



## МЕТОДОЛОГИЧНИ И ПРАКТИКОПРИЛОЖНИ ОСОБЕНОСТИ ПРИ АНАЛИЗА НА ДИНАМИКАТА НА ПЕЧАЛБАТА И РАСТЕЖА НА БИЗНЕСА

**доц. д-р Любомир Тодоров**

Преподавател в УНСС

Бизнес анализатор и оценител

ltodorov@unwe.bg

Ключови думи:	Резюме
<p>Растеж на бизнеса</p> <p>Динамика на печалбата</p> <p>Доходност на бизнеса</p> <p>Ефективност на бизнеса</p>	<p>Статията изяснява същността на растежа на бизнеса, като важен обект на съвременния финансов анализ, и определя различните аспекти или гледни точки, от които може да се разглежда, оценява и анализира растежът на компанията. Представена е методика за анализ на динамиката на печалбата, която е демонстрирана чрез практически анализ по данни за реална компания. Описани са някои важни особености, които трябва да се вземат под внимание при анализа. Представен е модел, който дава възможност да се изследва влиянието на ключовите фактори върху динамиката на оперативната печалба за даден период. Описани са изводите и съответните управленски решения на базата на резултатите от анализа. Изяснени са съществуващите връзки и зависимости между ефективност, доходност и растеж, които са важни за анализаторите, тъй като на тяхна основа могат да се правят съответните изводи, свързани с вземането на правилни и обосновани управленски решения. В заключение са изведени акцентите на разработката, които определят значимостта на анализа на растежа на бизнеса и динамиката на печалбата.</p>
<p><b>JEL:</b></p> <p>G30, G32, M41</p>	

### I. ЦЕЛ, ЗАДАЧИ И АКТУАЛНОСТ

Растежът на бизнеса е един от важните индикатори за успеха на всяка компания. Той е важен за всички заинтересовани страни, но за собствениците и потенциалните инвеститори има огромно значение, тъй като е свързан с перспективите и възможностите на компанията да генерира доходи, а оттук и с възвръщаемостта и цената на акциите или дяловете. Ето защо една от стратегическите цели на бизнес управлението в наши дни е поддържането на постоянен и устойчив растеж. В специализираната литература до този момент почти липсват разработки, свързани с анализа на темповете на растеж на бизнеса, в това число и с анализа на динамиката на печалбата. Значимостта и актуалността на тази тема са очевидни.

Целта на настоящата статия е да опише растежа на бизнеса като обект на съвременния финансов анализ, да очертае основните аспекти на анализа и да акцентира върху по-важните методологични и практикоприложни особености. Във връзка с това могат да бъдат дефинирани следните задачи:

- да се опишат и обяснят различните гледни точки (аспекти), от които може да се разглежда, оценява и анализира растежът на бизнеса;
- да се очертаят и изяснят методологичните и практикоприложни особености, свързани с анализа на динамиката на печалбата;
- да се представи модел, който описва връзката на оперативната печалба с основните преки фактори, и да се демонстрира практическият анализ по данни за реална компания;
- да се опишат и обяснят зависимостите между растежа, доходността и ефективността на бизнеса;
- да се обобщят резултатите от изследването и да се направят изводи.

## **II. РАСТЕЖЪТ НА БИЗНЕСА – СЪЩНОСТ И НАЧИНИ ЗА ИЗМЕРВАНЕ**

Когато говорим за растеж на бизнеса, трябва да се има предвид, че той може да се разглежда в различни аспекти, поради което измерването му е свързано с изследване на динамиката на множество важни бизнес показатели, като например:

- 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 ( $V_E$  – Value of Equity) и др.

Размерът на приходите от дейността (приходите от продажби на продукцията, стоки или услуги) например е важен индикатор за мащабите на един бизнес и поради тази причина темповете на растеж на продажбите измерват растежа на бизнеса. Не по-малко важен е, разбира се, и растежът на печалбата. 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 растеж 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, от които зависи стойността на пазарния множител цена – доход ( $p/e$ )<sup>1</sup>. Освен това изследването на динамиката на продажбите и оперативната печалба е едно от направленията при анализа и оценката на бизнес риска на предприятието, който представлява вероятност от спад на продажбите и бизнес ефективността поради причини от макроикономически, пазарен, отраслов, ресурсен или вътрешнофирмен характер<sup>2</sup>.

