



## ДОХОДНОСТ, РАСТЕЖ И ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ – МЕТОДОЛОГИЧНИ И ПРИЛОЖНИ АСПЕКТИ НА АНАЛИЗА

**доц. д-р Любомир Тодоров**  
преподавател в УНСС,  
бизнес анализатор и оценител  
[ltodorov@unwe.bg](mailto:ltodorov@unwe.bg)

| Ключови думи:                                                                                                                                                                                        | Резюме                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Стойностно-базиран мениджмънт</p> <p>Растеж на бизнеса</p> <p>Доходност на бизнеса</p> <p>Ефективност на бизнеса</p> <p>Икономическа добавена стойност</p> <p><b>JEL</b></p> <p>G30, G32, M41</p> | <p>Статията изследва взаимовръзката между ефективност, доходност и растеж на бизнеса и тяхното отражение върху корпоративната стойност. Акцентира се на обстоятелството, че необходимостта от анализ, оценка и управление на стойността на компанията поставя определени задачи пред бизнес анализа, свързани най-вече с изследване на факторите, от които тя зависи. Направена е характеристика на доходността на бизнеса, като схематично са представени организацията на анализа и по-важните модели за анализ. Описана е взаимовръзката между ефективност, доходност и растеж, като същата е моделирана във вид на формула. Представен е моделът на Стюарт за икономическата добавена стойност и възвращаемостта на инвестирания капитал, като същият е доразвит. Предложените промени в модела дават възможност да се изследва влиянието на промените в продажбите и ефективността на бизнеса върху изменението на стойността на компанията за даден период. Това дава отговор на редица важни за управлението на бизнеса въпроси. Предложените в статията модели за анализ имат безспорна ползност за анализаторите и корпоративния мениджмънт.</p> |

### I. ЦЕЛ, ЗАДАЧИ И АКТУАЛНОСТ

В края на миналия и началото на този век постепенно започват да се променят приоритетите в корпоративното управление по отношение на стратегическите цели. Бизнесът и въобще инвеститорите започват да осъзнават, че поддържането на дългосрочен и устойчив растеж на печалбите не е единствената значима цел. Не по-малко важен е растежът на корпоративната стойност. По същото време се появява и развива концепцията за управление на стойността, позната като VBM – Value-Based Management (стойностно-базиран мениджмънт). **Стойността на компанията постепенно се превръща във водеща стратегическа**

цел. Това налага тя да бъде анализирана, оценявана и управлявана. Управлението на стойността поставя пред бизнес анализа определени задачи, свързани както с разкриването на слабите места и проблемните области в бизнеса, така също и с възможностите за растеж на продажбите, бизнес ефективността и доходността. Резултатите от този анализ могат да насочат инвеститорите и мениджърските екипи към вземането на най-правилните решения, в т.ч. и стратегически. Такива могат да бъдат например решения, насочени към промяна на бизнес стратегията (продуктовата, маркетинговата и инвестиционната политика). Постоянното преследване на висока доходност от компаниите в дългосрочен план води до постепенното реструктуриране на техния бизнес. Капиталите постепенно се изтеглят от по-слабо атрактивните дейности и сектори (с намаляваща доходност) и се насочват към по-перспективните. Стойността на компаниите и въобще цените на акциите не зависят единствено от тяхното финансово представяне, но също така и от глобалните тенденции в икономиката и обществения живот, включително и технологичния прогрес. Така например появата и развитието на AI (изкуствения интелект) през последните години за кратко време повиши в пъти пазарната капитализация на компаниите, производители на компоненти, свързани с този технологичен феномен. Сред тях се откроява NVIDIA, чиито акции на NASDAQ за период от три години (01.01.2023 – 31.12.2025) повишиха цената си над 12 пъти. За инвеститорите повишаването на стойността на компанията е не по-малко важно от дивидента, който получават, тъй като то увеличава потенциалната капиталова печалба, която всеки инвеститор би могъл да реализира.

**Целта на настоящата статия е да обвърже ефективността, доходността и растежа на бизнеса със стойността на компанията, като предложи подходящи модели за анализ.** Актуалността на темата се обуславя от значението, което има корпоративната стойност в наши дни, и липсата на научно-приложни разработки в областта на бизнес анализа по тази тема. Във връзка с това могат да бъдат дефинирани следните задачи:

- да се опише доходността на бизнеса като обект на анализа;
- да се посочат особеностите и вариантите за изчисляване на индикаторите за доходност;
- да се представи схематично и обясни организацията на анализа на доходността, включително да се представят модели за анализ с голяма практическа стойност;
- да се опише и обясни зависимостта „Ефективност – доходност – растеж“ и да се представят модели за анализ на тази зависимост;
- да се представи и обясни моделът на икономическата добавена стойност и възвращаемостта на инвестирания капитал на Бенет Стюарт и да се предложат модификации на този модел, които позволяват да се изследва влиянието на промените в продажбите,

ефективността и доходността на бизнеса върху корпоративната стойност;

- да се обобщят резултатите от изследването и да се направят изводи относно полезността на предложените модели.

