



Финансово оценяване на българските публични компании

д-р Георги Ангелов

С. А. „Д. А. Ценов” - Свищов

Въведение

Финансовото управление на фирмата е важен компонент на общото управление, защото то отразява резултатите от дейността, въз основа на техния анализ и оценка. На тази база може да се каже, че вземането на управленски и финансови решения във всяка фирма се основава на съвкупност от показатели, анализи, оценки и очаквания¹.

Като **обект** на изследване в настоящата статия се определя финансовото състояние на българските публични компании. **Предмет** на изследване са инструментите на финансовия анализ, чрез които се извършва финансово оценяване на компаниите от индекса BG TR30 на Българската фондова борса, в зависимост от реализираната от тях пазарна капитализация. Основата **цел**, която си поставя автора в настоящото изследване е да се анализират тенденциите в развитието на финансовото състояние на българските публични компании, чрез оценяването им на база на подбран коефициентен инструментариум.

Задачите на научното изследване са формулирани какво следва:

- Подбор на ключови показатели за оценка на финансовото състояние на българските публични компании;
- Избор на компаниите, които да бъдат включени в анализа;
- Изследване и анализ на тенденциите относно финансовото състояние на оценяваните компании;
- Изграждане на система за финансово оценяване на корпоративните структури, обект на анализа.

Формирана като произведение между общия брой на емитираните от дадена компания акции и тяхната средна цена, пазарната капитализация определя и пазарна стойност на дружеството. На свой ред тя участва пряко във формирането на индексите на фондовата борса и е показател за ефективността на финансовия мениджмънт. Освен това поради факта, че нейната стойност е под прякото влияние на множество фактори, като търсене и предлагане на ценни книжа, състояние на пазара, капиталови реструктурирания, финансово състояние и др. пазарната капитализация, би могла да се определи и като критерии за успех в условията на посткризистно възстановяване.

В обхвата на финансовото оценяване в настоящата статия са пет от компаниите включени в индекса BG TR30, реализирали най-висока пазарна капитализация². Следва да се вземе под внимание факта, че въпреки обобщени в един индекс и систематизирани по критерия пазарна капитализация, анализираните компании оперират в различни отрасли, което дава отражение върху стойностите на показателите за финансовото оценяване.

Таблица 1. Компании от индекса BG TR30 на БФБ, включени в анализа³

№	Компонент на индекса BG TR30	Пазарна капитализация (в лв.)	Дял от общата капитализация (%)
1.	Софарма АД	369 346 243	10,16%
2.	Монбат АД	300 300 000	8,26%
3.	Химимпорт АД	226 288 214	6,22%
4.	Албена АД	217 929 426	5,99%
5.	М+С хидравлик АД	199 181 520	5,48%
Общ дял на пазарна капитализация на анализираните компании			36,11%

² Данните се отнасят към 02.09.2015 г. Вж. <http://www.infostock.bg/infostock/control/trading/index/profile/BGTR30>

³ Компанията ЧЕЗ Разпределение България АД заема трето място според пазарната си капитализация 241 000 000 лв. и дял от 6,63%), но е включена в индекса от 2013 г., което не позволява изчисляването на коефициентите от група 2 – Оценка на акциите, поради което е изключена от обхвата на анализ.

¹ Вж. Адамов, В. Финанси на фирмата. Библиотека „Образование и наука” № 28. 2012 г. с. 16



Във финансовата теория и практика, като основен показател за успешното развитие на фирмите се определят реализираните от тях финансови резултати, обусловени от взаимодействието на основните производствени фактори. Финансовата оценка не би могла да се извърши без анализ на основните направления на фирмената дейност, а именно: адекватно съчетание между собствени и привлечени капитали; оценка на ефективното използване на активите и свързаната с тях ликвидна позиция на фирмата; изследване на пазарното представяне на компанията, чрез анализ на акциите и комплексното представяне, влияещи върху финансовата рентабилност. При оценката на финансовото състояние не бива да се пренебрегва и проявлението на последиците от финансовата криза, намиращи своето отражение в ограничено търсене и предлагане, ожесточена конкуренция и финансови спекулации, които неминуемо въздействат и върху българските публични компании. В тази връзка съвременното развитие на финансовия

анализ и корпоративните финанси се основава на оценка на постигнатите и очакваните резултати, които пряко зависят от инвестиционните решения, източниците и използването на ресурсите, управлението на собствените и заемните капитали.

Част I. Подбор на ключови показатели за оценка на финансовото състояние

Анализът на тенденциите в развитието на финансовото състояние на българските публични компании се осъществява посредством прилагане на подбран коефициентен инструментариум⁴, в основата на който се определят пет групи показатели за дейността на оценяваните компании. Като основни информационни източници за изчисляване на отделните коефициенти във всяка група (таблица 2) са използвани публично достъпни данни от финансовите отчети на компанията, включени в анализа на годишна база за пет годишен период (2010 – 2014 г.)

Таблица 2. Показатели за финансова оценка на българските публични компании

Група 1: Капиталова структура
<i>K1. Мултипликатор на собствения капитал</i>
<i>K2. Коефициент на финансов ливъридж</i>
Група 2: Оценка на акциите
<i>O1. Печалба на акция</i>
<i>O2. Счетоводна стойност на акция</i>
Група 3: Рентабилност
<i>P1. Възвращаемост на собствения капитал</i>
<i>P2. Възвращаемост на активите</i>
Група 4: Активи
<i>A1. Обръщаемост на активите</i>
<i>A2. Обръщаемост на вземанията</i>
Група 5: Ликвидност
<i>L1. Текуща ликвидност</i>
<i>L2. Бърза ликвидност</i>

⁴ Побраните коефициенти за финансово оценяване се базират на разработките на Адамов, В. Финанси на фирмата; Адамов, В. Захариев, А. и др. Финансов анализ. Касърова, В. Анализ на финансов отчет. Научните трудове са цитирани в изложението и приложени в списъка с използвана литература.



Показателите за оценка на финансовото състояние на българските публични компании са групирани в пет групи: Капиталова структура; Оценка на акциите; Рентабилност; Активи; Ликвидност (КОРАЛ), като всяка група включва по два основни показателя, имащи еднаква тежест при определянето на оценката за съответната група.

Коефициентите, използвани за финансова оценка се изчисляват въз основа на финансовите отчети – баланс, отразяващ имущественото и финансово състояние на всяка фирма към определена дата и отчет за доходите – отразяващ финансовите резултати за отчетния период. Избраните коефициенти са доказани теоретични и практически измерители на ефективността на фирмената дейност, а информационната им значимост е ориентир за финансовия мениджмънт на всяка компания.