Размерът на активите на компанията ( $TA$ ) също е индикатор за мащабите на бизнеса. По същество той изразява счетоводната стойност на целия инвестиран в бизнеса капитал както собствен, така и привлечен. Увеличаването на инвестирания капитал повишава възможностите на компанията да генерира приходи и печалби в бъдеще в зависимост от това в какви конкретни активи се инвестира и с каква цел. С други думи, повишеният растеж на активите създава предпоставки за по-висок растеж на продажбите и печалбите. Разбира се, всичко това се пречупва през призмата на бизнес стратегията и инвестиционната дейност на компанията. Например компаниите с висока доходност на бизнеса обикновено имат възможност да реинвестират значителна част от печалбата, което всъщност осигурява тъй наречения „темп на вътрешен растеж“ ( $IGR$  – Internal Growth Rate). Това са компании с високи норми на възвръщаемост на активите ( $ROA$  – Return On Assets) и на собствения капитал ( $ROE$  – Return On Equity). Печалбата не е единственият генератор на растежа на инвестирания капитал. Други важни източници са новите емисии на акции и увеличаването на дълга (най-вече на дългосрочния дълг). Увеличаването на дълга не винаги следва да се възприема негативно. Известно е, че в сравнение с останалите източници за финансиране на бизнеса той притежава някои предимства<sup>3</sup>. Компаниите с висока доходност на бизнеса, бързи темпове на растеж на продажбите и добри перспективи за развитие обикновено се отличават с ниски нива на бизнес и финансов риск, така че обслужването на дълговете за тях не представлява проблем. Същевременно това означава, че те имат по-големи възможности за финансиране и на нови инвестиции.

Растежът на пазарната капитализация ( $MVE$ ) е индикатор за интереса, очакванията и доверието на инвеститорите към съответното дружество. Известно е, че той зависи не само от постигнатите резултати и финансовото представяне на компанията, но и от много други фактори, сред които се откроява главно сферата на дейност и глобалните тенденции в икономиката и обществения живот. Свидетели сме през последните години на небивал инвеститорски интерес в някои сектори, като

<sup>1</sup> Damodaran, A. Investment Valuation, 2-nd edition, Chapter 17, p. 12, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/>

<sup>2</sup> Тодоров, А. Съвременни модели за оценка на бизнеса, Нова звезда, 2014, стр. 152 – 197.

<sup>3</sup> Тодоров, А. Съвременни модели за оценка на бизнеса, Нова звезда, 2014, стр. 198.

информационни и интернет технологии, комуникации, биотехнологии, зелена енергия (производство на електроенергия от възобновяеми източници), производство на електромобили, електронна търговия, производство на медицинско оборудване, финансови услуги и др. Например само за период от две години (30.09.2022 – 30.09.2024 г.) Microsoft е посъкпнала 1,8 пъти, Amazon – 2,1 пъти, Meta (facebook) над 4 пъти<sup>4</sup>. Рекордър е Nvidia, чиито акции са посъкпнали над 10 пъти. На БФБ за същия период първенец е „Шели груп“ АД, чиито акции посъкпват над 4 пъти<sup>5</sup>.

Справедливата пазарна стойност на компанията ( $V_E$ ) не бива да се бърка с пазарната капитализация (MVE).  $V_E$  е оценка на стойността на предприятието, направена от професионални анализатори (оценители) на базата на най-подходящите способности, предвид спецификата и характеристиките на конкретното предприятие към съответния момент, докато пазарната капитализация е стойността на компанията, формирана на капиталовия пазар (като произведение от борсовата цена на акция и броя на емитираните акции). Понякога тези две стойности може значително да се различават. Много често капиталовите пазари надценяват или подценяват съответните дружества поради най-различни причини. Поддържането на постоянен растеж на стойността на компанията ( $V_E$ ) е една от основните стратегически цели на бизнес управлението. 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 компании, чиито акции се търгуват на фондовите пазари. Той стои в основата на концепцията за стойностно-базираният мениджмънт<sup>6</sup> (VBM – Value-Based Management), която е толкова популярна в наши дни. Терминът „стойностно-базиран мениджмънт“ за пръв път е използван през 1994г.<sup>7</sup>

### III. АНАЛИЗ НА ДИНАМИКАТА НА ПЕЧАЛБАТА – МЕТОДО-ЛОГИЧНИ И ПРАКТИКОПРИЛОЖНИ ОСОБЕНОСТИ

За да се изследва поведението (динамиката) на основните бизнес показатели (в това число и печалбата), е необходимо да се обхване сравнително по-дълъг период от време, като най-често се избират последните пет години. Това предполага да се изчислят както годишните темпове на растеж, за да се установи тенденцията на изменение на показателя, така и средногодишен темп на растеж за анализирания период. Последното изисква да се използва формулата за средна геометрична величина. Ако например показателят е нетната печалба (NI), ще имаме:

