
ANALYSIS OF THE CASH FLOW RATIOS AND TRADITIONAL LIQUIDITY RATIOS OF HOTEL COMPANIES IN THE REPUBLIC OF SERBIA

Aleksandra Mitrović

University of Kragujevac, Faculty of Hotel Management and Tourism in Vrnjačka Banja, Serbia,
aleksandra.stankovic@kg.ac.rs

Snežana Knežević

University of Belgrade, Faculty of Organizational Sciences, Serbia, snezana.knezevic@fon.bg.ac.rs

Marko Milašinović

University of Kragujevac, Faculty of Hotel Management and Tourism in Vrnjačka Banja, Serbia,
marko.milasinovic@kg.ac.rs

Abstract: Analysis of financial statements is an extremely important technique that is often used to evaluate the current or historical performance of a company. Ratio analysis is one of the most important techniques of financial statement analysis, precisely because it can offer a lot of useful information to potential customers. It covers a large number of indicators, which are used at different times and provide information about different users. The first and starting indicators are the liquidity indicators, which were considered in this paper.

The aim of the paper is to consider the analysis of liquidity indicators based on cash flows and traditional liquidity ratios as one of the basic indicators of ratio analysis, with a particular focus on hotel companies in the Republic of Serbia. The sample was defined through the classification of activities of the Statistical Office of the Republic, thus considering the sector I - accommodation and food services and all companies whose shares within this sector are traded on the Belgrade Stock Exchange. The analysis of liquidity indicators was performed according to the basic financial statements of hotel companies from 2016-2018 with the help of the publicly released financial statements of the Business Register Agency. Content analysis and case study method were applied in the paper. The research is based on the analysis and evaluation of literature and scientific publications on liquidity indicators in hotel companies. The results of the research indicate the movement of liquidity indicators based on cash flows and traditional liquidity ratios taking into account the three-year period (2016-2018), which, besides liquidity indicators ranked according to categories by years, provides a kind of trend analysis and historical analysis of the movement of liquidity indicators. Analysis of liquidity ratios is of great importance, especially given that no amount of income or profit growth can make up for poor liquidity. The business of hotel companies has its specific aspects in line with the activity, so the analysis of liquidity indicators with a special focus on hotel companies is of particular importance. The research and results of this paper may serve as a basis for further analysis of the financial statements, ratio analysis and, in particular, the liquidity analysis of all the activities and sizes of companies and drawing the conclusions from the analyses. Given the limitations of ratio analysis, it is necessary to specifically define and exclude them as much as possible.

Keywords: cash flow ratios, traditional liquidity ratios, hotel companies, financial analysis

ANALIZA RACIJA ZASNOVANIH NA NOVČANIM TOKOVIMA I TRADICIONALNIH RACIJA LIKVIDNOSTI HOTELIJERSKIH PREDUZEĆA U REPUBLICI SRBIJI

Aleksandra Mitrović

Univerzitet u Kragujevcu, Fakultet za hotelijerstvo i turizam u Vrnjačkoj Banji, Srbija,
aleksandra.stankovic@kg.ac.rs

Snežana Knežević

Univerzitet u Beogradu, Fakultet organizacionih nauka, Srbija, snezana.knezevic@fon.bg.ac.rs

Marko Milašinović

Univerzitet u Kragujevcu, Fakultet za hotelijerstvo i turizam u Vrnjačkoj Banji, Srbija,
marko.milasinovic@kg.ac.rs

Rezime: Analiza finansijskih izveštaja je izuzetno bitna tehnika koja se često koristi za vrednovanje trenutnog ili istorijskog učinka preduzeća. Racio analiza predstavlja jednu od najbitnijih tehnika analize finansijskih izveštaja, upravo iz razloga što može ponuditi mnogo korisnih informacija potencijalnim korisnicima. Obuhvata veliki broj

pokazatelja, koji se koriste u različitim momentima i pružaju informacije različitim korisnicima. Kao prvi i polazni pokazatelji ističu se pokazatelji likvidnosti, koji su predmet istraživanja ovog rada.

Cilj rada predstavlja sagledavanje analize pokazatelja likvidnosti, zasnovanih na novčanim tokovima i tradicionalnih racija likvidnosti, koji predstavljaju segmente racio analize, sa fokusom na hotelijerska preduzeća u Republici Srbiji. Uzorak je definisan kroz klasifikaciju delatnosti Republičkog zavoda za statistiku, i samim tim sagledan sektor I- usluge smeštaja i ishrane, i sva preduzeća čijim se akcijama u okviru ovog sektora trguje na Beogradskoj berzi. Analiza pokazatelja likvidnosti je izvršena na osnovu finansijskih izveštaja hotelskih preduzeća od 2016-2018. godine, a na osnovu podataka iz javno objavljenih finansijskih izveštaja Agencije za privredne registre. U radu su primenjene analiza sadržaja i metoda studije slučaja. Istraživanje se zasniva na analizi i proceni literature i naučnih publikacija o pokazateljima likvidnosti u hotelijerskim preduzećima. Rezultati istraživanja ukazuju na kretanje pokazatelja likvidnosti zasnovanih na novčanim tokovima i tradicionalnih racija likvidnosti imajući u vidu trogodišnji period (2016-2018.godine), koji pored pokazatelja likvidnosti prema vrsti pokazatelja po godinama, omogućavaju i svojevrsnu analizu trenda i istorijsku analizu kretanja pokazatelja likvidnosti. Analiza pokazatelja likvidnosti je od velikog značaja, naročito imajući u vidu da nijedan iznos rasta prihoda ili dobitka (profita) ne može da nadoknadi slabu likvidnost. Poslovanje hotelijerskih preduzeća ima svojih specifičnih obeležja kada je u pitanju vrsta delatnosti, te je od posebnog značaja analiza pokazatelja likvidnosti sa posebnim fokusom na hotelijerska preduzeća. Istraživanje i rezultati ovog rada mogu poslužiti kao osnova daljih analiza finansijskih izveštaja, racio analize i posebno racio analize likvidnosti svih delatnosti i veličina preduzeća i izvođenje zaključaka analizom istih. Imajući u vidu ograničenja racio analize, potrebno ih je posebno definisati i isključiti u što većoj meri.

Ključne reči: racija zasnovana na novčanim tokovima, tradicionalna racija likvidnosti, hotelijerska preduzeća, finansijska analiza

1. UVOD

Finansijski izveštaji su bitni za zadovoljenje funkcije polaganja računa i kao takvi služe za donošenje brojnih odluka zainteresovanih korisnika. Na osnovu pojedinih pozicija finansijskih izveštaja, može se izvršiti racio analiza sa ciljem donošenja finansijskih odluka. Poslovanje hotelijerskih kompanija predstavlja specifično polje, te se prilikom merenja finansijskih performansi koriste i posebno prilagođena racija za tu svrhu (Marjanović, Dragić & Mitrović, 2015).

Likvidnost predstavlja sposobnost preduzeća da izmiri svoje obaveze u svakom trenutku njihovog dospeća i za njenu procenu, te samim tim, racija likvidnosti se utvrđuju sa ciljem identifikovanja da li preduzeće ima dovoljno gotovine i/ili ostale obrtno imovine u odnosu na kratkoročne obaveze za nastavak poslovnih aktivnosti bez finansijskih poteškoća (Knežević et al, 2019). Racija likvidnosti ukazuju na sposobnost kompanije da izmiri kratkoročne obaveze, pri čemu se može steći uvid u sadašnju solventnost preduzeća, kao i sposobnost preduzeća da ostane solventno u slučaju finansijskih problema (Van Horne, 2002) Ova racija se fokusiraju na obrtna sredstva i kratkoročne obaveze, što znači da je za njihovo izračunavanje i interpretaciju dovoljno posmatrati bilans stanja preduzeća. Racija likvidnosti ili racija kratkoročne finansijske sigurnosti mere kratkoročne sposobnosti kompanije da plati svoje tekuće račune, operativne troškove i neočekivane potrebe za gotovinom (videti: Mitrović & Milašinović, 2019). U novije vreme, pored tradicionalnih racija likvidnosti, govorimo i o racijama likvidnosti zasnovanim na novčanim tokovima. Smatra se da su racija gotovinskog toka pouzdaniji pokazatelji likvidnosti od racija zasnovanih na podacima iz bilansa stanja ili bilansa uspeha, kao što su racio tekuće ili redukovane likvidnosti (Atieh, 2014; Srebro et al, 2019).