Основен показател при анализ на финансовото състояние на всяка компания е структурата на нейния капитал. Както е известно тя отразява съотношението между собствените и привлечените капитали, с които фирмата оперира. Капиталовата структура на фирмата е съвкупност от отделни елементи на дългосрочните капитали, които след изплащане на цената на придобиването ѝ се използват за финансиране на инвестициите.⁵ Значението на използваните от фирмата капитали се засилва още повече и от факта, че тяхната пропорция в капиталовата структура оказва влияние върху риска и възвръщаемостта, от една страна, а от друга върху пазарната цена на компанията.

При финансовата оценка на капиталовата структура на анализирани компании са използвани следните показатели:

К1. Мултипликатор на собствения капитал – собственият капитал на предприятието се формира като разлика между сумата на активите и задълженията. Представеният коефициент носи информация за това колко пъти собствения капитал се е мултиплицирал в активите на фирмата. Нормално е стойността му да е по-голяма от 1.

$$\text{Мултипликатор на собствения капитал} = \frac{\text{Общо активи}}{\text{Собствен капитал}}$$

⁵ Адамов, В. и др. Управление на капиталите във фирмата. Академично издателство „Ценов” 2012.

К2. Коефициент на финансов ливъридж – съотношението дълг/собствен капитал показва какъв размер на дълга съответства на всеки един лев, инвестиран от собствениците в компанията. Препоръчителните стойности на коефициента са между 0,5 – 1. Икономическото значение на показателя зависи от различни фактори като: средното ниво на коефициента в други отрасли, достъп на фирмата до други източници на финансиране. Ако показателят расте, това е свидетелство за повишаване зависимостта от външни инвеститори и кредитори, или за снижаване на финансовата устойчивост на компанията.

$$\text{Коефициент на финансов ливъридж} = \frac{\text{Дълг}}{\text{Собствен капитал}}$$

Оценяването на пазарното представяне на фирмата се извършва чрез група показатели за **оценка на акциите**. Тази група се намира в пряко взаимодействие с предходната, поради факта, че печалбата на акциите и счетоводната стойност на акциите на публичните компании, пряко зависи от капиталовата им структура.

О1. Печалба на акция – коефициентът представя съотношението между чистата печалба и броя акции. Той отразява колко печели компанията за всяка своя акция. На практика представеният показател се използва от инвеститорите за оценка на ефективността на публичните компании, но това крие определени рискове, изразяващи се в игнориране на капитала, нужен за постигането на финансовия резултат. Така две компании могат да имат да имат еднакви стойности на показателя, но едната да го е постигнала с много по-малко инвестиции и капитал. Освен това печалбата на акция зависи изключително от отрасловата принадлежност на компанията.

$$\text{Печалба на акция} = \frac{\text{Нетна печалба}}{\text{Общ брой акции}}$$

О2. Счетоводна стойност на акция – използва се като измерител за реалната пазарна оценка на акциите на компанията. Съпоставката на счетоводната стойност и пазарната цена на акциите, показва как фирмата се оценява от пазара. Когато акциите на компанията се търгуват под своята счетоводна стойност това



може да означава, че пазарът смята, че стойността на активите е надценена, или печалбите на компанията са ниски или отрицателни.

$$\text{Счетоводна стойност} = \frac{\text{Собствен капитал}}{\text{Общ брой акции}}$$

Финансовото оценяване на всяка компания не би било достатъчно пълно и всеобхватно без прилагането на едни от най-често използваните показатели за оценка на **рентабилността** - възвращаемостта на собствения капитал и възвращаемостта на активите. Тези показатели измерват колко ефективно компанията успява да превърне собствения си капитал или активите в печалба. Колкото по-високи са двете съотношения, толкова по-добре е това за всяка компания, защото те представляват оценка за ефективността на мениджърски решения. Пряката връзка между капиталовата структура на фирмата и реализираната от нея възвращаемост може да се търси в ефекта от различни комбинации за финансиране на даден инвестиционен проект. Така с увеличението на дълга в съвкупното финансиране, расте и възвращаемостта от капитала. Това е следствие от проявлението на ефекта на финансовия ливъридж. От друга страна, увеличението във възвращаемостта от капитала е съпроводено с намаление в нетната възвращаемостта от активите⁶.

P1. Възвращаемост на собствения капитал - това е един от най-важните борсови показатели за оценка на ефективността на публичните компании. Изчислява се като отношение между нетната печалба и собственият капитал за даден период. Показателят дава информация колко ефективно мениджмънтът на компанията превръща 1 лев, инвестиран от собствениците ѝ (акционерите) в печалба. Практиката показва, че няма еднозначно определени стойности на коефициента и колкото по-голям е той, толкова по-добре се управлява фирмата, но все пак не е благоприятно за производствените компании да реализират възвращаемост на собствения капитал по малка от 15%.

⁶ Вж. Адамов, В. Захариев, А. и др. Финансов анализ. Абагар. Велико Търново, 2006, с.272

$$\text{Възвращаемост на собствения капитал} = \frac{\text{Нетна печалба}}{\text{Собствен капитал}}$$

P2. Възвращаемост на активите – изчислява се като отношение между печалбата и активите. Коефициентът показва колко ефективен е мениджмънта на компанията при превръщането на активите в печалби. Някои анализатори определят като долна граница на коефициента предлаганите от банките лихвени проценти по депозитите за корпоративни клиенти⁷. Тази логика се основава на факта, че ако възвращаемостта на фирмените инвестиции в активи е по-малка от лихвените проценти, то би било по-ефективно, фирмата да депозира парите си в банка, отколкото да закупува активи. В същото време при анализа на показателя е необходимо неговите стойности да се съпоставят с тези на възвращаемостта на собствения капитал, поради тяхната взаимна обвързаност. Така например при анализа на ROE трябва да се отчете влиянието на финансовия ливъридж на компанията. Високите стойности на задълженията намаляват величината на собствения капитал и това увеличава стойността на неговата възвращаемост за сметка тази на активите, което не е индикатор за добри финансови резултати.

$$\text{Възвращаемост на активите} = \frac{\text{Нетна печалба}}{\text{Общо активи}}$$

Активите или инвестициите на фирмата изразяват направленията на инвестиране на нейните капитали. Във връзка с това като основна цел на финансовият мениджмънт е да използва такива техники за управление на капиталите, които поддържат постоянно или нарастващо равнище на активите, с цената на по-малко финансиране⁸. Вниманието при **анализа на активите** се насочва към оценяване обръщаемостта на отделните елементи на краткотрайните активи, поради тяхното значение за ликвидността и платежоспособността. В същото време

⁷ За повече информация вж. Ангелов, Г. Тенденции в развитието на лихвените проценти в българската банкова практика (2010 – 2014). Европейски практики и национални рефлексии в планирането: Международна юбилейна научно-практическа конференция: Сборник доклади - Свищов, 24-25 април 2015 г., с. 295-302

⁸ Вж. Адамов, В. Финанси на фирмата. Библиотека „Образование и наука“ № 28. 2012 г. с. 137



обращаемостта се определя като мярка за ефективност от използването на активите.

