



**УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО
СТОПАНСТВО**

БИЗНЕС ФАКУЛТЕТ

КАТЕДРА „НЕДВИЖИМА СОБСТВЕНОСТ“

ЗЛАТАН СЛАВЧЕВ ЕНЧЕВ

**ФИНАНСОВ АНАЛИЗ НА ФИРМИТЕ ЗА
НЕДВИЖИМИ ИМОТИ**

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т

на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна
степен „доктор“ по научна специалност
„Икономика и управление (Недвижима собственост)“

Научен ръководител

проф. д-р Марин Иванов Гълъбов

София, 2025 г.

Дисертационният труд е обсъден от катедра „Недвижима собственост” при УНСС – София на 06.01.2025 г. и е насочен за защита пред научно жури.

Авторът на дисертационния труд е докторант в катедра „Недвижима собственост” при УНСС – София.

Дисертационният труд е с обем от 273 страници, от които 178 страници е основния текст, структуриран в увод, три глави, обобщения към всяка от тях и заключение. В научния труд присъстват таблици и схеми. Представена е използваната литература – 122 източника. Налице са седем приложения.

Защитата на дисертационния труд ще се състои на 07. 03. 2025 г. от 14 ч. в зала 2032-А на УНСС – София, на заседание на Научното жури, назначено със заповед № 78/14.01.2025 г. на Ректора на УНСС.

Материалите по защитата са на разположение на заинтересованите лица в сектор „Научни съвети и конкурси” и на интернет страницата на УНСС – София.

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Преди около три десетилетия и половина нашата страна постепенно тръгна по пътя на пазарната икономика. В своя редовен доклад за напредъка на България в процеса на присъединяване за 2002 г. Европейската комисия оповести, че „България е функционираща пазарна икономика“.

У нас в годините след 1989 г. възникнаха и продължават да функционират редица фирми за недвижими имоти. Това са фирми, чиято дейност и чиито приходи са пряко свързани с недвижимите имоти, като тези приходи обикновено имат най-голям относителен дял. Създадоха се и юридически лица с нестопанска цел, като тяхната дейност засяга недвижимите имоти (Българска фасилити мениджмънт асоциация, Национално сдружение брокери на имоти, Асоциация на дружествата със специална инвестиционна цел, Национално сдружение Недвижими имоти). **Актуалността и значимостта на темата на дисертационния труд** произтича от мащаба на конкуренцията, която съществува в сферата на недвижимите имоти в условията на пазарна икономика. По данни на Националния статистически институт (НСИ) от 29.11.2024 г. от 41 427 бр. регистрирани фирми в икономическата дейност „Операции с недвижими имоти“ 30 987 от тях имат персонал 0 – 9 човека, а 7 060 – от 10 до 49. За фирми с по-голям персонал (от 50 до 250 и над 250 човека) данните са конфиденциални. Проблематиката, която се засяга в дисертационния труд, се отнася както за големите фирми за недвижими имоти, така и за по-малките. Големите фирми могат да си позволят екипи от анализатори в сферата на финансовия анализ, които да работят по въпросите, които се изследват. Малките фирми обаче не могат да си позволят такива анализатори, но собственикът на такава фирма в сътрудничество със счетоводителя, който осъществява счетоводно й обслужване, може да навлезе в материята, да разбере важността на представените проблеми и регулярно да предприема мерки в съответствие с изложеното в дисертационното изследване. В този смисъл то е полезно както за големите, така и за по-малките фирми за недвижими имоти.

Финансовият анализ подпомага фирмите за недвижими имоти да успяват в конкурентната надпревара, но той може да бъде предпоставка и за разширяването на тяхната дейност. Въз основа на него ръководствата на фирмите могат да вземат адекватни решения, които ще позволят да се избегнат значими проблеми. Качественият финансов анализ е една

от предпоставките за успешното функциониране на фирмите за недвижими имоти в пазарни условия.

Обект на дисертацията са фирмите за недвижими имоти, а **предмет** е техният финансов анализ.

Целта на дисертационния труд е да се представят в теоретичен и практически аспект редица въпроси в сферата на финансовия анализ, които според нас са от особено значение за функционирането на фирмите за недвижими имоти. Финансовият анализ разкрива тенденциите по отношение на отделните аспекти на стопанската дейност на фирмите за недвижими имоти, а това дава възможност на техните ръководства да реагират по определен начин в посока на необходимата оптимизация. Финансовият анализ е полезен за собствениците, тъй като дава представа за цялостното развитие на фирмите за недвижими имоти, но и за техните ръководства, които вземат оперативните решения. Той е и възможност, въз основа на която могат да вземат решения самите собственици, търговските банки, потенциалните инвеститори, потенциалните клиенти и др. В съответствие с целта се дефинират следните задачи:

1. Да се представят и анализират определени аспекти на стопанската дейност – като икономическа ефективност, рентабилност и др.
2. Да се разработят системи за финансов анализ, които се основават на системата Дюпон.
3. Да се представи моделът Олтмън за предвиждане на фалити на фирмите в наши условия – има се предвид финансовата отчетност у нас.
4. Да се изследва финансирането на активите на фирмите от техните капитали и да се представи финансов баланс на такава фирма (прави се апробация върху една фирма).
5. Проблематиката, представена в първата и втората глава на дисертационния труд, да се апробира в третата глава по отношение на действащи фирми.

Изследователската теза, която се застъпва, е, че задълбоченото познаване на финансовото счетоводство, т.е. регламентираните счетоводни знания, дава възможност правилно да се „прочете“ информацията за финансите (паричните отношения) на фирмите за недвижими имоти. Оттук, като се ползват съответните показатели, може да се анализират финансите на тези фирми и да се достигне до определени изводи, въз основа на които да се отправят препоръки най-вече към ръководството на фирмите с цел,

най-общо казано, оптимизация на тяхната стопанска дейност. Ръководството на фирмите за недвижими имоти въз основа на препоръките могат да вземат адекватни (правилни) управленски решения.

Използваните методи при работата върху дисертационния труд са методът на сравнението, методът на групировката, балансовият метод, методът на детайлизацията и графичният метод.

Апробацията на дисертационното изследването е осъществена по отношение на „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД, “Имотека“ АД, „БЪЛГЕРИАН ПРОПЪРТИС“ ООД, „ЯВЛЕНА“ ЕООД (имената са изписани, съгласно дружествените договори)– тези четири агенции за недвижими имоти имат национално представителство чрез офиси в редица градове в страната. Освен това е осъществена апробация и по отношение на строителната компания „КОНТРАКТ СИТИ“ ООД и на публичното дружество „ТРЕЙС ГРУП ХОЛД“ АД, което е сред лидерите в строителството на пътна инфраструктура. При апробацията е ползвана информация от годишни финансови отчети на тези шест фирми.

Представените в дисертационния труд схеми и таблици са авторска разработка, а показателите са съобразени с теорията и нормативната уредба.

II. СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Увод

Първа глава

Характеристика на финансовия анализ на фирмите за недвижими имоти

1. Фирми за недвижими имоти в България

1.1. Фирми за недвижими имоти, реализиращи приходи от услуги

1.2. Фирми за недвижими имоти, нереализиращи приходи от продажби на услуги и продукция

1.3. Фирми за недвижими имоти, реализиращи приходи от продажби на продукция

2. Същност, източници, значение, задачи и потребители на финансовия анализ на фирмите за недвижими имоти

2.1. Същност и източници на финансовия анализ на фирмите за недвижими имоти

2.2. Значение, задачи и потребители на финансовия анализ на фирмите за недвижими имоти

3. Теоретични основи на анализа на икономическата ефективност и рентабилността на фирмите за недвижими имоти

4. Същност на финансирането на активите на фирмите за недвижими имоти от капиталите в теоретичен план

5. Същност на анализа на абсолютните и относителните цени на капиталите, с които разполагат фирмите за недвижими имоти и са притежавани от собствениците на тези фирми

6. Анализ на модела на Олтман за предвиждане на фалита на фирмите

7. Системата Дюпон и системи за анализ на фирмите за недвижими имоти, основани на системата Дюпон

Обобщение на първа глава

Втора глава

Финансов анализ на фирмите за недвижими имоти – показатели и начини на работа с тях

1. Измерване и анализ на икономическата ефективност на всички фирми за недвижими имоти
 - 1.1. Измерване и анализ на икономическата ефективност на фирмите за недвижими имоти, създаващи и продаващи услуги
 - 1.2. Измерване и анализ на икономическата ефективност на АДСИЦ, инвестиращи в недвижими имоти, и специализираните дружества
 - 1.3. Измерване и анализ на икономическата ефективност на строителните фирми
2. Измерване и анализ на рентабилността на фирмите за недвижими имоти
 - 2.1. Измерване и анализ на рентабилността на всички видове фирми за недвижими имоти и начини на работа с тях
 - 2.2. Измерване и анализ на рентабилността на фирмите за недвижими имоти, осъществяващи услуги
 - 2.3. Измерване и анализ на рентабилността на АДСИЦ и специализираните дружества
 - 2.4. Измерване и анализ на рентабилността на строителните фирми
3. Технология на анализа на абсолютните и относителните цени на капиталите, притежавани от собствениците на фирмите за недвижими имоти
4. Системи за анализ на фирмите за недвижими имоти на основата на системата Дюпон

Обобщение на втора глава

Трета глава

Финансов анализ на действащи фирми за недвижими имоти

Информация за „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД

1. Анализ на икономическата ефективност на „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД
2. Анализ на рентабилността на „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД
3. Изграждане на финансов баланс на „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД

4. Абсолютна и относителна цена на собствения капитал на разположение на „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД
5. Моделът на Олтман за предвиждане на фалита на фирми за недвижими имоти
6. Системи за анализ на „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД, основани на системата Дюпон
7. Апробиране на системите за анализ по отношение на други агенции за недвижими имоти и сравнения на величините на съотношенията

Обобщение на трета глава

Заключение

Научно-приложни приноси

Публикации във връзка с темата на дисертационния труд

Използвана литература

Приложения

Приложение 1

Приложение 2

Приложение 3

Приложение 4

Приложение 5

Приложение 6

Декларация за научни и научно-приложни резултати, които представляват оригинален принос в науката.

ПЪРВА ГЛАВА

ХАРАКТЕРИСТИКА НА ФИНАНСОВИЯ АНАЛИЗ НА ФИРМИТЕ ЗА НЕДВИЖИМИ ИМОТИ

1. Фирми за недвижими имоти в България

Това са фирми, чиито приходи са основно от операции с недвижими имоти, като обикновено те имат най-голям относителен дял в общите реализирани приходи. Такива фирми са агенциите за недвижими имоти, фасилити и пропърти фирмите, дружествата със специална инвестиционна цел, обслужващите фирми, оценителските фирми (осъществяващи оценяване на недвижими имоти), строителните фирми и др.

Фирмите за недвижими имоти у нас възприемат най-вече такива правни форми, посочени в Търговския закон, каквито са акционерното дружество, неговата разновидност – едноличното акционерно дружество, а също и дружеството с ограничена отговорност и неговата разновидност – едноличното дружество с ограничена отговорност.

Тези фирми могат да се групират по следния начин – реализиращи приходи от продажби на услуги, реализиращи приходи по договори (за наем, аренда и др.) и реализиращи приходи от продажби на продукция.

Агенциите за недвижими имоти възникнаха след 1989 г. и станаха доста популярни сред населението, а и сред бизнеса. Те са стопански субекти, ангажирани с посредничество при покупко-продажба и наемни отношения във връзка с различни типове недвижими имоти – като жилищни, търговски, ваканционни и др. Характерното за тях е създаването и продажбата на услуги (невеществена продукция), свързани с покупко-продажбите и наемните отношения, отнасящи се към недвижимите имоти.

Фасилити фирмите през последните години развиват все по-успешен бизнес у нас. През 2009 г. е създадена и Българска Фасилити Мениджмънт Асоциация (БГФМА). Ето дефиницията за фасилити мениджмънт, която е възприел Управителният съвет на БГФМА: "Интеграция на процеси в рамките на една организация за предоставяне и развитие на договорени услуги, които служат за подпомагане и подобряване на ефективността на основната дейност на организацията".

Фасилити мениджмънтът се осъществява по отношение на общите части на жилищни и бизнес сгради и заобикалящите ги пространства. Той осигурява комфортна среда на

живущите в жилищните сгради и респективно на работещите в бизнес сградите. Фасилити фирмите реализират приходи от продажби на услуги.