## II. ДОХОДНОСТ НА БИЗНЕСА – СЪЩНОСТ И ОРГАНИЗАЦИЯ НА АНАЛИЗА

Една от най-важните качествени характеристики на всеки бизнес е неговата доходност. Това е разбираемо, като се има предвид, че всеки бизнес може да се разглежда като отделна инвестиция, а инвеститорът се интересува предимно от нормата ѝ на възвращаемост. След приключването на всяка календарна година бизнес организациите (фирмите) определят финансов резултат като разлика между годишните си приходи и разходи. Това дава възможност да се определи годишната норма на възвращаемост на инвестирания в бизнеса капитал. На фиг. 1 са представени основните индикатори за доходност на бизнеса ROA – Return on Assets (Рентабилност на активите) и ROE – Return on Equity (Рентабилност на собствения капитал)<sup>1</sup>.



Фиг. 1 Основни индикатори за доходност на бизнеса

ROA се определя като отношение на финансовия резултат (печалбата или загубата) и активите (сумата на баланса), докато ROE е отношение на печалбата (загубата) и собствения капитал на предприятието. Възприето е да се представят в процент. ROA всъщност показва годишния прираст (спад) на активите, постигнат благодарение на реализираната печалба (загуба). Възможни са различни варианти за изчисляване на ROA, което касае както числителя, така и знаменателя на отношението. Най-често за числител служи нетната печалба (NI – Net Income), но в някои случаи анализаторът може да предпочете друг вид печалба. Така например в модела на Алтман (Z-score model), който служи за оценка степента на финансов риск и по-конкретно на риска от изпадане в търговска несъстоятелност<sup>2</sup>, за изчисляване на ROA се използва печалбата преди лихви и данъци (EBIT – Earnings Before Interests and Taxes), която се разделя на сумата на активите (TA – Total Assets). Когато сравняват отделни компании по степен на доходност на бизнеса, обикновено

<sup>1</sup> Тодоров, Л. Доходност на бизнеса – методологични и приложни аспекти на анализа и контрола, е-списание ИДЕС, 2/2017, <https://www.ides.bg/e-journal/2017/issue-2>

<sup>2</sup> Тодоров, Л. Съвременни модели за оценка на бизнеса, Нова звезда, 2014, стр. 200.

анализаторите изчисляват ROA, като използват печалбата преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA – Earnings Before Interest and Taxes) вместо нетната печалба. Така се елиминират различията в нивото на дълговото финансиране и инвестиционната поглъщаемост при отделните компании. Различията в нивото на дълговото финансиране оказват влияние върху нетната печалба (NI) и респективно върху доходността (ROA) посредством разходите за лихви. Съответно различията в инвестиционната поглъщаемост засягат нетната печалба и доходността посредством разходите за амортизации. Информация за определянето на EBITDA се съдържа в отчета за дохода (отчета за приходите и разходите). За да се определи EBITDA, е необходимо печалбата преди данъци (EBT – Earnings Before Taxes) да се завиши с разходите за лихви (I – interests) и разходите за амортизации (DA – Depreciation & amortization). Таблица 1 илюстрира сравнителния анализ на доходността на бизнеса на две предприятия („А“ и „Б“):

