



**УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО**  
**ФИНАНСОВО-СЧЕТОВОДЕН ФАКУЛТЕТ**  
**КАТЕДРА „СЧЕТОВОДСТВО И АНАЛИЗ“**

**Албена Огнянова Георгиева**

**АВТОРЕФЕРАТ**

на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен  
доктор по научна специалност 05.02.07. „Счетоводна отчетност, контрол и  
анализ на стопанската дейност“

на тема

**„МЕТОДОЛОГИЧНИ И ПРИЛОЖНИ АСПЕКТИ НА БИЗНЕС  
АНАЛИЗА ПРИ УПРАВЛЕНИЕТО НА СТОЙНОСТТА НА  
КОМПАНИЯТА“**

**Научен ръководител**  
доц. д-р Любомир Тодоров

София, 2022

Дисертационният труд на тема „Методологични и приложни аспекти на бизнес анализа при управлението на стойността на компанията“ се състои от 241 страници, в т.ч.: увод, четири глави, заключение, приложения и използвана литература. В изложението са представени 53 таблици, 20 фигури и 66 формули. Библиографията съдържа 81 източника (включително книги, статии, периодични и непериодични публикации, доклади, нормативни актове и достъпни в интернет източници), от които 52 са на български език и 29 - на чужд език. Обемът на приложенията е 60 страници, в т.ч. 5 Приложения. По темата на дисертационния труд са осъществени 3 публикации.

Дисертационният труд е насочен за защита пред научно жури от катедра „Счетоводство и анализ“ при Финансово-счетоводен факултет на Университета за национално и световно стопанство (УНСС). Авторът на дисертационния труд е задочен докторант към катедра „Счетоводство и анализ“ при УНСС – София.

Защитата на дисертационния труд ще се състои на 01 юни 2022 г. от 11 часа в зала „Научни съвети“ (2032А) на Университета за национално и световно стопанство – София (УНСС), на открито заседание на научното жури, назначено със заповед на Ректора на УНСС. Материалите по защитата са на разположение на заинтересованите лица в сектор „Научни съвети и конкурси“ (дирекция „Наука“) и на интернет страницата на УНСС в секция „Конкурси за заемане на академични длъжности и придобиване на научни степени“ (<http://konkursi.unwe.bg>).

## Съдържание на автореферата

<b>I. Обща характеристика на дисертационния труд</b> .....	4
1. Актуалност и значимост на изследването.....	4
2. Обект и предмет на изследването.....	5
3. Цели и задачи на дисертационния труд.....	6
4. Теза и хипотези на изследването.....	7
5. Методология на изследването .....	7
6. Обхват и ограничения на изследването.....	8
<b>II. Структура и съдържание на дисертационния труд</b> .....	8
<b>III. Кратко изложение на дисертационния труд</b> .....	10
1. Увод .....	10
2. ПЪРВА ГЛАВА Характеристика на съвременния бизнес анализ. Обекти на анализа във връзка с управлението на стойността на компанията .....	10
3. ВТОРА ГЛАВА Теоретико-методологична рамка на концепцията за управление на стойността (VBM – Value-Based Management) .....	19
4. ТРЕТА ГЛАВА Възможности за развитие и усъвършенстване на бизнес анализа във връзка с управлението на стойността на компанията .....	25
5. ЧЕТВЪРТА ГЛАВА Анализ и оценка на индустриална компания във връзка с управлението на стойността.....	31
6. Заключение .....	41
<b>IV. Справка за приносите в дисертационния труд</b> .....	42
<b>V. Публикации по темата на дисертационния труд</b> .....	44
<b>VI. Декларация за оригиналност</b> .....	45

## **I. Обща характеристика на дисертационния труд**

### **1. Актуалност и значимост на изследването**

В края на XX век възниква концепцията за стойностно-базиран мениджмънт (VBM – Value-Based Management), която преобръща представите за приоритетите в управлението на компаниите. Важна част от финансовото представяне на една компания понастоящем е повишаването на нейната стойност. Има се предвид не само повишаването на борсовата цена на акциите на компанията (пазарната ѝ капитализация), а преди всичко повишаването на нейната справедлива стойност. Критериите и въобще разбирането за бизнес успеха на компанията започват да се променят. Акцентът се измества от счетоводната печалба и рентабилността към стойността на предприятието, като индикатор за неговия успех. Традиционните измерители на доходността на бизнеса вече не са достатъчни, тъй като интересът на инвеститорите е насочен не само към постигането на бързи печалби, а преди всичко към увеличаването на стойността и бъдещите перспективи на компанията.

Темата за управлението на стойността на компанията е изключително актуална в наши дни, когато сме свидетели на небивал ръст в някои модерни или атрактивни сектори на икономиката, като информационните технологии, производството на електроенергия от възобновяеми източници, електронната търговия, биотехнологиите, фармацевцията, производството на медицинско оборудване, производството на електромобили и др. Стойността на някои компании в тези сектори за кратко време се увеличи десетки пъти. Вече и у нас има инвестиционни фондове и международни консорциуми, които инвестират в проходящи компании от атрактивни сектори. Стремешът към повишаване стойността на компанията днес е една от основните стратегически цели на мениджмънта.

Също в края на XX век се ражда идеята на Робърт Каплан и Дейвид Нортън за балансираната карта (BSC – Balanced Scorecard)<sup>1</sup>. Тя представлява цялостна

---

<sup>1</sup> Kaplan, R. S. and D. P. Norton., The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action. Boston: Harvard Business School Press, 1996

система за оценка на постигнатите резултати и стратегическо управление на бизнеса. Особеното при нея е, че оценката се извършва не само въз основа на финансови, но също така и на нефинансови показатели

Основната идея е, че организациите не могат да влияят пряко върху финансовите резултати, тъй като по принцип финансовите показатели имат резултативен характер, т.е. те са следствие от цялостното управление и функциониране на предприятието. Вниманието трябва да се насочи към онези области, в които е възможна пряка управленска намеса.

Сравнително бързо след тяхната поява и двете концепции стават изключително популярни и започват да се прилагат в практиката, особено от големите компании. Като система за стратегически мениджмънт, Balanced Scorecard би била много по-успешна и полезна, ако бъде обвързана с концепцията за управление на стойността (VBM). Това би превърнало постоянния ръст на стойността в основна стратегическа цел и би позволило да се открият ключовите фактори, от които зависи стойността на компанията и респективно да се насочи вниманието на мениджмънта към тях.

## **2. Обект и предмет на изследването**

**Обект на изследване** в дисертационния труд са методологичните и приложни аспекти на бизнес анализа при управлението на стойността на компанията. **Предмет на изследване** са възможностите на съвременния бизнес анализ при оценката и управлението на стойността на компанията, както и възможностите за неговото развитие и усъвършенстване в този аспект.

### 3. Цели и задачи на дисертационния труд

**Дисертационният труд има две основни цели:**

- Да изследва и демонстрира възможностите на съвременния бизнес анализ по отношение оценката и управлението на стойността на компанията, посредством практически анализ и оценка на индустриална компания;
- Да изследва възможностите за развитие и усъвършенстване на бизнес анализа във връзка с управлението на стойността на компанията и да предложи конкретни модели, подходи и решения.

За постигане на целите са дефинирани следните **изследователски задачи:**

- 1) Да се направи характеристика на съвременния бизнес анализ като функция и инструмент на корпоративния мениджмънт и неговите задачи;
- 2) Да се направи характеристика на основните обекти и направления на анализа във връзка със стойностно-базирания мениджмънт;
- 3) Да се изясни ролята на бизнес анализа в качеството му на инструмент на корпоративния мениджмънт при управлението на стойността на компанията, както и да се дефинират неговите основни задачи в това отношение;
- 4) Да се изясни теоретичната и методологична рамка на концепцията за стойностно-базирания мениджмънт (VBM);
- 5) Да се предложат аналитични модели, подходи и решения, свързани с анализа на ключовите фактори, влияещи върху стойността на компанията, измерването на добавената стойност през годината, възвръщаемостта на инвестирания капитал и определянето на справедливата стойност на компанията към даден момент;
- 6) Да се интегрира VBM-концепцията в балансираната карта за анализ и стратегически мениджмънт (BSC);
- 7) Да се извърши практически анализ и оценка на индустриална компания и да се приложат на практика предложените в дисертационния труд модели и решения;

- 8) Да се обобщят получените резултати от теоретико-методологичен и практико-приложен характер и да се направят изводи, относно постигнатите цели.

#### **4. Теза и хипотези на изследването**

**В дисертационния труд се защитава тезата**, че бизнес анализът има значителна роля при управлението на стойността и неговото усъвършенстване в този аспект може да създаде предпоставки за по-рационални управленски решения, повишаване стойността на компанията в дългосрочен план, повишаване на доходността за акционерите и подобряване на финансовото ѝ състояние.

Разширяването на обхвата на модела на балансираната карта (BSC) посредством интегриране на VBM-концепцията в нея като компонент на аспект „Финанси“ в BSC или като отделен аспект „Корпоративна стойност“ може да повиши неговата ефикасност и полезност за управлението, което е предпоставка за по-разумни решения от стратегически характер, в т.ч. и решения, свързани с управлението на стойността.

Във връзка с формулираната изследователска теза е изведена следната **работна хипотеза**: развитието и усъвършенстването на бизнес анализа във връзка с управлението на стойността на компанията в методологичен и приложен аспект е възможно и необходимо.

#### **5. Методология на изследването**

За постигането на заложената изследователска цел се използват методите анализ и синтез, индукция и дедукция, специфични методи на ФСА, методи за количествен анализ, статистически методи, финансово-математически методи, графични методи и диаграми, емпирични методи.

Направен е сравнителен анализ (бенчмаркинг) на различни показатели на изследваната компания за периода 2016 – 2020 г. спрямо средните стойности на десет компании от топ 30 на хранително-вкусовите предприятия в България, подбрани на случаен принцип.

## **6. Обхват и ограничения на изследването**

**В изследването са въведени следните ограничителни условия:**

- ✓ Анализът и оценката на „Слънчо“ АД в глава четвърта се базира единствено на общодостъпна информация за изследваното предприятие „Слънчо“ АД и дванадесет български компании от сектор „Хранително-вкусова промишленост“. По отношение на „Слънчо“ АД са използвани финансовите му отчети (в т.ч. подробен вариант в MS EXCEL формат) и годишни доклади за дейността, свалени от интернет страницата на дружеството. По отношение на другите компании, спрямо които е извършен сравнителен анализ са използвани финансовите им отчети, свалени от интернет страницата на Търговския регистър. По отношение на „Слънчо“ АД, „Захарни заводи“ АД и „Градус“ АД е използвана борсова информация за цените на акциите на БФБ.
- ✓ Нормативната база, използвана в дисертацията е към 31.12.2020 г.