<sup>4</sup> <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/meta>

<sup>5</sup> <https://www.investor.bg/companies/chart/SLYG>

<sup>6</sup> Тодоров, Л. Стойността на компанията – възможности за анализ, оценка и управление, <https://www.ides.bg/e-journal/2021/issue-1/01-2021-lyubomir-todorov>

<sup>7</sup> McTaggart, J., Kontes, P., Mankins, M. *The Value Imperative. Managing for Superior Shareholder Returns*, The Free Press, N.Y., 1994.

$$\overline{Y}_{NI} = \sqrt[n-1]{\prod_{i=1}^{n-1} Y_{NIi}}$$

където:

$Y_{NIi}$  – темп на ръст на нетната печалба за съответната година спрямо предходната;

$n$  – брой на годините в периода.

За илюстрация ще използваме данни от финансовите отчети на реална компания от хранително-вкусовия сектор, която тук условно е наречена „Страхотен вкус“ АД.

Табл. 1  
Нетна печалба на „Страхотен вкус“ АД и инфлация за периода 2019 – 2023 г.

Показатели	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.
Нетна печалба ( $NI$ ) в хил. лв.	1046	1220	988	1276	1118
Темп на ръст на нетната печалба ( $Y_{NI}$ )	-	1,1663	0,8098	1,2915	0,8762
Индекс на потребителските цени <sup>8</sup>	1,031	1,017	1,033	1,153	1,095
Годишна инфлация в процент <sup>9</sup>	3,1	1,7	3,3	15,3	9,5
Индексирана нетна печалба	1387,38	1591,12	1247,38	1397,22	1118,00
Темп на ръст на индексирания нетна печалба	-	1,1468	0,7840	1,1203	0,8002



Фиг. 1

Нетна печалба на „Страхотен вкус“ АД за периода 2019 – 2023 г.

<sup>8</sup> [https://infostat.nsi.bg/infostat/pages/reports/result.jsf?x\\_2=850](https://infostat.nsi.bg/infostat/pages/reports/result.jsf?x_2=850)

<sup>9</sup> Пак там.

Вижда се, че печалбата на дружеството няма възходящ тренд. Тя варира сравнително слабо. За някои от годините има ръст, а за други спад на печалбата. Средно през разглеждания период обаче NI нараства с 1,68% на година.

$$\overline{Y_{NI}} = \sqrt[4]{1,1663 \times 0,8098 \times 1,2915 \times 0,8762} = \sqrt[4]{1,0688} = 1,0168$$

$$g_{NI} = (1,0168 \cdot 100) - 100 = 1,68\%$$

Когато през анализирания период инфлацията в страната е висока, е желателно това да се вземе под внимание. Възприето е индексът на потребителските цени да измерва общата инфлация. Ако изчислим средногодишната инфлация за периода 2019 – 2023 г. по данни на НСИ (табл. 1), се вижда, че тя е 6,58%. Следователно постигнатият от „Страхотен вкус“ АД средногодишен темп на растеж на нетната печалба от 1,68% не е достатъчен, за да покрие инфлацията. Бихме могли да приведем печалбите за отделните години в съпоставим вид, като ги индексираме с индекса на потребителските цени, както е показано по-долу, след което да определим средногодишния растеж, като използваме индексиранията печалба:

$$NI_{2022}^{кор.} = 1276 \times 1,095 = 1397,22$$

$$NI_{2021}^{кор.} = 988 \times 1,153 \times 1,095 = 1247,38$$

$$NI_{2020}^{кор.} = 1220 \times 1,033 \times 1,153 \times 1,095 = 1591,12$$

$$NI_{2019}^{кор.} = 1046 \times 1,017 \times 1,033 \times 1,153 \times 1,095 = 1387,38$$