Табл. 1 Сравнителен анализ на ROA

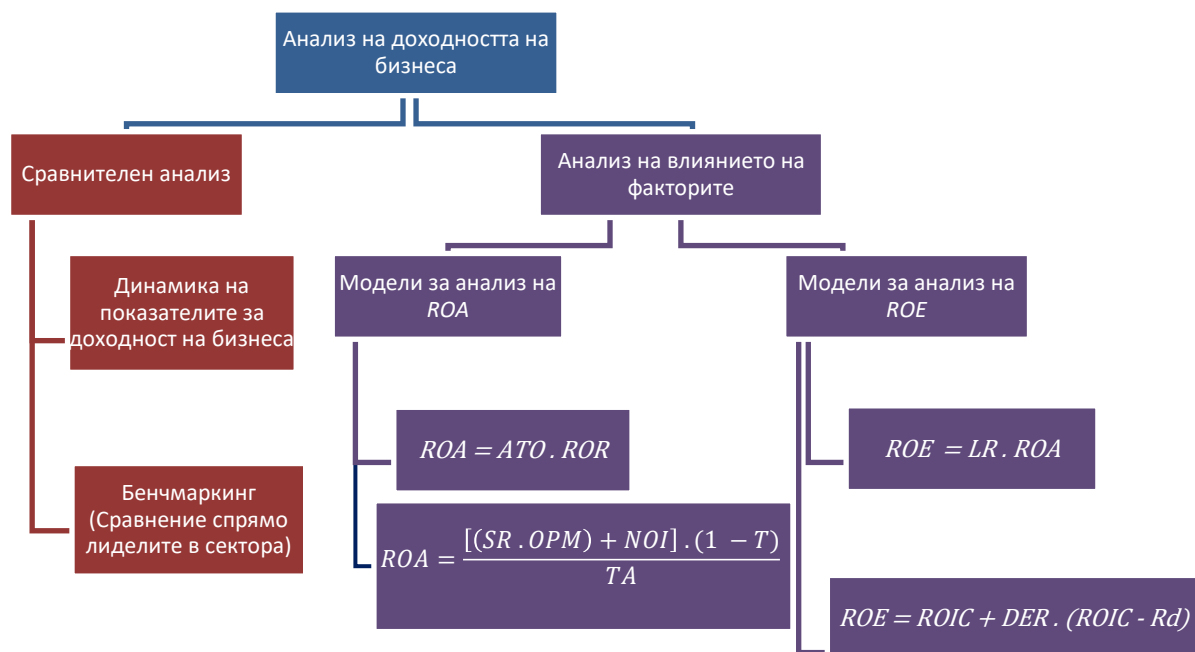
| Показатели за 2025 г.                                         | „А“          | „Б“          |
|---------------------------------------------------------------|--------------|--------------|
| EBT – Печалба преди данъци (хил. лв.)                         | 1430         | 2460         |
| NI – Нетна печалба (хил. лв.)                                 | 1287         | 2214         |
| I – Разходи за лихви (хил. лв.)                               | 280          | 660          |
| DA – Разходи за амортизации (хил. лв.)                        | 900          | 2800         |
| EBITDA – Печалба преди лихви, данъци и амортизации (хил. лв.) | 2610         | 5920         |
| TA – Сума на активите (хил. лв.)                              | 9400         | 19300        |
| ROA = NI / TA (%)                                             | <b>13,69</b> | <b>11,47</b> |
| ROA* = EBITDA / TA (%)                                        | <b>27,77</b> | <b>30,67</b> |

ROA, изчислена по стандартния начин (чрез използване на нетната печалба), е по-висока при предприятие „А“. Нивото на разходите за лихви и на разходите за амортизации на предприятие „Б“ обаче е значително по-високо от това на предприятие „А“. Потенциалът за генериране на доходи на всяко от двете предприятия може да се оцени адекватно само ако рентабилността на активите (ROA) се изчисли на базата на печалбата преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA). Ако тази важна особеност бъде взета под внимание, се вижда, че предприятие „Б“ има по-висок потенциал за генериране на доходи – ROA, изчислена на базата на EBITDA (последния ред от табл. 1), е по-висока при предприятие „Б“.

По отношение на знаменателя на ROA също са възможни различни варианти. Възможно е сумата на активите (TA) да се вземе към различни моменти от време – в началото на годината, в края на годината или средно за годината. Тази особеност е важна, тъй като сумата на активите е динамична величина и непрекъснато се променя в резултат на осъществяваните от предприятието бизнес операции. Един от основоположниците на съвременния финансов анализ Ерик Хелферт препоръчва да се работи със средногодишните активи, а не с тези от

заклучителния баланс<sup>3</sup>. Той посочва, че могат да се използват както брутните, така и нетните активи по баланс. Нетните активи се получават след приспадане на текущите безлихвени задължения (NIBCL – Non-Interest-bearing Current Liabilities) от сумата на активите. Във финансовият анализ е възприето нетните активи да се считат за инвестиран капитал.

Фигура 2 илюстрира организацията на анализа по отношение доходността на бизнеса<sup>4</sup>.