## **II. Структура и съдържание на дисертационния труд**

### **УВОД**

#### **ПЪРВА ГЛАВА Характеристика на съвременния бизнес анализ. Обекти на анализа във връзка с управлението на стойността на компанията**

1. Същност и задачи на съвременния бизнес анализ
2. Управлението на бизнеса като основен потребител на резултатите от бизнес анализа
3. Научни подходи и способности, използвани в бизнес анализа
4. Методология и методика на бизнес анализа на обекти, имащи отношение към управлението на стойността
  - 4.1. Анализ на продажбите
  - 4.2. Анализ на бизнес ефективността
  - 4.3. Анализ на оперативната печалба
  - 4.4. Анализ на доходността на бизнеса
  - 4.5. Анализ и оценка на финансовия риск и финансовата устойчивост на предприятието

#### **ВТОРА ГЛАВА Теоретико-методологична рамка на концепцията за управление на стойността (VBM – Value-Based Management)**

1. Същност и поява на VBM-концепцията. Класификация на VBM-моделите
2. Модели за измерване на добавената стойност и възвръщаемостта на инвестирания капитал през даден период



- 2.1. Икономическа добавена стойност (EVA)
- 2.2. Парична възвръщаемост на инвестиция капитал (CFROI) и паричната добавена стойност (CVA)
3. Подходи и модели за оценка на стойността на компанията към даден момент
  - 3.1. Модел на дисконтираните парични потоци за оценка на стойността на предприятието като цяло (DCF-Valuation)
  - 3.2. Метод на пазарните сравнения (Relative Valuation)

### **ТРЕТА ГЛАВА Възможности за развитие и усъвършенстване на бизнес анализа във връзка с управлението на стойността на компанията**

1. Дефиниране на основните задачи на бизнес анализа при управлението на стойността на компанията
2. Интегриране на концепцията за управление на стойността (VBM) в модела на балансираната карта за анализ и стратегически мениджмънт (BSC)
  - 2.1. Теоретико-методологична рамка на модела на балансираната карта за за анализ и стратегически мениджмънт (BSC)
  - 2.2. Интегриране на концепцията за управление на стойността (VBM) в балансираната карта за анализ и стратегически мениджмънт (BSC)
  - 2.3. Насоки за разработване на балансирана карта за оценка на постигнатите резултати и стратегически мениджмънт (BSC) на „Слънчо“ АД
3. Разширяване на аналитичните възможности на модела на икономическата добавена стойност (EVA)

### **ЧЕТВЪРТА ГЛАВА Анализ и оценка на индустриална компания във връзка с управлението на стойността**

1. Обща информация за компанията – обект на анализ и оценка
2. Анализ на продажбите
  - 2.1. Динамика и структура на продажбите
  - 2.2. Анализ на основните преки фактори
3. Анализ на оперативната печалба и бизнес ефективността
  - 3.1. Динамика на оперативната печалба и рентабилността на продажбите
  - 3.2. Факторен анализ на оперативната печалба и бизнес ефективността
4. Анализ на доходността на бизнеса
  - 4.1. Сравнителен анализ
  - 4.2. Факторен анализ
5. Анализ на възвръщаемостта на инвестиция капитал (ROIC) и икономическата добавена стойност (EVA)
6. Анализ на паричната възвръщаемост на инвестиция капитал (CFROI) и паричната добавена стойност (CVA)
7. Определяне на справедливата пазарната стойност на „Слънчо“ АД
  - 7.1. Метод на дисконтираните бъдещи парични потоци (DCF-Valuation)
  - 7.2. Метод на пазарните сравнения
8. Оптимизиране на капиталовата структура
9. Анализ на финансовия риск и финансовата устойчивост
10. Обобщаване на резултатите от анализа и оценката на „Слънчо“ АД

### **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

### **ПРИЛОЖЕНИЯ**

### **ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА**

### **III. Кратко изложение на дисертационния труд**

#### **1. УВОД**

В увода на дисертационния труд е обоснована актуалността и значимостта на изследването. Дефинирани са обектът и предметът, поставена е основната цел и произтичащите от нея задачи. Формулирана е изследователската теза, от която са изведени хипотезите. Изброени са научноизследователските методи, чрез които се прави опит за изпълнение на формулираните задачи. Описана е използваната информация, използвана при изследването. Представени са ограниченията и обхватът на изследването.

#### **2. ПЪРВА ГЛАВА ХАРАКТЕРИСТИКА НА СЪВРЕМЕННИЯ БИЗНЕС АНАЛИЗ. ОБЕКТИ НА АНАЛИЗА ВЪВ ВРЪЗКА С УПРАВЛЕНИЕТО НА СТОЙНОСТТА**

**В първата част на главата са изяснени същността и задачите на съвременния бизнес анализ най-вече в качеството му на специализирана управленска функция, неговото информационно осигуряване, елементите на системата за бизнес анализ в предприятието (основните направления на съвременния бизнес анализ), както и неговата методология. Проучени са становищата на редица автори за същността на финансово-стопанския (бизнес) анализ, като Кр. Чуков, М. Тимчев, Р. Иванова, Л. Тодоров, О. Ефимова, Е. Хелферт, В. Касърова, както и официалната дефиниция за бизнес анализ, дадена от Международния институт по бизнес анализ (ИВА). От цитираните становища на различните автори относно същността и задачите на финансово-стопанския (бизнес) анализ може да се обобщи следното:**

**Първо,** той е самостоятелна икономическа наука, чието основно предназначение е да изследва стопанската дейност на предприятието. Задачите му са свързани предимно с изследване на бизнес процесите, определяне влиянието на факторите върху поведението на бизнес показателите, оценка на резултатите и ефективността от тази дейност, както и анализ и оценка на стойността на

предприятието. Предмет на бизнес анализа са стопанските факти, явления и процеси, протичащи при осъществяване дейностите на съответното предприятие.

**Второ**, финансово-стопанският (бизнес анализ) има по-широк обхват и изпълнява по-разнообразни задачи от финансовия анализ. Вторият се състои предимно в анализиране на данните от финансовите отчети, както и в разработването на модели и варианти, свързани с финансовата стратегия на предприятието.

**Трето**, бизнес анализът е инструмент на стопанското управление за изучаване на стопанските факти и бизнес процесите в предприятието и външната среда с цел вземането на обосновани управленски решения и подобряване на цялостната организация на бизнеса, което в крайна сметка е насочено към повишаване на ефективността и доходността на бизнеса, увеличаване на стойността на компанията и подобряване на нейното финансово състояние.

Съвременният финансов и бизнес анализ е ориентиран към формиране на ефективна система за диагностика на състоянието и дейността на предприятието, за разкриване на слабите места в бизнеса и резервите за повишаване на ефективността, към разработване на разумна стратегия за развитието на бизнеса на предприятията, осигуряване на финансовата и пазарната им стабилност, повишаване на тяхната пазарна стойност и доходността за акционерите. Финансово-стопанският анализ е предпоставка за ефективен мениджмънт, търсене на конкурентни предимства, оформяне на стратегии за бъдещо развитие на стопанската организация при диагностициране на финансовото ѝ здраве на различните фази от нейния жизнен цикъл, за обосновани инвестиционни решения и определяне на корпоративната стойност.

Чрез фигура е изобразено управлението на бизнеса като информационен процес, свързан с приемането, преработването и предаването на информация между двата основни елемента в този процес – субекта и обекта на управлението<sup>2</sup>. Подчертани са ролята и значението на бизнес анализа за корпоративното

---

<sup>2</sup> Тодоров, Л., Роля и задачи на бизнес анализа при антикризисното управление на предприятието, годишник на ИДЕС, 2013

управление. Неслучайно бизнес анализът е възприеман като една от основните функции на управлението и като негов инструмент.

Третира се въпроси, свързани с информационното осигуряване на бизнес анализа. Подчертано е значението както на информацията от финансовите отчети, така също и на т. нар. „Управленски отчети“. Финансовият отчет се фокусира върху резултатите от стопанските операции за съответния отчетен период и върху имущественото и финансово състояние на предприятието към датата на неговото съставяне, но не отразява реалната стойност на предприятието, тъй като съществува несъответствие между балансовата и реалната стойност на активите, повлияна от инфлацията, пазарната конюнктура, невъзможността за обхващане и оценяване на неосезаемите активи на предприятието и др. Освен това, счетоводната информация има ретроспективен характер, докато инвеститорите се интересуват предимно от бъдещото развитие и перспективи на компанията. Следователно традиционните форми на финансовата отчетност не са достатъчни, за да оценят и представят напълно и точно имущественото и финансово състояние на компанията поради особености в концепцията на изграждането им. Съдържащата се в тях информация не е достатъчна, за да задоволи напълно информационните потребности на мениджмънта и инвеститорите. Управленският отчет съдържа информация, характеризираща реалното финансово състояние и потенциала на компанията да създава стойност за собствениците. Ролята му е да подпомага с необходимата информация мениджмънта, чиито интереси излизат извън рамките на финансовия отчет при избора на стратегически цели, както и при свързването на фирмените стратегии с оперативните дейности в предприятието. Управленският отчет е ориентиран към бъдещето и обединява информация за бъдещи, настоящи и минали процеси и събития.

Може да се направи изводът, че финансовият и управленският отчет в съвкупност могат да дадат цялостна представа, както за икономическия потенциал и финансовото здраве на компанията, така също и за нейното бъдещо развитие.

Направено е кратко описание на научните подходи и способности, използвани в бизнес анализа. Теорията и практиката на финансово-стопанския анализ е

основана на два основни подхода - научен и системен<sup>3</sup>. „Научният подход за изучаване на инвестиционната, производствената, търговската и финансовата дейност на предприятието във връзките и зависимостите помежду им предполага три взаимосвързани етапи: наблюдение, местоположение и ориентация на системата и използване на различни модели“<sup>4</sup>. Системният подход е подход за изследване и управление на обекти, който ги разглежда като система, в която са определени елементите, вътрешните и външни връзки, влияещи на функционирането на системата, като целите на всеки елемент се формират в зависимост от общото предназначение на системата. Днес е общопризнато, че този подход се явява най-подредената и надеждна основа за анализ и управление на сложни взаимосвързани дейности, позволяваща да се откриват и анализират съставлящите системата компоненти, както и техните взаимовръзки. Прилагането на системния подход в бизнес анализа изисква използването на специфични подходи и методи за изследване на системи, като анализ на проблемите, анализ на целите и анализ на решенията.