Rad je strukturiran na sledeći način: u prvom delu prikazani su pokazatelji likvidnosti, tradicionalna racija (zasnovana na podacima iz bilansa stanja) i racija zasnovana na podacima iz izveštaja o tokovima gotovine. Prikazan je pregled literature u odnosu na predmet istraživanja, a pored toga je dat prikaz načina obračuna i značenja tradicionalnih i pokazatelja likvidnosti zasnovanih na informacijama o novčanim tokovima korišćenih u radu. Drugi deo govori o metodologiji i rezultatima istraživanja, koji se mogu koristiti prilikom finansijskog odlučivanja u hotelijerskim preduzećima. U okviru istog dela izvršena je analiza racija likidnosti hotelijerskih preduzeća u Republici Srbiji, čije su akcije kotirane na Beogradskoj berzi. Rad se završava zaključnim razmatranjima.

2. POKAZATELJI LIKVIDNOSTI – PREGLED LITERATURE I OBRAČUN

Menadžeri identifikuju potencijalne finansijske probleme i analiziraju efekte alternativnih kurseva akcija pre odlučivanja, dok finansijski analitičari koriste alate finansijske analize kako bi preporučili najbolje alternative. Postoje različiti alati finansijske analize, kao što su racio analiza, analiza trenda i druge, i nemoguće je reći koji je alat najbolji (Knežević & Mitrović, 2017). Korisnici finansijskih informacija već duže vreme koriste racio pokazatelje da bi procenili performanse preduzeća. Međutim, samo izračunavanje racio brojeva neće imati mnogo značaja u oceni poslovanja preduzeća dok se ne izvrši poređenje sa određenim standardima (videti: Kumar, 1985).

Studija *Kim & Ayoun* (2005) koristi racio analizu da bi ispitala značajne finansijske trendove kretanja u četiri glavna sektora ugostiteljstva u periodu 1997–2001. Istraživanje *Jin Kim* (2006) je osmišljeno da istraži racio pokazatelje hotela i restorana koji predstavljaju dva segmenta ugostiteljstva. Konkretno, ova studija testira da li postoje razlike u koeficijentima likvidnosti, solventnosti, aktivnosti i profitabilnosti između dva posmatrana segmenta. Rezultati pokazuju da su pokazatelji likvidnosti i aktivnosti viši u hotelijerskom segmentu u odnosu na restoranski segment. U odnosu na pokazatelje solventnosti, segment restorana ima veću sposobnost da ispuni dugoročne finansijske obaveze. Suprotno tome, ne postoji značajna razlika u koeficijentima profitabilnosti između dva posmatrana segmenta. Istraživanje *Ryu & Jang* (2004) ispituje performanse komercijalnih hotela i kasino hotela za petogodišnji period koristeći pokazatelje likvidnosti - tradicionalne i na novčanim tokovima zasnovane. Rezultati pokazuju da tradicionalni pokazatelji generišu različite rezultate od pokazatelja likvidnosti zasnovanih na novčanim tokovima, ali i da kasino hoteli imaju značajno bolje pokazatelje likvidnosti u odnosu na komercijalne hotelijerske kompanije. Testiranje likvidnosti preduzeća može uključiti više pokazatelja. U nastavku će biti objašnjeni korišćena tradicionalna i na novčanim tokovima zasnovana racija likvidnosti, i to: racio tekuće likvidnosti, racio redukovane likvidnosti, racio gotovinske likvidnosti, racio likvidnosti na bazi novčanog toka iz poslovnih aktivnosti, a biće ukazano i na značaj koji ima neto obrtna imovina u oceni likvidnosti preduzeća. Racio tekuće likvidnosti (Current ratio) predstavlja raspoloživi iznos novčanih jedinica obrtnih (tekućih) sredstava za svaku novčanu jedinicu kratkoročnih (tekućih) obaveza, pri čemu se smatra da je preduzeće finansijski snažno ukoliko je vrednost ovog pokazatelja 2 i više, dok vrednost racija ispod ove vrednosti ukazuje na povećani rizik nelikvidnosti. Kao donja granica vrednosti ovog pokazatelja prihvata se vrednost 1 ukoliko obrtna sredstva čine gotovina i sredstva koja se lako mogu unovčiti na tržištu. Računa se na sledeći način:

$$\text{Racio tekuće likvidnosti} = \text{Obrtna imovina} / \text{Kratkoročne obaveze}$$

U sklopu ovog racija neizostavno je govoriti o neto obrtnoj imovini. Neto obrtna imovina (engl. *Net Working Capital*) koja se dobija kao razlika između obrtne imovine i kratkoročnih obaveza, zapravo pokazuje da li preduzeće raspolaže dovoljnim slobodnim iznosom neto obrtne imovine u kratkom roku da bi moglo da obavlja poslovanje. Neto obrtna imovina se računa na sledeći način:

$$\text{Neto obrtna sredstva} = \text{Obrtna imovina} - \text{Kratkoročne obaveze}$$

Preduzeće koje ima višu vrednost neto obrtne imovine automatski obezbeđuje i veći stepen likvidnosti, pri čemu nije precizirano koliko treba da iznosi optimalna visina neto obrtnih sredstava već je individualno uslovljena. Negativna vrednost neto obrtnih sredstava znači da preduzeće nije u situaciji da isplaćuje poslovne troškove (Knežević et al, 2019).

Racio redukovane likvidnosti, ili “ubrznani” racio (engl. *Quick Ratio, Acid Test Ratio, Very Short Term Liquidity*), pokazuje kratkoročnu likvidnost kroz eliminisanje uticaja zaliha i njihovog isključivanja iz obračuna (iz obrtne imovine). Minimalna vrednost pokazatelja redukovane likvidnosti pri kojoj će se smatrati da preduzeće nema ugroženu likvidnost jeste 1, odnosno u situaciji jednakosti likvidnih sredstava i kratkoročnih obaveza. Obračun racija redukovane likvidnosti se radi na sledeći način:

$$\text{Racio redukovane likvidnosti} = \text{Likvidna sredstva} / \text{Kratkoročne obaveze}$$

Prema Knežević et al (2019) racio gotovinske likvidnosti (engl. *Cash Ratio, Absolute Liquid Ratio*), pokazuje sposobnost preduzeća da u potpunosti isplati svoje kratkoročne obaveze u ravnoteži sa najlikvidnijim sredstvima (gotovinom, i gotovinskim ekvivalentima/utrživim hartijama od vrednosti). Ako je izračunati pokazatelj 1 ili viši od 1 preduzeće može raspoloživim novčanim sredstvima izmiriti kratkoročne obaveze prema poveriocima, dok u slučaju da je vrednost pokazatelja niža od 1 preduzeće neće biti u stanju da iz raspoloživih novčanih sredstava isplaćuje sve kratkoročne obaveze. Obračun racija gotovinske likvidnosti se vrši na sledeći način:

$$\text{Racio gotovinske likvidnosti} = \text{Gotovina i gotovinski ekvivalenti} / \text{Kratkoročne obaveze}$$

U okviru racija likvidnosti zasnovanih na novčanim tokovima, imajući u vidu brojna ograničenja i nedostatke tradicionalnih pokazatelja likvidnosti, nameće se potreba razmatranja racija likvidnosti na bazi novčanog toka iz poslovanja koji predstavlja odnos neto gotovine stvorene kroz poslovne aktivnosti i prosečnog stanja kratkoročnih (tekućih) obaveza, što je prikazano na sledeći način:

Racio likvidnosti na bazi novčanog toka iz poslovanja = Novčani tok iz poslovanja/Prosečne kratkoročne obaveze

Prema Đukić & Trajčevski (2012) opšteprihvaćeni je stav da donja granica ovog pokazatelja 0,4, pri čemu viša vrednost pokazatelja ukazuje na veću sposobnost preduzeća da izvršava dospele obaveze.