A1. Обръщаемост на активите - този показател определя възможността на фирмата да генерира приходи от производство на продукти чрез разполагаемите активи. Той показва колко приходи от продажби се падат на единица актив. При изчисляването му в знаменателя се отразява общата сума на активите, което не дава реална представа за частта от приходите която се генерира съответно от краткотрайните и дълготрайните активи. Въпреки това високите стойности на коефициента свидетелстват за ефективен мениджмънт на предприятието.

$$\text{Обръщаемост на активите} = \frac{\text{Приходи от продажби}}{\text{Общо активи}}$$

A2. Обръщаемост на вземанията – показателят е пряко свързан с оценката на събираемостта на фирмените вземания. Той дава реална представа за времето, необходимо на фирмата да събере своите вземания, като свидетелства за ефективността на търговската политика на компаниите. Много често представеният показател е изразител на основната философия на управлението на кредита във фирмата, а именно – максимално съкращаване на сроковете на събиране на вземанията и максимално удължаване на сроковете на изплащане на задълженията⁹.

$$\text{Обръщаемост на вземанията} = \frac{\text{Приходи от продажби}}{\text{Вземания}}$$

Наред с анализа на фирмените инвестиции и капитали при финансовото оценяване на фирмите е необходимо да се подчертае и значението на **ликвидността**. Във финансовата литература ликвидността се определя като способността на фирмата да посреща краткосрочните си задължения в момента в който те станат изискуеми. Ликвидността предопределя както репутацията на фирмата пред нейните бизнес партньори, така и нейната платежоспособност и финансова автономност. Основните финансови съотношения за измерване на ликвидността се концентрират върху управлението на текущите

активи и текущите задължения. Ликвидността изразява и каква част от активите на компанията са ликвидни, т.е. могат без особени затруднения да бъдат превърнати в пари в брой. Поради тази причина финансовите съотношения за ликвидност са от особен интерес за финансовите анализатори.

L1. Текуща ликвидност - текущата ликвидност съпоставя краткотрайните активи с краткосрочните задължения. От гледна точка на кредиторите, високият показател за текуща ликвидност е добър знак, но от гледната точка на фирмата, това би могло да означава недостатъчно натоварване на текущите активи. В практиката е прието за нормално стойността на този показател да е над 1, в противен случай фирмата изпитва сериозни затруднения при посрещане на задълженията си, което свидетелства и за отрицателни стойности на чистите оборотни капитали.

$$\text{Текуща ликвидност} = \frac{\text{Текущи активи}}{\text{Текущи пасиви}}$$

L2. Бърза ликвидност – представя се като отношение между сумата на текущите активи, намалена със стойността на материалните запаси и сумата на текущите пасиви. Премахването на стойността на материалните запаси при анализа на бързата ликвидност се предопределя от разликата в счетоводната и пазарната им цена, което в някои случаи води до нереална оценка на фирмената ликвидност. От друга страна, високите наличности на материални запаси, могат да се тълкуват като знак за краткосрочен производствен проблем, свидетелстващ за проблеми с производство и реализацията на фирмената продукция. В практиката е прието стойността на този показател да се движи в рамките от 0,5 до 1.

$$\text{Бърза ликвидност} = \frac{\text{Текущи активи} - \text{Материални запаси}}{\text{Текущи пасиви}}$$

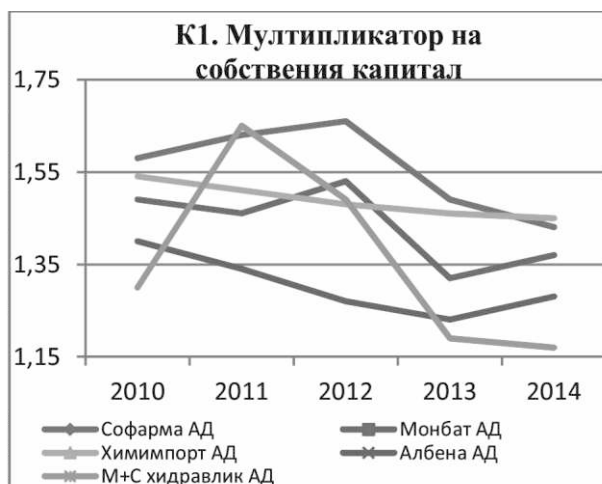
Емпиричното апробиране на представените показатели намира приложение в изследването на финансовото състояние на българските публични компании, посредством изградената авторова система – КОРАЛ в част II.

⁹ Вж. Милинов, В. и др. Оперативен финансов мениджмънт. Абагар. Велико Търново. 2012

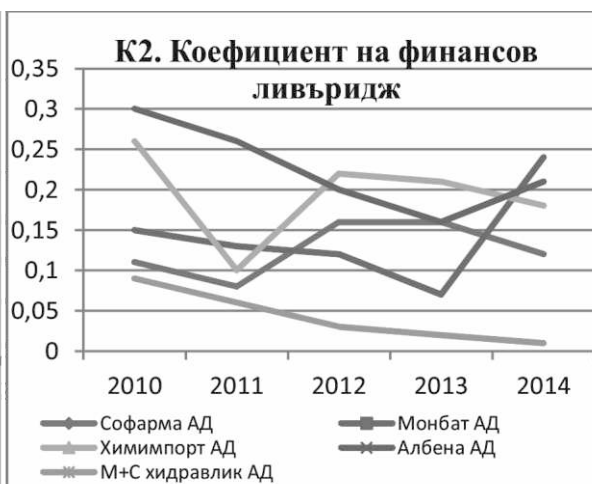


Част II. Система за финансово оценяване на българските публични компании - КОРАЛ

Първата категория, по която се оценява финансовото състояние на компаниите според представената система от коефициенти в част I е капиталовата структура. Както вече беше посочено значението на анализирания категория оказва влияние както върху цената на капитала, който фирмата трябва да плаща, така също и върху риска, който финансовите мениджъри трябва да управляват и възвръщаемостта, която трябва да осигурят на собствениците на съответните капитали.