Пропърти фирмите от своя страна също осъществяват приходи от продажби на услуги. Пропърти мениджмънтът може да се характеризира като търсене и намиране на наематели на частни и бизнес имоти и управление на отдадените под наем имоти. Пропърти мениджмънтът включва изпълнението на редица важни за собствениците на имоти (става въпрос за собственици, отдаващи имоти под наем) задачи, като: рекламиране на имота за намиране на подходящи наематели, преговори с тях, пълна инвентаризация на имота преди наемане и след освобождаване от наемателя, заплащане от името и за сметка на собственика или наемателя на месечните сметки за електричество, вода, телефон, интернет и т.н., съхранение на депозита по договора с наемателя, събиране на наема от наемателя и изпращането му по сметка на наемодателя, регулярни инспекции, следящи състоянието на имота, и т.н.

Друг вид фирми, свързани с недвижимите имоти, са извършващите оценки (което е услуга) на недвижими имоти. Дейността по извършването на оценки на недвижими имоти, както и други оценки, е регламентирана в Закона за независимите оценители. В чл. 17, ал.1 от този закон се посочва, че „професията на независим оценител се упражнява въз основа на договор между възложителя и независимия оценител – пряко като физическо лице или чрез дружество на независим оценител, с посочване на независимия оценител, отговорен за извършване на оценката“.

Поддръжката и обслужването на недвижимите имоти, придобити от акционерни дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ), може да се извършва от фирми, разполагащи с необходимите организация, ресурси и опит. Дейността се осъществява въз основа на сключен договор между дадено АДСИЦ и съответната фирма, която получава парични суми за своята работа от АДСИЦ. Могат да бъдат сключени договори между определено АДСИЦ и няколко фирми за поддръжка и обслужване на недвижимите му имоти. Обслужващите фирми получават приходи от услуги по поддръжката и обслужването, а може да реализират приходи и от други услуги, свързани с ползвателите на недвижимите имоти.

АДСИЦ, инвестиращо в недвижими имоти, е акционерно дружество, което емитира ценни книжа и получените средства инвестира в недвижими имоти (съществуват и АДСИЦ,

които инвестират парични средства във вземания). След като придобие недвижими имоти, дружеството може да ги даде под наем или аренда, а също и да ги предостави на лизинг (съгласно сключен договор за лизинг) или за управление (съгласно сключен договор за тяхното управление). Осъществяването на тези възможности носи приходи на дружеството – приходи по договори за наем, по договори за аренда, по договори за лизинг и по договори за управление. Дружеството може да извършва строежи върху придобити имоти, както и подобрения на своите имоти, но, както вече бе посочено, то не може пряко да осъществява тези дейности – това го прави съответно търговско дружество. Възможно е и АДСИЦ да реши да продаде определени недвижими имоти и съответно да реализира приходи от тези продажби. Дружеството може да получи и приходи от административно обслужване на ползващите недвижими имоти, които се притежават от съответното АДСИЦ. Редица въпроси, отнасящи се към функционирането на АДСИЦ, са регламентирани със Закона за дружествата със специална инвестиционна цел и за дружествата за секюритизация.

Специализираното дружество притежава основен (записан) капитал, който е разделен в акции или дялове. То се учредява от съответно АДСИЦ, инвестиращо в недвижими имоти, а освен това такова АДСИЦ може да придобие акции или дялове в специализирано дружество. Това дружество е ангажирано с „придобиване на недвижими имоти и вещни права върху недвижими имоти, извършване на строежи и подобрения с цел предоставянето им за управление, отдаване под наем, лизинг или аренда и продажбата им. Специализирано дружество може да се учреди или да се придобие от повече от едно дружества със специална инвестиционна цел, инвестиращи в недвижими имоти“ (чл. 28, ал. 1 от Закона за дружествата със специална инвестиционна цел и за дружествата за секюритизация).

Специализираните дружества реализират приходи по договори за наем, договори за аренда, за лизинг и договори за управление на недвижими имоти. Също така тези дружества могат да получават приходи от продажби на недвижими имоти.

Строителните фирми създават и продават продукцията, често наричана строителна продукция. Съответно те реализират приходи от продажби на продукцията, за разлика от агенциите за недвижими имоти, фасилити фирмите, пропърти фирмите и др. фирми за недвижими имоти. Възможно е строителните фирми да създават и продават услуги, напр. да

извършват външно и вътрешно боядисване на сгради, поставяне на стъкла, полагане на облицовки и настилки и др. В този случай те получават приходи от продажби на услуги.

2. Същност и източници на финансовия анализ на фирмите за недвижими имоти

Финансовият анализ на фирмите за недвижими имоти е анализ на техните парични отношения, т.е. на финансите им. Това е схващането, към което се придържаме. Няма официално приета дефиниция за финансовия анализ.

Фирмите за недвижими имоти имат парични отношения със собствениците, персонала, клиентите, доставчиците, търговските банки, облигационерите (ако възприетата правна форма е акционерно дружество или командитно дружество с акции), застрахователните и осигурителните организации, а така също с държавата и общините. Казаното е обобщено в схема 1.1.

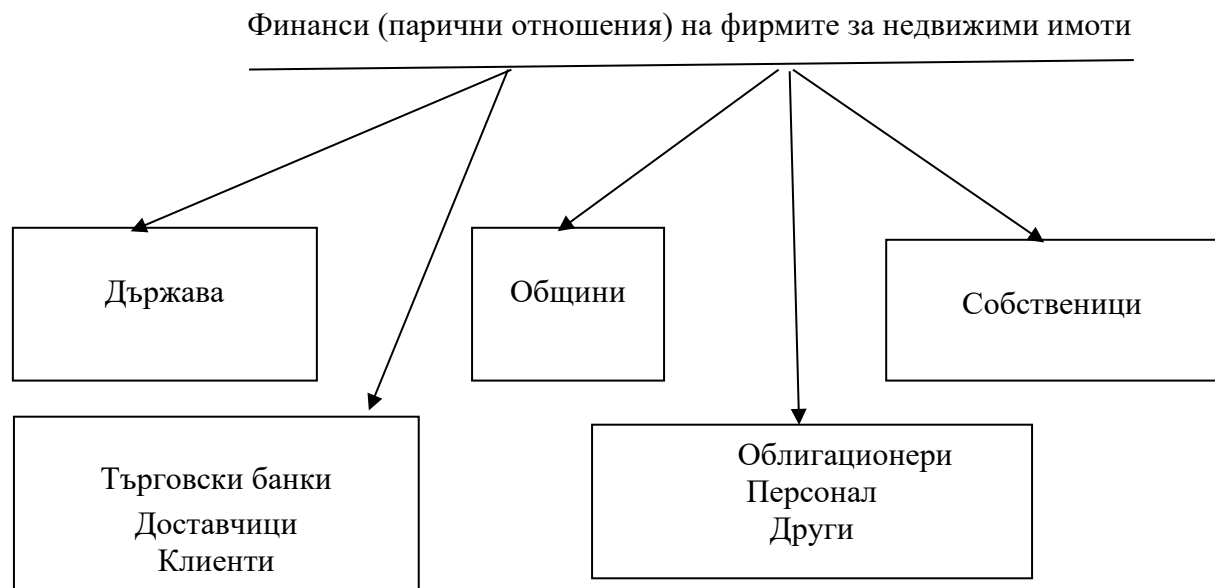


Схема 1.1. Финанси на фирмите за недвижими имоти

Финансовият анализ на фирмите за недвижими имоти, който ще изследваме, обхваща редица аспекти на тяхната дейност – икономическа ефективност, рентабилност, финансова автономност, цени на капиталите и др., като в настоящия труд той се основа на информацията, която е продукт на финансовото счетоводство (регламентираните счетоводни знания), т.е. годишните финансови отчети на фирмите за недвижими имоти.

Това са въпроси, апробирани по отношение на „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД, като е ползвана информация за годишните финансови отчети за период от пет години – от 2018 до 2022 г. вкл. Не е възможно в един научен труд да бъдат обхванати всички аспекти на финансовия анализ на фирмите за недвижими имоти, но сме се постарали да изследваме тези, от тях които смятаме за особено важни, без да подценяваме останалите. Казаното е илюстрирано в схема 1.2.

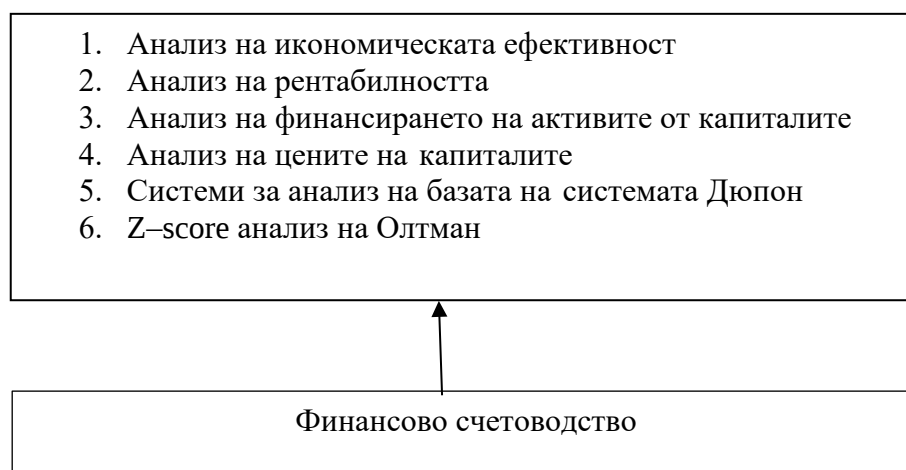


Схема 1.2. Финансов анализ на фирмите за недвижими имоти

Проблематиката относно финансовия анализ бе част от нормативната уредба на страната. Казано по-конкретно, от 1 януари 1998 до края на 2001 г. е в сила Национален счетоводен стандарт 13 Показатели за финансово-счетоводен анализ. Този стандарт, както и други счетоводни стандарти, бе приет с постановление на Министерския съвет и бе задължителен за фирмите. В него се посочваше, че финансово-счетоводният анализ „е подбор, съпоставяне и оценка на счетоводна и друга информация в процеса на управлението с цел да се изследват значими съотношения и тенденции, несвойствени колебания и процеси, да се определят посоките на развитие, да се измери влиянието на факторите, които ги обуславят, и да се приемат оптимални управленски решения”. Този анализ може да бъде наречен и финансов, тъй като става въпрос за анализ на финансите, т.е. паричните отношения, на фирмите. А думата „счетоводен“ показва, че при неговото осъществяване се ползва счетоводна информация, отнасяща се за финансите на фирмите. Тази счетоводна информация се подчинява на счетоводните правила, съдържащи се в Закона за счетоводството и счетоводните стандарти (национални и международни).

В литературата съществуват редица схващания за финансовия анализ на фирмата. В дисертационния труд се посочват редица от тях, но тук се разглеждат само определени.

В свой труд Величко Адамов изразява мнението, че „финансовият анализ е важен елемент на управлението на парите на икономическите агенти. Той е съвкупност от операции, които дават възможност на мениджърите да вземат верни финансови и инвестиционни решения както на фирмено, така и на национално равнище. Без него е немислимо както формирането на ресурсите, управлението на промените в тях, така и инвестициите в трите основни направления на употребата на капиталите – реални, финансови и ликвидни активи”¹.

За Георги Георгиев финансовият анализ е „процес или дейност на специалисти, при който на базата на специални познания се изследват и оценяват резултатите от дейността на търговските дружества в условията на пазарната икономика и обективно действащи икономически закони, намерили израз в годишните финансови отчети, с цел разкриване и измерване влиянието на факторите върху постигнатите резултати, очертаване на тенденциите в развитието и приемане на оптимални управленски решения”².

В научния труд на Андрей Захариев и др. се казва, че „финансовият анализ представлява систематизиран набор от техники и инструменти, с чиято помощ финансовият мениджмънт изследва, оценява, определя, оптимизира и рисковно съобразява своите решения“³.

Иван Златков посочва, че финансовия анализ е „част от управленската дейност, изразяваща се в подбор на информация, в нейното съпоставяне и оценка с цел да се изследват значими съотношения и тенденции, несвойствени колебания и процеси, нови насоки и фактори на развитието, както и да се приемат оптимални управленски решения”⁴.

В своя труд Чандра Секхар посочва, че „финансовият анализ е процесът на идентифициране на силните и слабите страни на фирмата чрез правилно установяване на връзка между елементите на баланса и елементите на отчета за доходите.