Методът на финансово-стопанския анализ е система от елементи (конкретни методи) за комплексно изучаване на инвестиционната, производствената, търговската и финансовата дейност на предприятието и на обуславящите ги фактори. При избор на аналитичен метод от голямо значение са целта и видът на анализа, неговото предназначение, наличната информация, съществуващи ограничения, опитът на анализатора и др. Методите, използвани в бизнес анализа могат да се разграничат на две основни групи – общи и специфични. Първата група включва методи, присъщи за други области от научното познание, които намират приложение в бизнес анализа, като математически методи, статистически методи, иконометрични методи и др. Втората група съдържа аналитични способности, характерни предимно за бизнес анализа, като научно-приложна дейност – сравнителни методи, методи за

---

<sup>3</sup> Иванова, Р., Л. Годоров, Финансово-стопански анализ, „Тракия-М“, 2008, стр. 31

<sup>4</sup> Пак там

измерване влиянието на преките фактори, метод на детайлизацията, метод на коригираните показатели и др.

Аналитичната и управленската практика днес разполага със значителен арсенал от модели за финансов анализ и оценка на стопанската дейност, чието умело използване подпомага процеса на вземане на качествени оперативни и стратегически решения. Според В. Касърова<sup>5</sup>, моделите за финансов анализ може да се класифицират в две групи според двата аналитични модела – счетоводен аналитичен модел и стойностен аналитичен модел. Съществената разлика между двата типа модели е в използваните данни за изчисляването им, което обуславя различната им времева ориентация. Моделите, прилагани в рамките на счетоводен аналитичен модел, както и останалите аналитични инструменти, характеризират ситуацията в компанията към датата на този отчет, т.е. описват миналото на стопанската дейност. Моделите, използвани в стойностния аналитичен модел, използват пазарна и прогнозна информация, което ги превръща в компонент на стратегическия финансов мениджмънт.

**Втората част от първа глава разглежда методологията и методиката на бизнес анализа на обекти, имащи отношение към управлението на стойността: анализ на приходите и продажбите, анализ на бизнес ефективността, анализ на оперативната печалба, анализ на доходността на бизнеса, анализ на финансовия риск и финансовата устойчивост на предприятието.** Продажбите на продукция, стоки и услуги са основният генератор на печалби и парични потоци за предприятията от реалния сектор и следователно имат основна роля в процеса на създаване на стойност. Това ги прави важен обект на бизнес анализа във връзка с управлението на стойността на компанията. Анализът на продажбите се осъществява в две главни направления – анализ на структурата, динамиката и вариацията на продажбите за определен период от време (най-често за последните пет години) и анализ на основните преки фактори. При факторния анализ на продажбите е описано приложението на

---

<sup>5</sup> Касърова, В., Финансов анализ, НБУ, 2013

два метода: индексен мултипликативен анализ и метод на последователното (верижното) заместване, като са използвани съответните факторни модели.

Подчертано е значението, което има анализът на бизнес ефективността при управлението на стойността на компанията. **Бизнес ефективността е необходимо условие за успеха на всеки бизнес.** Изяснена е разликата между доходност и ефективност. Доходността на бизнеса се свързва с нормата на възвръщаемост на инвестиция капитал, докато ефективността зависи от съотношението между разходите и приходите<sup>6</sup>. Представени са различни модели на показателя „Рентабилност на продажбите“ (ROS – Return on Sales), който е основният индикатор за бизнес ефективност. Особено полезен за корпоративното управление е моделът, който измерва влиянието на различните видове разходи по икономически елементи на един лев продажби върху изменението на показателя ROS. Той насочва вниманието на мениджмънта към търсенето на възможности за оптимизиране на разходите и респективно за повишаване ефективността на бизнеса.

$$\begin{aligned} ROS &= \frac{EBIT}{\text{Sales Revenue}} = 1 - \frac{OPEX}{\text{Sales Revenue}} = 1 - \frac{MC + EES + DAC + LC + OE + Ch}{\text{Sales Revenue}} = \\ &= 1 - \left( \frac{MC}{SR} + \frac{EES}{SR} + \frac{DAC}{SR} + \frac{LC}{SR} + \frac{OE}{SR} + \frac{Ch}{SR} \right) \end{aligned}$$

където:

ЕБИТ – Earnings Before Interest and Taxes (печалба преди лихви и данъци). В англоезичната специализирана литература ЕБИТ се използва и като обозначение за оперативна печалба. В случая, това обозначение е използвано с уговорката, че става въпрос за чисто оперативна печалба (без резултат от финансови и извънредни приходи и разходи)

Sales Revenue (SR) – приходи от продажби;

OPEX – Operating Expenses (оперативни разходи, т.е. себестойност на продажбите);

MC – Material Cost (разходи за материали);

EES – Expenses for External Services (разходи за външни услуги);

DAC – Amortization & Depreciation Costs (разходи за амортизации);

LC – Labor Cost (разходи за заплати и осигуровки);

OE – Other Expenses (други разходи);

Ch – Change in production stocks and work in progress (изменение на запасите от продукция и незавършено производство)

<sup>6</sup> Тодоров, Л., Ефективност на бизнеса – методологични и приложни аспекти на анализа и контрола, е-списание ИДЕС, 2017, брой 4, <https://www.ides.bg/e-journal/2017/issue-4/04-2017-ltodorov>

Във връзка с управлението на стойността **оперативната печалба** е важен обект на анализа, тъй като тя е основният компонент на паричните потоци на предприятието. Тя може да се анализира с помощта на различни модели, но от гледна точка на ползите за управлението на бизнеса, в т.ч. управлението на стойността, е удачно да се използва следният аналитичен модел на оперативната печалба (ЕБИТ)<sup>7</sup>:

$$EBIT = SR \times ROS$$

Печалбата е представена като функция на два преки фактора – приходите от продажби (*SR*) и рентабилността на продажбите (*ROS*). Следователно управленските решения за увеличаване на печалбата и паричните потоци могат да се разделят на два вида<sup>8</sup>: **решения, насочени към увеличаване на продажбите и решения, насочени към повишаване ефективността на бизнеса**. Вижда се, че този аналитичен модел по същество интегрира в себе си модела на приходите от продажби (*SR*) и модела на бизнес ефективността (*ROS*):

$$EBIT = SR \times ROS = \left( \sum_{i=1}^m q_i \cdot p_i \right) \times \left( 1 - \left( \frac{MC}{SR} + \frac{EES}{SR} + \frac{DAE}{SR} + \frac{LC}{SR} + \frac{OE}{SR} + \frac{Ch}{SR} \right) \right)$$

където:

*q<sub>i</sub>* – количество продажби от съответния продукт;

*p<sub>i</sub>* – продажна цена на съответния продукт;

*m* – брой на видовете продукти

Следователно разширеният модел ЕБИТ позволява да се изследва влиянието на следните фактори върху изменението на печалбата за даден период:

- Промени в обема и асортиментната структура на продажбите;
- Промени в продажните цени;
- Промени в разходите за материали на един лев продажби;
- Промени в разходите за външни услуги на един лев продажби;
- Промени в разходите за амортизации на един лев продажби;

<sup>7</sup> Тодоров, Л., Стойността на компанията – възможности за анализ, оценка и управление, Е-списание ИДЕС, бр.1/2021, <https://www.ides.bg/e-journal/2021/issue-1/01-2021-lyubomir-todorov>

<sup>8</sup> Пак там



- Промени в разходите за труд на един лев продажби;
- Промени в другите разходи на един лев продажби;
- Промени в изменението на запасите от продукцията и незавършено производство.

Моделът намира широко приложение при управлението на стойността на компанията, тъй като дава възможност да се моделират печалбата и респективно паричните потоци при работа с прогнозни данни.

**Анализът на доходността на бизнеса е организиран** в две направления:

- Анализ на динамиката на показателите за рентабилност за определен период и сравнителен анализ (бенчмаркинг), например спрямо лидерите в отрасъла;
- Анализ на основните преки фактори, влияещи върху двата основни показателя за доходност на бизнеса – „Рентабилност на активите“ (ROA – Return On Assets) и „Рентабилност на собствения капитал“ (ROE – Return On Equity).

Описан е модела „Дюпон“ в два варианта: по отношение на ROA и по отношение на ROE (посредством т.нар. „Ливъридж-коефициент“). Представен е също така и алтернативен модел за анализ на ROE, който позволява да се измери влиянието на промените в ефекта на финансовия ливъридж върху изменението на ROE за даден период.

В специализираната литература има различни становища за същността на финансовия риск. Повечето автори смятат, че **финансовият риск е комбинация от пазарен, кредитен и ликвиден риск**<sup>9</sup>. Пазарният риск се разглежда през призмата на лихвения, валутния и ценовия риск. Той отразява промените във външната за предприятието среда при лихвените проценти, валутните курсове и цените на ресурсите, което може да доведе до финансова загуба. Кредитният риск

---

<sup>9</sup> Woods, M., K. Dowd, Financial Risk Management for Management Accountants, The Society of Management Accountants of Canada (CMA Canada), the American Institute of Certified Public Accountants, Inc. (AICPA) and The Chartered Institute of Management Accountants (CIMA), 2008, pp.5-6. Price Waterhouse Coopers., A Practical Guide to Risk Assessment, December 2008, p.10.