Фиг. 2 Организация на анализа на доходността

*ATO – Asset Turnover (обращаемост на активите)*

*ROR – Return On Revenue (рентабилност на приходите)*

*SR – Sales Revenue (приходи от продажби)*

*OPM – Operating Profit Margin (оперативен марж на печалбата)*

*NOI – Non-Operating Profit (неоперативна печалба)*

*T – Tax Rate (ставка на корпоративния данък)*

*TA – Total Assets (сума на активите)*

*LR – Leverage Ratio (ливъридж коефициент)*

*ROIC – Return On Invested Capital (рентабилност на инвестиция капитал)*

<sup>3</sup> Helfert, E. Financial Analysis, Tools and techniques, Guide for managers, McGraw-Hill, NY, 2001, p. 112.

<sup>4</sup> Тодоров Л., Доходност на бизнеса – методологични и приложни аспекти на анализа и контрола, е-списание ИДЕС, 2/2017, <https://www.ides.bg/e-journal/2017/issue-2/02-2017-l-todorov>

*DER – Debt to Equity Ratio (коефициент дълг към собствен капитал)*

*Rd – Net Cost of Debt (нетна цена на дълга)*

Сравнителният анализ се осъществява в две направления. От една страна се изследва динамиката на ROA и ROE за даден период (обикновено за последните пет години), а от друга страна се извършва сравнение спрямо лидерите в сектора или спрямо средните стойности за сектора. Факторният анализ има за цел да изследва влиянието на преките фактори върху изменението на двата основни индикатора (ROA и ROE) за даден период. На фиг. 2 са представени едни от най-популярните и полезни модели за такъв анализ. Те са обяснени в статията „Доходност на бизнеса – методологични и приложни аспекти на анализа и контрола“, публикувана в брой 2/2017 г. на е-списание ИДЕС. Моделите могат да се използват също и за прогнозиране на бъдещата доходност при наличието на адекватна прогноза за действието на основните фактори. Вторият модел на ROA, представен на фиг. 2, е свързан с анализа на оперативната печалба и ефективността на бизнеса. Той дава възможност да се определи влиянието на промените в приходите от дейността, оперативния марж на печалбата и неоперативната печалба върху доходността на бизнеса<sup>5</sup>.

### **III. АНАЛИЗ НА ЗАВИСИМОСТТА „ЕФЕКТИВНОСТ – ДОХОДНОСТ – РАСТЕЖ“**

Във финансовия анализ (включително бизнес оценяването) растежът на бизнеса се свързва предимно с темповете на ръст на печалбата и паричните потоци. Това е обяснимо, тъй като от финансова гледна точка успехът на всеки бизнес е свързан с постоянното генериране на положителен финансов резултат, който да осигури не само възможност за изплащане на дивиденди, но и част от растежа на компанията посредством реинвестиране на печалбите. Следователно темповете на ръст на печалбата са пряко свързани с възможностите за изплащане на дивиденди, справедливата пазарна стойност на компанията ( $V_E$ ) и респективно справедливата цена на нейните акции (дялове). Не случайно очакваният средногодишен темп на растеж на нетната печалба ( $g$ ) е една от основните фундаментални променливи в модела на Гордън (GGM – Gordon Growth Model), познат и като модел на дисконтираните дивиденди (DDM – Dividend Discount Model):

$$P_0 = \frac{DPS_1}{r_E - g} \quad (1)$$

където:

$P_0$  – текуща цена на акция (Price per share);

$DPS_1$  – очакван дивидент за годината (Dividend per share);

---

<sup>5</sup> Тодоров, Л. Анализ на зависимостта Ефективност – доходност – растеж, сборник доклади от Международна научна конференция 105 години катедра „Счетоводство и анализ“, Том 1, ИК УНСС, 2025, стр. 420 – 432.

$r_E$  – цена на собствения капитал на компанията (*required rate of return on Equity or cost of equity*);

$g$  – очакван средногодишен темп на растеж на нетната печалба (*growth rate*)

Темпът на растеж на печалбата ( $g$ ) съответно детерминира и стойността на пазарните множители цена – доход ( $p/e$ ), цена – счетоводна стойност ( $p/b$ ) и цена – продажби ( $p/s$ ), на които се базира сравнителният подход в бизнес оценяването (Метод на пазарните коефициенти и по-конкретно Метод на фундаменталните променливи). Това е видно от техните теоретични модели<sup>6</sup>:

$$p/e = \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{(1+g) \cdot (1-b)}{r_E - g} = \frac{(1+g) \cdot \left(1 - \frac{g}{ROE}\right)}{r_E - g} \quad (2)$$

$$p/b = \frac{P_0}{BVPS_0} = \frac{ROE \cdot (1+g) \cdot (1-b)}{r_E - g} = \frac{ROE - g}{r_E - g} \quad (3)$$

$$p/s = \frac{P_0}{RPS_0} = \frac{NPM \cdot (1-b) \cdot (1+g)}{r_E - g} = \frac{NPM \cdot \left(1 - \frac{g}{ROE}\right) \cdot (1+g)}{r_E - g} \quad (4)$$