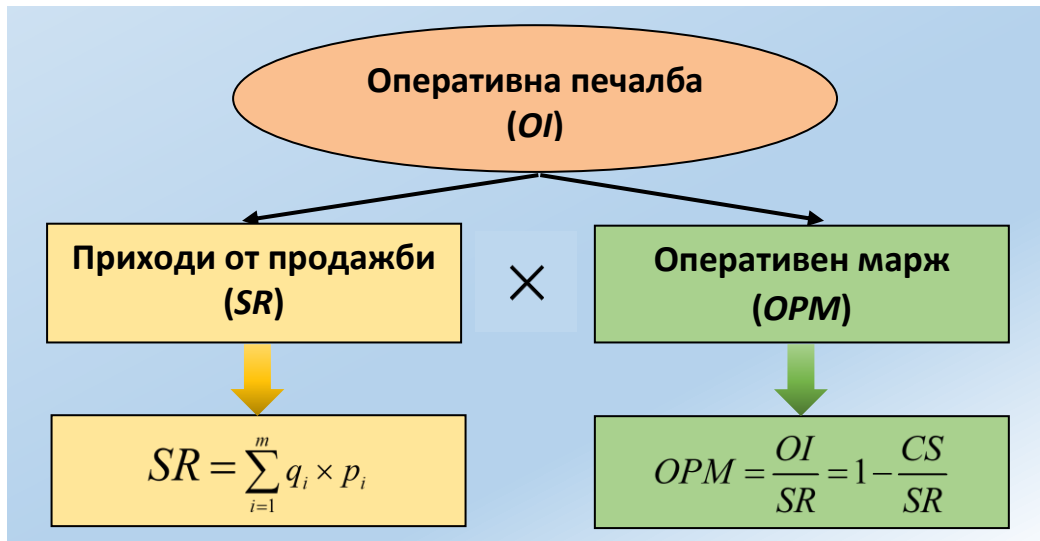
$$\overline{Y_{NI}} = \sqrt[4]{1,1468 \times 0,784 \times 1,1203 \times 0,8002} = \sqrt[4]{0,806} = 0,9475$$

$$g_{NI} = (0,9475 \cdot 100) - 100 = -5,25\%$$

След като се вземе под внимание инфлацията, се вижда, че всъщност нетната печалба на дружеството намалява средно с 5,25% на година.

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. На фиг. 2 е представена оперативната печалба (OI – Operating Income) като функция (произведение) на два основни фактора – приходите от продажби (SR – Sales Revenue) и оперативния марж на печалбата (OPM – Operating Profit Margin). Вторият показател представлява отношение на оперативната печалба и приходите от дейността. Той изразява печалбата на един лев (или на 100 лева) продажби и е показател, свързан с бизнес ефективността, тъй като зависи от съотношението между оперативните разходи и приходите от дейността<sup>10</sup>. 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.

<sup>10</sup> 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-ltdorov>



фиг. 2 Оперативната печалба като функция на продажбите и оперативния марж

*OI – Operating Income (оперативна печалба)*

*SR – Sales Revenue (приходи от продажби)*

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

*CS – Cost of Sales (пълна себестойност на продажбите, т.е. оперативни разходи)*

*m – брой на видовете продукти, стоки или услуги*

*q – количества на продажбите на отделните продукти*

*p – продажни цени на отделните продукти*

Този модел 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.

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. Някои от тези решения, като например увеличаването на производствения капацитет, разработването на нови продукти и др., изискват допълнителни инвестиции и съответно финансиране.

Вторият вид управленски решения (за повишаване на ефективността) са 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, като например 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. Един от най-съществените фактори за намаляване на себестойността и повишаване на бизнес ефективността 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;
- ✓ Оценка на възможностите за повишаване производителността на труда. Един от основните проблеми на бизнеса 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 ефективността на бизнеса и респективно оперативната печалба. 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.
- ✓ Закриване на губещи или ниско-доходни производства и дейности и др.



Табл. 2 Показатели за анализ на оперативната печалба на „Страхотен вкус“ АД

Показатели	2023 г.	2022 г.	изменение	
			Δ	%Δ
Приходи от дейността (SR) в хил. лв.	6920	7386	-466	-6,31%
Оперативна печалба (OI) в хил. лв.	1238	1279	-41	-3,2%
Оперативен марж на печалбата (OPM)	0,1789	0,1732	0,0057	3,29%

$$OI^{2022} = SR^{2022} \times OPM^{2022} = 7386 \text{ хил.} \times 0,1732 = 1279 \text{ хил.}$$

$$OI^{conditional} = SR^{2023} \times OPM^{2022} = 6920 \text{ хил.} \times 0,1732 = 1198 \text{ хил.}$$

$$OI^{2023} = SR^{2023} \times OPM^{2023} = 6920 \text{ хил.} \times 0,1789 = 1238 \text{ хил.}$$

$$Influence \Delta SR = OI^{conditional} - OI^{2022} = 1198 \text{ хил.} - 1279 \text{ хил.} = -81 \text{ хил. лв.}$$

$$Influence \Delta OPM = OI^{2023} - OI^{conditional} = 1238 \text{ хил.} - 1198 \text{ хил.} = 40 \text{ хил. лв.}$$