¹ Адамов, В. Финансов анализ. В. Търново, Абагар, 1999, с. 6.

² Георгиев, Г. Финансово – счетоводен анализ. С., ФорКом, 2004, с.15

³ Захариев, А. и др. Финансов анализ. Свищов, Академично издателство „Ценов”, 2021, с. 7.

⁴ Златков, Ив. Финансово-счетоводен анализ. С., ФорКом, 1996, с. 5.

С други думи, финансовият анализ е процес, който включва прекласифициране и обобщаване на информация чрез установяване на съотношения и тенденции“⁵.

Според Джери Висконе „финансовият анализ е набор от принципи, процедури и инструменти“⁶.

За Субраманям „финансов анализ е използването на финансовите отчети за анализ на фирмената финансова позиция и изпълнение и достъп до бъдещото финансово представяне“⁷.

В книгата на Томас Робинсън и др. може да се прочете, че „финансовият анализ е процесът на изследване на представянето на компанията в контекста на нейната индустрия и икономическа среда, за да се стигне до решение или препоръка“⁸.

Без да се навлиза в дълбочина в тази палитра от възгледи за това какво е финансовият анализ, може да се обобщи, че всеки автор има своята гледна точка (по-тясна или по-широка) с оглед на изследователските тези, които следва. Авторът поддържа тезата, че финансовият анализ на фирмата е анализ на нейните парични отношения с физически и юридически лица, а така също и с държавата и общините.

3. Значение, задачи и потребители на финансовия анализ на фирмите за недвижими имоти

Един от въпросите, които възникват по отношение на финансовия анализ, е неговото значение. Чрез финансовия анализ се дава реална и комплексна оценка на дейността на фирмите за недвижими имоти. Без такава оценка е затруднено функционирането им (относно теорията, значението и приложението на финансовия анализ виж: (Тимчев, М.1994⁹; Николов, Н., 1995¹⁰; Касърва, В., 2013¹¹). Освен това финансовият анализ е средство за мобилизиране на неизползвани до момента ресурси в съответната фирма (материални, трудови и финансови).

Това дава основание да се смята, че финансовият анализ е активен стимулатор за

⁵ Sekhar, Ch. Financial Ratio Analysis, Investors, Fund managers, 2018, p.1.

⁶ Viscione, Jerry A. Financial Analysis, Publications Division, National Association of Credit Management, 1984, p.21.

⁷ Subramanyam, K.R. Financial Statement Analysis, McGraw-Hill Education, 2013, p.13.

⁸ Robinson, Thomas R., Elaine Henry, Wendy L. Pirie, Michael A. Broihahn, International Financial Statement Analysis, Wiley, 2012, p.15.

⁹ Тимчев, М. Финансово-стопански анализ на фирмата. С., Протед, 1994, с.7-17.

¹⁰ Николов Н. Финансов анализ. С., Princeps, 1995, с.11-12.

¹¹ Касърва, В. Финансов анализ. С., НБУ, 2013, с.37-41.

реализирането на икономии по всички горепосочени направления на ресурсите на фирмата. Той в определена степен представлява основа за съставянето на реално обосновани бизнес планове на фирмата. Въз основа на анализа на резултатите от предходен период или на изпълнението на плана се разработват показателите за новия планов период.

Финансовият анализ дава възможност за получаване на информация, необходима за вземане на правилни управленски решения от страна на ръководството на фирмата. Това е целта на анализа. Задачите му произтичат от нея и са:

- ✓ Реална оценка на финансовото състояние на фирмата;
- ✓ Предлагање на варианти за управленски решения;
- ✓ Оптимизация на показатели за измерване на стопанската дейност на фирмата;
- ✓ Участие при изготвянето на план за дейността на фирмата в бъдеще.

Потребители на този анализ могат да бъдат търговските банки, към които фирмите са се обърнали за получаване на кредити, а така също и потенциалните инвеститори, желаещи да закупят акции или дялове във фирмите за недвижими имоти. Анализът се използва от банките при вземане на решение дали и при какви условия да се отпусне кредит на съответната фирма. А потенциалните инвеститори вземат предвид информацията, съдържаща се във финансовия анализ (те вземат предвид и друга информация), когато обмислят закупуване на дялове или акции на фирмите за недвижими имоти.

Финансовият анализ е полезен за доставчици и клиенти на фирмите за недвижими имоти при вземане на решения за осъществяване на стопански контакти с тези фирми, а така също и за продължаване или прекратяване на тези контакти. Към финансовия анализ на фирми за недвижими имоти е възможно да проявят интерес и държавни органи с цел напр. въвеждане на определени регулации, засягащи бизнеса с недвижими имоти. Възможно е да има и други потребители на финансовия анализ на фирмите за недвижими имоти – като експерти с интереси в тази област, преподаватели и студенти.

4. Основни понятия, с които се работи във финансовия анализ

В самото начало е необходимо да се разяснят редица основни понятия, с които се работи във финансовия анализ – приход, разход, печалба, капитали (собствен и привлечен), актив и пасив.

В Общите разпоредби към Националните счетоводни стандарти (обн., ДВ, бр. 30 от 7 април 2005 г., изм., ДВ, бр. 86 от 26 октомври 2007 г., изм., ДВ, бр.3 от 12 януари 2016 г.) се посочва следното:

„Приход е увеличението на икономическите изгоди през отчетния период под формата на входящи потоци или увеличение на активи, или намаление на пасиви, които водят до увеличение на собствения капитал, което не е свързано с вноски в капитала“.

„Разход е намалението на икономическите изгоди през отчетния период под формата на изходящи потоци или намаление на активи, или увеличение на пасиви, което води до намаление на собствения капитал и не е свързано с разпределения между собствениците на капитала“.

„Печалбата на предприятието е показател за оценка на резултатите от дейността или за възвръщаемостта на инвестициите или доходите от акции“.

„Печалбите представляват увеличение на икономическите изгоди и като такива не се различават по характера си от приходите“.

„Собствен капитал е остатъкът от признатите активи след приспадане на признатите пасиви. В баланса на предприятието той може да бъде класифициран в отделни подкатегории. Например в корпоративно предприятие сумите, внесени от акционерите, неразпределената печалба, резервите могат да бъдат показани отделно“.

„Актив е ресурс, контролиран от предприятието в резултат на минали събития, от който се очаква в предприятието да постъпят бъдещи икономически ползи“.

„Пасив е настоящо задължение на предприятието, произтичащо от минали събития, уреждането на което се очаква да доведе до изходящ поток от ресурси на предприятието, съдържащ икономически ползи“. Пасивите са форми на привлечения капитал. Освен това, накратко казано, приходите, разходите и печалбите са увеличение на собствения капитал.

В § 1, т. 20 от Допълнителните разпоредби на Закона за корпоративно подоходно облагане (обн., ДВ, бр.105 от 22 декември 2006 г.), който е в сила от 1 януари 2007 г. (и претърпял редица изменения), се казва, че привлеченият капитал е „сумата от пасивите на

предприятието, с изключение на финансиранията“. В теорията на фирмените финанси се застъпва тезата, че пасивите, т.е. задълженията, са проявления на привлечения капитал.

В параграф 4.57 от Концептуалната рамка за финансово отчитане на Съвета по международни счетоводни стандарти (публикувана на 29 март 2018 г.) се посочва, че „повечето предприятия възприемат финансовата концепция за капитала при изготвянето на своите финансови отчети. По силата на финансовата концепция за капитала, като инвестирани средства или инвестирана покупателна способност, капиталът е синоним на нетни активи или собствен капитал на предприятието“.

5. Теоретични основи на анализа на икономическата ефективност и рентабилността на фирмите за недвижими имоти

Икономическата ефективност на фирмите за недвижими имоти по своята същност е резултатът, който те постигат, като вложат единица разходи или ресурси. Най-общо казано, тя се свежда до съотношението Ползи/Жертви. Това съотношение големият български учен проф. Димитър Добрев нарича “стопанственост” в своята книга “Учение за отделното стопанство”¹². Според ISO 9001:2015 т. 3.7.10 „ефективността е връзката между постигнатите резултати и използваните ресурси“. Отбелязваме, че не съществува официално приета дефиниция за икономическата ефективност, т.е. дефиниция в нормативната уредба на страната, но ако обобщим написаното от редица автори, можем да кажем, че икономическата ефективност представлява икономическият ефект (полезният резултат), за чието създаване е вложена единица разходи, или икономическият ефект, за чието реализиране е ангажирана единица ресурс (средна наличност). Икономическият ефект може да се охарактеризира като полезен резултат и той има различни форми на проява (типичен пример за икономически ефект при фирмите за недвижими имоти са нетните приходи от продажби на услуги). Ресурсите на фирмата са капиталите, активите и персоналят, но в дисертационния труд няма да разглеждаме икономическата ефективност през призмата на персонала. Акцентиране върху икономическата ефективност на фирмите за недвижими имоти, отнасяща се до капиталите и активите. С цел постигане на по-голяма яснота представяме съотношенията, с помощта на които се установяват величините на икономическата ефективност:

¹² Добрев, Д. Учение за отделното стопанство. С., печатница “Хр. Г. Данов”, 1941, с. 307.

$$\frac{\text{Икономически ефект}}{\text{Ресурси (средна наличност)}} \quad (1) \qquad \frac{\text{Икономически ефект}}{\text{Разходи}} \quad (2)$$

Ако икономическият ефект са определени приходи, тогава тези съотношения са израз на съотношенията: увеличаване на собствения капитал/средна наличност на определени активи или капитали, а така също и увеличаване на собствения капитал/намаляване на собствения капитал. Формулите за изчисляването на величините на показателите за икономическата ефективност са проявление на посочените съотношения (1 и 2).

Увеличаването на икономическата ефективност означава увеличаване на приходите (увеличаване на собствения капитал) с участието на единица ресурси (активи или капитали). Също така това означава и увеличаване на приходите (собствения капитал) чрез влягането на единица разходи. Това увеличаване на собствения капитал, естествено, е в интерес на собствениците, тъй като той е тяхното богатство, с което фирмата разполага.

Увеличаването на собствения капитал е в интерес и на персонала, тъй като с участието на единица ресурси или разходи е предпоставка за реализирането на по-голяма печалба. Това от своя страна дава възможност за реинвестиране на по-голяма част от печалбата (в сравнение със ситуацията, ако печалбата е по-малка и ако напр. и при по-голяма и по-малка печалба половината се отделя за реинвестиране, а другата половина се разпределя под формата на дивиденди) в бизнеса на фирмата, което е от съществено значение в условията на конкуренция. Реинвестирането може да даде възможност за запазване на работните места, а и дори за повишаване на заплатите.

Проблематиката относно икономическата ефективност на фирмите за недвижими имоти по-подробно се разглежда във втората глава, а в третата глава са апробирани редица показатели за икономическа ефективност по отношение на действащи фирми.

Рентабилността може да се определи като резултатността в смисъл като финансовия резултат, в чието реализиране е вложена единица разходи или за чието създаване е ангажирана единица ресурси (средна наличност), или който е постигнат благодарение на реализирането на единица приход.

Тук може отново да се върнем към научния труд на проф. Димитър Добрев, в който той пише, че „рентабилността е израз на степента на стопанското оползотворение на вложения в едно стопанство капитал“¹³.

Съществуват три вида рентабилност, а именно: рентабилност на база ресурси, на база разходи и на база приходи:

$$\frac{\text{Финансов резултат}}{\text{Ресурси (средна наличност)}} \quad (3) \qquad \frac{\text{Финансов резултат}}{\text{Разходи}} \quad (4)$$

$$\frac{\text{Финансов резултат}}{\text{Приходи}} \quad (5)$$

Показателите за измерване и анализ на рентабилността се изчисляват чрез формули, които са проявление на посочените съотношения 3, 4 и 5. Същевременно тези формули са израз на съотношенията увеличаване на собствения капитал/средна наличност на определени активи или капитали, увеличаване на собствения капитал/намаление на собствения капитал и увеличаване на собствения капитал/увеличаване на собствения капитал (при това съотношение става въпрос за увеличението при реализиране на определена печалба и на определени приходи). Увеличаването на рентабилността на фирмата, също както и увеличаването на икономическата ефективност, е нещо, от което са заинтересовани собствениците и персоналет на самите фирми. Мотивите за нарастването на рентабилността са същите, каквито бяха посочени относно нарастването на икономическата ефективност на фирмите за недвижими имоти.