където:

$EPS$  – печалба на акция (*Earnings per share*);

$b$  – коефициент на реинвестиране на печалбата (*Reinvestment rate*);

$ROE$  – норма на възвръщаемост на собствения капитал (*Return on equity*);

$BVPS$  – счетоводна стойност на СК, падаща се на една акция (*Book value per share*);

$RPS$  – годишни приходи, падащи се на една акция (*Revenue per share*);

$NPM$  – нетен марж на печалбата (*Net profit margin*).

От представените модели се вижда, че цената на акциите и респективно стойността на компанията зависи от четири основни фактора (фундаментални променливи) – нормата на възвръщаемост на собствения капитал ( $ROE$ ), средногодишния темп на ръст на нетната печалба ( $g$ ), цената на собствения капитал ( $r_E$ ) и нетния марж на печалбата ( $NPM$ ). Цената на собствения капитал зависи от рисковете в бизнеса и най-вече от степента на финансов и бизнес риск на предприятието. Може да се направи изводът, че за да се повишава цената на акциите и въобще стойността на компанията, мениджмънтът следва да се съсредоточи върху доходността на бизнеса, растежа на печалбата, степента на финансов и

<sup>6</sup> Damodaran, A. 2008, Investment Valuation, 2-nd edition, Wiley India Pvt. Limited, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/>, ch. 17, p. 12

бизнес риск и ефективността на бизнеса. Растежът на печалбата и паричните потоци (g) също така е един от най-важните параметри и в модела на дисконтираните бъдещи парични потоци за оценка на стойността на компанията (DCF – Discounted Cash Flows Valuation Model), който се основава на прогноза за нейното бъдещо развитие и респективно за очакваните и бъдещи парични потоци.

Темповете на ръст на печалбата далеч не са единственият индикатор, въз основа на който може да се оцени растежът на бизнеса. Това е така, тъй като той може да се разглежда от различни гледни точки. **Бихме могли да разграничим пет основни направления, в които е важно да се оценява растежът на бизнеса – приходи, печалба, активи, собствен капитал и пазарна стойност на компанията** (фиг.3).



Фиг. 3 Основни направления за оценка на бизнес растежа

Измерването на бизнес растежа е свързано с изследване на динамиката на множество важни бизнес показатели като: Общи приходи (TR – Total Revenue); Приходи от продажби (SR – Sales Revenue); Нетна печалба (NI – Net Income); Печалба преди лихви и данъци (EBIT – Earnings Before Interest and Taxes); Печалба преди лихви, данъци и амортизации (EBITDA – Earnings Before Interest; Taxes, Depreciation and Amortization); Сума на активите (TA – Total Assets); Собствен капитал (E – Equity); Основен (акционерен) капитал (ShC – Share Capital); Пазарна капитализация (MVE – Market Value of Equity); Справедлива пазарна стойност на предприятието (VE – Value of Equity) и др.

Двата показателя за доходност на бизнеса (ROA и ROE) служат за определяне темпа на вътрешен растеж (IGR – Internal Growth Rate) и темпа на устойчив растеж (SGR – Sustainable Growth Rate). Темпът на вътрешен растеж се използва предимно за прогнозиране на бъдещото развитие на компанията и изразява максимално възможния темп на растеж на инвестираните в бизнеса капитал, който може да се постигне без допълнително външно финансиране, тоест само за сметка на реинвестираната (задържаната) печалба. IGR може да се определи, ако се

знае каква част от печалбата се разпределя за дивиденди и съответно каква част се задържа.

$$IGR = ROA \times b \quad (5)$$

където:

*b* – коефициент на реинвестиране (задържане) на печалбата

Възвръщаемостта на активите (ROA) за отделните години варира под влияние на динамиката на активите и нетната печалба. Коефициентът на изплащане на дивиденди ( $1 - b$ ) и респективно коефициентът на задържане също може да са различни за всяка година, тъй като се гласуват от общото събрание на акционерите. Ето защо, когато се прави прогноза, е по-удачно предварително да се изчислят средните стойности на ROA и *b* за последните няколко години. Показателят IGR може да се изчисли също и като се отчете мултиплициращият ефект от реинвестирането на печалбата върху доходността на компанията:

$$IGR = \frac{ROA \times b}{1 - (ROA \times b)} \quad (6)$$

Темпът на устойчив растеж (SGR – Sustainable Growth Rate) изразява максимално възможния темп на растеж, който компанията може да постигне, без да променя нивото на финансов ливъридж, тоест без да променя съотношението между дълга и собствения капитал.

$$SGR = ROE \times b \quad (7)$$

SGR служи като еталон (ориентир) за анализаторите, с който да бъдат съобразявани прогнозите за растеж на компанията<sup>7</sup>.