е вероятността от изпадане на предприятието в невъзможност да погасява финансовите си задължения, както към банкови финансови институции, така и към нефинансови контрагенти. Ликвидният риск е вероятност от загуба на ликвидност на предприятието, поради различни причини. Например невъзможността предприятието да събира вземанията си от контрагенти, длъжници и т.н. (увеличаването на дебиторската задлъжнялост) води до загуба на ликвидност. За анализ и оценка на финансовия риск и финансовата устойчивост на предприятието са представени различни подходи и методи. От групата на специализираните модели за оценка на риска е описан единствено Z-score моделът на Алтман в неговите три разновидности, тъй като единствено той се използва масово от анализаторите и е най-популярен в практиката. Важно предимство на специализираните модели за разлика от другите подходи е, че те дават количествена и качествена оценка (числова стойност) на нивото на финансов риск на предприятието, което от своя страна позволява отделните предприятия да бъдат сравнявани помежду си по степен на финансов риск. Представени са две методики за оценка степента на финансова устойчивост на предприятието. Първата методика е предложена от Л. Тодоров и се базира на проверка за изпълнение на условията за финансова стабилност, представляващи определени пропорции и зависимости в счетоводния баланс<sup>10</sup>. Втората методика е предложена от Р. Иванова и се базира на десет ключови финансови съотношения в баланса<sup>11</sup>. Към анализа на традиционните финансови съотношения са представени коефициентите на ликвидност, като е обоснована необходимостта от измерване на средногодишната ликвидност на предприятието.

---

<sup>10</sup> Тодоров, Л., Съвременни модели за оценка на бизнеса, „Нова звезда“, 2014, стр. 215

<sup>11</sup> Стоянов, Ст. и колектив, Финансова отчетност, стр. 496-497

### **3. ВТОРА ГЛАВА ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧНА РАМКА НА КОНЦЕПЦИЯТА ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА СТОЙНОСТТА (VBM – Value-Based Management)**

Направена е характеристика на VBM-концепцията. Описани са причините, довели до нейната поява и развитие. Представена е класификация на VBM-моделите за анализ и оценка на бизнеса. Концепцията за управление на стойността се появява и оформя в края на XX и началото на настоящия век. През 80-те години на XX век се появява моделът на икономическата добавена стойност (EVA - Economic Value Added) на Бенет Стюарт<sup>12</sup>, който по-късно е регистриран като търговска марка. Концепцията на Стюарт за икономическата печалба (добавена стойност) се основава на сравнение между възвръщаемостта на инвестиция капитал (ROIC – Return on Invested Capital) и средно-претеглената цена на капитала (WACC – Weighted Average Cost of Capital). Когато възвръщаемостта на капитала превишава неговата цена, предприятието създава икономическа печалба (добавена стойност). Така Стюарт дефинира критерии за доходен бизнес, които отчитат интересите на инвеститорите. През 90-те години на XX век се появяват и други подобни модели, позволяващи да се измери възвръщаемостта на инвестиция капитал и добавената през годината стойност, по-известни от които са: CFROI – Cash Flow Return on Investment (Парична възвръщаемост на инвестиция капитал); CVA – Cash Value Added (Парична добавена стойност); TBR – Total Business Return (Съвкупна възвръщаемост на бизнеса) и др. Терминът „Стойностно-базиран мениджмънт“ за пръв път е използван през 1994 г. от Мактагарт, Контес и Манкинс<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Stewart, B., The Quest for Value: A Guide for Senior Managers, Harper Business, N. Y., 1991

<sup>13</sup> McTaggart, J., P. Kontes, M. Mankins, The Value Imperative. Managing for Superior Shareholder Returns, The Free Press, N.Y., 1994

**Основната цел на концепцията за стойностно-базирания мениджмънт (Value-based Management) е максимизирането на стойността на компанията и респективно благосъстоянието на нейните акционери (собственици). Тя е изградена върху няколко фундаментални принципа:**

- Стойността на компанията зависи от нейния потенциал да генерира доходи в бъдеще, т.е. от дисконтираните ѝ бъдещи парични потоци;
- Стойност се създава само когато нормата на възвръщаемост на инвестиция капитал (ROIC) превишава средно-претеглената цена на капитала (WACC);
- Финансовите задължения намаляват стойността на компанията.

**Стойността на компанията зависи от три групи ключови фактори (Key Value Drivers) - паричните потоци, цената на капитала и капиталовата структура. За да постигнат своята стратегическа цел, мениджърите трябва да се фокусират главно върху тези три групи фактори. VBM-концепцията не е просто модел, тя води до трансформация на корпоративната култура и ориентация към коренно различни за компанията цели. През последните тридесет години компаниите постепенно преориентират своята стратегия и управленски подход към принципите на концепцията за управление на стойността (VBM) и започват да оценяват своето функциониране предимно чрез стойностно-базирани модели за анализ. Вниманието на анализаторите се фокусира върху способите за определяне на справедливата стойност на компаниите, базирани на техния потенциал да осигуряват доход за собствениците. Появата и развитието на концепцията за стойностно-базирания мениджмънт през последните тридесет години в никакъв случай не изключва необходимостта от запазване и усъвършенстване на традиционния финансов анализ. Както стойностно-базираният подход, така и традиционният подход за анализ и оценка на бизнес успеха на компанията имат своето значение и място в съвременния бизнес анализ. Всеки един от тях дава възможност да се погледне и оцени финансовото представяне на компанията по определен начин, така че да бъдат направени съответните изводи. Ето защо може да се каже, че двата подхода са взаимно-допълващи се, а не взаимно-изключващи се.**

**Аналитичните и оценъчни модели, характерни за VBM-концепцията най-общо могат да се обособят в две големи групи<sup>14</sup>:**

- **Модели за измерване на добавената стойност и възвръщаемостта на инвестиция капитал през даден период;**
- **Модели за оценка стойността на компанията към определен момент и респективно справедливата цена на нейните акции или дялове.**

От първата група модели са описани и обяснени моделът на Стюарт за икономическата добавена стойност EVA - Economic Value Added и моделът на HOLT Value Associates LP за паричната възвръщаемост на инвестиция капитал (CFROI – Cash Flow Return On Investment) и паричната добавена стойност (CVA – Cash Value Added). EVA измерва в абсолютна сума т. нар. „Икономическа печалба“, която е фактор за прираста или редуцията на стойността на компанията за определена календарна година. Може да бъде изразена по следните два начина<sup>15</sup>:

$$1) EVA_j = NOPAT_j - (IC_{j-1} \cdot WACC)$$

$$2) EVA_j = (ROIC_j - WACC) \cdot IC_{j-1}$$

където:

*NOPAT<sub>j</sub>* – Net Operating Profit After Tax for the year (нетна оперативна печалба за съответната година);

*IC<sub>j-1</sub>* – Invested Capital at the end of previous year (инвестиран капитал към края на предходната година);

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

*ROIC<sub>j</sub>* – Return On Invested Capital for the year (годишна възвръщаемост на инвестиция капитал).

Когато  $EVA < 0$ , предприятието реализира икономическа загуба, тъй като не осигурява изискуемата от акционерите възвръщаемост. Когато  $EVA = 0$ , предприятието покрива алтернативната цена на капитала, т.е. осигурява минимално изискуемата възвръщаемост на акционерния капитал (такава възвръщаемост, каквато инвеститорите биха получили инвестирайки парите си в

<sup>14</sup> Тодоров, Л., Съвременни модели за оценка на бизнеса, „Нова звезда“, 2014, стр. 11

<sup>15</sup> Stewart, B., *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. Harper Business, N. Y., 1991

аналогично предприятие със същата степен на риск). Когато  $EVA > 0$ , собствениците получават по-висока възвръщаемост от алтернативната цена на капитала. В този случай предприятието увеличава своята стойност. Всеки от представените два начина за извеждане на икономическата добавена стойност (EVA) има своята аналитична стойност. Присъствието на печалбата (NOPAT) като фактор в първия модел дава възможност чрез факторно моделиране да се разработят разширени модели на EVA, които обхващат фактори, като обем и асортиментната структура на продажбите, продажни цени на продукцията, бизнес ефективност (видове разходи по икономически елементи на един лев продажби), условно-постоянни и променливи разходи и др. Такива модели са разработени и описани в трета глава. Вторият модел на EVA е полезен, тъй като при него пряко се съпоставят двата най-важни показателя, свързани с оценката на доходността на бизнеса – ROIC и WACC.

Може да се направи заключението, че EVA е своеобразен мост между традиционния и стойностно-базирания подход за измерване на бизнес-успеха, тъй като от една страна тя се базира на счетоводната печалба, а от друга страна отчита доколко предприятието е създадо през годината стойност за неговите собственици.

**Показателят CFROI се възприема, като модифицирана версия на вътрешната норма на възвръщаемост (IRR – Internal Rate of Return), която се прилага спрямо вече осъществените инвестиции. На предприятието се гледа като на една обща инвестиция. И тук, както при EVA-модела, се прави сравнение между възвръщаемостта на инвестиция капитал (в случая CFROI) и средно-претеглената цена на капитала (WACC). Описани са два подхода за извеждане на показателя CFROI – основен и алтернативен. При основния подход CFROI изразява получения от компанията паричен поток за дадена календарна година, като процент от общата инвестиция (инвестиция капитал). При алтернативния подход CFROI представлява вътрешната норма на възвръщаемост (IRR) на всички извършени от предприятието инвестиции до момента. Вторият подход е значително по-гъвкав и предпочитан от професионалните анализатори в сравнение с основния подход, заради неговите предимства: не съдържа като**

параметър средно-претеглената цена на капитала (WACC); могат да се въвеждат различни парични потоци за отделните години; изчисленията се извършват бързо с помощта на вградените финансови функции в MS Excel. Моделът на паричната добавена стойност (CVA) е тясно свързан с паричната възвръщаемост на инвестиция капитал (CFROI). Описани са две негови разновидности. Подобно на EVA, моделът CVA измерва създадената (отнетата) през годината стойност.

**В съвременния свят все по-често се налага да бъдат оценявани не само активите на компаниите, но също и техния капитал. Причините за това са различни – придобиване (сливане) на фирми, покупко-продажби на дялове или пакети от акции, предоставяне на дялове или акции като апортни вноски в капиталите на търговски дружества, проучване на възможности за инвестиции, подялба на бизнеса между съдружници, анализ на финансовото представяне на компанията и др.** „Бизнес оценяването се използва за оптимизиране и усъвършенстване на управлението на дружеството, за изготвяне на коректни финансови отчети, за получаване на реална представа относно собствеността на дружеството, за реструктуриране и оздравяване на дейността на предприятието, за изпълнение на нормативни изисквания, за подсигуриране на обезпечения на заеми и други сделки“<sup>16</sup>.