Източник: *infostock.bg*, изчисления на автора
Фигура 1. Мултипликатор на собствения к-л



Източник: *infostock.bg*, изчисления на автора
Фигура 2. Коефициент на финансов ливъридж

По отношение на **мултипликатора на собствения капитал** (вж. фиг. 1) анализиранияте компании показват добри резултати през анализирания период. Изискуемата минимална стойност на коефициента е над единица, гарантираща възможността на капитала да се мултиплицира в активи, осигуряващи доход. Колкото по-голяма е стойността на мултипликатора, толкова по-благоприятно се отразява това на фирмата, тъй като той оказва пряко влияние и върху възвръщаемостта на собствения капитал (ROE).

Най-високи стойности на показателя, вариращи между 1,5 и 1,6 пъти през първите три години (2010 – 2012) има Софарма АД. Тази тенденция се обуславя от значително високите стойности на притежаваните от компанията активи. На второ място с относително постоянна стойност на показателя за целия период се нарежда Химимпорт АД, със средно значение от 1,488, вариращо в интервала 1,45-1,54. Компанията Монбат АД също поддържа относително постоянен тренд през първите три години, след което през 2013 г. се наблюдава намаление възлизащо на 0,21 пъти, дължащо се на намалението на активите от 123 806 хил. лв,

на 108 958 хил. лв и едновременно с това нарастване на капитала от 120 321 хил. лв, на 150 923 хил. лв. Разнопосочна е тенденцията при М+С Хидравлик АД, където до 2011 г. се наблюдава нарастване, а след това до края на периода е налице спад, достигащ най-ниска стойност в сравнение с всички останали компании от 1,17 пъти мултиплициране на капитала. Относително постоянна е тенденцията при Албена АД, където се наблюдава лек спад от 2010 до 2013 равняващ се на 0,13 пъти и минимално увеличение до края на 2014 г. от 0,05. Въпреки колебанията в стойността на ROE, анализиранияте компании са стабилни по отношение на този показател и имат стойности над минимално необходимите през целия период на изследването.

Отношението между дълга и собствения капитал на компанията може да се определи като един от най-важните показатели за капиталовата структура и възможността на финансовите мениджъри да се възползват от предимствата на заемния капитал, по отношение на неговата цена. Представен като отношение между заеман и собствен капитал, **коефициента на финансов ливъридж** може да се тълкува равнозначно. От

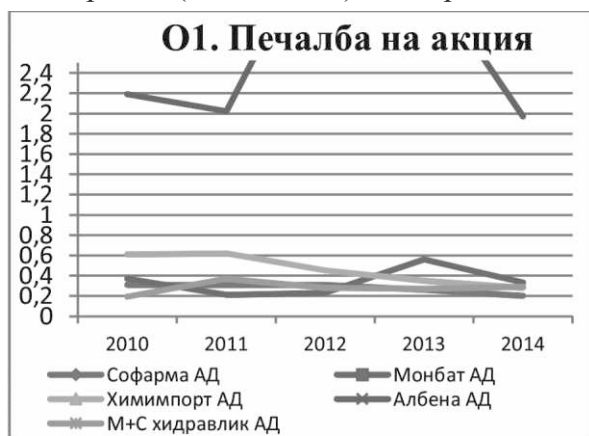


една страна безспорното предимство на дълга пред собствения капитал се изразява в по-ниската му цена. Като цяло обаче цената на дълговия капитал е относително ниска защото и риска, който кредиторите поемат, е по-нисък в сравнение с риска на акционерите¹⁰. Често в практиката се установява, че изискуемата от собствениците (акционерите) доходност е значително по-висока от цената на дълга, която в повечето случаи е лихвения процент по използвани банкови заеми. От друга страна високите стойности на коефициента свидетелстват за прекомерно използване на дълг, което на определен етап, би могло да се окаже опасно за компанията и нейното финансово състояние. Установените прагови стойности на коефициента, варират между 0,5 и 1, но при всички анализирани компании стойностите са под минималната долна граница (вж. фиг. 2). В същото време, обаче следва да се има предвид и относителните ограничения пред компаниите в следкризисните години да използват банкови кредити за финансиране на своите инвестиционни начинания. Поради тази причина е целесъобразно при тълкуване на коефициента да се отчете и размера и честотата на използваните от фирмите външни източници на финансиране. В определени случаи именно те се оказват основен фактор за регистриране на ниски стойности на показателя.

Както е видно от фиг. 2 най-висока стойност, но значително под минималната прагова, възлизаща на 0,30 регистрира Албена АД. Тя е и компанията, която има най-висока средна стойност на коефициента от 0,226 за целия период (2010-2014). Въпреки това

непрекъснатата тенденцията към намаление, достигащо през 2013 г. 0,16 се дължи на намалението на задълженията с близо 43 573 хил. лв. за периода 2010 – 2013 г. и увеличението на собствения капитал с 50 177 хил. лв. Средно 0,15 е стойността на коефициента при Софарма АД, където линията на тренда има лек положителен наклон. Подобна е ситуацията и при Химимпорт АД, където средната стойност е 0,194. При Монбат АД от 2010 до 2013 г. се наблюдава намаление поради нарастване размера на собствения капитал и намаление на краткосрочните и дългосрочните задължения на компанията. Към края на 2014 г. компанията получава дългосрочен банков заем, с което стойността на нетекущите пасиви нараства с 390% (от 6 888 хил. лв. на 38 819 хил.лв.) и това води до нарастване на коефициента от 0,07 на 0,24 при относително постоянна стойност на собствения капитал. Най-ниска стойност на коефициента регистрира М+С хидравлик АД, средно 0,042, достигаща през 2014 г. 0,01, дължащо се на относително постоянния собствен капитал и значително намаление на задълженията с 2 895 хил. лв. през периода.

Втората група коефициенти от системата за оценка на финансовото състояние се свързва с пазарното представяне на компаниите. В нея са включени коефициентите, отразяващи печалбата на една акция и счетоводната стойност на акцията. Тази категория показатели се използва като ориентир при избора на инвеститорите, относно покупката на акции, наред с величината на разпределяните дивиденди и възвръщаемостта на активите и капитала.