3. METODOLOGIJA I REZULTATI ISTRAŽIVANJA

Istraživanje se zasniva na analizi i proceni literature i naučnih publikacija o pokazateljima likvidnosti i njihovoj ulozi u hotelijerskim preduzećima. Sledeće metode su korišćene u istraživanju: analiza sadržaja i metoda studije slučaja. Ovaj rad analizira odabrana prethodna istraživanja o pokazateljima likvidnosti, razmatra i sistematizuje pokazatelje likvidnosti hotelijerskih preduzeća čijim se akcijama trguje na Beogradskoj berzi. Odabrana domaća preduzeća su prema klasifikaciji delatnosti Republičkog zavoda za statistiku, koji definiše sektore, oblasti, grane i grupe delatnosti sa šiframa delatnosti, svrstana u Sektor I - Usluge smeštaja i ishrane (Republički zavod za statistiku, <https://www.stat.gov.rs/media/2622/klasifikacija-delatnosti-2010.pdf>, pristupljeno 30.10.2019).

U svrhu istraživanja pokazatelja likvidnosti u ovom radu analizirano je ukupno 24 od 31¹⁷ preduzeća u okviru kategorije I - usluge smeštaja i ishrane, a čije su akcije listirane na Beogradskoj berzi (Beogradska berza, https://www.belex.rs/trzista_i_hartije/sektori/I, pristupljeno 30.10.2019). Za potrebe analize, korišćeni su zvanični podaci Agencije za privredne registre, i to finansijski izveštaji za period 2016-2018. godine.

Tabela br.1-Pokazatelji likvidnosti hotelskih preduzeća u Republici Srbiji u period 2016-2018. god.

Naziv hotela	Racio tekuće likvidnosti			Racio redukovane likvidnosti			Racio gotovinske likvidnosti			Racio likvidnosti na bazi novčanih tokova iz poslovanja			Neto obrtna sredstva (000 dinara)		
	2016.	2017.	2018.	2016.	2017.	2018.	2016.	2017.	2018.	2016.	2017.	2018.	2016.	2017.	2018.
Agroexport a.d. Beograd	0,15	0,16	0,21	0,13	0,14	0,18	0,00	0,02	0,04	0,32	0,55	0,73	-21285	-18584	-13114
Avala a.d. Požarevac	0,46	1,04	0,86	0,35	0,78	0,60	0,01	0,03	0,01	0,26	0,39	0,12	-43270	1511	-7742
Borići a.d. Sjenica	0,08	0,09	0,15	0,07	0,08	0,12	0,00	0,00	0,00	-0,01	0,02	-0,01	-134988	-136614	-147326
Central a.d. Vrbas	0,21	0,23	0,47	0,13	0,18	0,42	0,01	0,05	0,04	-0,08	0,05	0,04	-16328	-13986	-11935
Đerdap turist a.d. Kladovo	0,28	0,40	0,57	0,22	0,28	0,34	0,01	0,01	0,07	0,04	0,15	0,17	-67800	-58667	-37277
Excelsior a.d. Beograd	0,34	0,70	0,40	0,31	0,63	0,36	0,18	0,43	0,19	0,37	0,54	0,17	-45600	-15541	-33918
Goč a.d. Trstenik	1,40	3,60	2,11	1,39	3,60	2,11	0,00	0,02	0,01	-0,25	-1,57	0,37	4935	36518	26878
Grza turist a.d. Paraćin	0,01	0,02	/*	0,01	0,01	/*	0,00	0,00	/*	0,00	0,00	/*	-110543	-118151	/*
Hotel Park a.d. Novi Sad	0,08	0,16	0,18	0,06	0,14	0,17	0,03	0,05	0,05	0,02	0,03	0,04	-683247	-550916	-500835
HUP Evropa a.d. Surdulica	0,23	1,03	1,51	0,18	0,83	1,19	0,02	0,56	0,06	0,06	-0,48	-0,97	-20066	354	4110
Kaštel a.d. Ečka	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,02	0,02	-356918	-506689	-500101
Lepenski vir a.d. Pećinci	0,46	0,48	0,43	0,38	0,38	0,33	0,20	0,25	0,18	0,19	-0,07	0,11	-47549	-37840	-55599
Madera a.d. Beograd	12,00	0,42	0,26	11,82	0,41	0,25	3,35	0,10	0,09	-4,78	-1,06	-0,11	5168	-3133	-4569
Palisad a.d. Zlatibor	0,19	0,20	0,23	0,14	0,17	0,15	0,00	0,00	0,01	0,03	0,06	0,08	-401297	-346932	-305664
Putnik a.d.	21,88	2,64	3,67	21,88	2,64	3,67	2,13	1,04	0,03	-5,93	18,23	-0,49	445715	21995	24275

¹⁷ Izveštaji 7 hotelijerskih preduzeća čije su akcije listirane na Beogradskoj berzi nisu bili dostupni na dan 30.10.2019. god. na sajtu Agencije za privredne registre.

* Za 2018. god. nisu bili dostupni finansijski izveštaji za posmatrano preduzeće.

Naziv hotela	Racio tekuće likvidnosti			Racio redukovane likvidnosti			Racio gotovinske likvidnosti			Racio likvidnosti na bazi novčanih tokova iz poslovanja			Neto obrtna sredstva (000 dinara)		
	2016.	2017.	2018.	2016.	2017.	2018.	2016.	2017.	2018.	2016.	2017.	2018.	2016.	2017.	2018.
Beograd															
Putnik a.d. Novi Sad	0,15	0,14	0,18	0,14	0,14	0,18	0,00	0,04	0,05	0,04	0,08	0,05	-135299	-132990	-125377
Rimex a.d. Beograd	5,95	2,83	3,36	5,79	2,78	3,29	4,67	2,24	0,13	1,43	0,75	-1,68	83413	80482	57709
Sava a.d. Šabac	16,62	13,97	10,83	15,31	12,85	9,98	0,00	0,00	0,00	-0,02	0,00	0,00	86882	84439	79917
Sloga a.d. Užice	4,02	3,38	3,32	0,35	0,25	0,45	0,14	0,00	0,05	-1,90	-0,77	-0,90	91504	84773	90010
Sloga a.d. Valjevo	0,14	0,12	0,16	0,12	0,11	0,15	0,12	0,11	0,15	-0,04	-0,05	0,04	-497849	-394547	-376568
Srbija Tis a.d. Zaječar	0,93	0,65	0,51	0,52	0,30	0,36	0,21	0,11	0,10	1,20	0,79	0,00	-645	-8350	-8952
Ugoprom a.d. Novi Kneževac	0,02	0,03	0,03	0,01	0,02	0,03	0,00	0,00	0,00	0,07	0,00	0,00	-6425	-6828	-5762
Vojvodina a.d. Novi Sad	0,67	0,81	0,88	0,62	0,73	0,80	0,41	0,28	0,49	0,51	0,21	0,70	-3936	-1846	-1166
Zlatar a.d. Nova Varoš	0,02	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-288511	-263073	-253710