В бизнес оценяването съществуват три основни подхода за извеждане на пазарната, справедливата или инвестиционната стойност на дадено предприятие – разходен (на базата на пазарната стойност на притежаваните активи), приходен (на базата на очакваните бъдещи доходи) и сравнителен (съобразно цената на аналогични предприятия). Концепцията за управление на стойността (VBM) използва предимно способности от т.нар. Приходен подход (Income approach). При него стойността на компанията зависи от потенциала ѝ да генерира доходи за нейните собственици в бъдеще. За да се приложи приходния подход, е необходим анализ както на предприятието – обект на оценка, така също и на сектора, пазарите и конкуренцията. Оценката се базира както на исторически данни за основните икономически показатели на предприятието, така също и на прогноза за неговото

---

<sup>16</sup> Башева, С., К. Кавалджиева, Бизнес оценяване, ИК УНСС, 2016, стр. 7

бъдещо развитие. Основни способности, чрез които се реализира приходния подход, са методът на дисконтираните бъдещи парични потоци (DCF – Discounted Cash Flows) и методът „Капитализация на доход“ (Income capitalization). Определянето на справедливата стойност на собствения капитал на компанията по метода на дисконтираните парични потоци се основава на прогноза за бъдещото развитие на предприятието и респективно за неговите бъдещи доходи (парични потоци), които се дисконтират с определена дисконтова норма (за такава служи средно-претеглената цена на капитала на предприятието), за да се определи стойността им към настоящия момент (момента на оценката). Общият вид на модела DCF е представен чрез формула. Описана е методиката за извеждане на прогнозните парични потоци.

Методът на пазарните сравнения има само спомагателно значение при управлението на стойността. Той принадлежи към т.нар. Сравнителен подход в бизнес оценяването, който дава възможност да се определи пазарната стойност на едно предприятие, в зависимост от това каква цена дава пазарът в момента за аналогични предприятия. За аналог може да послужи предприятие, което има сходни характеристики с тези на оценяваното предприятие. Обикновено, за аналози се използват публично търгувани компании, тъй като фондовият пазар формира цената на акциите и пазарната стойност на компаниите. Важно изискване е аналозите и оценяваното предприятие да са сходни по някои значими бизнес показатели, като доходност на бизнеса (потенциал за генериране на доходи), темпове на растеж на печалбите и капитала и степен на риск. Сравнението между оценяваното предприятие и всеки аналог се извършва чрез пазарни множители (коефициенти). Направена е характеристика на по-често използваните в практиката пазарни коефициенти.



#### **4. ТРЕТА ГЛАВА ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА РАЗВИТИЕ И УСЪВЪРШЕНСТВАНЕ НА БИЗНЕС АНАЛИЗА ВЪВ ВРЪЗКА С УПРАВЛЕНИЕТО НА СТОЙНОСТТА НА КОМПАНИЯТА**

В тази глава се открояват следните три акцента, свързани с целите и задачите на дисертационния труд:

- Дефиниране на задачите на бизнес анализа при управлението на стойността на компанията;
- Интегриране на VBM-концепцията в балансираната карта за анализ и стратегически мениджмънт (BSC – Balanced Scorecard);
- Разширяване на аналитичните възможности на модела за икономическата добавена стойност (EVA).

Задачите на бизнес анализа във връзка с управлението на стойността на компанията са разделени в три групи:

##### **Първа група: задачи, свързани с управлението на паричните потоци.**

Като се има предвид начинът на формиране на паричните потоци и техните компоненти, то основна задача на бизнес анализа би трябвало да бъде анализът на компонентите на паричните потоци по исторически данни за последните 3-7 години преди датата на оценката. Това включва анализ на продажбите, анализ на оперативната печалба и бизнес ефективността, анализ на разходите за амортизации, анализ на изменението на оперативните дълготрайни активи и нетния оборотен капитал. Необходимо е да се определят темповете на изменение на всеки отделен компонент и да се изчислят някои важни бизнес показатели, основни от които са рентабилността на продажбите, съотношенията на видовете разходи по икономически елементи към приходите от продажби, инвестиционната поглъщаемост (съотношението на оперативните дълготрайни активи към приходите от продажби) и съотношенията на амортизациите и нетния оборотен капитал към приходите от продажби. Резултатите от този анализ могат да разкрият определени закономерности и тенденции в развитието на предприятието, както и наличието на определени пропорции и зависимости

между отделните бизнес показатели. Те са изключително важни за извеждането на точна и адекватна оценка на справедливата пазарна стойност на компанията.

**Втора група: задачи, свързани с определянето на цената на капитала.**

Цената на капитала е важен фактор, от който зависи стойността на компанията. Той е основен критерий за доходност на бизнеса, тъй като представлява минимално изискваната възвръщаемост на инвестирания капитал за конкретния бизнес. Цената на капитала служи и като дисконтова норма при модела на дисконтираните бъдещи парични потоци. Задачите на анализатора (оценителя) по отношение определянето цената на дълга ( $R_D$ ) и цената на собствения капитал ( $R_E$ ) са свързани с избора на подходящи методи и модели и преценка за необходимостта от допълнителни корекции за финансов и бизнес риск. Представена е стандартната формула за средно-претеглена цена на капитала. Описани са трите метода за определяне цената на дълга ( $R_D$ ): директен метод, метод на синтетичния рейтинг и комбиниран метод. При цената на собствения капитал ( $R_E$ ) са представени модификациите на модела за оценка на капиталовите активи (CAPM), приложими за държави със слаборазвити капиталови пазари, като най-подходящ и използван в практиката метод за извеждане цената на собствения капитал за условията на България.

**Третата група: задачи, свързани с капиталовата структура.** В теорията на корпоративните финанси се счита, че оптимална е онази капиталова структура, при която се минимизира средно-претеглената цена на капитала (WACC) и се максимизира стойността на компанията. WACC може да се минимизира, като се промени съотношението между дълга и собствения капитал (DER). Анализаторът има за цел да намери онова съотношение DER, при което се минимизира WACC, но същевременно нивото на финансов риск на предприятието е в разумни граници. Ето защо, при този вид анализ трябва да бъдат въведени ограничителни условия по отношение степента на финансова задлъжнялост и финансов риск. По отношение на капиталовата структура, бизнес анализът има за задача извършването на редовни тестове за нейната оптималност във връзка с вземането на правилни и целесъобразни финансови решения. Друга важна задача е необходимостта от постоянен мониторинг на нивото на финансов риск и оценка

на финансовата устойчивост на предприятието. Целта е мениджмънтът да отреагира своевременно и да предприеме действия, насочени към повишаване на финансовата устойчивост.

**Във връзка с интегрирането на концепцията за управление на стойността (VBM) в модела на балансираната карта за анализ и стратегически мениджмънт (BSC) е направена характеристика на концепцията на Р. Каплан и Д. Нортън за балансираната карта.** Същността ѝ се състои в определянето и измерването на основните фактори, от които зависи успеха на компанията. При традиционното управление вниманието на мениджърите е съсредоточено основно върху финансовите измерители, което е неефективно и не може да осигури цялостна представа за състоянието и бъдещото развитие на компанията. Необходимо е да се използват и нефинансови показатели, които да се комбинират и логически да се обвържат с финансовите, за да се отчетат всички фактори, от които зависи успеха на компанията. Балансираната карта (BSC) не е просто оценъчен модел, а система за стратегическо и ефективно управление в дългосрочен план, която формулира стратегията, синхронизира целите и задачите с нея и осигурява постоянен контрол върху тяхното постигане и изпълнение, свързва целите с показателите на дейността, описва причинно-следствените връзки, дава възможност за установяване на целеви значения на показателите и установява обратна връзка за получаване на необходимата информация при нужда от промяна на стратегията. Балансираната система от показатели се определя от стратегията на компанията и разглежда дейността ѝ в четири главни аспекта (направления): „Финанси“, „Клиенти“, „Вътрешни бизнес процеси“ и „Познания и развитие“. Различните аспекти са обвързани помежду си чрез причинно-следствени връзки, които дават информация за развитието на компанията. Показателите в аспектите са трансформирани цели на организацията от словесна в числова форма, като обикновено те са от 4 до 7 за всеки един от разглежданите аспекти. В тази част са разгледани и четирите аспекта поотделно, като за всеки един са описани ключовите въпроси към него, целите и задачите и примерни показатели. Днес, близо тридесет години след

неговата поява, моделът BSC е широко използван в стопанската практика с доказани ползи за управлението на компаниите и далеч надхвърля рамките на оценъчен модел за нуждите на управлението. В някои компании той се е превърнал в система за комплексен бизнес анализ, обвързана със стратегическия мениджмънт.

Моделът на балансираната карта (BSC) притежава редица положителни качества и прилагането му във всяка една организация би довело до повишаване на ефективността от цялостната дейност на компанията. Ползите от разработването и внедряването на BSC-система в предприятието са отдавна известни и доказани, но въпреки това моделът има някои слабости и пропуски. Така например, оригиналният модел на Каплан и Нортън не извежда стойността на компанията, като основна стратегическа цел. Той не отдава достатъчно внимание на основните фактори, от които зависи стойността на компанията. **Новите икономически реалности и възгледи за бизнес успеха и просперитета на компанията налагат една от водещите и стратегически цели да бъде постигането на постоянен ръст на нейната справедлива стойност. Един от начините за усъвършенстване и доразвиване на Балансираната карта е в нея да се интегрира VBM-концепцията, като компонент на аспект „Финанси“ или като отделен аспект с наименование „Корпоративна стойност“.** Разработването на допълнителен аспект - „Корпоративна стойност“, би съсредоточило вниманието на мениджмънта върху ключовите фактори, от които зависи стойността на компанията. Целта е да се постигне постоянен ръст на корпоративната стойност в дългосрочен план, което би удовлетворило всички заинтересовани лица. В аспект „Корпоративна стойност“ би следвало да се включат показатели и от двете групи VBM-модели. От първата група „Модели за измерване на добавената стойност и възвръщаемостта през годината“ могат да бъдат включени най-използваните в практиката, а именно „Възвръщаемост на инвестиция капитал“ (ROIC) и „Икономическа добавена стойност“ (EVA). От втората група „Модели за оценка на стойността към даден момент“ би трябвало да се включи моделът на дисконтираните бъдещи парични потоци (DCF-Valuation), който извежда справедливата пазарна стойност на компанията,

отчитайки основните фактори, влияещи върху стойността – паричните потоци, капиталовата структура и цената на капитала.