¹³ Добрев, Д. Учение за отделното стопанство. С., печатница “Хр. Г. Данов”, 1941, с. 300.

6. Същност на финансирането на активите на фирмите за недвижими имоти от капиталите в теоретичен план

Елементите, пряко свързани с оценяването на финансовото състояние на фирмата за недвижими имоти, които са посочени в счетоводния баланс, са активи, пасиви и собствен капитал, а елементите, пряко свързани с оценяването на резултатите от дейността на фирмата в отчета за приходите и разходите, са приходи и разходи.

Във финансовия баланс се отразяват както активите на фирмата за недвижими имоти, така и капиталите, с които тя разполага, но в него те се квалифицират от гледна точка на времето, през което са на разположение на фирмата. Съответно постоянният (дългосрочният) капитал е капиталът, с който фирмата разполага за по-дълъг период, а именно период, надхвърлящ една година, считано от 31 декември, а краткосрочният капитал е капитал, с който фирмата разполага за по-кратък период, а именно период, не по-дълъг от една година, считано от 31 декември. Във финансовия баланс се акцентира върху времето, през което капиталите са на разположение на фирмата. Проблематиката относно финансовия баланс е засегната в научния труд на М. Гълъбов ¹⁴.

Постоянният капитал ще се връща на неговите притежатели след повече от една година, считано от 31 декември, а краткосрочният капитал ще се връща на притежателите си до една година, считано от 31 декември. Постоянният капитал е сума от собствения дългосрочен капитал и привлечения дългосрочен капитал. Собственият дългосрочен капитал ще се върне на неговите притежатели, ако фирмата прекрати своето съществуване, но е възможно част от него да се върне на своите притежатели, ако има решение за това. На практика той в продължение на години е на разположение на фирмата. Привлеченият дългосрочен капитал ще се връща на несобствениците в продължение на период, надхвърлящ една година, считано от 31 декември. Краткосрочният капитал е сума от частта от печалбата (собствен краткосрочен капитал), която ще се разпредели между акционерите под формата на дивиденди, и краткосрочния привлечен капитал. А ето как в синтезиран вид изглежда финансовият баланс на фирмата за недвижими имоти:

¹⁴ М. Гълъбов. Финансови аспекти на стопанската дейност на фирмата. С., Сиела, 2004.

Финансов баланс към 31 декември

АКТИВ	ПАСИВ
Дълготрайни активи	Постоянен капитал
Краткотрайни активи	Краткосрочен капитал

$$\begin{aligned}
 \text{Заб. Постоянен капитал} &= \text{Собствен дългосрочен капитал} + \\
 &\quad + \text{Привлечен дългосрочен капитал} \\
 \text{Краткосрочен капитал} &= \text{Собствен краткосрочен капитал} + \\
 &\quad + \text{Привлечен краткосрочен капитал}
 \end{aligned}$$

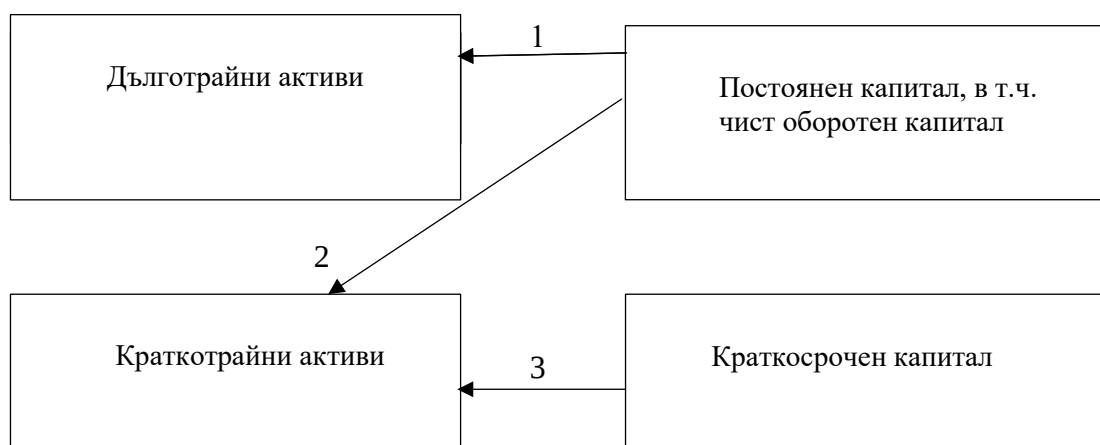
Докато в счетоводния баланс капиталите се квалифицират от гледна точка на техния правен произход (собствен и привлечен), то във финансовия баланс те се квалифицират от гледна точка на времето, през което са на разположение на фирмата (постоянен и краткосрочен). В актива (лявата страна) на финансовия баланс се отразяват активите и балансовите стойности на активите на фирмата.

Няма разлика между актива на счетоводния баланс и актива на финансовия баланс на фирмата. В пасива (дясната страна) на финансовия баланс се отразяват източниците на постоянния и краткосрочния капитал и балансовите стойности на тези източници, т.е. капиталите, формиращи постоянния капитал, и балансовите стойности на капиталите, формиращи краткосрочния капитал.

Финансовият баланс е уместно да отговаря на принципа на минималното финансово равновесие на фирмата. Той гласи: необходимо е да се обвърже изискуемостта на капиталите с ликвидността на активите, финансирани от тях. Казано по-конкретно, сроковете на изискуемост на капиталите, т.е. сроковете, в рамките на които капиталите са на разположение на фирмата, трябва да са равни (или по-големи) от сроковете на ликвидност на активите, финансирани от капиталите, т.е. сроковете на трансформиране на активите в пари. По този начин фирмата ще бъде ликвидна. Тя ще може своевременно да погасява своите задължения (възникнали в миналото) или, казано по друг начин, своевременно ще може да връща капиталите на техните собственици. Уточняваме, че принципът за минималното финансово равновесие обединява две финансови правила – „златното” балансово и „златното” финансово правило. Съгласно „златното“ балансово правило дълготрайните активи се финансират от постоянния капитал, а освен това част от

постоянния капитал финансира част от краткотрайните активи – тази част е чистият оборотен капитал. Съгласно „златното“ финансово правило краткосрочният привлечен капитал финансира краткотрайни активи на фирмата. Защо е необходимо фирмата да разполага с чист оборотен капитал? Този капитал е поле на сигурност за фирмата. Става въпрос за следното: ако краткотрайните активи се финансират само с краткосрочен чужд капитал и ако част от тях не се трансформират в пари, тогава е възможно част от краткосрочния чужд капитал да не се върне своевременно на неговите притежатели, т.е. възможно е част от задълженията да не се погасят своевременно. Това е така поради факта, че част от краткотрайните активи по някакви причини не са се трансформирали в пари в рамките на сроковете на разположение, т.е. сроковете на изискуемост на някои краткосрочни привлечени капитали, участващи във формирането на краткосрочния привлечен капитал. Ако са налице и краткотрайни активи, финансирани от чистия оборотен капитал, тогава е възможно фирмата своевременно да върне краткосрочните привлечени капитали, финансиращи онези краткотрайни активи, които не могат да се превърнат в пари в нужните срокове. Своевременното връщане на тези капитали се дължи на краткотрайните активи, финансирани от чистия оборотен капитал – възможно е тези активи да се трансформират в пари и съответно фирмата своевременно да се издължи.

Ето как изглежда казаното относно финансирането на активите (вж. схема 1.3).



Заб. 1 – постоянният капитал финансира дълготрайните активи;

2 – част от постоянния капитал, наричана чист оборотен капитал, финансира част от краткотрайните активи;

3 – краткосрочният капитал финансира краткотрайните активи.

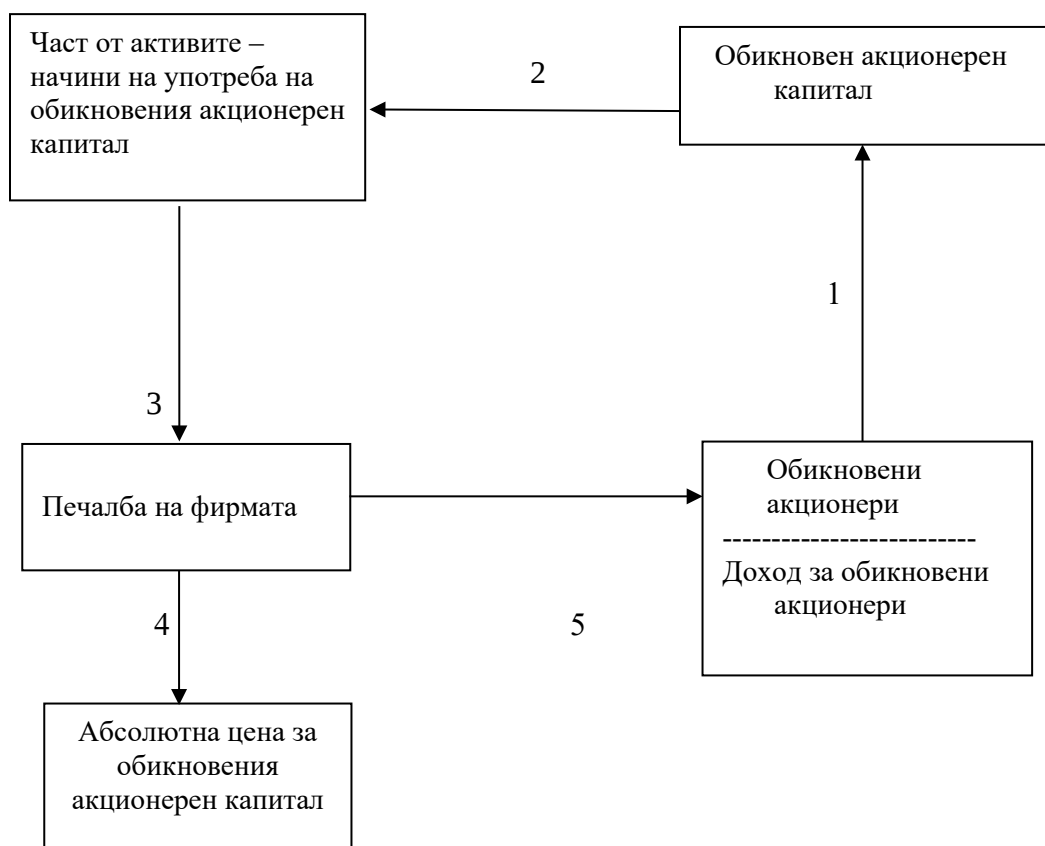
Схема 1.3. Финансиране на активите на фирмите за недвижими имоти от капиталите (постоянния и краткосрочния капитал)

Казаното дотук касае проблематиката относно финансирането на активите в теоретичен план. Погледнато практически, е възможно да има някои разминавания с теоретичната постановка. Напр. възможно е краткосрочен капитал да финансира дълготрайни материални активи. Става въпрос за случай, когато фирмата получава дългосрочен кредит и го използва за придобиване на дълготрайни материални активи, но част от главницата трябва да се върне на банката през годината, следваща тази на получаването на кредита. Тази част се явява краткосрочен капитал, който финансира дълготрайни активи. Финансовият баланс може да се конструира от анализатори, работещи във фирмата, тъй като те разполагат с необходимата информация. Анализатори, неработещи във фирмата, могат да създадат финансов баланс, като направят някои допускания.

7. Същност на анализа на абсолютните и относителните цени на капиталите, с които разполагат фирмите за недвижими имоти и са притежавани от собствениците на тези фирми

Акционерните дружества разполагат с обикновен акционерен капитал, като е възможно те да са собственици и на привилегирован акционерен капитал. Капиталите, с които разполага фирма, възприела правната форма на акционерно дружество, имат цени, които фирмата плаща на техните притежатели. Тези цени могат да се квалифицират като абсолютна и относителна цена на обикновения акционерен капитал и на привилегирания капитал. Ако дружеството е емитирало само обикновени акции, тогава цената на обикновения акционерен капитал, т.е. собствения капитал, е печалбата. Същевременно тя е и доход за притежателите на този капитал. Абсолютната цена на обикновения акционерен капитал е печалбата, която фирмата реализира. Логиката е следната: дружеството разполага с капитал, който собствениците са вложили, като част от активите са начини на употреба на този капитал. Съответно дружеството оперира с тези активи, както и с активите, които са начини на употреба на привлечения капитал. В крайна сметка използването на активите генерира печалбата на фирмата. Тази печалба, от една страна, е възнаграждението или доходът, който обикновените акционери получават за ползването от фирмата на активи, които са начини на употреба или имуществено проявление на капитала, притежаван от обикновените акционери, а от друга страна, печалбата е абсолютната цена на обикновения акционерен капитал, т.е. цената, която фирмата плаща за ползването на този капитал.