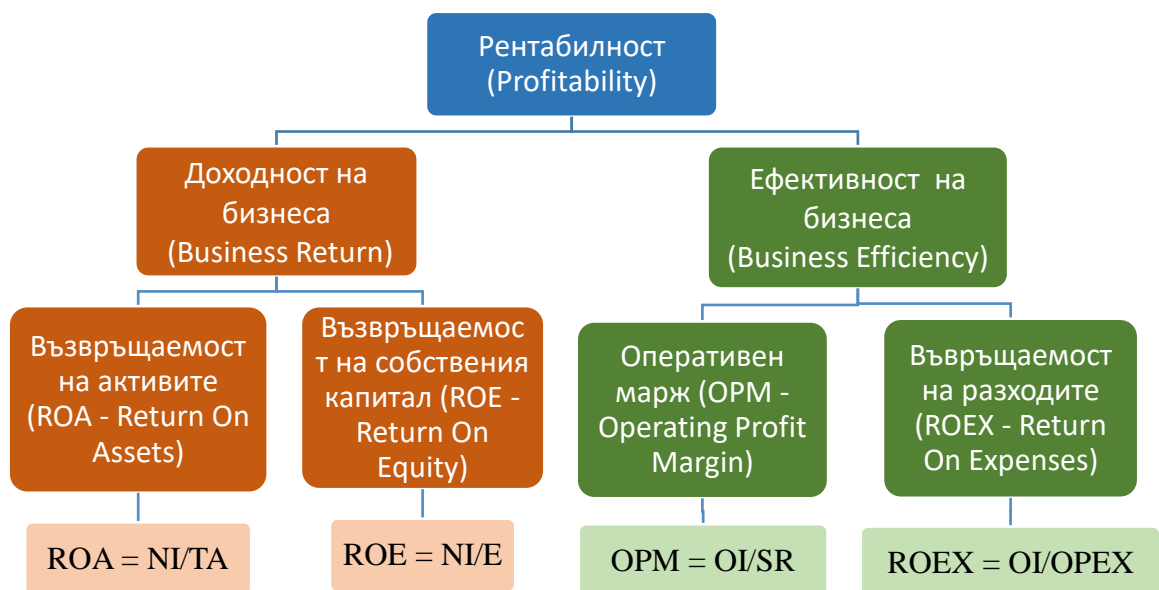
В табл. 2 са представени изходните данни за анализ на оперативната печалба на „Страхотен вкус“ АД. Вижда се, че за 2023 г. оперативната печалба бележи спад от 41 хил. лв. или 3,2% спрямо 2022 г. Това се дължи на по-малкия размер продажби за 2023 г. Приходите от дейността за 2023 г. са с 466 хил. лв. или 6,31% по-малко от предходната година. Ако не беше положителното влияние на другия фактор (промените в бизнес ефективността), то печалбата щеше да бъде по-малка с 81 хил. лв. в сравнение с тази от предходната година. Оперативният марж на печалбата (OPM) се е повишил слабо, което е оказало положително влияние върху печалбата за 2023 г. Това означава, че оперативните разходи на един лев продажби намаляват и следователно бизнес ефективността се повишава. Ако не беше спада на продажбите, то печалбата можеше да е по-голяма с 40 хил. лв. поради повишената бизнес ефективност.

Когато изследваме динамиката на печалбата за определен период, значение има и сравнителният анализ (бенчмаркинг) по отношение на основните конкуренти, лидерите в отрасъла или например топ десет на фирмите в отрасъла. Желателно е средногодишният темп на растеж на печалбата на анализираният предприятие (например за последните пет години) да се сравни със същия показател средно за компаниите от топ 10 на отрасъла. Подобно сравнение би показало дали предприятието изпреварва или изостава от водещите фирми в отрасъла по отношение на възможностите си за генериране на доход. Ако се установи например, че предприятието изостава от своите конкуренти по отношение на растежа на печалбата, то анализаторът ще трябва да определи причините за това. Те могат да се търсят в посочените по-горе две направления – по линия на динамиката на продажбите и по линия на динамиката на оперативния марж за разглеждания период. С други думи, по-ниският ръст на печалбата може да се дължи, от една страна, на по-бавен растеж на продажбите, а от друга страна, на проблеми с бизнес ефективността. При едно подобно сравнение е най-удачно като показател да се използва темпът на растеж на печалбата преди лихви, данъци и амортизации

(ЕБИТДА), а не на нетната печалба (NI). Всяко предприятие се отличава с различно ниво на дълговото финансиране и отгук с различен размер на разходите за лихви. Същото е валидно и по отношение размера на ДМА и съответно на разходите за амортизации. Ниските темпове на растеж на печалбата или липсата на растеж говорят за проблеми, които е вероятно да бъдат свързани с цялостната бизнес стратегия, продуктовата и инвестиционната политика на предприятието.