Въз основа на резултатите от анализа и оценката на „Слънчо“ АД, в т.ч. и разработените два сценария по отношение прогнозата за 2021 г. (представени в четвърта глава) са дадени насоки за разработване на BSC на дружеството за периода 2021 – 2023 г. Целта е:

- Да се подчертае водещата роля и значението на бизнес анализа при стратегическото планиране, оценката и контрола на постигнатите резултати в предприятието;
- Да се подпомогне ръководството на компанията в процеса на разработване и внедряване на BSC за първи път в качеството ѝ на система за комплексен бизнес анализ и стратегически мениджмънт.

**VBM-концепцията е интегрирана в изготвената примерна балансирана карта (BSC) на „Слънчо“ АД, посредством включване (добавяне) на VBM-показатели към финансовия аспект.** Разработената примерна BSC съдържа следните четири направления (аспекти):

- 1) „Финанси и корпоративна стойност“;
- 2) „Клиенти“;
- 3) „Вътрешни бизнес-процеси“;
- 4) „Познание и развитие“.

За всеки от аспектите са избрани от 3 - 9 показателя, чиито отчетни стойности са от 2020 г., а зададените им целеви стойности са за периода 2021 – 2023 г. Маркирани са примерни програми (задачи и мероприятия) за достигане на поставените цели. Целевите стойности на показателите в аспект „Финанси и корпоративна стойност“ са съобразени с резултатите от анализа и оценката на „Слънчо“ АД и разработените два сценария по отношение на прогнозата за продажбите, оперативната печалба, бизнес ефективността и икономическата добавена стойност за 2021 г., както и с извършената оценка на справедливата цена на акция към 31.12.2020 г. по метода на дисконтираните бъдещи парични потоци.

**В края на трета главата е предложено аналитичните възможности на модела на икономическата добавена стойност (EVA) да бъдат разширени във връзка с управлението на стойността на компанията, като в него се интегрира моделът на оперативната печалба (ЕБИТ) и респективно моделът на приходите от продажби (SR) и моделът на бизнес ефективността (ROS). Това дава възможност да се обхванат основните преки фактори, оказващи влияние върху размера на оперативната печалба и респективно върху икономическата добавена стойност за годината:**

$$\begin{aligned} EVA &= (SR \times ROS) \times (1 - T) - (IC_{n-1} \cdot WACC) = \\ &= \left( \left( \sum_{i=1}^m q_i \cdot p_i \right) \times \left( 1 - \left( \frac{MC}{SR} + \frac{EES}{SR} + \frac{DAC}{SR} + \frac{LC}{SR} + \frac{OE}{SR} + \frac{Ch}{SR} \right) \right) \right) \times (1 - T) - (IC_{n-1} \cdot WACC) \end{aligned}$$

Предложеният разширен модел позволява да се проследи или моделира процесът на създаване на стойност в предприятието. Чрез него мениджмънтът на предприятието има възможност предварително да прогнозира ръста или спада на стойността на компанията (например за следващата година), при наличието на сравнително точна прогноза за обема на продажбите, продуктовата номенклатура, продажните цени, очакваните промени в бизнес ефективността (отделните видове разходи на един лев продажби), цената на капитала и размера на инвестирания капитал.

## **5. ЧЕТВЪРТА ГЛАВА АНАЛИЗ И ОЦЕНКА НА ИНДУСТРИАЛНА КОМПАНИЯ ВЪВ ВРЪЗКА С УПРАВЛЕНИЕТО НА СТОЙНОСТТА**

„Слънчо“ АД е публична компания, търгувана на Българска фондова борса с борсов код (SLR / SLR). Предметът на дейност е производство на детски и диетични храни на зърнена основа; търговска дейност в страната и чужбина. Предприятието е единственият производител на детски инстантни храни у нас.

**В тази глава са демонстрирани възможностите на съвременния бизнес анализ във връзка с управлението на стойността на компанията. Анализът е извършен както на базата на отчетни данни за периода 2016 – 2020 г., така също и на базата на прогнозни данни за бъдещ период. По отношение на прогнозата за оперативната печалба и бизнес ефективността са разработени два сценария за сбъждане, различаващи се по стойностите на разходите за материали на един лев продажби и разходите за труд на един лев продажби. Резултатите от анализа са интегрирани в оценката на справедливата пазарна стойност на „Слънчо“ АД към 31.12.2020 г. по метода на дисконтираните бъдещи парични потоци. Оценката също е извършена при два сценария за прогнозните парични потоци. Целта е да се определи влиянието на промените в степента на ефективност на бизнеса върху справедливата стойност на компанията, респективно върху справедливата цена на акция.**

Практическото изследване включва:

- Анализ на продажбите;
- Анализ на оперативната печалба;
- Анализ на бизнес ефективността;
- Анализ на доходността на бизнеса;
- Анализ на възвръщаемостта на инвестиция капитал (ROIC) и икономическата добавена стойност (EVA);
- Анализ на паричната възвръщаемост (CFROI) и паричната добавена стойност (CVA);

- Оценка на справедливата пазарна стойност на „Слънчо“ АД;
- Оптимизиране на капиталовата структура;
- Анализ и оценка на финансовия риск и финансовата устойчивост.

Получените резултати от практическото изследване могат да се обобщят по следния начин:

1. Предприятието има устойчив ръст и възходящ тренд на продажбите за периода 2016 – 2020 г. (фиг. 1)



Фиг. 1 Динамика на оперативната печалба за периода 2016 – 2020 г.

Най-голям е ръстът за 2020 г. (13,05%). Продажбите нарастват средно на година с 6,29%. Изследвана е също и динамиката на продажбите по отделни продуктови групи за 2020 г. спрямо 2019 г. Най-голям ръст бележат продажбите на брашно тип 500 (33%), детски стерилизирани храни (24%), екструдирани храни (17%) и детски инстантни храни (8%). Анализът на структурата по видове продуктови групи показва, че три групи формират над 97% от продажбите на дружеството - детските инстантни храни, екструдираните продукти и детските стерилизирани храни. Извършеният факторен анализ на приходите от продажби на продукция за 2020 г. спрямо 2019 г. показва, че прираства от 703 610 лв. или 13,37% основно се дължи на ръста на натуралния обем на продажбите (12,20%). Продадените в повече количества са осигурили 642 062 лв. повече приходи. Средното равнище на продажните цени се е повишило незначително (с един процент), поради което приходите са се увеличили с 61 548 лв.



2. За разлика от продажбите, оперативната печалба няма възходящ тренд и устойчив темп на ръст през периода 2016 – 2020 г. Тя варира слабо, поради промените в степента на ефективност на бизнеса (ROS) за отделните години. Средната рентабилност на продажбите (ROS) за периода е 23,3%, а средната оперативна печалба е 1207 хил. лв. Средно на година, оперативната печалба нараства с 2%. Вариацията на оперативната печалба около средния ѝ размер за периода 2016 – 2020 г. е ниска (8,26%), което означава, че през периода дружеството генерира стабилен доход и респективно паричен поток. Направен е факторен анализ на оперативната печалба, както по отчетни данни за 2020 г. спрямо 2019 г., така и по прогнозни данни за 2021 г. спрямо 2020 г. По отчетни данни оперативната печалба за 2020 г. е със 192 хил. лв. или с 16,48% повече отколкото за 2019 г. И двата основни фактора (промените в продажбите и промените в бизнес ефективността) имат положително влияние. По прогнозни данни са разработени два сценария. Сценарий 1 предвижда през 2021 г. продажбите да запазят същия темп на растеж по отделни продуктови групи, какъвто са имали за 2020 г. спрямо 2019 г., както и повишаване на продажните цени с 5% на всички продукти (предвид очакваната инфлация през 2021 г.). Не се очакват промени в степента на ефективност на бизнеса. При този сценарий очакваната оперативна печалба е с 264 хил. лв. или 19,45% повече от 2020 г. За да бъде реализиран той, мениджмънтът би трябвало да насочи усилията си към провеждане на подходяща и ефективна маркетингова политика. При сценарий 2 се предвижда ръст на приходите от дейността от 19,47% (както при първия сценарий) и повишаване на бизнес ефективността по линия на разходите за материали на един лев продажби и разходите за труд на един лев продажби. Очаква се разходите за материали на един лев продажби да се понижат с 3% поради изпреварващия темп на ръст на приходите от продажби спрямо ръста на разходите за материали. Очаква се разходите за заплати и осигуровки на един лев продажби да се понижат с 4% поради изпреварващия темп на ръст на приходите от продажби спрямо ръста на заплатите и осигуровките. Този сценарий предвижда ръст на оперативната печалба (ЕБИТ) за 2021 г. спрямо 2020 г. в размер на 427 хил. лв. или 31,47%, под влияние на промените и в двата фактора – приходите от

продажби и рентабилността на продажбите. Неговата реализация би осигурила със 163 хил. лв. или 10% по-голяма печалба от първия сценарий. Това насочва вниманието на мениджмънта освен към провеждането на по-ефективна маркетингова политика (както при първия сценарий), също и към търсенето на подобри възможности във връзка с условията на доставките на суровини и материали за производството и подходяща политика по отношение числеността на персонала, длъжностните характеристики и договарянето на работните заплати. Целта е да се създадат предпоставки за повишаване на бизнес ефективността по линия на разходите за материали и разходите за труд на единица продажби.

3. Въпреки устойчивия ръст на приходите, оперативният марджин на печалбата (рентабилността на продажбите - ROS) постепенно намалява (от 26,72% за 2016 г. на 22,68% за 2020 г.), което означава постоянно намаляваща бизнес ефективност.