Източник: *infostock.bg*, изчисления на автора
Фигура 3. Печалба на акция



Източник: *infostock.bg*, изчисления на автора
Фигура 4. Счетоводна стойност на акция

¹⁰ Вж. Адамов, В. Захариев, А. и др. Финансов анализ. Абагар. Велико Търново. 2006, с.283



Изявяващ отношението между чистата печалба и броя акции на компанията, **коэффициентът печалба на акция**, показва колко печели компанията за всяка своя акция. Тълкуването на показателя и значението му при оценката на финансовото състояние се характеризира със специфики, породени от игнорирането на източниците, които фирмата използва за постигане на своята печалба. Поради тази причина високите или ниски стойности на коефициента при различните компании, имат различно значение и обратното, дори две компании да имат еднакви стойности на коефициента, то това би могло да се тълкува положително или негативно в зависимост от отрасъла, в който фирмата оперира.

Изключително високи стойности на коефициента печалба на една акция на фона на останалите компании от индекса, регистрира Албена АД. Нейната печалба на акция варира от 2 до 4 лв. през периода, на фона на максимални стойности от 0,5 лв. при останалите предприятия. Софарма АД поддържа относително постоянна стойност на коефициента от 0,31 лв. за първите три години и съответно 0,26 и 0,20 през 2013 и 2014 г. Това се дължи на отчетеното намаление на печалбата през последния отчетен период от 7 130 хил. лв. и минимално нарастване на броя акции на компанията. В подобни граници от 0,19 до 0,37 лв. се движат стойностите на показателя при М+С хидравлик АД. Компанията Монбат АД

регистрира нарастване, достигащо до 0,56 лв. през 2013 г. на фона на средна стойност от 0,27 лв. за преходните три години. Това се дължи на значителното нарастване на печалбата на фирмата, отчетена в края на 2013 г. възлизаща на 21 754 хил. лв. на фона на 9 051 хил. лв. през 2012 г., което е ръст от 140,35%. Намаляваща линия на тренда е налице при Химимпорт АД, която регистрира двойно намаление от 0,61 лв. през 2010 г. до 0,28 лв. през 2014 г., обусловено от непрекъснато намаление на печалбата.

По отношение на показателя **счетоводна стойност на акцията**, компанията Албена АД, отново има най-висока стойност. Това обаче, не е показател за успешно финансово управление, тъй като когато акциите на компанията се търгуват под своята счетоводна стойност това може да означава, че пазарът смята, че стойността на активите е надценена. Така при пазарна цена на акциите към 30.12.2010 г. от 38,10 лв. и счетоводна стойност на акцията от 77 лв., компанията губи доверието на инвеститорите и се определя като неблагоприятна сред инвестиционната общност. През целия анализиран период фирмата се характеризира с по-висока счетоводна стойност на акциите, отколкото пазарната, което се определя като неблагоприятно. Съпоставка на пазарната и счетоводната стойност на акциите на анализирани компании е представена в таблица 3.

Таблица 3. Съпоставка на пазарна и счетоводна стойност на анализирани компании за периода 2010 – 2014 г.

Показател	Компания					
	Година	Софарма АД	Монбат АД	Химимпорт АД	Албена АД	М+С хидравлик АД
пазарна стойност	края на 2010	3,89	6,3	2,32	48,1	2,16
	края на 2011	3,18	5,43	1,35	58,8	2,33
	края на 2012	2,1	4,68	0,83	38,74	2,35
	края на 2013	3,92	6,7	1,55	59,7	3,16
	края на 2014	3,84	8,5	1,74	56	5,5
счетоводна стойност	края на 2010	2,24	3,34	6,12	77	1,12
	края на 2011	2,43	3,29	6,77	78,68	1,42
	края на 2012	2,66	3,09	7,23	82,14	1,54
	края на 2013	2,8	3,87	7,58	86,87	1,59
	края на 2014	2,95	3,97	7,78	91,69	1,69

Източник: *infostock.bg*, изчисления на автора



Както е видно от таблица 3, единствената надценена компания през целия период е Албена АД. Останалите анализирани компании имат приблизителни стойности на коефициента, като на дъното се нарежда М+С хидравлик АД в диапазона от 1,12 лв. до 1,69 лв. На второ място по посочения критерий се подрежда Софарма АД, следвана съответно от Монбат АД и Химимпорт АД. Както вече беше посочено стойността на анализирания коефициент зависи пряко от отрасъла, в който фирмата оперира и поради тази причина няма теоретично определени минимални и максимални прагови стойности на коефициента.

Като едни от най-важните критерии за финансовото състояние на дадена компания се определят показателите за възвръщаемост или рентабилност. Призово място сред тях заемат възвръщаемостта на активите (ROA) и възвръщаемостта на собствения капитал (ROE). Тъй като посочените съотношения показват до колко компаниите успяват да превърнат активите или капитала си в печалба, те са обект на изключителен интерес от страна на финансовите анализатори и се предпочитат при сравняване на компаниите от един или няколко бранша на дейност. В повечето случаи, с цел прецизност на анализа се препоръчва двете съотношения да бъдат разглеждани заедно с цел избягване на погрешни изводи и заключения.

Като измерител на ръста или спада на богатството на акционерите **възвръщаемостта на собствения капитал (ROE)**, показва колко лева печели фирмата, от един лев инвестиран капитал. Поради тази причина ROE има ключово значение при анализа на финансовото състояние на всяко предприятие. В икономическата теория и практика е установено показателя да се движи в границите между 15-20%. Все пак следва да се има предвид, че в зависимост от отрасловата структура и дейността на компанията е възможно, въпреки малките стойности на коефициента, тя да е в добро финансово състояние. Както е видно от таблица 4, най-високи стойности на показателя ROE има М+С хидравлик АД, през целия анализирания период. При минимални стойности от 15, компанията поддържа средна стойност за периода (2010 – 2014) от 19,13, което свидетелства за успешно финансово управление. На второ място се подрежда Софарма АД със средна стойност на показателя 10,79. В началото на анализирания период компанията има по-високи стойности на показателя, поради реализирането на по-висока печалба, възлизаща на 40 544 хил. лв. (2010 г.), която постепенно намалява и достига 26 531 хил. лв. (2014 г.), при едновременно плавно нарастване на собствения капитал от 295 959 хил. лв. (2010 г.) до 389 706 хил. лв. (2014 г.).