Казаното се илюстрира на схема 1.4.



- Заб. 1 – обикновените акционери притежават капитал;
 2 – притежаваният от обикновените акционери капитал е на разположение на фирмата и тя го употребява, като част от активите са начини на употреба на този капитал, останалата част от активите са начини на употреба на привлечения капитал;
 3 – използването на активите, които са начини на употреба на собствения и привлечения капитал, генерира печалбата на фирмата;
 4 – печалбата на фирмата е цена на обикновения акционерен капитал, която плаща фирмата;
 5 – печалбата на фирмата е доход за обикновените акционери.

Схема 1.4. Абсолютна цена на обикновения акционерен капитал на фирмите за недвижими имоти, възприели правната форма на акционерно дружество, емитирало обикновени акции

Печалбата на фирмата за дадена година е нарастването на обикновения акционерен капитал за тази година. Съответно съпоставянето на това нарастване на обикновения акционерен капитал за дадена година със средната балансова стойност на обикновения

акционерен капитал ни показва каква е относителната цена на обикновения акционерен капитал:

$$\text{Цок} = \frac{\text{Нарастване на собствения капитал за годината } t, \text{ реализирано} \\ \text{чрез генериране на печалба}}{\text{Средна балансова стойност на акционерния капитал} \\ \text{за годината } t} \quad (1)$$

Заб. Цок – относителна цена на акционерния капитал за годината t при емитирани обикновени акции.

Акционерният капитал, когато са емитирани от дружеството обикновени акции, представлява собственият капитал, с който то разполага. Относителната цена на собствения капитал на дружеството с ограничена отговорност за съответна година се изчислява, като печалбата на дружеството, т.е. нарастването на собствения капитал за съответната година, се раздели на средната балансова стойност на собствения капитал за годината t. Външните анализатори могат да работят със средна аритметична величина, а вътрешните – със средна хронологична величина. Относителната цена на собствения капитал представлява рентабилността на собствения капитал, когато е налице положителен краен финансов резултат, т.е. печалба на фирмата.

При изчисляването на средната балансова стойност за дадена година се вземат предвид балансовите стойности на собствения капитал в началото и в края на съответната година. Печалбата, която присъства в собствения капитал към края на миналата година, т.е. годината преди годината t, участва в генерирането на печалбата за годината t за определен период, т.е. за периода от началото на годината t до деня, в който тя бъде разпределена между акционерите под формата на дивиденди. Дори често се среща само част от печалбата да се разпредели под формата на дивиденди, а другата част да се задържи във фирмата. Частта, която се задържа във фирмата през цялата година t, ще участва в генерирането на печалба за същата година. Тук не се разглежда ситуацията, при която през годината t фирмата трупа загуби (поради значително отклонение от темата). Ако към края на преходната година (годината преди годината t) дружеството разполага с привилегирован акционерен капитал (това означава, че и в началото на годината t то разполага със същия капитал), тогава средната балансова стойност на обикновения акционерен капитал през годината t се изчислява така:

$$\begin{aligned} & \text{Средна балансова стойност на обикновения акционерен капитал за година } t = \quad (2) \\ & = (\text{Обикновен акционерен капитал в началото на годината } t + \\ & + \text{Обикновен акционерен капитал в края на годината } t)/2 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Обикновен акционерен капитал в началото на годината } t = \quad (3) \\ & = \text{Собствен капитал в началото на годината } t - \\ & - \text{Привилегирован акционерен капитал в началото на годината } t \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Привилегирован акционерен капитал в началото на годината } t = \quad (4) \\ & = \text{Основен привилегирован капитал} + \text{частта от печалбата за} \\ & \text{предходната година, която през годината } t \text{ се разпределя} \\ & \text{между привилегированите акционери под формата на дивиденди} \end{aligned}$$

*Заб. Обикновен акционерен капитал в края на годината t = Собствен капитал в края на годината t – Привилегирован акционерен капитал в края на годината t .
Привилегирован акционерен капитал в края на годината t =
= Основен привилегирован капитал + Частта от печалбата за годината t , която през следващата година (след годината t) ще се разпредели между привилегированите акционери под формата на дивиденди.*

Относителната цена на обикновения акционерен капитал за годината t , когато от началото на същата година дружеството разполага с привилегирован акционерен капитал, се изчислява по следния начин:

$$\begin{aligned} & \text{Нарастване на собствения капитал за годината } t, \text{ реализирано} \\ & \text{чрез генериране на част от печалбата} \\ \text{Цок} = & \frac{\text{-----}}{\text{Средна балансова стойност на акционерния капитал}} \quad (5) \\ & \text{за годината } t \end{aligned}$$

Заб. Цок – относителна цена на акционерния капитал за годината t при емитирани обикновени акции.

Ако са емитирани и привилегировани акции, тогава при изчисляването на цената на обикновения акционерен капитал се взема предвид част от печалбата – това е частта, която е разликата между печалбата на дружеството и частта от нея, която се разпределя между привилегированите акционери под формата на дивиденди.

При наличие на привилегирова̀ни акции относителната цена на привилегирова̀ния акционерен капитал се изчислява по-следния начин:

$$\text{Цпк} = \frac{\text{Нарастване на собствения капитал за годината } t, \text{ реализирано чрез генериране на част от печалбата}}{\text{Средна балансова стойност на привилегирова̀ния акционерен капитал за годината } t}} \quad (6)$$

Заб. Средната балансова стойност на привилегирова̀ния акционерен капитал за годината t се получава, като балансовата стойност на привилегирова̀ния акционерен капитал в началото на годината t се сумира с балансовата стойност на привилегирова̀ния акционерен капитал в края на годината t. След това полученият сбор се дели на числото 2. Беше посочен начина на изчисляване на балансовите стойности на привилегирова̀ния акционерен капитал в началото на годината и в края на годината t.

Когато става въпрос за емитиране на акции през годината t, напр. през м. юни на годината t, тогава се взема предвид основният привилегирован капитал, постъпил през м. юни, т.е. той се сумира с привилегирова̀ния акционерен капитал в края на година t (той включва постъпилия през м. юни привилегирован капитал и частта от печалбата за годината t, която ще се разпреди между привилегированите акционери през следващата година). След това полученият сбор се дели на числото 2. Така получаваме средната балансова стойност на привилегирова̀ния акционерен капитал за годината t.

Частта от печалбата разпределяна между привилегированите акционери, от една страна, е ресурс, който е ангажиран с генерирането на печалба на фирмата, но от друга страна, е цената, която дружество заплаща за привилегирова̀ния акционерен капитал.

Едно уточнение – тук се анализира случаят с привилегированите акции, когато те се разглеждат като собствен капитал, т.е. когато са представители на част от основния капитал. Не се анализират варианти на емитиране на привилегирова̀ни акции с опция за обратно изкупуване, когато те се разглеждат като пасиви.

8. Анализ на модела на Олтман за предвиждане на фалита на фирмите

Този модел, известен и като „Z-score analysis“, представлява три формули за предвиждане на фалита на фирмите. Разработен е от Едуард Олтман (Edward Altman) – американски икономист, професор в Stern School of Business при New York University. Формулата Z-Score, отнасяща се до предвиждането на фалита на публични дружества в сферата на производството, е публикувана през 1968г¹⁵. По-късно са публикувани и формулите, предвиждащи фалита на непубличните дружества в сферата на производството и на непублични дружества, които не са в тази сфера. Формулата в трите ѝ варианта представлява произведение от определени бизнескоефициенти. Величината на произведението от тези бизнескоефициенти, която се получава, позволява да се определи вероятността фирмата да фалира в близките 2 години.

Вариантите на формулата са:

- за публични дружества, които осъществяват производствена дейност:

$$Z_a = 1,2 \times (\text{оборотен капитал/сума на активите}) + 1,4 \times (\text{неразпределена печалба/сума на активите}) + 3,3 \times (\text{печалба преди лихви и данъци/сума на активите}) + 0,6 \times (\text{пазарна стойност на капитала/балансова стойност на задълженията}) + 0,999 \times (\text{приходи от продажби/сума на активи})$$

- за непублични дружества, които осъществяват производствена дейност:

$$Z_b = 0,717 \times (\text{оборотен капитал/сума на активите}) + 0,847 \times (\text{неразпределена печалба/сума на активите}) + 3,107 \times (\text{печалба преди лихви и данъци/сума на активите}) + 0,42 \times (\text{балансова стойност на капитала/балансова стойност на задълженията}) + 0,998 \times (\text{приходи от продажби/сума на активи})$$

- за непублични дружества, които не осъществяват производствена дейност:

$$Z_c = 6,56 \times (\text{оборотен капитал/сума на активите}) + 3,26 \times (\text{неразпределена печалба/сума на активи}) + 6,72 \times (\text{печалба преди лихви и данъци/сума на активите}) + 1,05 \times (\text{балансова стойност на капитала/балансова стойност на задълженията})$$

¹⁵ Altman, E. (1968) Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. Journal of Finance, 23, pp.589-609 <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>

Заб. Знакът „/” да се чете като знак за деление;

Оборотен капитал = сумата на краткотрайните активи;

Неразпределена печалба = печалбата, която се задържа в дружеството;

Печалба преди лихви и данъци = печалбата от продажби;

Под капитал се разбира собствен капитал.

Този модел е в сферата на анализа на връзката активи – капитали, тъй като в него присъстват съотношения, отнасящи се както за активите, така и за капиталите.

Както се вижда, същността на този модел са подборът на бизнескоефициентите и техните относителни тегла.

Олтман определя 3 интервала по отношение на публични дружества, осъществяващи производствена дейност, а именно:

1. ако Z_a възлиза на 1,8 или на по-малко от 1,8, тогава е много вероятно дружеството да фалира;

2. ако Z_a е в интервала 1,81 – 2,99, тогава вероятността от фалит до 1 една година е 95%, а вероятността от фалит до 2 години е 70%;

3. ако Z_a възлиза на 3 или на повече от 3, тогава опасността от фалит е малко вероятна.

По отношение на непублични дружества, осъществяващи производствена дейност, също са налице три интервала, а именно:

1. ако Z_b възлиза на 1,23 или на по-малко от 1,23, тогава е много вероятно дружеството да фалира;

2. ако Z_b е в интервала 1,24 – 2,89, тогава вероятността от фалит до 1 една година е 95%, а вероятността от фалит до 2 години е 70%;

3. ако Z_b възлиза на 2,90 или повече от 2,90, тогава опасността от фалит е малко вероятна.

По отношение на непублични дружества, които не осъществяват производствена дейност, интервалите са:

1. ако Z_c възлиза на 1,10 или на по-малко от 1,10, тогава е много вероятно дружеството да фалира;

2. ако Z_c е в интервала 1,11 – 2,59, тогава вероятността от фалит до 1 една година е 95%, а вероятността от фалит до 2 години е 70%;

3. ако Z_c възлиза на 2,60 или повече от 2,60, тогава опасността от фалит е малко вероятна.