#### IV. ЗАВИСИМОСТ МЕЖДУ РАСТЕЖ, ДОХОДНОСТ И ЕФЕКТИВНОСТ НА БИЗНЕСА

Доходността на бизнеса е важна качествена характеристика на всяко предприятие. Тя има пряко отношение към възвръщаемостта за акционерите (съдружниците) и стойността на компанията. Ето защо една от основните цели на бизнес управлението е поддържането на висока доходност. Възвръщаемостта на активите (ROA – Return On Assets) и възвръщаемостта на собствения капитал (ROE – Return On Equity) са основните индикатори за доходност на бизнеса (фиг. 3)<sup>11</sup>. Вижда се, че те представляват отношение на нетната печалба (NI) съответно към активите или към собствения капитал на предприятието. Възприето е да се изразяват в процент. Следователно ROA показва с колко процента се е увеличил инвестицията в бизнеса капитал през годината в резултат на реализираната нетна печалба. При загуба ROA показва годишната норма на декапитализация, тоест с колко процента е намалял инвестицията капитал в резултат на загубата. Съответно ROE показва процентното увеличение на собствения капитал за годината благодарение на реализираната печалба. Възвръщаемостта на собствения капитал (ROE) и темпът на растеж на нетната печалба (g) стоят в основата на моделите за определяне на справедливата цена на акциите и въобще на стойността на компанията.



Фиг. 3 Показатели за доходност и ефективност на бизнеса

<sup>11</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>

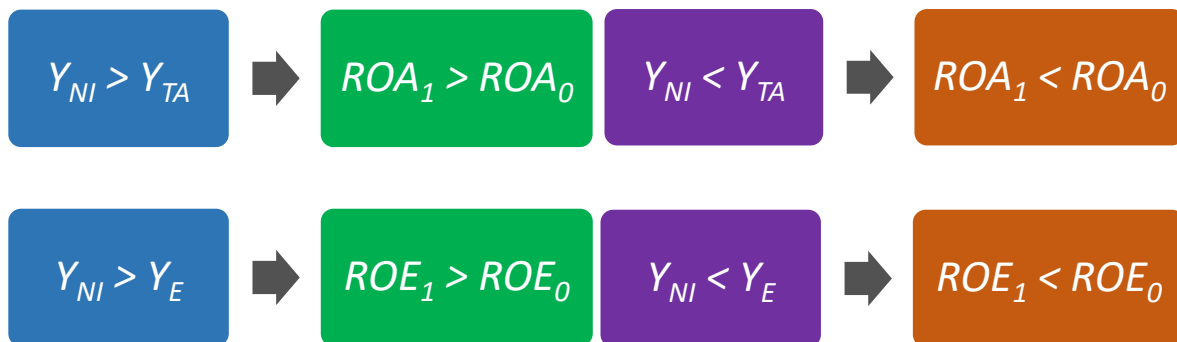
NI – Net Income (нетна печалба)

TA – Total Assets (сума на активите)

E – Equity (собствен капитал)

ОРЕХ – Operating Expenses (оперативни разходи)

Когато темповете на растеж на печалбата изпреварват темповете на растеж на активите ( $Y_{NI} > Y_{TA}$ ), възвръщаемостта на активите (ROA) се повишава. Съответно, когато темповете на растеж на нетната печалба изпреварват темповете на растеж на собствения капитал ( $Y_{NI} > Y_E$ ), то възвръщаемостта на собствения капитал (ROE) се повишава (фиг. 4).



Фиг. 4 Зависимост между темпове на растеж и доходност на бизнеса

Когато една компания изпълнява инвестиционна програма, например изграждане и оборудване на нов производствен цех, то размерът на инвестирания капитал се увеличава поради допълнителното финансиране (например нова емисия на акции и банкови заеми). При такава ситуация е възможно да има значителен ръст на активите в рамките на няколко поредни години. Положителният ефект от инвестициите, който се изразява в увеличаване обема на производството и продажбите, а така също и в повишаване на бизнес ефективността, обикновено се проявява със закъснение във времето. Ето защо в такива периоди е нормално растежът на активите да изпреварва растежа на печалбата и доходността на бизнеса (ROA и ROE) да намалява. Щом положителният ефект от инвестициите започне да се проявява, в даден момент растежът на печалбата започва да изпреварва този на активите и доходността на бизнеса се повишава. Разбира се, това е условно, тъй като зависи от целесъобразността и ефективността на съответните инвестиции.