**Ефективността на бизнеса се свързва най-вече със съотношението между оперативните разходи и приходите от дейността. Тя може да се оцени на базата на оперативния марж на печалбата (OPM – Operating Profit Margin), който представлява отношение на оперативната печалба и приходите от дейността и изразява печалбата на един лев (или на 100 лева) продажби<sup>8</sup>.** Динамиката на печалбата се обуславя от промените в продажбите и ефективността на бизнеса. Ето защо, когато изследваме динамиката на печалбата за даден период, е важно да определим действието (влиянието) на тези два ключови фактора. Оперативната печалба (OI – Operating Income) може да се представи като функция (произведение) на два основни фактора – приходите от продажби (SR – Sales Revenue) и оперативния марж на печалбата (OPM – Operating Profit Margin):

$$OI = SR \times OPM \quad (8)$$

<sup>7</sup> Palepu K., Healy P., Peek E., 2018, Business analysis and valuation, IFRS edition, fourth edition, Cengage Learning EMEA, GB, p. 216

<sup>8</sup> Тодоров Л., 2017, Ефективност на бизнеса – методологични и приложни аспекти на анализа и контрола, е-списание ИДЕС, 4/2017, <https://www.ides.bg/e-journal/2017/issue-4/04-2017-ltodorov>

Това означава, че печалбата би могла да се увеличава по два начина – като се увеличават продажбите и/или като се повишава ефективността на бизнеса, т.е. като се намаляват разходите на 1 лев продажби. Този начин за представяне на оперативната печалба насочва вниманието на бизнес мениджмънта към търсенето на възможности за увеличаване на продажбите, от една страна, и повишаване ефективността на бизнеса, от друга страна. С други думи, можем да разграничим два основни вида управленски решения, насочени към осигуряването и поддържането на постоянен ръст на печалбата:

- решения, насочени към постигане и поддържане на постоянен ръст на продажбите, не само в краткосрочен, но и в дългосрочен план;
- решения, насочени към повишаване на бизнес ефективността.

**Зависимостта „Ефективност – доходност – растеж“ би могла да бъде описана във вид на формула.** Като се има предвид, че темпът на вътрешен растеж ( $IGR$ ) е функция на доходността на бизнеса ( $ROA$ ) и коефициента на реинвестиране на печалбата ( $b$ ), а оперативната печалба ( $OI$ ) е функция на приходите от дейността ( $SR$ ) и оперативния марж ( $OPM$ ), то  $IGR$  може да се изрази по следния начин:

$$IGR = ROA \times b = \frac{NI}{TA} \times b = \frac{(OI + NOI) \times (1 - T)}{TA} \times b = \frac{((SR \times OPM) + NOI) \times (1 - T)}{TA} \times b \quad (9)$$

където:

$NOI$  – неоперативна печалба (Non-operating income);

$T$  – ставка на корпоративния данък (Tax rate);

Тази зависимост може да се представи и по друг начин. Нетната печалба ( $NI$ ) може да се представи като произведение от общите приходи ( $TR$  – Total Revenue) и нетния марж на печалбата ( $NPM$  – Net Profit Margin), откъдето:

$$IGR = ROA \times b = \frac{NI}{TA} \times b = \frac{TR \times NPM}{TA} \times b \quad (10)$$

Представените модели илюстрират връзката между ефективност, доходност и растеж. Видно е, че повишаването на бизнес ефективността (показателите  $OPM$  и  $NPM$ ) увеличава печалбата и доходността ( $ROA$ ), което от своя страна осигурява по-висок растеж ( $IGR$ ). Като се има предвид, че възвръщаемостта на собствения капитал ( $ROE$ ) би могла да се представи като произведение на  $ROA$  и тъй наречения ливъридж – коефициент ( $LR$  – Leverage Ratio), то темпът на устойчив растеж ( $SGR$ ) би могъл да се изрази така:

$$SGR = ROE \times b = \frac{NI}{TA} \times \frac{TA}{E} \times b = ROA \times LR \times b \quad (11)$$

Този модел представя темпа на устойчив растеж ( $SGR$ ) като функция на доходността на бизнеса ( $ROA$ ), финансовата структура на компанията ( $LR$ )

и коефициента на реинвестиране на печалбата (*b*). Ливъридж – коефициентът (*LR*) е показател, свързан с относителния дял на собствения капитал в целия инвестиран капитал и респективно със съотношението между дълга и собствения капитал. Представените модели на *IGR* и *SGR* дават възможност на анализатора да изследва въздействието на посочените по-горе фактори върху растежа на компанията. Това е особено полезно при прогнозите за бъдещото развитие на компанията и определянето на справедливата цена на акциите.