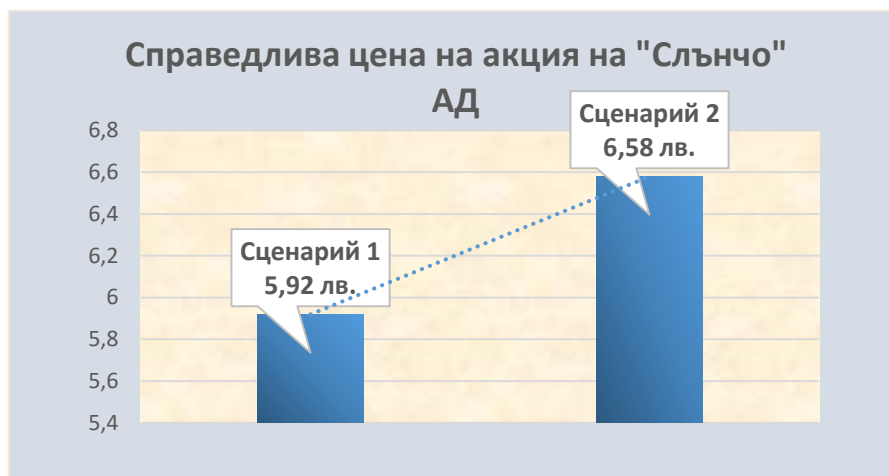
4. „Слънчо“ АД поддържа висока доходност на бизнеса (ROA) през целия анализиран период, като тя е най-висока за 2020 г. (22,14%), превишаваща средната ROA за хранително-вкусовите компании 1,8 пъти. Същевременно дружеството има рентабилност на собствения капитал (ROE) по-ниска от средната за отрасъла за всички години от анализирания период, поради отсъствието на дълг в капиталовата структура и респективно ефект на финансов ливъридж. Сравнителният анализ (бенчмаркинг) на показателите ROA и ROE на „Слънчо“ АД за периода 2016 – 2020 г. е направен спрямо средните стойности за десет компании от топ 30 на хранително-вкусовите предприятия в България, подбрани на случаен принцип („Олива“ АД, „Папас олио“ АД, „Нестле България“ АД, „Белла България“ АД, „Карлсберг България“ АД, „Монделийз България холдинг“ АД, „Загорка“ АД, „Престиж-96“ АД, „Бисер олива“ АД и „Амета холдинг“ АД). Средният ливъридж коефициент (отношението на ROE и ROA) за 2020 г. на сравнимите компании е равен на 2,05, докато при „Слънчо“ АД той е равен на 1,04 (стойност единица е възможна само при пълно отсъствие на финансови задължения, което практически е невъзможно). Потвърждава се изводът, че липсата на дългово финансиране и финансов ливъридж при „Слънчо“ АД (за

разлика от компаниите в бенчмарка) се отразява негативно върху доходността за неговите акционери. Направен е и факторен анализ на рентабилността на активите и рентабилността на собствения капитал за отчетната 2020 г. спрямо предходната 2019 г.

5. Възвръщаемостта на инвестиция капитал (ROIC) на „Слънчо“ АД за последните две години превишава средната за сравнимите компании от отрасъла, като за 2020 г. тя е равна на 23,36%. За всяка година от периода ROIC превишава средно-претеглената цена на капитала (WACC) и дружеството реализира икономическа печалба (положителна икономическа добавена стойност – EVA). Цената на собствения капитал на дружеството е определена по първата модификация на CAPM, приложима за развиващи се пазари, тъй като това е най-използваният в практиката способ. Като безрискова норма на дохода е използвана историческата средна доходност по 10-годишните американски облигации. През периода 2016 – 2020 г. EVA нараства средно на година със 7,78%. От гледна точка на инвеститорите, дружеството функционира ефективно и осигурява необходимата доходност за акционерите. Най-голям е ръстът на добавената стойност за 2020 г. – цели 59% спрямо 2019 г. Спреда (ROIC - WACC) на „Слънчо“ АД за 2020 г. е с 4,38 пункта по-висок от средния за сравнителните компании. Факторният анализ на икономическата добавена стойност (EVA) е изготвен по отчетни данни за 2020 г. спрямо 2019 г. и по прогнозни данни за 2021 г. спрямо 2020 г. По отчетни данни икономическата добавена стойност (EVA) за 2020 г. е с 249 хил. лв. или с 59% повече от 2019 г. Всеки един от четирите преки фактора оказва положително влияние. По прогнозни данни са проиграни двата сценария, описани по-горе. Заложените в Сценарий 1 ръст на продажбите и повишаване на продажните цени могат да осигурят с 228 хил. лв. (912 - 673) или с 34% по-висока добавена стойност в сравнение с 2020 г. При Сценарий 2 ръстът на приходите от дейността и повишаването на бизнес ефективността могат да осигурят с 375 хил. лв. (1048 - 673) или с 56% по-висока добавена стойност в сравнение с 2020 г.

6. От направената оценка на справедливата стойност на собствения капитал на „Слънчо“ АД по метода на дисконтираните бъдещи парични потоци е видно,

че планираното повишаване на бизнес ефективността при Сценарий 2 може да увеличи стойността на компанията ( $V_E$ ) и респективно справедливата цена на акция с 11% (от 5,92 лв. на 6,58 лв. за акция) спрямо Сценарий 1 (фиг. 2).



Фиг. 2 Сравнителна диаграма на справедливата цена на акция при Сценарий 2 спрямо Сценарий 1

Прогнозата за паричните потоци за нуждите на оценката при двата сценария интегрира в себе си резултатите от анализа на продажбите, бизнес ефективността и оперативната печалба. Това демонстрира възможностите и значението на бизнес анализа при управлението на стойността на компанията. Последната постигната цена на БФБ за търговия с акции на „Слънчо“ АД е от 05.07.2021 г. и е в размер на 11 лв. за акция. В края на 2020 г. има сделки с акции на дружеството на цена от 13 лв. Това означава, че инвеститорите очакват твърде висок растеж на печалбите и дивидентите на дружеството в бъдеще. Оценката на „Слънчо“ АД е извършена и по метода на пазарните сравнения, единствено с цел да бъде потвърден изводът, че на капиталовия пазар дружеството е значително надценено. Сравнението е извършено спрямо други две дружества от отрасъл Хранително-вкусова индустрия, котиран на Българската фондова борса – „Градус“ АД и „Захарни заводи“ АД. По метода на пазарните сравнения справедливата цена на акция на „Слънчо“ АД е 4,16 лв., което потвърждава вече направения извод за значителното му надценяване на фондовия пазар. Твърде високите очаквания на инвеститорите могат да се обяснят с отличното финансово състояние на дружеството, постоянния ръст на продажбите, стабилните печалби,

редовното разпределяне и изплащане на дивиденди и извънредно ниските нива на финансов и бизнес риск.

7. „Слънчо“ АД се отличава с много ниска степен на финансов риск и много висока финансова устойчивост. Z-score анализът е извършен, както на базата на първата разновидност на модела, приложима за публични компании, така и на базата на втората разновидност, приложима за непублични производствени предприятия. Основание за това е твърде високата пазарна капитализация на „Слънчо“ АД към края на 2020 г., поради значителното му надценяване на БФБ (над два пъти). Освен това, дружеството няма почти никакъв дълг (финансовите задължения съставляват под 4% от целия капитал). Ето защо, стойността на  $X_4$  в Z-score модела, приложим за публични компании е нереално висока (над 200), което изкривява крайния резултат. По отношение на първата разновидност на Z-score е направено сравнение с други две хранително-вкусови компании, търгувани на БФБ - „Градус“ АД и „Захарни заводи“ АД. Крайната стойност на Z на „Слънчо“ АД е извънредно висока, най-вече поради влиянието на  $X_4$ . Може да се направи изводът, че дружеството има много добро финансово състояние и представяне. При втората разновидност на Z-score (приложима за производствени компании, които не се търгуват на борсата) за определяне на  $X_4$  се взема собствения капитал по баланс, а не пазарната капитализация. Извършено е сравнение спрямо средните стойности за осем дружества от топ 30 на хранително-вкусовите предприятия в България към 31.12.2020 г. И при тази разновидност на Z-score, резултатът на „Слънчо“ АД многократно превишава този на сравнимите компании. Отново се потвърждават вече направените изводи за финансовото състояние на анализираното дружество.

„Слънчо“ АД изпълнява всичките шест условия за финансова стабилност, описани в първа глава и според критериите за финансова устойчивост има най-високата степен на финансова устойчивост. Тази оценка се потвърждава и от извършения анализ на ликвидността, който показва, че дружеството се характеризира с прекомерно висока ликвидност през целия период. Това от една страна осигурява висока платежоспособност и финансова сигурност, но

същевременно говори за липсата на инвестиции и разумни финансови решения, които да увеличат доходността. От сравнителния анализ за 2020 г. е видно, че коефициентите на ликвидност на „Слънчо“ АД превишават многократно средните стойности за сравнителните компании.

8. Към 31.12.2020 г. капиталовата структура на „Слънчо“ АД не е оптимална. Липсата на дълг и финансов ливъридж повишава финансовата стабилност на компанията, но същевременно тя пропуска ползи и не реализира максимално възможната доходност за акционерите. Целта на анализа по отношение на капиталовата структура е да се определи как реагират показателите WACC, EPS, ROE и EVA при промяна в съотношението между собствения капитал (E) и дълга (IBD). Анализът би могъл да се извърши в два варианта:

1) Промяна на съотношението между дълга и собствения капитал при запазване на един и същ размер на инвестираня в бизнеса капитал (E+IBD);

2) Промяна на съотношението между дълга и собствения капитал чрез увеличаване на дълга и респективно на инвестираня в бизнеса капитал. Този вариант за анализ е подходящ при необходимост от нови инвестиции, за които трябва да бъде осигурено допълнително финансиране. При различно ниво на инвестираня капитал ще има и различен размер на оперативната печалба, което ще зависи от очакваната възвръщаемост на капитала.

Получените резултати от тестовете за оптималност на капиталовата структура могат да се обобщят по следния начин:

- С увеличаване на относителния дял на дълга в капитала постепенно се повишава цената на собствения капитал ( $R_E$ ), поради повишаването на съотношението  $DER$  и респективно бета с ливъридж ( $\beta_L$ ). Повишаването на финансовата задлъжнялост води до повишаване на минимално изискваната възвръщаемост от собствениците, съответстваща на поетия риск.
- Въпреки повишаването на цената на собствения капитал ( $R_E$ ), средно-претеглената цена на капитала (WACC) намалява в целия зададен диапазон на коефициента на дълга (DR). Причината за това е твърде голямата разлика между цената на дълга ( $R_D$ ) и цената на собствения капитал ( $R_E$ ).

- Коефициентът на покритие на лихвите (ICR) запазва високи стойности, съответстващи на най-високия кредитен рейтинг, по таблицата за синтетичния рейтинг<sup>17</sup> в целия диапазон на изменение на DR.
- Средно-претеглената цена на капитала (WACC) се минимизира при DR=0,5.
- Печалбата на акция (EPS) се максимизира при DR=0,5, поради редуцирането на броя на обикновените акции (NCSO) пропорционално на увеличаването на дълга. Редуцирането на броя на обикновените акции с 83% при DR=0,5 води до 4,5 пъти увеличаване на печалбата на акция (EPS) – от 0,38 лв. на 2,10 лв.
- Рентабилността на собствения капитал (ROE) също се максимизира при DR=0,5.
- Икономическата добавена стойност (EVA) постепенно се увеличава с повишаване на DER, поради по-ниската средно-претеглена цена на капитала (WACC). При DR=0,5 предприятието би реализирало с 13,8% (93 хил. лв.) по-висока добавена стойност. Това означава, че и стойността на компанията като цяло би била по-висока.