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 е специфичен показател, който донякъде има условен характер, тъй като се базира на известни допускания. Той се използва предимно за прогнозиране на бъдещото развитие на компанията и изразява максимално възможния темп на растеж на инвестирания 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.

$$IGR = ROA \times b$$

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 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 мултиплициращия ефект от реинвестирането на печалбата върху доходността на компанията:

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

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.

$$SGR = ROE \times b$$

SGR служи като еталон за анализаторите, с който да бъдат съобразявани прогнозите за растеж на компанията<sup>12</sup>.

Между растежа на продажбите и този на печалбата също има връзка. Обикновено ръстът на продажбите води след себе си и ръст на печалбата, но това е вярно само при условие че за същия период няма твърде голям спад на бизнес ефективността. В зависимост от влиянието на двата основни фактора (промените в продажбите и промените в бизнес ефективността) върху динамиката на печалбата за даден период са възможни различни ситуации:

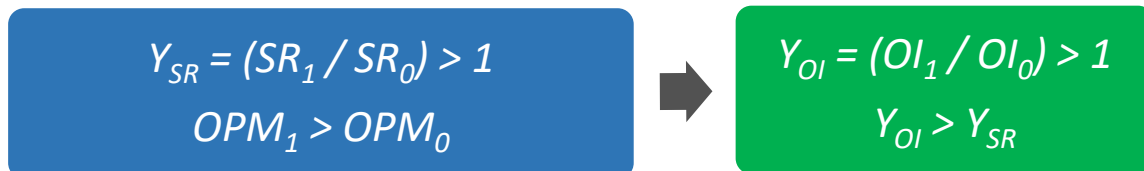
**1. Приходите от продажби се увеличават спрямо предходната година ( $\Delta SR = SR_1 - SR_0 > 0$ ). Оперативната печалба също се увеличава ( $\Delta OI = OI_1 - OI_0 > 0$ ). Темпът на растеж на печалбата ( $Y_{OI}$ ) съвпада с ръста на продажбите ( $Y_{SR}$ ).**



<sup>12</sup> Palepu, K., P. Healy, E. Peek. Business analysis and valuation, IFRS edition, fourth edition, Cengage Learning EMEA, GB, 2018, p. 216.

Такава ситуация е възможна единствено при неизменен оперативен марж. Когато за даден период продажбите ( $SR$ ) бележат ръст и оперативният марж на печалбата ( $OPM$ ) е неизменен (няма промени в степента на ефективност на бизнеса), то темпът на ръст на оперативната печалба ( $Y_{OI}$ ) ще бъде равен на растежа на продажбите ( $Y_{SR}$ ).

**2. Приходите от продажби се увеличават спрямо предходната година ( $\Delta SR = SR_1 - SR_0 > 0$ ). Оперативната печалба също се увеличава ( $\Delta OI = OI_1 - OI_0 > 0$ ). Темпът на растеж на печалбата ( $Y_{OI}$ ) е по-голям от ръста на продажбите ( $Y_{SR}$ ).**



В този случай и двата фактора (промените в продажбите и промените в бизнес ефективността) оказват положително влияние.

**3. Приходите от продажби се увеличават спрямо предходната година ( $\Delta SR = SR_1 - SR_0 > 0$ ). Оперативната печалба също се увеличава ( $\Delta OI = OI_1 - OI_0 > 0$ ). Темпът на растеж на печалбата ( $Y_{OI}$ ) е по-малък от ръста на продажбите ( $Y_{SR}$ ).**



В този случай промените в степента на ефективност на бизнеса оказват отрицателно влияние върху динамиката на печалбата. Промените в оперативния марж се обуславят от динамиката на приходите и разходите на предприятието за съответния период. Когато разходите се увеличават с по-голям процент от приходите през даден период, то оперативният марж намалява. Това означава, че са се повишили оперативните разходи на 1 лев продажби. В представената ситуация обаче ръстът на продажбите е достатъчен, за да компенсира спада на бизнес ефективността.

