E = R_f + \beta_L \cdot R_{MRP} + \lambda \cdot R_{CRP}$$

R_f – безрискова норма на дохода за развит капиталов пазар;

β_L – бета коефициент с ливъридж на предприятието;

R_{MRP} – средна пазарна рискова премия за развития капиталов пазар;

R_{CRP} – премия за странови риск според кредитния рейтинг на страната;

λ – коефициент на експозиция на предприятието спрямо страновия риск.

Всеки от тези три модела по различен начин включва страновия риск в цената на собствения капитал в зависимост от степента, в която конкретното предприятие е изложено на страновия риск. Цената на

⁹ Damodaran, A. Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice, <http://pages.stern.nyu.edu/~%20adamodar/>

собствения капитал (R_E) е най-висока за втория модел и най-ниска за третия. Първият модел предполага, че всички фирми в страната са еднакво изложени на страновия риск. Той дава средна оценка на R_E в сравнение с другите два модела, поради което е най-често използваният.

Определянето на бета с ливъридж става по формулата:

$$\beta_L = \beta_U \cdot (1 + DER \cdot (1 - T))$$

където:

β_U – бета без ливъридж за съответния отрасъл;

DER – Debt to Equity Ratio (съотношение между лихвоносния дълг и собствения капитал);

T – Tax rate (ставка на корпоративния данък).

Тъй като в модификациите на CAPM, предназначени за държави със слабо развити капиталови пазари, се работи с данни за развит капиталов пазар, то и информацията за отрасловите бета коефициенти трябва да съответства за същия развит пазар. Обикновено анализаторите и оценителите работят с данни за най-развятия капиталов пазар в света – NYSE, поради което ползват информация за отрасловите бети в САЩ¹⁰.

V. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключение, могат да бъдат направени следните изводи:

Първо: Представеният по-горе разширен модел на икономическата добавена стойност (EVA) дава възможност да се следи и управлява процесът на създаване на стойност в предприятието и насочва вниманието на мениджмънта към търсенето на възможности за увеличаване на продажбите, повишаване ефективността на бизнеса и в крайна сметка максимизиране на оперативната печалбата и стойността на компанията. Като се има предвид, че приходите от продажби (SR) могат да бъдат представени като сума от произведенията на продадените количества продукти (услуги) от съответния вид и техните продажни цени, то добавената през годината стойност (EVA) може да се изрази и така:

$$EVA = \left(\left(\sum_{i=1}^m q_i \cdot p_i \right) \cdot \left(1 - \frac{\text{Cost of Sales}}{\text{Sales Revenue}} \right) \right) \cdot (1 - T) - (IC \cdot WACC)$$

където:

q_i – количество на продуктите или услугите от съответния вид;

p_i – продажна цена на съответния продукт;

m – брой на продуктите или услугите.

Този модел дава отговор на редица важни за управлението на бизнеса въпроси, като например:

¹⁰ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

✓ Как ще се отрази увеличението или редуцирането на продажбите от съответния вид продукт върху оперативната печалба и стойността на компанията?

✓ Как ще се отрази намаляването на преките материални разходи (които са компонент на пълната себестойност) върху себестойността на продажбите, рентабилността на продажбите, оперативната печалба и икономическата добавена стойност?

✓ Как ще се отрази повишаването на заплатите върху оперативната печалба и създаването на стойност в предприятието?

✓ Как ще се отразят промените в размера на инвестирания капитал върху икономическата печалба за съответната година?

✓ Как ще се отразят промените в рентабилността на продажбите върху EVA?

✓ Как ще се отразят промените в степента на финансов и бизнес риск на предприятието и респективно в цената на капитала върху стойността на компанията и др.

Второ: Като обобщение от изследването се налага изводът, че бизнес анализът в качеството си на инструмент на фирмения мениджмънт изпълнява съществена роля при управлението на стойността на компанията. От една страна, посредством различни методи и модели анализът е в състояние да следи както процеса на създаване на стойност в предприятието, така и да определя справедливата стойност на собствения капитал и респективно справедливата цена на акция към определен момент. От друга страна, посредством специфични показатели, методи и модели той е в състояние да разкрие негативните тенденции и проблемните области в бизнеса, да насочи вниманието на мениджмънта към търсенето на резерви и възможности за увеличаване на оперативната печалба и паричните потоци, да сигнализира при наличието на диспропорции и проблеми по отношение на капиталовата структура и финансовата устойчивост на предприятието. Той разполага с богат арсенал от научни методи и познания за изучаване на икономическите процеси в предприятието и бизнес средата, посредством които се разрешават сложни въпроси, стоящи пред управлението. С помощта на резултатите от бизнес анализа мениджърите аргументират своите решения и действия. Въпросът за управлението на стойността е свързан с цялостната дейност на предприятието – оперативна, финансова и инвестиционна, и в крайна сметка резултатите от бизнес анализа в този смисъл провокират и аргументират почти всички важни управленски решения, в т.ч. и стратегически.

Библиографска справка:

1. Ненков, Д. Оценка на инвестициите в реални активи, УИ „Стопанство”, 2005.
2. Тодоров, Л. Съвременни модели за оценка на бизнеса, Нова звезда, София, 2014.

3. Тодоров, Л. *Доходност на бизнеса – методологични и приложни аспекти на анализа и контрола, е-списание ИДЕС, бр. 3/2017, <https://www.ides.bg/e-journal/2017/issue-3/03-2017-l-todorov>*
4. Тодоров, Л. *Ефективност на бизнеса – методологични и приложни аспекти на анализа и контрола, е-списание ИДЕС, бр. 4/2017, <https://www.ides.bg/e-journal/2017/issue-4/04-2017-l-todorov>*
5. Copeland, T., T. Koller, J. Murrin. *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, New York, 2000.
6. Damodaran, A. *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Weley & Sons, N.Y., 2002.
7. Damodaran, A. *Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice*, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/CountryRisk.html
8. Pratt, Sh. *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Fifth Edition, McGraw Hill, New York, 2008.
9. Stewart, G. Bennet. *The Quest for Value: The EVATM Management Guide*, Harper Business, New York, 1990.

THE VALUE OF THE COMPANY – OPPORTUNITIES FOR ANALYSIS, EVALUATION AND MANAGEMENT

Lyubomir Todorov

Associate professor at UNWE, PhD
Business analyst and appraiser

Keywords:	Summary
Company value Value-based management Discounted cash flow model Economic value added Return on invested capital Cost of capital	The article explains the value of the company as a modern business indicator of particular importance to a wide range of entities. It clarifies the essence of Value-Based Management (VBM) as a popular business management concept. An analytical model is presented, with which the value of the company can be assessed at a certain point – the model of discounted future cash flows (DCF – Valuation). An analytical model is also presented, through which the process of value creation in the enterprise can be analyzed and managed – Stewart's model of economic value added (EVA – Economic Value Added). In this regard, methods for determining the cost of debt and the cost of equity are presented – the synthetic rating approach and the capital asset pricing model (CAPM) modifications for emerging markets. Conclusions are drawn about the additional opportunities that business analysis provides in making management decisions aimed at maximizing the value of the company.