Agenda:

- Najviša vrednost istog pokazatelja posmatranog preduzeća od 2016-2018. godine
- Najniža vrednost istog pokazatelja posmatranog preduzeća od 2016-2018. godine

Izvor: Autori

Iz Tabele br. 1 se može videti da veliki broj posmatranih hotelijerskih preduzeća ima niže vrednosti sva četiri pokazatelja likvidnosti u sve tri posmatrane godine. Naime, u 2016. god. vrednost racija tekuće likvidnosti kod 18 hotelijerskih preduzeća je niža od donjeg praga, uz pretpostavku da obrtna sredstva preduzeća čine gotovina i sredstva koja se lako mogu prodati, kod 1 preduzeća je između 1 i 2 dok je samo kod 5 preduzeća ta vrednost viša od referentne vrednosti 2. U 2017. god. 17 preduzeća je imalo vrednost nižu od 1, dok je broj preduzeća sa vrednošću višom od 2 ostala nepromenjena u odnosu na 2016. pri čemu su 2 preduzeća imala vrednost pokazatelja između 1 i 2. U 2018. god. kada je iz gore pomenutih razloga posmatrano 23 hotelijerska preduzeća, sa visokom likvidnošću (vrednost pokazatelja viša od 2) moglo se pohvaliti 5 preduzeća, dok je niska likvidnost (vrednost pokazatelja niža od 1) bila zastupljena kod 17 preduzeća, dok je kod jednog preduzeća bila između 1 i 2. Kod rigoroznijeg pokazatelja likvidnosti – Racio redukovane likvidnosti u 2016. god. 19 preduzeća je imalo vrednost pokazatelja nižu od 1, odnosno 5 preduzeća je imalo vrednost višu od 1. Za 2017.god. se može reći da je došlo do pogoršanja likvidnosti posmatrane preko racija redukovane likvidnosti, zato što je 20 preduzeća imalo vrednost pokazatelja nižu od 1, dok se za 2018. god. može reći da je došlo do nezatnog poboljšanja likvidnosti iz razloga što je 18 preduzeća imalo vrednost pokazatelja nižu od 1. Budući da su posmatrana preduzeća imala jako niske vrednosti pokazatelja likvidnosti kod prethodna dva pokazatelja, takav trend se odrazio i na racio gotovinske likvidnosti kao najrigorozniji pokazatelj likvidnosti iz ove grupe pokazatelja, budući da je u 2016.god. 21 preduzeće imalo vrednost ovog pokazatelja nižu od 1, u 2017. god. 22 preduzeća, dok je u 2018. god. čak svih 23 preduzeća imalo vrednost nižu od 1. Takođe, ni posmatrana likvidnost primenom racija likvidnosti na bazi novčanih tokova nije na zavidnom nivou. U 2016. god. čak 21 preduzeće je imalo vrednost pokazatelja nižu od 0,4 od čega je 8 preduzeća imalo čak negativne vrednosti ovog pokazatelja (iz razloga što su ostvarili negativne novčane tokove po osnovu poslovne aktivnosti). U 2017. god. je došlo do nezatnog „poboljšanja”, jer je smanjen broj preduzeća sa vrednošću pokazatelja ispod 0,4, a takođe je došlo i do smanjenja broja preduzeća koja su imala negativnu vrednost ovog pokazatelja tako da je u posmatranoj godini bilo 19 preduzeća sa vrednošću ispod 0,4 od čega je 7 preduzeća imalo negativne vrednosti. U poslednjoj posmatranoj godini 21 preduzeće je imalo vrednost ispod 0,4 od čega je 6 preduzeća zabeležilo negativne vrednosti. Što se tiče apsolutnog pokazatelja likvidnosti (neto obrtna sredstva) u prvoj posmatranoj godini 18 preduzeća je imalo negativnu vrednost ovog pokazatelja (što ukazuje da su kratkoročne obaveze veće od obrtnih sredstava). U 2017. god. negativnu vrednost neto obrtnih sredstava je imalo 17 preduzeća, isto toliko i u 2018. godini. Kretanje neto obrtnih sredstava ukazuje na probleme u finansiranju operativnog poslovanja kod preduzeća sa negativnom vrednošću ovog pokazatelja.

4. ZAKLJUČAK

Racio analiza pomaže u evaluaciji performansi hotelijerskih preduzeća. Važno je naglasiti da je za validnu ocenu finansijskog i prinostnog položaja preduzeća od posebnog značaja veština koja se odnosi na interpretaciju dobijenih rezultata od strane finansijskih analitičara. Finansijski analitičari moraju poznavati dobro uslove koji su specifični za hotelijerstvo, kao i sve značajne karakteristike poslovanja posmatranog hotelijerskog preduzeća.

Posmatrajući likvidnost, kod ostvarenog visokog nivoa likvidnosti je često tumačenje da je se on smatra najboljim, ali to može značiti da preduzeće ne ulaže dovoljno gotovine i ne investira u najbolje moguće solucije. Takođe, preduzeće bi možda bilo u mogućnosti da izvrši svoje obaveze plaćanja čak i sa nižim nivoom likvidnosti, tako što pažljivije prati projektovane prilive i odlive gotovine. Tako bi niži nivo likvidnosti, ako se pažljivo upravlja njime, mogao biti znak boljeg upravljanja, nego visok nivo likvidnosti. Važno je imati u vidu da nijedan iznos rasta prihoda ili dobitka (profita) ne može da nadoknadi slabu likvidnost.

LITERATURA

- Agencija za privredne registre, <http://pretraga2.apr.gov.rs/unifiedentitysearch> (pristup dana 30.10.2019. godine).
- Atieh, S.H. (2014). Liquidity Analysis Using Cash Flow Ratios as Compared to Traditional Ratios in the Pharmaceutical Sector in Jordan. *International Journal of Financial Research*, 5(3), 146-158.
- Beogradska berza, https://www.belex.rs/trzista_i_hartije/sektori/I (pristup dana 30.10.2019. godine).
- Đukić, T., & Trajčevski, M. (2012). Finansijsko izveštavanje o novčanim tokovima fabrika cementne industrije u Srbiji. *TEME*, 36(1), str.153-170.
- Jin Kim, D. (2006). A comparative study of financial ratios between hotels and restaurants. *International Journal of Tourism Sciences*, 6(1), 95-106.
- Kim, W. G., & Ayoun, B. (2005). Ratio analysis for the hospitality industry: A cross sector comparison of financial trends in the lodging, restaurant, airline, and amusement sectors. *The Journal of Hospitality Financial Management*, 13(1), 59-78.
- Knežević, S., & Mitrović, A. (2017). Merenje finansijskih performansi na primeru domaće kompanije, measuring the financial performance on the example of a domestic company, XI Skup privrednika i naučnika SPIN '17 ŠTEDLJIVO (LEAN) UPRAVLJANJE RESURSIMA U PRIVREDI REPUBLIKE SRBIJE 9 - 10. novembar 2017.godine, BEOGRAD, SRBIJA, Univerzitet u Beogradu Fakultet organizacionih nauka Centar za operacioni menadžment, Urednici: prof. dr Dragan Vasiljević i doc. dr Lena Đorđević, str. 373-380.
- Knežević, S., Mitrović, A., Vujić, M., & Grgur, A. (2019), Analiza finansijskih izveštaja, samostalno izdanje autora, Beograd : S. Knežević, 2019 (Valjevo: Valjevoprint), ISBN: 978-86-901336-0-4;
- Kumar, A. (1985), Standards for comparison under Ratio Analysis. *The Management Reporter*, 2(2), Nepal: Tribhuvan University, str.93.
- Marjanović, Dragić, Z., & Mitrović, A. (2015). Ključna racija za merenje finansijskih performansi hotela i finansijsko odlučivanje, "Jahorinski poslovni dani" - Konferencija od regionalnog značaja, 25-27.februar 2015. godine, Jahorina, Ekonomski fakultet Pale, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, str.131-140. ISSN 2303-6168;
- Mitrović, A., & Milašinović, M. (2019). Financial report as sources of financial information for the purposes of financial report analyse, Scientific Conference Accounting and audit in theory and practice, Banja Luka College, Banja Luka, 2019. 25.maj 2019. godine, str. 9-21. ISBN 978-99938-1-368-2;
- Republički zavod za statistiku, <https://www.stat.gov.rs/media/2622/klasifikacija-delatnosti-2010.pdf> (pristup dana 30.10.2019. godine).
- Ryu, K., & Jang, S. (2004). Performance measurement through cash flow ratios and traditional ratios: A comparison of commercial and casino hotel companies. *The Journal of Hospitality Financial Management*, 12(1), 15-25.
- Srebro, B., Petković, Z., & Vasilev D. (2019). Using cash flow statements as tool for control of the financial performance of commercial entities as planning and control tool, Scientific Conference Accounting and audit in theory and practice, Banja Luka College, Banja Luka, 2019. 25.maj 2019. godine, str. 179-190. ISBN 978-99938-1-368-2.
- Van Horne, J.C. (2002), *Financial management and policy* (12th ed.), Prentice-Hall.