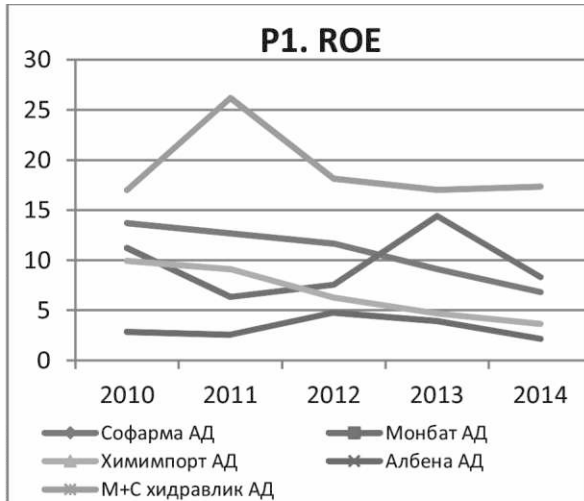
Таблица 4. Съпоставка между възвръщаемостта на капитала (ROE) и на активите (ROA) на анализираните компании за периода 2010 – 2014 г.

Група 3	Показател	Година	Софарма АД	Монбат АД	Химимпорт АД	Албена АД	М+С хидравлик АД
Рентабилност	ROE	2010	13,7	11,22	9,94	2,84	17
		2011	12,69	6,33	9,11	2,56	26,17
		2012	11,65	7,52	6,27	4,75	18,13
		2013	9,11	14,41	4,66	3,92	17,01
		2014	6,81	8,29	3,64	2,15	17,32
	ROA	2010	8,68	7,54	7,14	2,03	13,12
		2011	7,78	4,34	6,62	1,91	20,79
		2012	7,01	4,91	4,61	3,75	15,57
		2013	6,13	10,92	3,46	3,18	14,35
		2014	4,77	6,04	2,72	1,68	14,76

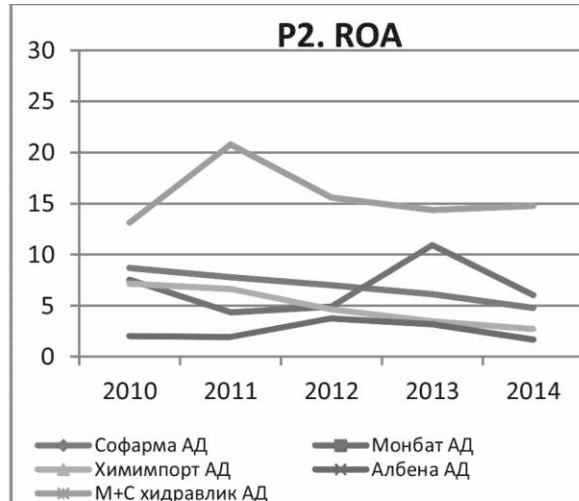
Източник: *infostock.bg*, изчисления на автора



При останалите компании се наблюдават тенденции на плавно намаляване на ROE, породено от намаляване на реализираната печалба. Поради посочените причини съответно на трето, четвърто и последно място се позиционират съответно Монбат АД, Химимпорт АД и Албена АД. За разлика от резултатите в предходната група 2 (Оценка на акциите), където Албена АД има най-високи стойности, то при оценката на рентабилността, тя се подрежда на последно място с най-ниски стойности на показателите ROE и ROA. Почти двойно нарастване на реализираната печалба, компанията Албена АД, реализира през 2012 и 2013 г., което се отразява и върху коефициентите ROE (2,84 през 2010 г. и 4,85 през 2012 г.) и ROA (2,03 през 2010 и 3,75 през 2012 г.).



Източник: *infostock.bg*, изчисления на автора
Фигура 5. Възвръщаемост на собствения к-л

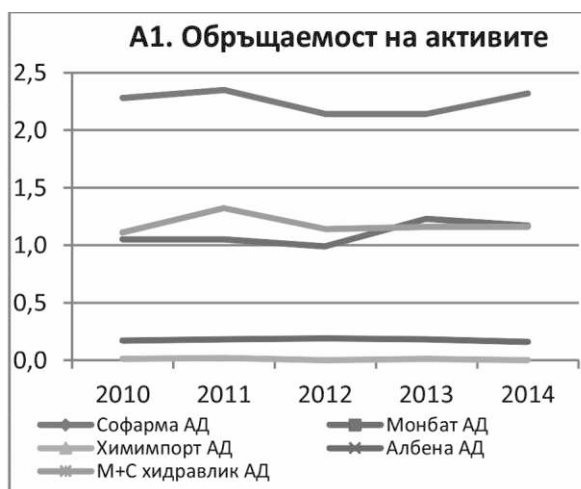


Източник: *infostock.bg*, изчисления на автора
Фигура 6. Възвръщаемост на активите

По отношение на показателя **възвръщаемост на активите** (ROA) се наблюдават тенденциите, характерни за ROE. По-високи стойности, публичните компании регистрират непосредствено след възникването на финансовата криза (2010 г. и 2011 г.), когато бизнеса все още не усеща сериозни сътресения в своята дейност. Трендовата линия на ROA има слаб отрицателен наклон, но за разлика от ROE, тук компанията съумяват да запазят относително постоянни стойности на коефициента, без съществени сътресения (вж. фиг. 6). Средната стойност на ROA за всички анализирани компании през целия период е 7,35, което е над минималните прагови стойности от 5.

Анализът на активите не би бил пълен и обстоятелствен, ако извън неговия обхват останат финансовите съотношения, изразяващи тяхната обръщаемост. Успоредно с оценката на възвръщаемостта на активите, под внимание трябва да се вземе и **обръщаемостта на активите**, тъй като ROA е резултативна величина от производението на маржа на печалбата и обръщаемостта на активите. При

оценката на обръщаемостта на активите отново трябва да се има предвид отрасъла, в който фирмата оперира. Логично е индустриалните производствени предприятия да имат по-ниска стойност на показателя, отколкото фирмите в областта на хранителната промишленост. Поради тази причина не винаги ниските стойности на показателя се възприемат като неблагоприятни. Друг фактор, обуславящ висока стойност на показателя, може да бъде например наличието на силно амортизирани активи, които значително са намалили счетоводната си стойност. В такъв случай съпоставяйки продажбите с ниска стойност на активите, фирмата ще регистрира високо равнище на обръщаемост, за сметка на необходимостта на нови инвестиции в активи.