#### IV. МОДЕЛЪТ НА СТЮАРТ И КОНЦЕПЦИЯТА ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА СТОЙНОСТТА

През 80-те години на XX век Бенет Стюарт разработва модела на икономическата добавена стойност *EVA* – Economic Value Added, който е регистриран през 1991 г. като търговска марка на консултантската компания „Stern, Stewart & Co“. Икономическата добавена стойност (*EVA*) изразява в абсолютна сума изменението (прираста или редукцията) на стойността на компанията за съответната година<sup>9</sup>:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC \quad (12)$$

където:

*ROIC* – Return On Invested Capital (възвращаемост на инвестирания капитал)

*WACC* – Weighted Average Cost of Capital (средно-претеглена цена на капитала)

*IC* – Invested Capital (инвестиран капитал към края на предходната година)

Моделът *EVA* се основава на сравнение между показателите *ROIC* и *WACC*. Възвращаемостта на инвестирания капитал (*ROIC*) се определя така:

$$ROIC = \frac{NI + i \cdot (1 - T)}{TA_{n-1} - NIBCL_{n-1}} = \frac{EBIT \cdot (1 - T)}{E_{n-1} + IBD_{n-1}} = \frac{NOPAT}{IC_{n-1}} \quad (13)$$

където:

*NI* – Net Income (нетна печалба за годината)

*i* – interests (разходи за лихви);

*T* – Tax Rate (ставка на корпоративния данък);

*TA<sub>n-1</sub>* – Total Assets (сума на активите към края на предходната година);

*NIBCL<sub>n-1</sub>* – Non-Interest-Bearing Current Liabilities (безлихвени текущи задължения към края на предходната година);

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

<sup>9</sup> Stewart, G. Bennet, *The Quest for Value: The EVATM Management Guide*, Harper Business, New York, 1990.

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

$IBD_{n-1}$  – 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. В числителя вместо нетната печалба се взема нетната оперативна печалба (NOPAT). 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 инвестирания капитал (IC). Той се получава, като от сумата на активите (TA) се приспадат безлихвените текущи задължения (NIBCL). Такива са например задълженията към доставчици и клиенти, към персонала, към НОИ и др. Особено е, че инвестираният в бизнеса капитал се взема към края на предходната, а не към края на отчетната година. 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).

WACC се възприема като минимално изискваната норма на възвращаемост за конкретния тип бизнес и за конкретното предприятие, съответстваща на поетите в бизнеса рискове<sup>10</sup>. Счита се, че то функционира ефективно и осигурява нужната възвращаемост за собствениците само когато  $ROIC > WACC$ .

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 средно-претеглената цена на капитала (WACC). Това сравнение е в унисон с концепцията за връзката между възвращаемост 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<sup>11</sup>.

Икономическата добавена стойност би могла да се изрази и по друг начин (формула 14):

$$EVA = NOPAT - (IC \times WACC) \quad (14)$$

<sup>10</sup> Тодоров, Л. Цената на капитала и доходността 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>

<sup>11</sup> Тодоров, Л. Съвременни модели за оценка на бизнеса, Нова звезда, София, 2014, стр. 115 – 140.

Този начин за представяне на EVA позволява да се моделира и изследва зависимостта между бизнес ефективност, доходност и корпоративна стойност. Като се има предвид, че печалбата преди данъци (EBT) може да се изрази като сбор от оперативната (OI) и неоперативната печалба (NOI), а от своя страна оперативната печалба може да се представи като произведение на приходите от продажби (SR) и оперативния марж на печалбата (OPM), то нетната оперативна печалба NOPAT може да се изрази така (формула 15):

$$\begin{aligned} NOPAT = NI + i \cdot (1-T) = & ((OI + NOI) \cdot (1-T)) + i \cdot (1-T) = \\ & [((SR \times OPM) + NOI) \times (1-T)] + i \cdot (1-T) \end{aligned} \quad (15)$$

При това положение моделът на икономическата добавена стойност EVA ще изглежда по следния начин (формула 16):

$$EVA = [((SR \times OPM) + NOI) \times (1-T)] + i \cdot (1-T) - (IC \cdot WACC) \quad (16)$$

**Този начин за представяне на EVA позволява да се изследва влиянието на промените в продажбите и бизнес ефективността върху стойността на компанията. Посредством някои допълнителни раздробявания на факторите (по линия на SR и OPM) той може да отговори на редица важни за управлението на бизнеса въпроси, като например:**

- ✓ 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.