ON SOME ASPECTS OF THE VALUATION OF ENTERPRISES

Vanya Dencheva Tsonkova

Faculty of Economics, St. Cyril and St. Methodius University of Veliko Turnovo, Bulgaria,
v.tsonkova@ts.uni-vt.bg

Abstract: The valuation of enterprises is one of the areas of business valuation, which includes also the valuation of real estate, machinery and equipment, agricultural land, financial instruments and institutions etc. In the Central and Eastern Europe countries this activity started to develop as a result of the privatization processes. An additional impetus for the popularity of the valuation was given by the concept of value-based management (VBM), which became popular in developed market economies in the 1990s.

The need for valuation of the enterprise results from the discrepancy between the market value and the book value of the enterprises, which is an issue especially in public companies.

The article focus on the role of enterprise valuation for the so-called stakeholders – owners (shareholders), managers, creditors, the state, society as a whole... It goes on to an overview of the regulatory framework related to valuation – in international and regional aspect, and also from the point of view of the Bulgarian national legislation. The status of the independent appraiser is also considered.

The article also looks at the main sources of information used in business valuation, both in the world practice and in relation to Bulgarian enterprises.

In the process of business valuation, owners and managers usually prefer professional business appraisers for an objective assessment of the value of the business. Assessment according to International Valuation Standards can be: internal – i.e. assigned by the evaluator's employer; external – this is an evaluation performed for clients (for third parties); valuation revisions – performed by a professional appraiser for the work of another appraiser, and the reviewer may perform some appraisal procedures and/ or give an opinion on value.

An enterprise's fair value measurement is defined as art and science at the same time. Different approaches, methods, models are used, but the selection of the most suitable ones, as well as the choice of the input data, is the subjective opinion of the appraiser.

Given the regulatory framework and the professional practice, the article explores the main approaches and methods for evaluating enterprises. The author suggests her own classification of the main assessment approaches – the balance approach; an approach based on market factors; discounted cash flow approach; an approach based on economic value-added value. The primary focus is to analyse the advantages and disadvantages as well as the adequacy of the application of the different approaches and methods.

Keywords: business valuation, independent appraiser, valuation approaches, methods of valuation, value-based management.

ОТНОСНО НЯКОИ АСПЕКТИ ПРИ ОЦЕНЯВАНЕТО НА ПРЕДПРИЯТИЯ

Ваня Денчева Цонкова

Стопански факултет, Великотърновски университет „Св. св. Кирил и Методий“,
v.tsonkova@ts.uni-vt.bg

Резюме: Оценка на предприятия е едно от направленията на бизнес оценяването, включващо още оценка на недвижими имоти, на машини и съоръжения, земеделски земи и пр. В държавите от Централна и Източна Европа тази дейност започна да се развива в резултат на приватизационните процеси. Допълнителен импулс за популярността на оценяването на предприятията дава концепцията „Управление, основано на стойността“, станала популярна в страните с развита пазарна икономика през 90-те години на миналия век. Необходимостта от оценка на предприятието произтича от разминаването между пазарната и балансовата стойност на предприятията, която е налице особено при публичните дружества.

В статията се изследва ролята на оценката на предприятието за т.нар. стейкхолдери или заинтересовани лица – собственици, мениджъри, кредитори, държавата, обществото като цяло... В нея се прави преглед на регулативната рамка, свързана с оценяването – както в международен аспект и в рамките на Европейския съюз, така и националното законодателство в България. Дефинира се статутът на независимия оценител, както и конкретно оценителите на предприятия.

В статията се представят и основните източници на информация, използвани в бизнес оценяването, както в световната практика, така и конкретно по отношение на българските предприятия.

При извършване на оценка на предприятията собствениците и мениджърите обикновено се обръщат към професионални бизнес оценители за обективна оценка на стойността на бизнеса. Оценката, съгласно Международните стандарти за оценяване, може да бъде: вътрешна – т.е. възложена от работодателя на оценителя; външна – това е оценка, извършвана за клиенти (за трети лица); ревизия на оценки – извършва се от професионален оценител за работата на друг оценител, като рецензентът може да извърши някои оценителски процедури и/или да даде мнение за стойност.

Оценката на справедливата стойност на дадено предприятие се определя като изкуство и наука едновременно. Използват се различни подходи, методи, модели, но изборът на най-подходящите, както и изборът на входящите данни, е субективно мнение на оценителя.

Като се има предвид нормативната рамка и професионална практика, в работата се анализират основните подходи и методи за оценка на предприятия. Авторът извежда своя класификация на основните подходи за оценка – балансов подход; подход, основан на пазарните множители; подход, основан на дисконтираните парични потоци; подход, основан на добавената стойност от предприятието. Главният фокус е да се анализират предимствата и недостатъците, както и адекватността на приложение на отделните подходи и методи.

Ключови думи: оценка на предприятие, независим оценител, подходи за оценка, методи за оценка, стойност на предприятие.

1. ВЪВЕДЕНИЕ

Оценяването на предприятията е едно от направленията на бизнес оценяването. То е с двустранно предназначение – от една страна е необходимост за ефективното финансово управление на предприятието, а от друга се използва за целите на широката инвестиционна общност. Оценяването на предприятията придобива съвременен смисъл във връзка с популярността на концепцията за мениджмънта, ориентиран към стойността (Value-based management theory – VBM) и теорията на заинтересованите страни (Stake holder theory) (Касърова, 2008, сс. 30-39).

В специализираните научни изследвания у нас оценяването на предприятието е сравнително ново поле, за разлика от оценяването на конкретни активи, като недвижими имоти, земеделски земи, машини и съоръжения. Това е обяснимо предвид извършваната трансформация на българската икономика и сравнително кратките редове със статистически данни за предприятията. Въпреки това началото на интереса към комплексна оценка на предприятия датира още от 90-те години на миналия век и се свързва с приватизационните процеси и дейността на Агенцията за приватизация – единственият орган, извършващ лицензионна и образователна дейност за оценка на съответни активи.¹⁸

Турбулентността на бизнес процесите в условията на дигитална трансформация на икономиката, комплексната същност на предприятията, разнообразието от икономически агенти, имащи интерес към тяхното функциониране, поставят на преден план необходимостта от обективна, многоаспектна и прецизна оценка на предприятията, независимо от техните мащаби, правно-организационна форма и сфера на дейност.