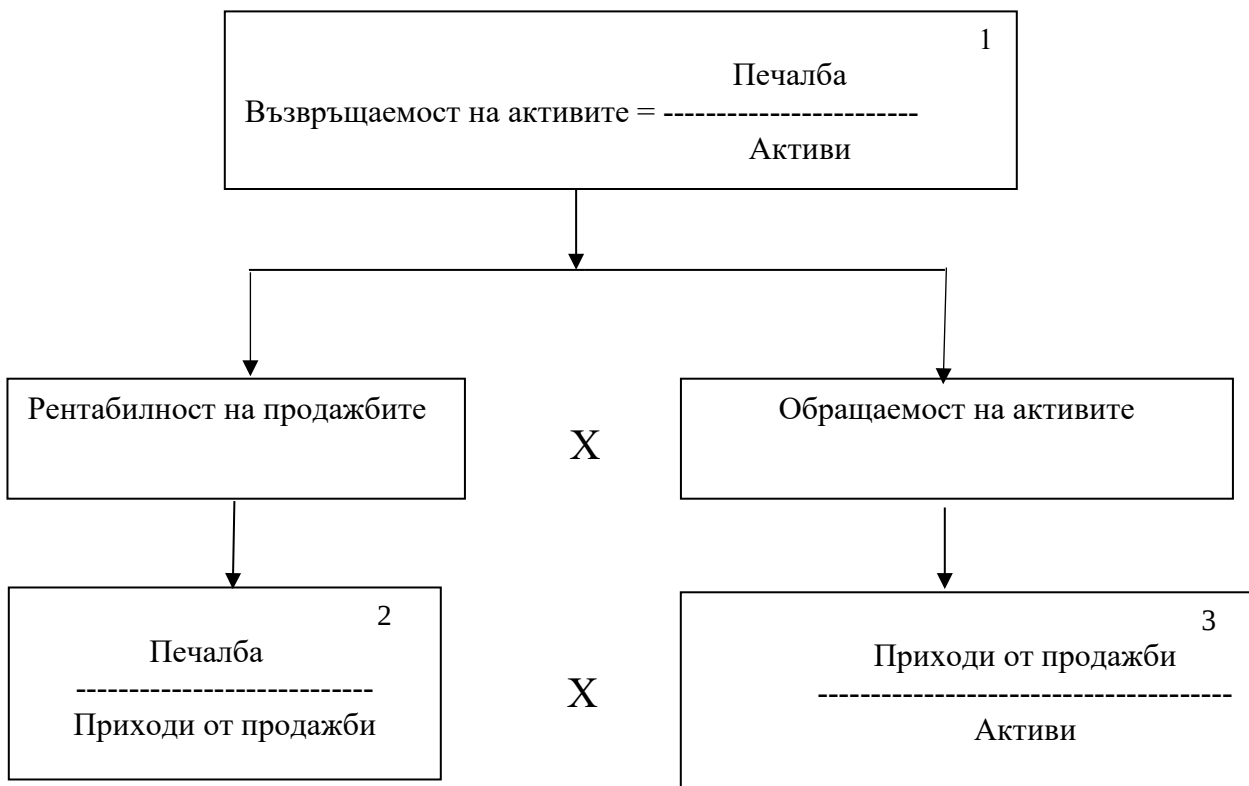
Използването на Z-Score формулата по отношение на редица фирми е показало, че този модел има успеваемост около 70%, т.е. това е процентът от фирмите, за които се предсказва фалит, действително фалират^{16,17}.

9. Системата Дюпон и системи за анализ на фирмите за недвижими имоти, основани на системата Дюпон

В началото на миналия век в САЩ протича Втората индустриална революция. Фирмите вече ангажират големи ресурси за производство, а освен това реализират значителни приходи и разходи. Все повече нараства необходимостта от използването на редица показатели, чрез които да се измерват определени аспекти на стопанската дейност на фирмите, като установените тенденции по отношение на тези аспекти са един от факторите за вземане на управленски решения. През 1919 г. специалисти, работещи във фирма Дюпон, разработват система за анализ, който обхваща три показателя. Чрез два от тях се измерва използването на такива ресурси, каквито са активите, а чрез третия се установява участието на единица продажби в печалбата на фирмата. Този модел за анализ става известен като системата Дюпон (срещат се и други наименования на тази система). Ето как е изглеждала тази система в първата ѝ версия (вж. схема 1.5.).

¹⁶ Георгиев, В, Петрова, Р. Адаптация на модела на Алтман към българските публични дружества// Годишник на Варненския университет. Варна, 2017. Електронен адрес прегледан на:14.12.2024 https://godishnik.ue-varna.bg/uploads/20170325033213_84954447658d5e4bdaa2a8.pdf

¹⁷ Иванова, Г. Моделът на Алтман като инструмент на финансово-счетоводния анализ при оценка на риска от несъстоятелност. Икономически университет – Варна, 2014. Електронен адрес прегледан на:14.12.2024: https://www.researchgate.net/profile/Gergana-Ivanova-4/publication/306011347_MODEL_TNA_ALTMAN_KATO_INSTRUMENT_NA_FINANSOVO-SCETOVDNIA_ANALIZ_PRI_OCENKA_NA_RISKA_OT_NESSTOATELNOST/links/57a9e4dc08ae7a6420bcac09/MODELT-NA-ALTMAN-KATO-INSTRUMENT-NA-FINANSOVO-SCETOVDNIA-ANALIZ-PRI-OCENKA-NA-RISKA-OT-NESSTOATELNOST.pdf



Заб. Знакът „X“ да се чете като знак за умножение.

Схема 1.5. Система Дюпон (първа версия)

Иначе казано, става въпрос за следното равенство:

$$\frac{\text{Печалба}}{\text{Активи}} = \frac{\text{Печалба}}{\text{Приходи от продажби}} \times \frac{\text{Приходи от продажби}}{\text{Активи}} \quad (1)$$

Вижда се, че възвръщаемостта на активите зависи от други два показателя или фактора – рентабилността на продажбите и обръщаемостта на активите. Или тази обвързаност може да бъде изразена по-следния начин:

$$\text{Възвръщаемост на активите} = \text{Рентабилност от продажбите} \times \text{Обръщаемост на активите} \quad (2)$$

Нека да видим какво стои зад посочените съотношения? Първото съотношение в горепосочената схема е печалба/активи. Печалбата е нарастване на собствения капитал, а активите са имуществото на фирмата. Съотношение номер 2 в схемата представлява

печалба/приходи от продажби. Както посочихме, печалбата представлява нарастване на собствения капитал, но и приходите са нарастване на собствения капитал. В този смисъл съотношение 2 представлява увеличаване на собствения капитал/увеличаване на собствения капитал. Съотношение номер 3 в схемата е приходи от продажби/активи или увеличаване на собствения капитал/активи. Следователно и трите съотношения в системата Дюпон са съотношения, зад които стоят активи и собствен капитал. Или системата Дюпон може да изглежда по-следния начин (вж. схема 1.6.):



Заб. При съотношение 2 увеличението на собствения капитал, имат различно значение – в числителя е увеличението, дължащо се на печалбата, а в знаменателя е увеличението, дължащо се на приходи от продажби.

Увеличението на собствения капитал при съотношение 1 се дължи на печалбата.

Увеличението на обствения капитал при съотношение 3 се дължи на приходите.

Схема 1.6. Друга гледна точка към системата Дюпонт

Във втората глава се представят редица разработени от нас системи, основани на системата Дюпон, а в третата глава тези системи се апробират във функционираща фирма за недвижими имоти. Освен това в следващите две глави се посочва по какъв начин може да се работи с тези системи, които, от една страна, се основават на теорията, а от друга, са съобразени с нормативната уредба в нашата страна.

ВТОРА ГЛАВА

ФИНАНСОВ АНАЛИЗ НА ФИРМИТЕ ЗА НЕДВИЖИМИ ИМОТИ – ПОКАЗАТЕЛИ И НАЧИНИ НА РАБОТА С ТЯХ

1. Измерване и анализ на икономическата ефективност на всички фирми за недвижими имоти и начини на работа с тях

В тази глава се представят редица показателите за измерване и анализ на всички видове фирми за недвижими имоти (агенции за недвижими имоти, фасилити фирми и др.), но тук се посочват част от тях:

$$\text{Коефициент на ефективност на постоянния капитал} = \frac{\text{Приходи на фирмата}}{\text{Постоянен капитал}} \quad (1)$$

$$\text{Коефициент на ефективност на краткосрочния капитал} = \frac{\text{Приходи на фирмата}}{\text{Краткосрочен капитал}} \quad (2)$$

$$\text{Коефициент на ефективност на активите} = \frac{\text{Приходи на фирмата}}{\text{Активи}} \quad (3)$$

$$\text{Коефициент на ефективност на ДНМА и ДМА} = \frac{\text{Приходи от оперативна дейност}}{\text{ДНМА + ДМА}} \quad (4)$$

$$\text{Коефициент на ефективност на разходите} = \frac{\text{Приходи (общо)}}{\text{Разходи (общо)}} \quad (5)$$

$$\text{Коефициент на ефективност на разходите за оперативна дейност} = \frac{\text{Приходи от оперативна дейност}}{\text{Разходи за оперативна дейност}} \quad (6)$$

Заб. ДНМА – дълготрайни нематериални активи;

ДМА – дълготрайни материални активи.

Вземат се предвид средните балансови стойности на съответните капитали и активи за периода, през който се реализират съответните приходи.

При изчисляването на показателите 5 и 6 се вземат предвид съответните приходи и разходи за един и същ период.

Някои от посочените показатели наподобяват показатели срещани в литературата, но е налице съществена разлика – в работата се вземат предвид средните балансова стойности (за съответната година) на капитали и активи, а срещаните в литературата се изчисляват като се вземат предвид балансовите стойности на капитали и активи.

Уточняваме, че краткосрочният капитал е капиталът, с който фирмата разполага в продължение на една календарна година (1 януари – 31 декември), а постоянният капитал (наричан още дългосрочен) е този, с който фирмата разполага за период, по-голям от календарната година.

Съотношенията, чрез които се изчисляват първите четири показателя, са проявление на съотношението икономически ефект/ресурси, а съотношенията, чрез които се изчисляват величините на показатели 5 и 6, са проявление на съотношението икономически ефект/разходи.

При анализа на икономическата ефективност на фирмите за недвижими имоти може да се сравняват фактическите величини на показателите с планираните, а така също и фактическите величини за текущия период с тези за предходни периоди. Напр. величините за текущата година с тези за предходни години, за текущо тримесечие на текущата година (напр. третото тримесечие на 2023 г.) с предходни тримесечия на текущата година (първото и второто тримесечие на 2023 г.) и със същите предходни тримесечия на предходни години (трето тримесечие на 2022 г., 2021 г., 2020 г. и т.н.). Въз основа на сравненията анализаторите във фирмата могат да препоръчат на ръководството определени мерки, насочени към оптимизация на икономическата ефективност, а ръководството от своя страна да вземе решения съобразно отправените препоръки.

Данните за посочените показатели за икономическата ефективност на фирмите за недвижими имоти от позиция на капиталите по години могат да се обобщят в таблици, което улеснява работата на анализаторите. Такива таблици са представени във втората глава.

1.1. Измерване и анализ на икономическата ефективност на фирмите за недвижими имоти, създаващи и продаващи услуги

Тук се представят някои показатели, с които могат да работят фирмите, осъществяващи услуги, напр. агенциите за недвижими имоти, фасилити фирмите и др.:

$$\text{Коефициент на ефективност на собствения капитал} = \frac{\text{Нетни приходи от продажби на услуги}}{\text{Собствен капитал (средна балансова стойност)}} \quad (1)$$

$$\text{Коефициент на ефективност на себестойността на продадените услуги} = \frac{\text{Нетни приходи от продажби на услуги}}{\text{Себестойност на продадените услуги}} \quad (2)$$

Във втората глава са посочени и други показатели за измерване и анализ на икономическата ефективност на фирмите за недвижими имоти, извършващи услуги.

Вече бе посочена технологията на осъществяването на анализа на икономическата ефективност, като се работи с показателите, които могат да се ползват от всички фирми за недвижими имоти. Тази технология трябва да се има предвид и при анализа на икономическата ефективност на фирмите за недвижими имоти, създаващи и продаващи услуги. Тук става въпрос за сравненията, които бяха посочени. При анализа могат да се използват таблици с определени времеви периоди, като в тях се посочват величини на съответните показатели, което облекчава работата на анализаторите.

1.2. Измерване и анализ на икономическата ефективност на дружествата със специална инвестиционна цел (АДСИЦ), инвестиращи в недвижими имоти, и специализираните дружества

Тук ще се разгледат специфичните за АДСИЦ, инвестиращи в недвижими имоти, и специализираните дружества показатели (дружества, в които инвестират АДСИЦ, инвестиращи в недвижими имоти). Величините на специфичните показатели за измерване и анализ на икономическата ефективност на АДСИЦ, инвестиращи в недвижими имоти, и специализираните дружества се изчисляват чрез формули, които са проявление на съотношенията икономически ефект/ресурси и икономически ефект/разходи, като икономическият ефект са приходите по договори, а ресурсите са капитали и активи.