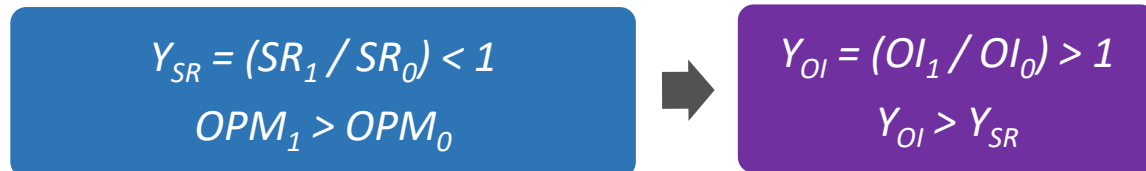
**4. Продажбите (приходите от дейността) се увеличават, а печалбата намалява в сравнение с предходната година.**



Такава ситуация е възможна при драстичен спад на бизнес ефективността, което означава, че разходите на един лев продажби са се повишили значително. Ръстът на продажбите не е достатъчен, за да

компенсира повишаването на разходите на 1 лев продажби. Например, ако през годината са придобити значителни по размер ДМА, то начисляването на амортизациите им ще доведе до голям ръст на оперативните разходи, изпреварващ този на приходите. Очевидно положителният ефект от тези инвестиции все още не се е проявил.

**5. Продажбите намаляват, а печалбата се увеличава в сравнение с предходната година.**



В този случай повишаването на бизнес ефективността компенсира спада на продажбите. Това е възможно, когато разходите на един лев продажби намаляват с по-голям процент от процента на спад на продажбите. Например през годината в предприятието са въведени в действие нови инвестиции, ефектът от които е повишаване на енергийната ефективност и производителността на труда.

**6. Както продажбите, така и печалбата намаляват в сравнение с предходната година въпреки повишаването на оперативния марж (OPM).**



Такава ситуация е възможна при твърде голям спад на продажбите. Повишаването на бизнес ефективността не е достатъчно, за да компенсира спада на продажбите.

**7. Продажбите, оперативният марж и печалбата намаляват спрямо предходната година.**



Това е възможно най-лошият сценарий, при който и двата фактора оказват отрицателно влияние.

## V. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

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

1. 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.
2. Съществуват връзки и зависимости между отделните аспекти на растежа на бизнеса, които могат да се анализират.
3. Зависимостта между ефективност, доходност и растеж е особено важна за управлението на бизнеса, поради което би трябвало да представлява ключов обект на финансовия анализ.
4. Резултатите от анализа на динамиката на печалбата насочват вниманието на предприемачите или мениджърските екипи към търсенето на реални възможности и предприемане на действия, насочени към постигането на постоянен и устойчив ръст на продажбите, повишаване ефективността на бизнеса и респективно постигането на по-високи темпове на растеж на печалбата.

### **Библиографска справка:**

1. Тодоров, Л. *Стойността на компанията – възможности за анализ, оценка и управление*, <https://www.ides.bg/e-journal/2021/issue-1/01-2021-lyubomir-todorov>
2. 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>
3. 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>
4. Damodaran, A. *Investment Valuation*, 2-nd edition, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/>
5. Easton, McAnally, Sommers, and Zhang. *Financial Statement Analysis & Valuation*, Cambridge Business publishers, 2015.
6. Helfert, Erich. *Financial Analysis and Techniques Guide for Managers*, The McGraw – Hill, 2001.
7. McTaggart, J., Kontes, P., Mankins, M. *The Value Imperative. Managing for Superior Shareholder Returns*, The Free Press, N.Y., 1994
8. Palepu, K., Healy, P., Peek, E. *Business analysis and valuation*, IFRS edition, fourth edition, Cengage Learning EMEA, GB, 2018.
9. Stewart, G. Bennet. *The Quest for Value: The EVATM Management Guide*, Harper Business, New York, 1990
10. Yong S. D., O'Byrne S. F. *EVA and Value Based Management. A practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, 2001

## METHODOLOGICAL AND PRACTICAL FEATURES IN THE ANALYSIS OF PROFIT DYNAMICS AND BUSINESS GROWTH

**Lyubomir Todorov, PhD**

Associate professor at UNWE

Business analyst and appraiser

<b>Keywords:</b>	<b>Summary</b>
<p>Business growth</p> <p>Profit dynamics</p> <p>Business profitability</p> <p>Business efficiency</p> <p><b>JEL:</b> G30, G32, M41</p>	<p>The article clarifies the essence of business growth as an important object of modern financial analysis and defines the various aspects or perspectives from which company growth can be viewed, evaluated and analyzed. A methodology for analyzing profit dynamics is presented, which is demonstrated through a practical analysis of data for a real company. Some important features that should be taken into account in the analysis are described. A model is presented that makes it possible to study the influence of key factors on the dynamics of operating profit for a given period. The conclusions and the relevant management decisions resulting from the results of the analysis are described. The existing relationships and dependencies between efficiency, profitability and growth are clarified, which are important for analysts, because on their basis relevant conclusions can be drawn related to making correct and justified management decisions. In conclusion, the highlights of the development, which determine the significance of the analysis of business growth and profit dynamics, are brought out.</p>