С най-голямо въздействие върху фундаменталните основи на оценяването, систематизацията на подходите и имплементирането им в българската практика са трудовете на Н. Zukin (1990), Jensen (2001), Т. Copeland & V. Antikarov (2001), А. Damodaran (2012) и пр. Със съществен принос в научните изследвания, посветени на оценката на реални активи и цели предприятия у нас, са Д. Ненков, В. Касърова, А. Ганчев, А. Захариев, Н. Канарян, Й. Йорданов и др.

Цел на настоящата статия е да се анализират някои проблеми при оценяването на предприятия в българската практика, като се изхожда от регламентацията на процеса, прозрачността и многообразието на информационните източници, както и възможностите за прилагане на отделните подходи и методи за оценка.

¹⁸ Закон за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия, ДВ, бр. 38/ 1992, изм. и доп., отменен; Закон за приватизация и следприватизационен контрол, ДВ, бр. 28/2002, посл. изм. и доп., ДВ, бр. 56/2019.

2. ОТНОСНО СЪДЪРЖАНИЕТО И РОЛЯТА

В деловите и професионалните среди оценяването на предприятията по-често се свързва с термина „бизнес оценяване“ (business valuation) и се дефинира като общ процес на определяне на икономическата стойност на целия бизнес или на единица от предприятието (Hayes, 2019).

Според А. Ганчев, т.нар. бизнес оценяване, което той използва в широк смисъл, „е теория и практика за извеждане на количествена оценка на фирмените активи, финансовите инструменти, емитирани от фирмите или фирмите като цяло; то е важен инструмент за вземане на управленски решения...“ (Ганчев, Канарян, Сиркаров, Димитров, 2018, с. 15).

М. Крейн подчертава, че оценката на бизнеса е едновременно качествен и количествен анализ, в чиято основа стои оценката на инвестиционните рискове и доходи, които купувачът ще поеме след придобиването на бизнеса. Той обръща внимание също на спецификите в оценката на закритите компании, при които точната и детайлната информация често са недостъпни (Крейн, 2008, сс. 796-829).

Й. Йорданов изтъква, че „когато се оценява дадена фирма и присъединените към нея активи, следва да се имат предвид нейните особености и уникалност“ (Вачков, Спасова, Йорданов, Рафаилов, 2011, с. 295).

В Международните стандарти за оценяване (2017) се посочва, че оценката може да бъде: вътрешна – т.е. възложена от работодателя на оценителя; външна – това е оценка, извършвана за клиенти (за трети лица); ревизия на оценки – извършва се от професионален оценител за работата на друг оценител, като рецензентът може да извърши някои оценителски процедури и/или да даде мнение за стойност.

Следователно оценяването на предприятията е сложен процес, извършван за целите на управлението на предприятието, както и от гледна точка на външните заинтересовани лица, предвид определяне на неговата стойност с използването на качествена и количествена информация за неговото минало и настояще и извършването на обосновани прогнози за развитието на макро и микросредата.

Крайният резултат от оценяването на предприятията се свързва с определянето на стойността. Това е икономическа категория с множество проявления, като популярни са: икономическа, справедлива, пазарна, фундаментална, ликвидационна, балансова, инвестиционна и пр. В контекста на оценяването стойността се асоциира с намирането на такава величина или диапазон около нея, в съответствие със спазването на съответни оценителски стандарти и прилагането на подходящи методи.

Следването на процедурите по оценка на предприятия и определянето на стойността не са самоцелни – те произтичат от необходимостта собствениците и управленския екип да знаят точно позициите на компанията в сравнение с други сродни компании и тяхната динамика във времето. Целта е свързана и с търсене на възможности за корекция на слаби страни от дейността, с намерения за продажба на целия или част от бизнеса, както и с установяване на различни форми на партньорство. Оценяването е и в ползването на кръга на т.нар. външни стейкхолдери или заинтересовани лица, например потенциални инвеститори, консултантски и анализаторски компании, конкурентни предприятия, държавни институции и пр. Определянето на стойността на предприятията е важен аспект при калкулиране ефектите от сливания и придобивания (M&A), както и при данъчните процедури, съпътстващи преобразуване, производство по несъстоятелност и ликвидация.

3. ЗА РЕГУЛАТИВНИТЕ И ИНФОРМАЦИОННИТЕ ОСНОВИ НА ОЦЕНЯВАНЕТО

Именно предвид широкия обхват на заинтересованите лица и необходимостта от обективно, многоаспектно и прецизно определяне на стойността, бизнес оценяването е регламентирана дейност – тя се основава на прилагането на съответни стандарти и спазването на специализирана нормативна уредба. Проучването на регулативната рамка показва, че за българската практика влияние оказват:

- ✦ Международните стандарти за оценяване, МСО(2017). Те са приети от Съветът за международни стандарти за оценяване (IVSC) и са задължителни за прилагани у нас до средата на 2018 г.
- ✦ Международен стандарт за финансово отчитане (МСФО)13 – Оценяване на справедлива стойност(2019). Този стандарт дава насоки как се оценява „справедливата стойност“, като я дефинира така: „цената, която би била получена при продажба на даден актив или платена при прехвърлянето на задължение при обичайна сделка между пазарни участници към датата на оценката”.
- ✦ Българските стандарти за оценяване, БСО(2018). От 1 юни 2018 г. Камарата на независимите оценители в България (КНОБ) ги приема като задължителни за прилагане на територията на Р България. Дотогава като база за оценителската дейност у нас се прилагаша Международните стандарти за оценяване. БСО са изготвени в съответствие със законодателството на Република България, относимото общностно право и оценителската практика, хармонизирани с Директивите и Регламентите на ЕС.
- ✦ Закон за независимите оценители (ЗНО). В него се урежда статутът, условията и редът за придобиване на правоспособност и за упражняване на оценителската професия, както и правата и задълженията на

независимите оценители (ЗНО).¹⁹ В центъра на регулирането на дейността Законът поставя Камарата на независимите оценители – орган по признаване на професионалната квалификация по професията „независим оценител“. Съгласно чл. 5 независим оценител е лице, което въз основа на регистрацията в регистъра на независимите оценители, има право да изготвя и подписва доклад за оценка на обекти/активи, подлежащи на оценяване, като прилага утвърдените стандарти. Независимите оценители са физически или юридически лица. Дружеството на независим оценител е правен субект със самостоятелен сертификат.

Прегледът на правоспособностите, дефинирани в Закона, показва, че една от тях е оценителската правоспособност за предприятия и вземания. Близка, макар и отделна, е правоспособността за оценка на финансови активи и финансови институции.

От проучване на данните в регистъра на КНОБ е видно, че е налице нарастване на броя на издадените сертификати за независими оценители като цяло и по-конкретно за оценители на търговски предприятия и вземания (Таблица 1). Този факт говори за популяризирането на оценителската професия, което се дължи и на динамиката на икономическата активност и неизбежните промени в структурата на бизнес единиците. Необходимо е да се отбележи обаче, че значителна част от оценителите имат няколко оценителски правоспособности. Това е валидно в голяма степен за оценителите, които са юридически лица, тъй като в тях осъществяват оценителска дейност няколко оценители с различни правоспособности.

Таблица 1. Динамика на регистрираните в КНОБ независими оценители

	общо		от тях, с правоспособност „Търговски предприятия и вземания“	
	2011	2019	2011	2019
Оценители – физически лица	2923	3879	649	829
Оценители – юридически лица	123	217	79	126
общо	3046	4096	728	955

Източник: www.ciab-bg.com

✚ По-конкретните разпоредби по отношение на оценяването се съдържат в две наредби на Комисията за финансов надзор (КФН). Те се прилагат съответно при оценка на публични дружества (Наредба № 41 на КФН) и при оценка на колективни инвестиционни схеми и национални инвестиционни фондове (Наредба № 44 на КФН).²⁰

Освен регулативните изисквания, важен въпрос, свързан с оценяването на предприятията, са източниците на информация за извършването на достоверна, надеждна и ефективна оценка. Както при финансовия анализ, източниците се разграничават според целта на оценяването.