Ето някои показатели за икономическата ефективност на АДСИЦ и специализираните дружества, чиито величини се изчисляват чрез формули, които са проявление на съотношенията икономически ефект/ресурси и икономически ефект/разходи:

$$\text{Коефициент на ефективността на собствения капитал} = \frac{\text{Приходи от инвестиционни имоти}}{\text{Собствен капитал (средна балансова стойност)}} \quad (1)$$

$$\text{Коефициент на ефективност на инвестиционните имоти дадени под наем} = \frac{\text{Приходи от инвестиционни имоти дадени под наем}}{\text{Инвестиционни имоти дадени под наем (средна балансова стойност)}} \quad (2)$$

$$\text{Коефициент на ефективност на инвестиционен имот} = \frac{\text{Приходи от конкретен инвестиционен имот}}{\text{Инвестиционен имот (средна балансова стойност)}} \quad (3)$$

$$\text{Коефициент на ефективност на разходите по инвестиционен имот} = \frac{\text{Приходи от инвестиционни имоти дадени под наем}}{\text{Разходи за поддръжка и експлоатация на инвестиционните имоти дадени под наем}} \quad (4)$$

При изчисляването на показател 1 се вземат предвид приходите на фирмите за определен период по договорите за наеми и др. договори и средната балансова стойност на собствения капитал за същия период, на инвестиционните имоти и на инвестиционния имот за същия период.

Инвестиционните имоти са активи (недвижими имоти), които се предоставят за ползване по договори за наем, договори за аренда, по договори за управление на недвижими имоти и по договори за лизинг, а могат и да се продадат. Приходите от инвестиционни имоти по вид договори са приходите по договорите за наеми, приходите по договорите за аренда, приходите по договорите за лизинг и приходите по договорите за управление на недвижими имоти. При изчисляването на показател 2 приходите по видове договори се съпоставят със средната балансова стойност на съответните инвестиционни имоти, т.е. имотите, обект на конкретните по вид договори, напр. договорите за наем. При изчисляването на показател 3 се вземат предвид приходите от конкретен инвестиционен имот и разходите за поддръжка и експлоатация на имота.

Анализите на икономическата ефективност на АДСИЦ и специализираните дружества се осъществяват по начин, подобен на начина на извършване на този анализ по отношение на всичките видове фирми за недвижими имоти, т.е. вътрешните анализатори могат да работят с показателите за измерването и анализа на икономическата ефективност на АДСИЦ и специализираните дружества по същия начин, по който се процедира с показателите за икономическата ефективност на фирмите за всички фирми за недвижими имоти (вече посочихме този начин), в т.ч. да използват и съответни таблици, като в тях се посочват данните за календарната година, за тримесечията в рамките на дадена година и за едни и същи тримесечия в няколко последователни години.

1.3. Измерване и анализ на икономическата ефективност на строителните фирми

Бяха посочени показателите за измерване и анализ на икономическата ефективност на всички фирми за недвижими имоти. Специфичните за строителните фирми показатели се изчисляват чрез съпоставяне на нетни приходи от продажби на продукция, реализирани от тези фирми, с ресурси, ангажирани с тази реализация, и разходите, вложени за получаването на тези приходи. Величините на показателите се изчисляват чрез формули, които са проявление на съотношенията икономически ефект/ресурси и икономически ефект/разходи. Двете посочени съотношения представляват конкретизация на съотношенията увеличаване на собствения капитал/капитали или активи и увеличаване на собствения капитал/намаление на собствения капитал. Нетните приходи от продажби на продукция са характерни за фирми за недвижими имоти като строителните. Тези фирми могат да реализират и услуги, напр. бояджийски. Уточняваме, че когато строителната фирма продава напълно завършен обект, тогава тя продава веществена продукция и съответно реализира нетни приходи от продажби на продукция. Когато тя осъществява определени строително-монтажни работи, които продава (но не продава напълно завършен обект), тогава тя създава и продава услуги – в този случай реализира нетни приходи от продажби на услуги. Ето и някои показателите за икономическа ефективност на строителните фирми (във втората глава са посочени и други), чиито величини се изчисляват чрез формули, представляващи проявление на съотношението икономически ефект/ресурси и икономически ефект/разходи:

$$\text{Коефициент на ефективност на собствения капитал} = \frac{\text{Нетни приходи от продажби на продукция}}{\text{Собствен капитал (средна балансова стойност)}} \quad (1)$$

$$\text{Коефициент на ефективност на ДМА + ДНМА} = \frac{\text{Нетни приходи на продажби на продукция}}{\text{ДМА + ДНМА (средна балансова стойност)}} \quad (2)$$

$$\text{Коефициент на ефективност на себестойността на продадената продукция} = \frac{\text{Нетни приходи от продажби на продукция}}{\text{Себестойност на продадената продукция}} \quad (3)$$

С показателите за измерването и анализа на икономическата ефективност на строителните фирми може да се процедира по начин, подобен на начина на работа с показателите за икономическата ефективност на всички фирми за недвижими имоти (вече посочихме този начин). Вътрешните анализаторите могат да използват и таблици, като в тях се включат данни както за календарни години, така и по тримесечия в рамките на дадена календарна година и по едни и същи тримесечия в няколко последователни години.

Външни анализатори нямат достъп до вътрешна информация, а до годишните финансови отчети. Поради това те могат да работят с показатели, чието изчисляване може да се осъществи, като се ползва информация от тези отчети.

2. Измерване и анализ на рентабилността на фирмите за недвижими имоти

2.1. Измерване и анализ на рентабилността на всички видове фирми за недвижими имоти и начини на работа с тях

Рентабилността представлява финансовият резултат, който се постига с единица ресурси (определени капитали или активи), единица разходи или единица приходи. Или става въпрос за следните съотношения:

$$\frac{\text{Финансов резултат}}{\text{Ресурси}} \quad (1)$$

$$\frac{\text{Финансов резултат}}{\text{Разходи}} \quad (2)$$

$$\frac{\text{Финансов резултат}}{\text{Приходи}} \quad (3)$$

Тези съотношения са конкретизация на съотношенията изменение на собствения капитал/капитали или активи, а така също и на изменение на собствения капитал/намаляване на собствения капитал и изменение на собствения капитал/увеличаване на собствения капитал. Формулите, чрез които се изчисляват величините на показателите за анализ и измерване на рентабилността, са проявления на трите посочени съотношения.

Финансовият резултат, т.е. печалбата или загубата, представлява увеличаване и съответно намаляване на собствения капитал или, казано по-общо, изменение на собствения капитал. Вече посочихме, че разходите и приходите са съответно намаляване и увеличаване на собствения капитал. Ето някои показатели за измерване и анализ на рентабилността на всички фирми за недвижими имоти, които се изчисляват чрез формули, представляващи проявления на трите посочени съотношения:

$$\begin{array}{l} \text{Коефициент на рентабилност} \\ \text{на постоянния капитал} \end{array} = \frac{\text{Финансов резултат на фирмата}}{\text{Постоянен капитал} \\ \text{(средна балансова стойност)}} \quad (1)$$

$$\begin{array}{l} \text{Коефициент на рентабилност} \\ \text{на краткосрочния капитал} \end{array} = \frac{\text{Финансов резултат на фирмата}}{\text{Краткосрочен капитал} \\ \text{(средна балансова стойност)}} \quad (2)$$

$$\begin{array}{l} \text{Коефициент на рентабилност} \\ \text{на ДНМА и ДМА} \end{array} = \frac{\text{Финансов резултат на фирмата}}{\text{ДНМА + ДМА} \\ \text{(средна балансова стойност)}} \quad (3)$$

$$\begin{array}{l} \text{Коефициент на рентабилност} \\ \text{на активите} \end{array} = \frac{\text{Финансов резултат на фирмата}}{\text{Активи} \\ \text{(средна балансова стойност)}} \quad (4)$$

$$\begin{array}{l} \text{Коефициент на рентабилност} \\ \text{на разходите за оперативна} \\ \text{дейност} \end{array} = \frac{\text{Финансов резултат от оперативната дейност} \\ \text{на фирмата}}{\text{Разходи за оперативната дейност} \\ \text{на фирмата}} \quad (5)$$

$$\text{Коефициент на рентабилност на разходите за обичайната дейност} = \frac{\text{Финансов резултат от обичайната дейност на фирмата}}{\text{Разходи за обичайната дейност на фирмата}} \quad (6)$$

$$\text{Коефициент на рентабилност на приходите от оперативна дейност} = \frac{\text{Финансов резултат от оперативната дейност на фирмата}}{\text{Приходи от оперативната дейност на фирмата}} \quad (7)$$

$$\text{Коефициент на рентабилност на приходите от обичайна дейност} = \frac{\text{Финансов резултат от обичайната дейност на фирмата}}{\text{Приходи от обичайна дейност на фирмата}} \quad (8)$$

Заб. Финансовият резултат на фирмата е разликата между всички приходи и всички разходи за съответния период. Финансовият резултат от обичайната дейност е разликата между приходите от обичайната дейност и разходите за обичайната дейност.

Някои от посочените показатели наподобяват показатели срещани в литературата, но е налице съществена разлика – вземат се предвид средните балансова стойности (за съответната година) на капитали и активи, а срещаните в литературата се изчисляват като се вземат предвид балансовите стойности на капитали и активи.

При анализа на рентабилността на фирмите за недвижими имоти може да се сравняват фактическите величини на показателите с планираните, а така също и фактическите величини за текущия период с величините за предходни периоди. Напр. величините за текущата година с тези за предходни години, а също и за текущо тримесечие на текущата година (напр. третото тримесечие на 2023 г.) с предходни тримесечия на текущата година (първото и второто тримесечие на 2023 г.) и със същите предходни тримесечия на предходни години (трето тримесечие на 2022, на 2021, 2020 г. и т.н.). Въз основа на сравненията анализаторите във фирмата могат да препоръчат на ръководството определени мерки, насочени към оптимизация на рентабилността, а ръководството да вземе решения въз основа на отправените препоръки.

С тези показатели могат да работят и външни анализатори, т.е. такива, които не работят в съответните фирми. Те могат да си служат с данните от счетоводния баланс и

отчета за приходите и разходите, които се публикуват в Търговския регистър. Тези анализатори могат да извършват анализи по различни причини – напр. работещи в сферата на икономическата наука при работа върху публикации, свързани с финансовия анализ на фирмите за недвижими имоти, или експертите в дадена фирма за недвижими имоти могат да използват посочените показатели при финансовия анализ на фирмите конкуренти. Външните анализатори обаче не могат да осъществяват анализи на рентабилността на фирмите за недвижими имоти за периоди, които са по-кратки от една календарна година, тъй като нямат достъп до необходимата информация.

Възможно е в таблица да се включат данните напр. за пет години, а освен това може да се разработят и таблици, включващи данни за по-кратки периоди, напр. за тримесечия в рамките на дадена календарна година и за едни и същи тримесечия в няколко последователни години. Това ще спомогне за осъществяването на по-задълбочен анализ на рентабилността на фирмите за недвижими имоти.

Мерките, които ръководството на една фирма за недвижими имоти може да предприеме с цел повишаване на рентабилността, най-общо са в три направления – усъвършенстване на организацията на основната дейност, усъвършенстване на организацията на труда и усъвършенстване на организацията на управлението.

2.2. Измерване и анализ на рентабилността на фирмите за недвижими имоти, осъществяващи услуги

Специфичните показатели за измерване и анализ на рентабилността на фирмите за недвижими имоти, осъществяващи услуги (агенции за недвижими имоти, фасилити и пропърти фирми и др.), се изчисляват чрез формули, които са проявление на съотношенията финансов резултат от продажби/ресурси, финансов резултат/разходи и финансов резултат/приходи. Финансовият резултат от продажбите на услуги може да бъде печалба и загуба, но е възможно и да бъде нула. Този резултат е разлика между нетните приходи от продажбите на услуги и пълните разходи, свързани с тях (себестойност на продадените услуги + разходи за продажби през периода на реализиране на нетните приходи от продажби на услуги + административни разходи през същия период).