Източник: infostock.bg, изчисления на автора
 Фигура 7. Обръщаемост на активите



Източник: infostock.bg, изчисления на автора
 Фигура 8. Обръщаемост на вземанията

Компанията, реализираща най-високи стойности на коефициента в интервала 2 – 2,5 е Софарма АД. Това се дължи на високите стойности на продажбите през целия период, надвишаващи средно 3 пъти тези на останалите компании. Концертирала дейността си в производство на лекарствени продукти, тя има приблизително 2,3 пъти по-висока обръщаемост на активите спрямо Химимпорт АД, нареждаща се на дъното на класацията със средна стойност на показателя от 0,01 (вж. фиг. 7). Причина за посочената тенденция би могла да бъде и високата сума на активите на Химимпорт АД, която е около 3 пъти по-голяма от тази на Албена АД и Софарма АД и 13 пъти по-голяма от тази на Монбат АД. Ниски стойности регистрира и Албена АД (0,16 – 0,19), което се обуславя от високата стойност на активите и реализираните значително по-малко приходи от продажби.

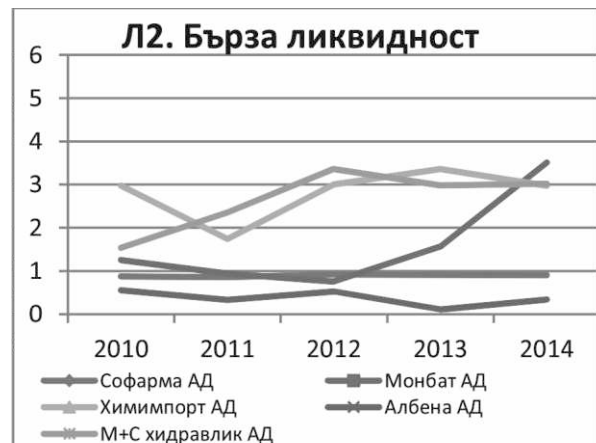
Обратно на логиката на разглежданите до момента показатели при **обръщаемостта на вземанията**, ниските стойности свидетелстват за ефективен мениджмънт. Колкото по-малко са вземанията, с толкова повече средства разполага компанията, които биха могли да се насочат в нов производствен цикъл или да се инвестират в други сфери и по този начин да генерират допълнителен доход. Изчислен като съотношение между продажбите и вземанията, коефициента дава информация за това каква част от приходите от продажби все още не са постъпили във фирмата, а са записани като бъдещи вземания. За разлика от обръщаемостта на активите, тук най-високи стойности има Албена АД, достигайки пик през 2013 г. от 31,22 на фона на стойности от 7,16 през 2010 г.; 9,51

през 2011 г. и 8,51 през 2012 г. Монбат АД и Софарма АД имат стойности между 3,5 и 4,5, докато Химимпорт АД отново регистрира най-ниски стойности от 0,04, дължащи се на ниските продажби. Компанията М+С хидравлик АД поддържа тенденция към плавно намаление от 8 до 5 съответно от 2010 до 2013 г. При анализа на представените съотношения следва да се отчете, че в посткризистните години, компаниите изпитват сериозни затруднения, както с реализацията на продукцията си, така и със събираемостта на вземанията, имайки предвид сериозните сътресения в икономиките на страните в световен мащаб.

Ликвидността е един от ключовите показатели при анализа на финансовото състояние на компаниите, тъй като дава информация за способността на фирмата да посреща краткосрочните си задължения. Поради тази причина финансовите съотношения, оценяващи ликвидността засягат основно краткотрайните активи и краткосрочните капитали (задължения). Тези показатели намират приложение при анализа на фирмите, кандидатстващи за банкови кредити или други източници на финансиране. Освен това те се използват и при измерване на ликвидността на активите, т.е. способността им бързо и лесно да се трансформират в парични наличности, без допълнителни разходи. Въпреки посочените предимства на показателите за ликвидност, като техен основен недостатък би могъл да се посочи невъзможността чрез тях да се оценява дългосрочното финансово състояние на компанията, поради краткия „живот“ на текущите активи и пасиви.



Източник: *infostock.bg*, изчисления на автора
Фигура 9. Текуща ликвидност



Източник: *infostock.bg*, изчисления на автора
Фигура 10. Бърза ликвидност

Коефициентът за текуща ликвидност, изразяващ отношението между текущите активи и пасиви съпоставя възможността на ликвидните активи да покрият задълженията с настъпващ падеж. При тълкуването на показателя се вземат предвид две гледни точки, тази на кредиторите и тази на компанията.¹¹ От гледната точка на кредиторите, високите стойности на показателя са добър знак, но от гледната точка на фирмата, това може да означава недостатъчно натоварване на текущите активи, които да генерират парични средства. Освен това от ключово значение тук е да се отчете и величината на чистите оборотни капитали. Поради това в теорията и практиката е прието стойността на показателя да е минимум единица. Компанията Албена АД регистрира ниски коефициента (0,19 – 0,63), което се обуславя от липсата на достатъчно по размер краткотрайни активи, поради сферата на дейност в която оперира. Най-високи средни стойности отново имат Химимпорт АД (2,81) и М+С хидравлик АД (3,68). Като цяло всяка от анализраните компании представя добри стойности на показателя, гарантиращи добро финансово състояние, според посочения коефициент.

Основен недостатък на коефициента на текуща ликвидност е, че при него се отчитат материалните запаси, които в повечето случаи са най-ниско ликвидния актив от групата на текущите активи. В този случай прецизността на анализа изисква да се обърне внимание и на **коефициента на бърза ликвидност**. Нормално е

коефициента да има стойности по-ниски от единица, но не се отича като благоприятно ако стойността му е под 0,5, т.е. текущите активи, без материалните запаси да покриват поне половината от текущите задължения на компанията. Компанията Софарма АД поддържа стойности на показателя в интервала 0,86 – 0,90. Компанията Албена АД има оптимални стойности на коефициента средно от 0,55. Най-високи стойности на коефициента (вж. фиг. 10) имат съответно Химимпорт АД (2,81) и М+С хидравлик АД (2,65).

Въз основа на обработените данни, извършения анализ и проследените тенденции авторът изгражда и апробира системата за финансово оценяване – КОРАЛ.