**На базата на резултатите от анализа и оценката на „Слънчо“ АД могат да се направят следните изводи и препоръки към ръководството:**

**Първо:** Необходимо е да се обърне внимание на постоянно намаляващата бизнес ефективност през последните пет години. Това изисква да се оптимизират разходите, бизнес процесите и себестойността на продукцията. Някои от мерките може да изискват стратегически и инвестиционни решения. От направения в т.3 прогнозен факторен анализ на оперативната печалба за 2021 г. е видно, че повишаването на рентабилността на продажбите (ROS) с 2,27 пункта (табл. 20) може да увеличи оперативната печалба, а следователно и нетната печалба (респективно дивидента на акция) с 10% (при Сценарий 2 спрямо Сценарий 1). От извършената оценка на компанията по метода на дисконтираните парични потоци

---

<sup>17</sup> Damodaran A., Investment Valuation, 2-nd edition, Chapter 8, p. 40, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/>

в т. 7 е видно, че повишаването на ROS с 2,27 пункта води до повишаване на справедливата цена на акция с 11% (от 5,92 лв. на 6,58 лв. при Сценарий 2 спрямо Сценарий 1).

**Второ:** Необходимо е да се оптимизира капиталовата структура на предприятието. От извършения анализ на доходността на бизнеса в т. 4 е видно, че дружеството би могло да повиши значително рентабилността на собствения капитал (ROE), ако повиши своя ливъридж коефициент (LR). Например, ако допуснем, че ръководството успее постепенно в рамките на няколко години да повиши ливъридж коефициента (чрез увеличаване на дълга) до средното му ниво за фирмите от отрасъла (2,05) и същевременно поддържа доходността на бизнеса (ROA) на нивото от 2020 г., то рентабилността на собствения капитал (ROE) ще възлиза на:

$$ROE^{целева} = LR^{целеви} \times ROA^{2020} = 2,05 \times 22,14 = 45,39\%$$

От извършения в т. 8 анализ на оптималната капиталова структура е видно, че изравняването на относителния дял на собствения капитал и дълга в капиталовата структура може да повиши печалбата на акция (EPS) 4,5 пъти и икономическата добавена стойност (EVA) с 13,8%. Изводът е, че при необходимост от средства за финансиране на бъдещи инвестиции (при наличието на ясна бизнес стратегия и инвестиционна програма), за предприятието би било изгодно те да се финансират с дълг, например от банков заем.

**Трето:** Необходимо е да се обърне внимание на свръхликвидността. Желателно е стойностите на коефициентите на ликвидност да се поддържат в разумни граници, особено касовата ликвидност, с оглед реализирането на максимална доходност. Така например, към 31.12.2020 г. предприятието разполага с 2,28 млн. лв. парични наличности, при максимално необходими 106 хил. лв. За горна граница на касовата ликвидност обикновено се приема стойност от 0,5. Това означава, да се поддържат парични наличности до 50% от текущите задължения. Следователно в края на 2020 г. максимално необходимият размер парични наличности на дружеството е:



$$Cash^{needed} = CL \times 0,5 = 212 \text{ хил.} \times 0,5 = 106 \text{ хил. лв.}$$

**В заключение** може да се каже, че предприятието се нуждае от стратегическо планиране, което да определи визията и стратегията му за следващите 10 години, както и неговата продуктова, маркетингова, инвестиционна и финансова политика. На тази основа е препоръчително да се разработи балансирана карта (BSC) с целеви стойности на бизнес показателите, съдържаща програми и предписания към съответните отдели, структурни звена и отговорни лица. Първоначално, тя би могла да обхване периода до 2023 г. Изпълнението на балансираната карта е желателно да се проверява, анализира и контролира непрекъснато, като своевременно се правят необходимите корекции в нея.

## **6. ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Направени са изводи, относно потвърждението на хипотезата на научното изследване, изпълнението на целите и задачите на дисертационния труд. Резултатите от проведеното изследване в четвърта глава, както и направените предложения в трета глава потвърждават формулираната в увода хипотеза, че развитието и усъвършенстването на бизнес анализа във връзка с управлението на стойността на компанията в методологичен и приложен аспект е възможно и необходимо. Приложените в изследването модели, способности и методически решения доказват своята полезност за теорията и практиката на бизнес анализа по отношение на стойностно-базирания мениджмънт (VBM). Направен е коментар на по-важните резултати от научното изследване и тяхната полезност за теорията и практиката на бизнес анализа.

#### IV. Справка за приносите в дисертационния труд

В дисертационния труд могат да се открият следните по-важни резултати, имащи приносен характер за теорията и практиката на бизнес анализа:

**Първо:** Дефинираните в трета глава основни задачи на бизнес анализа при управлението на стойността на компанията маркират по-важните обекти на анализа в този аспект и дават ценни насоки и препоръки на бизнес анализаторите по отношение на практическия анализ. Целта е анализът да обхване всички по-важни фактори, от които зависи стойността на компанията, а резултатите от анализа да бъдат максимално полезни в процеса на вземане на управленски решения, насочени към повишаване на корпоративната стойност.

**Второ:** Лансираната в трета глава идея за разширяване обхвата на модела на балансираната карта (BSC) посредством интегриране на VBM-концепцията в нея като компонент на аспект „Финанси“ в BSC или като отделен аспект „Корпоративна стойност“ по същество доразвива концепцията на Р. Каплан и Д. Нортън, привеждайки я в унисон с новите икономически реалности и възгледи за успешен бизнес. Въз основа на резултатите от анализа и оценката на „Слънчо“ АД (в четвърта глава) са дадени насоки за разработване на BSC на дружеството (в трета глава, т. 2.3.), с което се подчертава водещата роля и значението на бизнес анализа при стратегическото планиране, оценката и контрола на постигнатите резултати в предприятието. Те са особено ценни за ръководството на компанията в процеса на разработване и внедряване на BSC за първи път в качеството ѝ на система за комплексен бизнес анализ и стратегически мениджмънт. Безспорно, интегрирането на VBM-концепцията в BSC повишава нейната ефикасност и полезност за управлението, което е предпоставка за по-разумни решения от стратегически характер, в т.ч. и решения, свързани с управлението на стойността.

**Трето:** Аналитичните възможности на модела на икономическата добавена стойност (EVA) са разширени, посредством интегриране в него на модели за анализ на продажбите, оперативната печалба и бизнес ефективността (трета глава). Предложеният разширен модел позволява да се проследи или моделира процеса на създаване на стойност в предприятието. Чрез него може да се определи

влиянието на фактори като натуралните продажби, асортиментната структура на продажбите, продажните цени и съотношенията на различните видове оперативни разходи към приходите от продажби (ефективността на бизнеса) върху икономическата добавена стойност. Анализът може да се осъществи както по отчетни данни (за минал период), така също и на базата на прогнозни данни (за бъдещ период). Посредством предложения разширен модел, мениджмънтът на предприятието има възможност предварително да прогнозира ръста или спада на икономическата печалба (например за следващата година), при наличието на сравнително точна прогноза за обема на продажбите, продуктовата номенклатура, продажните цени и очакваните промени в бизнес ефективността, цената на капитала и размера на инвестирания капитал.

**Четвърто:** При извеждането на справедливата пазарна стойност на „Слънчо“ АД и респективно справедливата цена на акция (четвърта глава) реално са изследвани и демонстрирани възможностите на съвременния бизнес анализ във връзка с управлението на стойността, като при оценката са използвани и интегрирани резултатите от анализа на продажбите, бизнес ефективността и оперативната печалба. Разработени са два сценария по отношение прогнозата за паричните потоци през прогнозния период (2021 – 2028 г.). Разликата в справедливата стойност на собствения капитал и респективно в справедливата цена на акция между двата сценария показва влиянието на промените в степента на ефективност на бизнеса върху стойността на компанията. От направената оценка на справедливата стойност на собствения капитал на „Слънчо“ АД по метода на дисконтираните бъдещи парични потоци е видно, че планираното повишаване на бизнес ефективността при Сценарий 2 може да увеличи стойността на компанията ( $V_E$ ) и респективно справедливата цена на акция с 11% спрямо Сценарий 1.

**Пето:** Обобщаването на резултатите и направените изводи от анализа и оценката на „Слънчо“ АД, както и отправените препоръки към ръководството на дружеството в края на четвърта глава насочват вниманието на мениджмънта към основните фактори, от които зависи стойността на компанията и дават възможност за вземането на правилни и целесъобразни финансови и бизнес

решения, насочени към повишаване на стойността на компанията и доходността за акционерите.

В специализираната литература до този момент няма други подобни изследвания, които да обвързват бизнес анализа с управлението на стойността (VBM).

## **V. Публикации по темата на дисертационния труд**

1. Георгиева, А., Необходимост от разширяване на обхвата на балансираната карта за бизнес анализ и стратегически мениджмънт, Катедра „Счетоводство и анализ“, 1920 – 2017 Сборник с научни статии, Издателски комплекс УНСС, София, 2017, стр. 628-640

2. Георгиева, А., Оценката и управлението на стойността на компаниите като аспект от Балансираната карта – визия и съдържание, Сборник с доклади от XIII международна научна конференция на младите учени на тема „Икономиката на България и Европейския съюз в глобалния свят“, Издателство на ВУЗФ „Св. Григорий Богослов“, София, 2017, стр. 414-423

3. Георгиева, А., Мониторингът и управлението на риска като аспект от Балансираната карта – визия и съдържание, списание „Икономика и управление“ към ЮЗУ „Н. Рилски“, Благоевград, второ издание за 2017г., стр.49-57

## **VI. Декларация за оригиналност**

Във връзка с провеждането на процедура за придобиване на образователна и научна степен „доктор“ съгласно чл. 27, ал. 2 от ППЗРАСРБ декларирам, че:

1. Дисертационният труд „Методологични и приложни аспекти на бизнес анализа при управлението на стойността на компанията“ е мое лично дело. Добросъвестно са посочени всички информационни източници, използвани при разработването му.

2. Представените резултати и приноси от проведеното в дисертационния труд изследване са оригинални и не са заимствани от чужди изследвания и публикации.