В основата на извършване на оценка на предприятието, особено за целите на външните стейкхолдери, са *финансовите отчети* на предприятията. Следва обаче да се има предвид ограничеността на информацията в тях, при което известно решение е задълбоченото запознаване с поясненията (Цонкова, 2019, с. 39).

При вътрешната оценка източник на информация е *цялостната управленска информационна система на предприятието*. Павлова (2010, с. 16) изтъква, че „за разлика от финансовите отчети които са публични, то управленските отчети обикновено са с определени нива на достъп, а някои са фирмена тайна“. Р. Петрова (2019, с. 60) дори отчита, че „управленската счетоводна информационна система частично регламентира отчетната политика на икономическите единици и използва всички източници (подчертаното е от автора – ВЦ), полезни за управлението“.

Оценяването на конкретно предприятие изисква използване и на бази данни за други предприятия, за съответния сектор, за националната, регионалната и световната икономика.

¹⁹ Закон за независимите оценители, ДВ, бр. 98/2008 г., посл. изм. и доп. ДВ, бр. 19/2011 г.

²⁰ <https://www.fsc.bg/bg/pazari/kapitalov-pazar/normativna-uredba/naredbi/>

Източници на такава информация най-често са електронните страници и бюлетини на регулираните пазари на финансови инструменти (фондови борси, лицензирани платформи за многостранна търговия – MTF), рейтингови агенции, както специализирани издания, като например в САЩ – Almanac of Business and Industrial Financial Ratios, FTC Quarterly Reports и др.²¹, в Канада – [Statistics Canada](#), Dun & Bradstreet Canada, RMA Annual Statement Studies и др.²², във Великобритания – The Industry Watch Service by Merlin Scott Associates Ltd.²², в Сингапур – Singapore Exchange²³ (Матеев, 2017, сс. 108-109), и др. Най-богатите и използвани финансови бази данни, съдържащи профили на предприятия, макроикономически показатели, лихвени проценти, пазарни котировки и пр., се представят от компанията за технологии и финансови услуги Capital IQ²⁴ и канадската международна информационна компания ThomsonReuters.²⁵ У нас подобни сравнения могат да се извършват чрез Българска агенция за кредитен рейтинг (БАКР)²⁶, публикуваща информация за присъдените рейтинги, както и за публичните дружества чрез приложението X3Analysis²⁷ на компанията Balkan Services. (Цонкова, 2019, сс. 23-24)

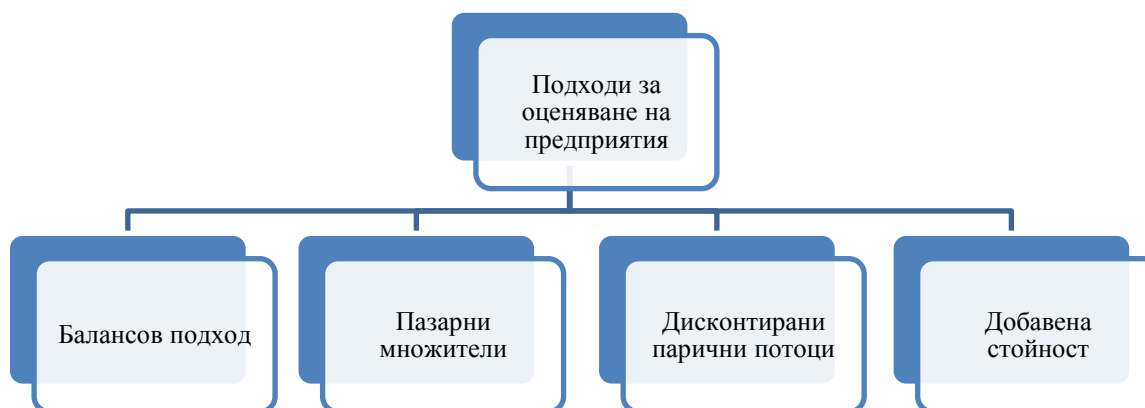
4. ЗА ИЗБОРА НА ПОДХОДИ И МЕТОДИ

Оценката на справедливата стойност на дадено предприятие се определя като изкуство и наука едновременно (Hayes, 2019). Използват се различни подходи, методи, модели, но изборът на най-подходящите, както и преценката на входящите данни, е субективно мнение на оценителя.

В регулативните документи, в специализираната литература и в практика няма единно мнение относно дефинирането на подходите и методите за оценка на цели предприятия.

От анализа на различните класификации следва изводът, че се използват различни наименования на методи с подобно съдържание или се използва различен мащаб на групиране на методите. Виждането на автора за систематиката на подходите е показано на Фигура 1. (Цонкова, 2019, сс. 107-129)

Фигура 1. Подходи за оценка на предприятията



Балансовият подход се нарича още счетоводен, защото се основава на счетоводни данни. Отделните му методи за относително лесни за прилагане и могат да се използват за първоначална ориентираща и сравнително бърза оценка. Основният им недостатък е, че чрез тях се отчита единствено моментното състояние на активите и пасивите, а не бъдещото функциониране на предприятието. Конкретните методи в състава на подхода са:

* Метод на нетната стойност на активите (*Net asset value; Book value*). Той е типичен представител на балансовия подход.

²¹ <https://www.bdc.ca/en/articles-tools/money-finance/manage-finances/pages/financial-ratios-industry-standards-entrepreneurs.aspx>

²² <https://www.industry-averages.co.uk/ratiosProvided>

²³ <https://www2.sgx.com/data-connectivity>

²⁴ www.capitalq.com

²⁵ <https://www.refinitiv.com/en>

²⁶ <http://www.bcra-bg.com>

²⁷ <https://www.balkanservices.com/produkti/x3analyses>

- * Метод на коригираната нетна стойност на активите (*Adjusted net asset value; adjusted book value*). Прилага се с цел да се коригира отвлечеността на балансовите данни спрямо пазарните и да се получи по-достоверна оценка на предприятието. Недостатъците на метода произтичат от оскъпяването при приложението му, когато се изисква експертна оценка, както и трудностите при оценяването на нематериалните активи и репутацията.
- * Ликвидационна стойност (*Liquidation value*). Прилага се при презумпция за ликвидация на предприятието с отчитане на разходите, свързани с процеса. Недостатък на метода е, че получената величина може да е силно занижена и нереална както поради влиянието на скъпите и разточителни ликвидационни процедури и облагането на финансовия резултат от продажбата на активите с данъци, така и защото за част от активите може и да не се намерят купувачи.

Методите в състава на подхода, основан на пазарните множители (*market multiples*) се основават на текущото състояние на пазарите. Имат място само при публичните дружества или корпорациите, чиито акции са ликвидни на даден регулиран пазар. Пазарните множители са свързани със сравнителното оценяване (*peer valuation*), при което се използват сходни дружества (дружества-анализи) или еталонни (*benchmark*) стойности.

Пазарните коефициенти преодоляват недостатъците на абсолютните величини. В зависимост от това какъв пазарен показател стои в числителя им, те се подразделят на ценови множители (*price multiples*) и множители на база на стойността на предприятието (*enterprise value multiples*).

- * Множителите, имащи в числител стойността на предприятието (EV), са популярни основно сред оценителите и мениджърите на фондовете за рисков капитал. Основният аргумент за това е, че стойността на предприятието е по-малко чувствителна от пазарната капитализация или цените на акциите, при сравнение на предприятия с различна капиталова структура.
- * Ценовите множители са популярни преди всичко сред финансовите анализатори.

В знаменател се използва фундаментален показател, независещ от пазарната динамика, като източник е преди всичко отчетът за доходите –нетните приходи от продажби, нетната печалба, брутната печалба преди данъци и лихви, брутната печалба преди данъци, лихви и амортизации, счетоводна стойност (собствен капитал). Могат да послужат и не само финансови показатели, но и натурални. Много често в сектора на телекомуникациите, информационните технологии, в добива на суровини се използват – например, брой абонати на мобилни телефонни услуги, добив на нефт в барели или газ в куб.м. Изборът на натурален показател зависи от вида на сектора и предприятието, но в случай, че предприятието има широка гама продукти, е по-удачно да се използва стойностен показател.

Подходът на дисконтираните потоци се основава на осъвременяването на бъдещите парични ползи на предприятието в абсолютна стойност при отчитане на различни фактори, отразяващи вероятността от получаването им. Основните методи в състава на този подход са:

- * Методът на дисконтираните свободни парични потоци към собствениците (*Free Cash Flow to Equity – FCFE*);
- * Методът на дисконтираните свободни парични потоци към фирмата (*Free Cash Flow to the Firm – FCFF*).

При тяхното приложение възниква проблема относно условността при прогнозирането на бъдещето на предприятието и конкретните променливи в състава на крайните показатели. Някои автори препоръчват свободните парични потоци да се прогнозира за срок от пет години спрямо настоящия момент при анализ на устойчив бизнес. За нови предприятия се изисква по-дълъг срок на прогнозиране, например 10 години – дотогава, докогато се появят стабилни доходи. Стойността на компанията в края на прогнозирания период е остатъчната стойност (Крейн, 2008, с. 814).

За оценката на предприятията през последните десетилетия популярност придобива подходът, основан на измерването и използването на разликата между доходността и цената на използвания капитал – т.е. подходът на добавената стойност. Съставните му методи се основават на концепцията за т.нар. икономическа печалба (Цонкова, 2019, с. 126). Към тези методи отнасяме (Касърова, 2008), (Касърова, Сяров, 2012, сс. 109-110):

- * икономическа добавена стойност (EVA) – продукт и запазена марка на консултантската компания Stern Stewart&Co.
- * парична добавена стойност (CVA);
- * възвръщаемост на инвестициите на база на паричния поток (CFROI);
- * акционерна добавена стойност (SVA);
- * пазарна добавена стойност (MVA) и др.

Наред с предимствата си подходът на добавената стойност има и недостатъци. Те са свързани с допусканията при изчисляване на инвестирания капитал и с еднакъв според между доходността и цената на капитала. Напълно е възможно да се получат и отрицателни величини при изчисляването на отделните показатели, свързани с добавената стойност.

5. ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЕ. ОТНОСНО КРАЙНАТА ОЦЕНКА...

При приложение на отделните методи резултатите се отклоняват в значителен диапазон. Така например, имплементирането на методологията на оценяването на предприятията в едно българско публично дружество показва, че изчислените стойности варират между 14 млн. лв. и 91,8 млн. лв. (Цонкова, 2019, с. 172)

Ето защо се препоръчва осредняването на получените чрез отделните методи показатели, като изборът на теглови коефициенти зависи от преценката на оценителя. (Цонкова, с. 172) (Крейн, 2008, с. 826). Така изчислената средна оценка едва ли е най-точната, но диапазона около нея дава ориентир за консенсусното мнение на широк кръг от пазарни участници.

Важно е да се има предвид и, че са възможни определени трудности при оценка на непублични дружества, породени от недостъпността на точната и пълната информация. М. Крейн (2008, сс. 826-827) в тази връзка препоръчва от определена оценка на предприятието да се направи отбив за отсъствие на ликвидност и отстъпка за отсъствие на контрол. Тези особености са предвидени и в Българските стандарти за оценяване (2018), където се посочва, че при оценка на миноритарни пакети, т.е. пакети от капитала под 50 % от целия записан капитал, се извеждат премии и/ или отбиви, както следва: отбив за липса на контрол; отбив за липса на продаваемост (ликвидност); премия за контрол; отбив за право за разпределяне на дивидент; други премии/ отбиви.

Използването на разнообразна и достоверна информация от количествено и качествено естество, спазването на възприетите стандарти за оценка и нормативната база, както и прилагането на различни подходи и методи за оценка, е важно за надлежното провеждане на оценяването на предприятията. Само тогава изчислената стойност или диапазон около нея могат да бъдат полезни за вземане на ефективни решения от вътрешните или външните стейкхолдери – в това число собственици, мениджъри, потенциални инвеститори.

БИБЛИОГРАФИЯ

- Башева, Сн. Кавалджиева, К. (2016). *Бизнес оценяване*. София: ИК – УНСС.
- Вачков, Ст., Спасова, Е., Йорданов, Й., & Рафаилов, Д. (2011). *Решения в корпоративните финанси*. Варна: Стемо.
- Ганчев, А., Канарян, Н., Сиркаров, В., & Димитров, Л. (2018). *Бизнес оценяване*. Велико Търново: Фабер.
- Касърова, В. (2008). Управление на стойността. Във В. Касърова, Р. Цончев, Св. Масларов, & Р. Димитрова (Ред.). *Финансови иновации. Изследвания и практики*. (с. 29-64). София: Издателство на НБУ.
- Касърова, В., Симов, Л. (2012). Бизнес оценяване в България. Във В. Касърова, Р. Цончев, Р. Димитрова & Кр. Костенаров (Ред.). *Корпоративните финанси на формиращите се пазари. Изследвания и практики*. (с. 376-388). София: Издателство на НБУ.
- Крейн, М. (2008). Оценка бизнеса. В Дж. Л. Ливингстона, Т. Гроссмана (Ред.). *Управление финансами. Бизнес курс. МВА*. (3 изд., сс. 747-837). Москва, Россия: Омега – Л.
- Матеев, И. (2017). *Страни-членки на АСЕАН*. Велико Търново: Фабер.
- Павлова, М. (2010). *Управленско счетоводство. Оценка и анализ на дейността*. Велико Търново: ЛБМ Инвест.
- Петрова, Р. Ст. (2019) *Управленското счетоводство в контекста на ефективното управление на разходите в лечебните заведения за болнична помощ*. Велико Търново: Ай анд Би.
- Тодоров, Л. (2014). *Съвременни модели за оценка на бизнеса*. София: Нова звезда.
- Цонкова, В. (2019). *Аспекти на финансовия анализ и оценката на предприятията*. Пловдив: Астарта.
- Български стандарти за оценяване*. (2018). Камара на независимите оценители в България. Извлечено от <http://private.ciab-bg.com/uploads/common/hkxfb5j0pm19g2ya.pdf>.
- Закон за независимите оценители*, ДВ, бр. 98/ 2008, посл. изм. и доп. ДВ, бр. 19/ 2011.
- Международни стандарти за оценяване*. (2017, юли 24). Съвет за международните стандарти за оценяване (IVSC). Извлечено от <http://private.ciab-bg.com/uploads/common/x4cw2fmh98y17sd6.pdf>.
- МСФО 13 Оценяване по справедлива стойност*. (2019). Извлечено от <https://www.portalschetovodstvo.bg/msfo-13-otsenyavane-po-spravedлива-stoynnost-22771.htm>.
- Copeland, T., Antikarov, V. (2001) *Real Options – a Practitioner’s Guide*. New York, NY: Texere.

- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools AND Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Hayes, A. (2019, Apr 22). *Business Valuation*. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/b/business-valuation.asp>.
- Jensen, M. C. (2001). *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*. The Monitor Group and Harvard Business School.
- Zukin, H. (1990). *Financial Valuation: Businesses and Business Interests*. Warren Gorham Lamont.