## V. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключение могат да бъдат направени следните по-важни изводи:

- Зависимостта „Ефективност – доходност – растеж“ може да се опише чрез формула, което позволява да бъде изследвано влиянието на промените в продажбите и бизнес ефективността върху растежа на бизнеса, в т.ч. и растежа на корпоративната стойност.
- Предложените в статията модели за анализ и съответно получените на тази основа резултати са изключително полезни за корпоративния мениджмънт, тъй като разкриват проблемните области в бизнеса и възможностите за повишаване на доходността, а това насочва вниманието на мениджърските екипи към търсенето на възможности и съответните решения за ръст на продажбите, повишаване на бизнес ефективността и респективно стойността на компанията.
- Управлението на стойността изисква не само внимание към печалбите и паричните потоци, но също и вземане на най-правилните решения относно финансирането на бизнеса и капиталовата структура
- Растежът на бизнеса може да се разглежда от различни гледни точки и следователно да се анализира в различни аспекти на базата на различни бизнес показатели;
- Стойността на компанията следва да се възприема като ключов обект на съвременния бизнес анализ поради нейното значение за инвеститорите и корпоративния мениджмънт.

### **Библиографска справка:**

1. Тодоров, Л. *Съвременни модели за оценка на бизнеса*, Нова звезда, 2014.
2. Тодоров, Л. *Стойността на компанията – възможности за анализ, оценка и управление*, <https://www.ides.bg/e-journal/2021/issue-1/01-2021-lyubomir-todorov>
3. Тодоров, Л. *Ефективност на бизнеса – методологични и приложни аспекти на анализа и контрола*, е-списание ИДЕС 4/2017, <https://www.ides.bg/e-journal/2017/issue-4/04-2017-ltodorov>
4. Тодоров, Л. *Доходност на бизнеса – методологични и приложни аспекти на анализа и контрола*, е-списание ИДЕС, 2/2017, <https://www.ides.bg/e-journal/2017/issue-2>
5. Тодоров, Л. *Цената на капитала и доходността 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>

6. Damodaran, A. *Investment Valuation*, 2-nd edition, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/>
7. Easton, McAnally, Sommers, and Zhang, *Financial Statement Analysis & Valuation*, Cambridge Business publishers, 2015.
8. Helfert, Erich. *Financial Analysis and Techniques Guide for Managers*, The McGraw – Hill, 2001.
9. McTaggart, J., P. Kontes, M. Mankins. *The Value Imperative. Managing for Superior Shareholder Returns*, The Free Press, N.Y., 1994.
10. Palepu, K., P. Healy, E. Peek. *Business analysis and valuation, IFRS edition*, fourth edition, Cengage Learning EMEA, GB, 2018.
11. Stewart, G. Bennet. *The Quest for Value: The EVATM Management Guide*, Harper Business, New York, 1990.
12. Yong, S.D., S.F. O'Byrne. *EVA and Value Based Management. A practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, 2001.

#### **PROFITABILITY, GROWTH AND ECONOMIC VALUE ADDED – METHODOLOGICAL AND APPLICATION ASPECTS OF ANALYSIS**

**Lyubomir Todorov, PhD**

Associate professor at UNWE

Business analyst and appraiser

| <b>Keywords:</b>       | <b>Summary</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Value-based management | The article examines the relationship between efficiency, profitability and business growth and their impact on corporate value. Emphasis is placed on the fact that the need to analyze, assess and manage the value of the company poses certain tasks for business analysis, mainly related to the study of the factors on which it depends. A characterization of business profitability is made, and the organization of the analysis and the most important analysis models are schematically presented. The relationship between efficiency, profitability and growth is described, and the same is modeled as a formula. Stewart's model for Economic Added Value and Return on Invested Capital is presented, and the same is further developed. The proposed changes in the model make it possible to study the influence of changes in sales and business efficiency on the change in the value of the company for a given period. This provides an answer to a number of important questions for business management. The analysis models proposed in the article are of undeniable utility for analysts and corporate management. |
| Business growth        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Business profitability |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Business efficiency    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Economic value added   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>JEL</b>             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| G30, G32, M41          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |