
ASPECTS OF THE ANALYSIS OF ENTERPRISE'S RATE OF RETURN

Rositsa Ivanova

UNWE – Sofia, Republic of Bulgaria, Rosi_Ivanova@abv.bg

Abstract: The main objective of an enterprise is to achieve business efficiency and added value for the owners. The efficiency of enterprise's business, considered as a separate object of the business analysis, may be expressed either as a ratio of achieved results to the resources used for their achievement, or as a ratio of input resources to the achieved results, due to the use of the same resources. As a resultative indicator, efficiency may be analysed and assessed in three aspects. The first of them refers to the efficiency of use of the enterprise's production resources. We speak about the enterprise's fixed tangible assets (production fixed capital), short-term assets (working capital) and workforce. The second aspect refers to the efficiency of income and expenses, and the third one – to the enterprise's rate of return calculated on varied bases.

Rate of return is a summary indicator that characterises the efficiency of the overall business of an enterprise. Enterprise's rate of return may be analysed and assessed in two aspects. On one hand, rate of return is studied as a resultative indicator by identifying and evaluating the impact of direct factors on its dynamics. On the other hand, rate of return is analysed and assessed as a factor indicator that has impact on the dynamics of other key business indicators that characterise the enterprise's business.

Two approaches for studying and evaluating of enterprise's rate of return as a resultative indicator exist in the theory and practice of business analysis. These are the accounting and the financial approach.

The accounting approach is based on the use of profit to calculate enterprise's rate of return. By means of this approach, the profit is compared to different bases that may be as follows, depending on the determined objectives and tasks and on the needs of information of the enterprise's management: assets, capital, equity, expenses, revenue, etc. Furthermore, different values of profit may be also used – accounting profit, book profit, profit from principal activity, profit from sales, etc.

The financial approach for analysis of business efficiency is based on the added value for capital owners.

The object studied in this publication is the rate of return calculated as a percentage ratio of the book value to the average amount of enterprise's assets (accounting approach).

The studied subject is the model of the economic added value, which is a kind of connection between the accounting and the financial approach for analysis and evaluation of business efficiency.

This publication is aimed at presenting a model that binds the economic added value and the enterprise's asset-based rate of return.

Keywords: analysis, profit, economic added value, accounting approach, financial approach

АСПЕКТИ НА АНАЛИЗА НА РЕНТАБИЛНОСТТА НА ПРЕДПРИЯТИЕТО**Росица Иванова**

УНСС - София, Република България, Rosi_Ivanova@abv.bg

Резюме: Основна цел на всяко предприятие е постигането на ефективност на неговия бизнес и създаването на стойност на собствениците.

Ефективността от дейността на предприятието, разглеждана като самостоятелен обект на бизнес анализа, може да се изрази като отношение на постигнатите резултати към вложените ресурси за тяхното постигане, или като отношение на вложените ресурси към постигнатите резултати, в резултат от използването на същите ресурси. В качеството ѝ на резултативен показател ефективността може да се анализира и оценява в три аспекта. Първият от тях е по отношение на ефективността от използването на производствените ресурси на предприятието. Става дума за дълготрайните материални активи (производственият основен капитал), краткотрайните активи (оборотният капитал) и работната сила на предприятието. Вторият аспект е по отношение на ефективността на приходите и на разходите, а третият аспект – рентабилността на предприятието, изчислена на различни бази.

Рентабилността е обобщаващ показател, характеризиращ ефективността от целокупната дейност на всяко предприятие. Рентабилността на предприятието може да се анализира и оценява в два аспекта. От една страна рентабилността се изследва в качеството ѝ на резултативен показател като се установява и оценява влиянието на преките фактори върху нейната динамика. От друга страна, рентабилността се анализира и

оценява в качеството ѝ на факторен показател, който оказва влияние върху динамиката на други ключови бизнес показатели, характеризиращи дейността на предприятието.

В теорията и практиката на бизнес анализа са известни два подхода за изследване и оценяване на рентабилността на предприятието в качеството ѝ на резултативен показател. Това са счетоводният и финансовият подходи.

Счетоводният подход се основава на използването на печалбата за изчисляването на рентабилността на предприятието. При този подход печалбата се съпоставя със съответна база, която в зависимост от поставените цели и задачи, както и от потребностите от информация за управлението на предприятието може да бъде: активите; капитала; собствения капитал; разходите; приходите и др. Също така могат да се използват различни величини на печалбата – счетоводната, балансовата, от основната дейност, от продажбите и др.

Финансовият подход за анализ на ефективността на бизнеса се основава на създаването на стойност за собствениците на капитала.

Обект на разглеждане в статията е рентабилността, изчислена като процентно отношение на балансовата печалба към средния размер на активите на предприятието (счетоводен подход).

Предмет на изследването е моделът на икономическата добавена стойност, който е една своеобразна връзка между счетоводния и финансовия подход за анализ и оценка на ефективността на бизнеса.

Поставената в статията цел е представянето на модел, обвързващ икономическата добавена стойност и рентабилността на предприятието, изчислена на база активи.

Ключови думи: анализ, печалба, икономическа добавена стойност, счетоводен подход, финансов подход

1. ВЪВЕДЕНИЕ

Ефективността на бизнеса може да се анализира и оценява посредством прилагането на различни подходи и модели за анализ. Това са счетоводният подход, базиран на счетоводна информация, и финансовият подход - основан на стойностната оценка на бизнеса. Всеки един от тези подходи и „всеки един от познатите модели дава възможност ефективността на бизнеса да се погледне от различен ъгъл, т.е. да се оцени от различна гледна точка.“⁵

Счетоводният подход за анализ на ефективността на бизнеса се характеризира с лесна изчислителна процедура. Анализът се извършва както по данни от финансовите отчети (външен анализ), така и по счетоводна информация, създадена в отделните предприятия (вътрешен анализ). Този подход позволява провеждането на сравнителен анализ на ефективността на бизнеса на предприятия със сходен предмет на дейност. Същевременно с това използването на печалбата за анализ и оценка на рентабилността на предприятието е свързано с някои субективни преценки. Те могат да се систематизират в три насоки. На първо място формирането на печалбата (счетоводна и балансова) за текущия отчетен период е в пряка връзка с прилагането на принципите за признаване, оценяване и представяне на позициите във финансовите отчети на предприятията.⁶ Става дума за принципите на начисляването, съпоставимостта на приходите и разходите, както и за независимостта на отделните отчетни периоди и стойностната връзка между начален и краен баланс. Спазването на тези принципи означава вярно и честно представяне на финансовото и имуществено състояние, финансовите резултати, паричните потоци и ефективността от дейността на предприятието. На второ място върху формирането на печалбата за текущия отчетен период влияние оказват някои субективни преценки, които произтичат от прилагането на счетоводните стандарти. Например: изборът на метод за амортизация на дълготрайните материални и нематериални активи; изборът на метод за текуща оценка на материалните запаси при тяхното намаляване и др. На трето място върху формирането на балансовата печалба на предприятието за текущия отчетен период влияние оказва данъчното законодателство на страната. Става дума, например, за изискванията на Закона за корпоративното подоходно облагане по отношение на годишните данъчни амортизационни норми, а чрез тях и за данъчно признатите разходи за амортизация на данъчните амортизируеми активи,⁷ за счетоводните приходи и разходи от последващи оценки на данъчните амортизируеми активи⁸ и др.

⁵ Тодоров Л., „Съвременни модели за оценка на бизнеса“, изд. „Нова звезда“, С., 2014, с.7

⁶ Закон за счетоводството, ДВ бр.95/08.12.2015 г., чл.26

⁷ ЗКПО, обн. ДВ. бр.105/22.12.2006 г., последни: доп. ДВ. бр.103/28.12.2017г., изм. ДВ. бр.15/16.02.2018 г., доп. ДВ. бр.91/2.11.2018 г., изм. и доп. ДВ. бр.98/27.11.2018 г., изм. ДВ. бр.102/11.12.2018 г., изм. ДВ. бр.103/13.12.2018 г., изм. ДВ. бр.105/18.12.2018 г., изм. ДВ. бр.24/22.03.2019 г., чл.55

⁸ Пак там, чл.65

Според нас, счетовоният подход е напълно приложим и с успех може да се използва в стопанската практика. Финансовият подход се основава на създаването на стойност за собствениците (акционерите). Този подход игнорира субективните преценки при счетоводния подход за анализ на ефективността на бизнеса.

2. ИКОНОМИЧЕСКА ДОБАВЕНА СТОЙНОСТ

Стратегическа цел на всяко предприятие е увеличаването на неговата стойност. Стойност за собствениците се създава тогава, когато възвръщаемостта на инвестирания капитал е по-голяма от неговата цена. Това разбиране стои в основата на модела на икономическата добавена стойност (EVA - Economic Value Added). Посредством този модел се измерва ефективността от стопанската дейност на предприятието. Положителният финансов резултат от дейността на предприятието за текущия отчетен период показва, че то работи рентабилно. Но това все още не означава, че се създава стойност за собствениците. Целта на модела EVA е да се установи икономическата печалба на предприятието. Показателят EVA за отчетния период (календарната година), може да се изчисли посредством формулата:

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

където:

NOPAT - нетна оперативна печалба за отчетния период след приспадане на данъка върху печалбата;

IC - размер на инвестирания капитал в началото на годината;

WACC - среднопретеглена цена на капитала.

NOPAT е нетната оперативна печалба за отчетния период след приспадане на данъка за сметка на печалбата (корпоративен данък). По същество това е печалбата от основната дейност на предприятието. По наше мнение, за да се постигне съпоставимост между отделните величини, участващи в модела EVA, е логично да се използва само размера на капитала, който е инвестиран в основната дейност на предприятието.

Нетната оперативна печалба за отчетния период след приспадане на данъка върху печалбата се определя по следната формула:

$$NOPAT = Pf^n + i \times (1 - T)$$

където:

Pf^n - балансова (нетна) печалба;

i - разходи за лихви;

T - ставка на корпоративния данък.

Размерът на инвестирания капитал е представен в пасива на счетоводния баланс на предприятието. По начало в неговия състав се включват собственият капитал и привлеченият капитал (дългосрочните и краткосрочните пасиви). Л. Тодоров посочва, че при изчисляването на размера на инвестирания капитал следва да се вземат под внимание: първо, в състава на инвестирания капитал се включват собствения капитал и лихвения дълг, като не се включват нелихвените текущи задължения;⁹ второ, взема се размера на капитала в началото на годината;¹⁰ трето, в състава на инвестирания капитал трябва да се включва само онази част от него, която е заета в основната дейност на предприятието.

Следователно размерът на инвестирания капитал може да се представи чрез следната формула:

$$IC = E + L^i$$

където:

E - собствен капитал;

L^i - лихвен дълг.

Среднопретеглената цена на капитала представлява „сума от претеглените стойности на отделните начини или източници на финансиране“ на предприятието.¹¹ Източниците на капитал за дългосрочно финансиране на предприятието са собственият капитал (обикновените и привилегированите акции) и дългосрочният привлечен капитал (дългосрочният дълг), т.е. това е постоянният капитал. По мнение на Д. Ненков тези

⁹ Тодоров Л., „Съвременни модели за оценка на бизнеса“, изд. „Нова звезда“, С., 2014, с.22

¹⁰ Пак там, с.22

¹¹ Ненков Д., „Оценка на инвестициите в реални активи“, УИ „Стопанство“, С., 2005, с.107, цит. Gitman, I., J., Principles of managerial finance, Harper Collins Publishers, 1991, p.458

източници (постоянният капитал) формират капиталовата структура на предприятието,¹² като в тази структура не се включват краткосрочните източници на финансиране, като например задълженията към доставчиците и персонала, данъчните и осигурителните задължения до настъпване на датата на техния падеж, краткосрочните кредити и др. По мнение на същия автор краткосрочните източници на финансиране участват в състава на „по-широката категория финансова структура, включваща всички източници на финансиране (на предприятието - б.а.) със съответните им относителни тегла.“¹³ Следва да се отбележи, че среднопретеглената цена на капитала се изчислява по данни от пасива на счетоводния баланс. С изключителна важност е „отчетността да се организира по начин, който да удовлетворява в максимална степен изискванията, поставени от анализа, и осигуряваната счетоводна информация да дава възможност за неговото детайлизиране в различни аспекти.“¹⁴

Среднопретеглената цена на капитала (WACC) се определя по следната формула:

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

където:

- E - собствен капитал;
- D - дълг;
- R_E - цена на собствения капитал;
- R_D - цена на дълга;
- T - ставка на корпоративния данък, %

При изчисляването на среднопретеглената цена на капитала следва да се вземат под внимание някои особености.

На първо място се поставя въпросът за източниците на капитал, които следва да участват в среднопретеглената цена на капитала. При определяне на среднопретеглената цена на капитала се вземат само дългосрочните източници на капитал, т.е. постоянния капитал, който функционира продължително време в дейността на предприятието – това са собственият капитал и дългосрочният привлечен капитал (дългосрочният дълг). Това означава, че при изчисляването на среднопретеглената цена на капитала не участват краткосрочните задължения на предприятието. Редица специалисти по финансов анализ в България са на мнение, че при изчисляването на среднопретеглената цена на капитала следва да се вземат под внимание и краткосрочните лихвени задължения на предприятието. Така например, Д. Ненков посочва, че за България следва да се вземат под внимание и краткосрочните лихвени задължения, което е продиктувано от конкретните условия в страната, а именно: слабото развитие на финансирането на дейността чрез емисия на дългосрочни корпоративни облигации; затруднения за предприятията при осигуряване финансирането на тяхната дейност чрез дългосрочни банкови заеми; големият относителен дял на краткосрочните кредити в стопанската практика в страната и др.¹⁵

На второ място се поставя въпросът за стойностната оценка на капиталовите източници, които участват във формулата за изчисляването на среднопретеглената цена на капитала. За стойностна оценка както на собствения, така и на привлечения капитал (лихвоносният дълг) могат да се използват пазарните или балансовите им стойности. Повечето специалисти по бизнес анализ препоръчват „да се използва пазарната стойност“¹⁶ на собствения капитал и на дълга. В случаите, когато предприятието не е акционерно дружество или неговите акции не се търгуват, се използва балансовата стойност на собствения капитал. Също така, когато предприятието не емитира облигации се прилага балансовата стойност на дълга.

При положение, че предприятието емитира привилегирани акции, среднопретеглената стойност на капитала се изчислява по формулата:¹⁷

¹² Ненков Д., „Оценка на инвестициите в реални активи“, УИ „Стопанство“, С., 2005, с.107

¹³ Ненков Д., „Оценка на инвестициите в реални активи“, УИ „Стопанство“, С., 2005, с.108

¹⁴ Петрова Д., „Съвременни счетоводно-информационни проблеми при детайлизираните анализи на търговската дейност“, Годишник 2014 г. на Института на дипломираните експерт-счетоводители в България, С., 2014, с.244

¹⁵ Ненков Д., „Оценка на инвестициите в реални активи“, УИ „Стопанство“, С., 2005, с.149

¹⁶ Тодоров Л., „Съвременни модели за оценка на бизнеса“, изд. „Нова звезда“, С., 2014, с.116

¹⁷ Пак там, с.116

$$WACC = \frac{E}{E + PS + D} \times R_E + \frac{PS}{E + PS + D} \times R_{PS} + \frac{D}{E + PS + D} \times R_D \times (1 - T)$$

където:

- E - пазарна стойност на обикновените акции;
- PS - пазарна стойност на привилегированите акции;
- D - стойност на дълга (пазарна или балансова);
- R_E - цена на капитала в обикновени акции;
- R_{PS} - цена на капитала в привилегировани акции;
- R_D - цена на дълга.

В тази формула $\frac{E}{E+PS+D}$ е относителния дял на собствения капитал, формиран от обикновените акции, в инвестирания капитал (относително тегло на собствения капитал от обикновени акции), $\frac{PS}{E+PS+D}$ е относителния дял на собствения капитал, формиран от привилегировани акции, в инвестирания капитал (относително тегло на собствения капитал от привилегировани акции), а $\frac{D}{E+PS+D}$ – относителния дял на лихвения дълг в инвестирания дълг (относително тегло на лихвоносния дълг).

Целта на управлението на всяко предприятие е постигането на положителна стойност на показателя EVA както в оперативен, така и в стратегически аспект.

При положение, че EVA е положителна величина (EVA > 0), то част от нетната печалба, след покриване на разходите за капитал и след трансформирането ѝ по целево предназначение, остава свободна в предприятието. Това означава, че предприятието е работило ефективно, както и че собствениците получават по-голяма възвръщаемост от алтернативната цена на инвестирания от тях капитал, или на практика това означава, че то (предприятието) е увеличило своята пазарна стойност.

Ако нормата на възвръщаемост на инвестирания капитал е равна на среднопретеглената цена на капитала (ROIC = WACC), то EVA = 0. В този случай предприятието покрива точно алтернативната цена на капитала. Или нетната оперативна печалба е равна на разходите, които то прави за използвания от него капитал. Следователно предприятието осигурява минимално изискуемата се възвръщаемост на капитала.

При положение, че EVA е отрицателно число (EVA < 0), то след покриване на разходите за капитал за предприятието не остава свободна част от нетната печалба. В този случай предприятието е допуснало икономическа загуба, тъй като не е осигурило изискуемата от собствениците възвръщаемост на капитала. Ако е налице устойчива тенденция към намаляване на величината на EVA, то това е израз на намаляването на стойностната оценка, в резултат на което значително намалява и интереса на инвеститорите към предприятието.

Специфичен показател за рентабилност на инвестирания капитал (ROIC) е процентното отношение на нетната оперативна печалба (NOPAT) към инвестирания капитал (IC):

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC} \times 100$$

При положение, че равнището на рентабилност на инвестирания капитал е по-голямо от среднопретеглената стойност на капитала (ROIC > WACC), то икономическата добавена стойност е положителна величина (EVA > 0). В този случай EVA може да се изрази по следния начин:¹⁸

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

В специализираната литература се посочва, че „като абсолютна величина EVA не би могла да се използва за сравняване на отделните фирми. За да бъдат съпоставими отделните предприятия от гледна точка на реализираната добавена стойност, е необходимо EVA да се трансформира в относителна величина“¹⁹ като за целта се съпоставя с инвестирания капитал в началото на годината. Следователно:

¹⁸ Тодоров Л., „Съвременни модели за оценка на бизнеса“, изд. „Нова звезда“, С., 2014, с.23

¹⁹ Пак там, с.24

$$ROIC^{EA} = \frac{EVA}{IC} = \frac{(ROIC - WACC) \times IC}{IC} = ROIC - WACC$$

където: $ROIC^{EA}$ е икономическата добавена норма на възвръщаемост на инвестиция капитал.²⁰

За да се прецени ефективността от функционирането на предприятието е необходимо среднопретеглената цена на капитала да се сравнява с рентабилността на активите или рентабилността на инвестиция капитал. За да се създава стойност за предприятието е необходимо равнището на рентабилност на активите или равнището на рентабилност на инвестиция капитал да е по-голямо от среднопретеглената цена на капитал. По същество моделът на икономическата добавена стойност (EVA) за анализирани и оценяване на ефективността на бизнеса е своеобразна интеграция между счетоводния подход, основан на използването на печалбата, и финансовия подход, базиран на създаването на стойност за собствениците.

3. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

EVA трансформира в стойностно изражение ефекта от влиянието на движещите сили на стойността, а именно „нормата на възвръщаемост на инвестиция капитал и растежа“.²¹

Моделът на икономическата добавена стойност (EVA) се характеризира с редица предимства. На първо място EVA показва в каква степен предприятието покрива цената на използвания от него капитал. На второ място този модел може да се използва както за оценка, така и за финансов анализ, като се установява силата и посоката на влияние на преките фактори върху динамиката на икономическата добавена стойност. На трето място EVA е полезен измерител на постигнатата ефективност от дейността на предприятието поотделно за всеки отчетен период. На четвърто място отклонението между нормата на възвръщаемост на инвестиция капитал и среднопретеглената цена на капитала (ROIC – WACC) е показател, позволяващ провеждането на сравнителен анализ на финансовите резултати на предприятията, осъществяващи дейността си в даден отрасъл. На пето място моделът EVA предоставя възможности за прогностичен анализ. На основата на сравняването на възвръщаемостта на новоинвестиция капитал и неговата среднопретеглена стойност по години е възможно да се прогнозира бъдещия потенциал на предприятието да създава стойност.

ЛИТЕРАТУРА

- Ненков Д., (2005) „Оценка на инвестициите в реални активи“, УИ „Стопанство“, С.
- Петрова Д., (2014) „Съвременни счетоводно-информационни проблеми при детайлизираните анализи на търговската дейност“, Годишник 2014 г. на Института на дипломираните експерт-счетоводители в България, С.
- Закон за счетоводството, ДВ бр.95/08.12.2015 г.
- ЗКПО, обн. ДВ. бр.105/22.12.2006 г., последни: доп. ДВ. бр.103/28.12.2017г., изм. ДВ. бр.15/16.02.2018 г., доп. ДВ. бр.91/2.11.2018 г., изм. и доп. ДВ. бр.98/27.11.2018 г., изм. ДВ. бр.102/11.12.2018 г., изм. ДВ. бр.103/13.12.2018 г., изм. ДВ. бр.105/18.12.2018 г., изм. ДВ. бр.24/22.03.2019 г.
- Тодоров Л., „Съвременни модели за оценка на бизнеса“, изд. „Нова звезда“, С., 2014
- Gitman, I., J., (1991) *Principles of managerial finance*, Harper Collins Publishers

²⁰ Пак там, с.24

²¹ Ненков Д., „Оценка на инвестициите в реални активи“, УИ „Стопанство“, С., 2005, с.188