¹¹ Касърова, В., Димитрова, Р. Анализ на финансов отчет. София, м.декември 2005 г., стр. 29



Таблица 5. Система за финансово оценяване на българските публични компании от индекса **BG TR30 - KORAL**¹²

Избрани коефициенти за финансово оценяване ¹³	Диапазон	Софарма АД средна	оценка	Монбат АД средна	оценка	Химимпорт АД средна	оценка	Албена АД средна	оценка	М+С хидравлик АД средна	оценка
K1	мин.1	1,558	1	1,434	1	1,488	1	1,304	1	1,36	1
K2	0,5 - 1	0,126	-1	0,142	-1	0,194	-1	0,226	-1	0,042	-1
O1	максимална	0,278	0	0,34	0	0,462	1	2,7	0	0,28	0
O2	по-малка от пазарната	2,616	1	3,512	1	7,096	-1	83,276	-1	1,472	1
P1	15 - 20%	10,792	-1	9,554	-1	6,724	-1	3,244	-1	19,126	1
P2	5 - 20%	6,874	0	6,75	0	4,91	-1	2,51	-1	15,718	1
A1	максимална	2,25	1	1,10	0	0,01	-1	0,18	-1	1,18	0
A2	минимална	3,80	0	4,63	0	0,04	1	13,96	-1	6,29	0
L1	мин.0,5	0,89	-1	1,60	0	2,81	1	0,37	-1	2,65	1
L2	1,25 - 2	1,27	1	2,39	0	2,81	0	0,45	-1	3,68	0
Обобщаваща оценка	-	Софарма АД	1	Монбат АД	0	Химимпорт АД	-1	Албена АД	-7	М+С хидравлик АД	4

¹² Разработената система и изведените обобщаващи оценки изразяват разбирането и вярданията на автора по въпросите на финансовото оценяване и не претендират за обхватност на цялото многообразие от проблеми и възможни перспективи по отношение на финансово оценяване на корпоративните структури.

¹³ Данните са публично достъпни на www.infostock.bg. Последен достъп 04.09.2015г.



Системата се базира на представените в част I на настоящата разработка специално подбрани ключови показатели за финансова оценка на корпоративни структури. Методологията на системата КОРАЛ се гради на съпоставка на получените резултати от приложението на представените показатели по отделни коефициенти с теоретично и практически установените оптимални стойности. Трябва обаче да се има предвид, че въпреки обобщени в един индекс, компаниите оперират в различни отрасли, което води до значителни отклонения в стойностите на отделните показатели, но не е заплаха за дейността им. Оценката за всеки критерий (показател) се получава като средна аритметична за компанията през периода на изследването (2010–2014).

$$\text{Индивидуална средна оценка по показател} = (2010 * 0,2) + (2011 * 0,2) + (2012 * 0,2) + (2013 * 0,2) + (2014 * 0,2)$$

Индивидуалната средна оценка се съпоставя с определените максимални и минимални прагови граници, като се придават следните значения:

➤ *Стойност 1 (добра оценка)* - когато стойността на показателя е в оптималните установени граници;

➤ *Стойност 0 (задоволителна оценка)* - когато стойностите са извън установените оптимални граници, но не са налице съществени отклонения, които да застрашават финансовото състояние на компанията;

➤ *Стойност -1 (незадоволителна оценка)* – когато стойностите са съществено извън диапазона и това застрашава финансовото състояние на компанията.

Обобщената оценка на финансовото състояние се определя като сума от

индивидуални оценки, получени за всеки един от представените показатели.

Резултатите от приложението на системата КОРАЛ (вж. фиг. 11) определят финансовото състояние на компанията М+С хидравлик АД, като най-добро през анализирания период. На второ място се подрежда Софарма АД, на трето Монбат АД и на последните две места с отрицателни оценки съответно Химимпорт АД и Албена АД.

Заклучение

В резултат от осъщественото финансово оценяване на българските публични компании може да се заключи, че няма еднозначна оценка по отношение на отделните показатели. Анализираните компании оперират в различни отрасли, което е основна пречка при извеждане на кардинални обобщения и заключения. Въпреки това като компания с най-стабилно финансово състояние се определя М+С хидравлик АД, а необходимост от промяна на възгледите за финансово управление се налага при Химимпорт АД и Албена АД. Необходимо е да се отчете и влиянието на световната финансова криза, разклатила устоите на съвременните пазарни икономики, която неминуемо оказва влияние върху финансовото състояние на корпоративните структури през анализирания период. Неминуемо отражение оказва и стагнацията в сферата на реалното производство, строителство, банковия сектор и други отрасли на икономиката през последните години у нас, които пряко засягат дейността на оценяваните компании. Независимо от получените резултати, всички оценени компании реализират, дори и намаляваща печалба, което е показател за успех, дори в години на криза и дава сигнал за дългосрочна финансова устойчивост.



Фигура 11. Пирамида на финансовото състояние според КОРАЛ



Използвана литература:

1. Adamov, V. Finansi na fermata. Biblioteka "Obrazovanie i nauka" № 28. 2012
2. Adamov, V. Upravlenie na kapitalite vuv fermata. Akademichno izdatelstvo "Tshenov". 2012
3. Adamov, V., Zahariev, A. i dr. Finansov analiz. Abagar. Veliko Turnovo. 2006
4. Angelov, G. Tendentshii v razvitiето na lihvenite procenti v bulgarskata bankova praktika (2010 – 2014). Evropeiski perspektivi I natshionalni refleksi v planiraneto: Mezhdunarodna yubileyna nauchno-prakticheska konferentshiya: Sbornik dokladi – Svishtov, 24-25 april 2015 g., str. 295-302
5. Milinov, V., Vasileva, P. dr. Operativen finansov menidzhmunt. Abagar. Veliko Turnovo. 2012
6. Kasurova, V., Dimitrova, R. Analiz na finansov otchet. Sofiya. 2005
7. Kasurova, V. Modeli i pokazateli za analiz na finansovata ustoychivost na kompaniyata. Nov bulgarski iniversitet. 2010
8. Zhelyakov, I., Zaretshaya. G. Finansovo ikonomicheski analiz (predpriyatie, banka, zastrahovatelna kompaniya). KnoRus. 2012
9. Kolev, V., Kovalev, V. Korporativni finansi i uchet: ponyatiya, algoritum, pokazateli. Prospekt. 2014
10. www.infostock.bg
11. www.investor.bg
12. <http://corporate.albena.bg/>
13. <http://www.ms-hydraulic.com/bg/>
14. <http://www.monbat.com/bg/>
15. <http://www.chimimport.bg/>
16. <http://www.sopharma.bg/>