Тук са представени някои от показателите за измерване и анализ на рентабилността на фирмите за недвижими имоти, създаващи услуги:

$$\text{Коефициент на рентабилност на собствения капитал} = \frac{\text{Финансов резултат от продажби на услуги}}{\text{Собствен капитал (средна балансова стойност)}} \quad (1)$$

$$\text{Коефициент на рентабилност на общия капитал} = \frac{\text{Финансов резултат от продажби на услуги}}{\text{Общ капитал (средна балансова стойност)}} \quad (2)$$

$$\text{Коефициент на рентабилност на себестойността на продадените услуги} = \frac{\text{Финансов резултат от продажби на услугите}}{\text{Себестойност на продадените услуги}} \quad (3)$$

$$\text{Коефициент на рентабилност на приходите от продажби на услуги} = \frac{\text{Финансов резултат от продажби на услуги}}{\text{Нетни приходи от продажби на услуги}} \quad (4)$$

Анализът на рентабилността на фирмите за недвижими имоти, създаващи услуги, може да се осъществи по начина, който вече беше посочен при разглеждането на анализа на всички фирми за недвижими имоти – сравняване на фактически с планирани величини, сравняване на величините на показателите по години и т.н. Въз основа на сравненията анализаторите, работещи във фирмите за недвижими имоти, създаващи услуги, могат да препоръчат на ръководството мерки, насочени към оптимизация на рентабилността, а ръководството да вземе решения въз основа на отправените препоръки. Анализаторите могат в своята работа да използват таблици, в които да се посочат съответни данни за показателите, и това би улеснило тяхната работа.

Анализаторите, които не работят в съответна фирма за недвижими имоти, създаваща услуги, нямат достъп до вътрешна информация. Съответно те не могат да извършват анализи за по-кратки периоди от една календарна година, напр. тримесечия.

2.3. Измерване и анализ на рентабилността на АДСИЦ и специализираните дружества

Рентабилността на АДСИЦ, инвестиращи в недвижими имоти, и специализираните дружества, притежавани от АДСИЦ, инвестиращи в недвижими имоти, се измерва и анализира с помощта на показатели, чиито величини се изчисляват чрез формули, които са

проявления на съотношенията финансов резултат/ресурси, финансов резултат/разходи и финансов резултат/приходи. За тези дружества е характерен финансовият резултат по договори за наем, за аренда, за лизинг и за управление на недвижими имоти. Този резултат е разлика между приходите от използването на недвижимите имоти и разходите, свързани с тези имоти.

Някои от показателите за измерване и анализ на рентабилността на АДСИЦ и специализираните дружества са:

$$\text{Коефициент на рентабилност на собствения капитал} = \frac{\text{Финансов резултат от инвестиционни имоти}}{\text{Собствен капитал (средна балансова стойност)}} \quad (1)$$

$$\text{Коефициент на рентабилност на инвестиционните имоти} = \frac{\text{Финансов резултат от инвестиционни имоти}}{\text{Инвестиционни имоти (средна балансова стойност)}} \quad (2)$$

$$\text{Коефициент на рентабилност на разходите във връзка с договори} = \frac{\text{Финансов резултат от инвестиционни имоти}}{\text{Разходи, свързани с инвестиционните имоти}} \quad (3)$$

$$\text{Коефициент на рентабилност на приходите от инв. имоти} = \frac{\text{Финансов резултат от инвестиционни имоти}}{\text{Приходи от инвестиционни имоти}} \quad (4)$$

При анализа на рентабилността на АДСИЦ и специализираните дружества може да се процедира по начина, който вече бе посочен при анализа на рентабилността на всички фирми за недвижими имоти.

Външните анализатори могат да работят само с годишните данни, тъй като те се публикуват и има достъп до тях.

2.4. Измерване и анализ на рентабилността на строителните фирми

Рентабилността на строителните фирми се измерва и анализира с помощта на показатели, чиито величини се изчисляват чрез формули, представляващи проявления на съотношенията финансов резултат от продажби/ресурси, финансов резултат от продажби/разходи и финансов резултат от продажби/приходи. Ето някои показатели за измерване и анализ на рентабилността на строителните фирми:

$$\text{Коефициент на рентабилност на собствения капитал} = \frac{\text{Финансов резултат от продажби на продукция}}{\text{Собствен капитал (средна балансова стойност)}} \quad (1)$$

$$\text{Коефициент на рентабилност на ДНМА и ДМА} = \frac{\text{Финансов резултат от продажби на продукция}}{\text{ДНМА и ДМА (средна балансова стойност)}} \quad (2)$$

$$\text{Коефициент на рентабилност на себестойността на продадената продукция} = \frac{\text{Финансов резултат от продажби на продукция}}{\text{Себестойност на продадената продукция}} \quad (3)$$

$$\text{Коефициент на рентабилност на нетните приходи от продажби на продукция} = \frac{\text{Финансов резултат от продажби на продукция}}{\text{Нетни приходи от продажби на продукция, реализирани през периода, през който е реализиран финансовият резултат от продажбите на продукция}} \quad (4)$$

Заб. Данните в числителите и знаменателите във формулите се отнасят до един и същ период.

При анализа на рентабилността на строителните фирми може да се процедира по начина, който бе посочен при анализа на рентабилността на всички фирми за недвижими имоти. С тези показатели могат да работят както вътрешни, така и външни анализатори, като външните могат да работят само с годишните данни, докато вътрешните – както с годишните, така и с данни за по-кратки периоди и съответно да установяват величините на показателите, отнасящи се за по-малки от календарната година периоди. При анализа на рентабилността на строителните фирми вътрешните и външните анализатори могат да работят с таблици, в които в обобщен вид се посочват съответните показатели и техните величини.

3. Технология на анализа на абсолютните и относителните цени на капиталите, притежавани от собствениците на фирмите за недвижими имоти

В първата глава бе посочено, че печалбата е абсолютната цена на обикновения акционерен капитал (и на собствения капитал на дружествата с ограничена отговорност), и бе разгледано как принципно се установява относителната цена на обикновения и привилегирания акционерен капитал. Във втората глава тази проблематика се обсъжда по-детайлно.

Печалбата за съответен период е превишението на всички приходи спрямо всички разходи на фирмата за същия период, т.е. тя е оценка за работата на ръководството на фирмата. Освен това тя е капитал, част от обикновения акционерен капитал, и доход за обикновените акционери. Тя е абсолютната цена на обикновения акционерен капитал, която фирмата плаща на обикновените акционери. Следователно, както виждаме съществуват няколко гледни точки спрямо печалбата на фирмата, която е възприела правната форма на акционерно дружество и е емитирала само обикновени акции. Ако фирмата е емитирала и привилегирани акции, тогава част от печалбата за съответната година се явява доход за привилегированите акционери (тя се разпределя между тях под формата на дивиденди) и е абсолютна цена на привилегирания капитал. Освен това тази част от печалбата е част от привилегирания акционерен капитал. В този случай другата част от печалбата представлява абсолютна цена на обикновения акционерен капитал и доход за обикновените акционери. Тя е и част от обикновения акционерен капитал.

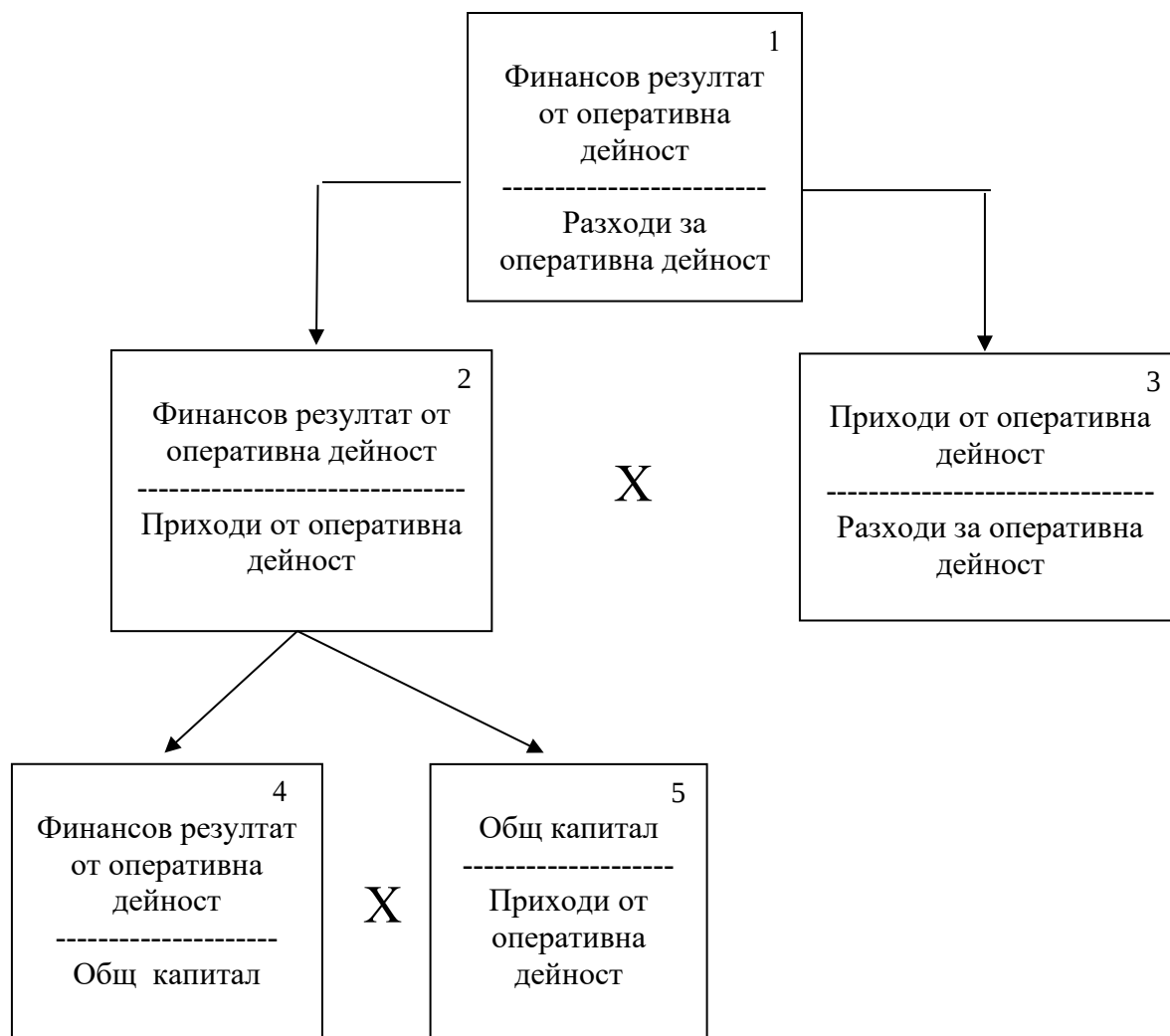
Колкото е по-висока цената на капиталите, притежавани от обикновените акционери, толкова това е по-изгодно за тях, тъй като означава, че дохода, който те получават за средно един лев техен капитал, е по-висок. Възможно е доходът за средно един лев капитал, притежаван от собствениците, да е по-малък в сравнение с преходната година, но печалбата като цяло да е по-голяма в сравнение с предходната година. Не бива обаче това обезателно да се възприема като нещо отрицателно, тъй като по-голямата печалба може да бъде инвестирана в бизнеса на фирмата, което е предпоставка тя да запази и дори да увеличи своята конкурентоспособност. Това от своя страна дава възможност персоналът на фирмата да запази своите работни места, а и дори да бъдат увеличени възнагражденията.

Анализаторите, работещи във фирмите за недвижими имоти, трябва да следят тенденциите по отношение на цените на капиталите – обикновен акционерен и

привилегирован акционерен. Те трябва да търсят възможности за нарастването на цената на обикновения акционерен капитал, тъй като това означава по-голям доход за притежателите на обикновени акции. Възможностите са в сферата на организацията на създаването на невестествена продукция (услуги) и веществена продукция, организацията на труда, а така също организацията на управлението. Анализаторите следва да алармират ръководството при негативни тенденции по отношение на цените на капиталите, притежавани от обикновените акционери. Освен това при желание за емитиране на привилегирани акции анализаторите трябва да предлагат цена за привилегирания акционерен капитал, която да е постижима за дружеството и която ще удовлетворява и обикновените акционери, в смисъл че след приспадане от печалбата на дивидентите по привилегированите акции ще е налице остатък от печалбата, който ще удовлетвори обикновените акционери.

4. Системи за анализ на фирмите за недвижими имоти на основата на системата Дюпон

В първата глава е разгледана системата Дюпонт, а във втората се представят три системи за анализ, основани върху нея. Тези системи са съобразени и с нормативната уредба на нашата страна в областта на счетоводството. С други думи, в тях са включени съотношения, които могат да се изчисляват, като се ползва съответна счетоводна информация. При работа върху съотношенията, включени в трите системи, бе търсена логиката на съпоставяне на едни величини с други. Първата система за анализ „А“ включва пет съотношения (вж. схема 2.1.):



Заб. Системата за анализ „А“ е авторска разработка.

Схема 2.1. Система за анализ „А“ на фирмите за недвижими имоти

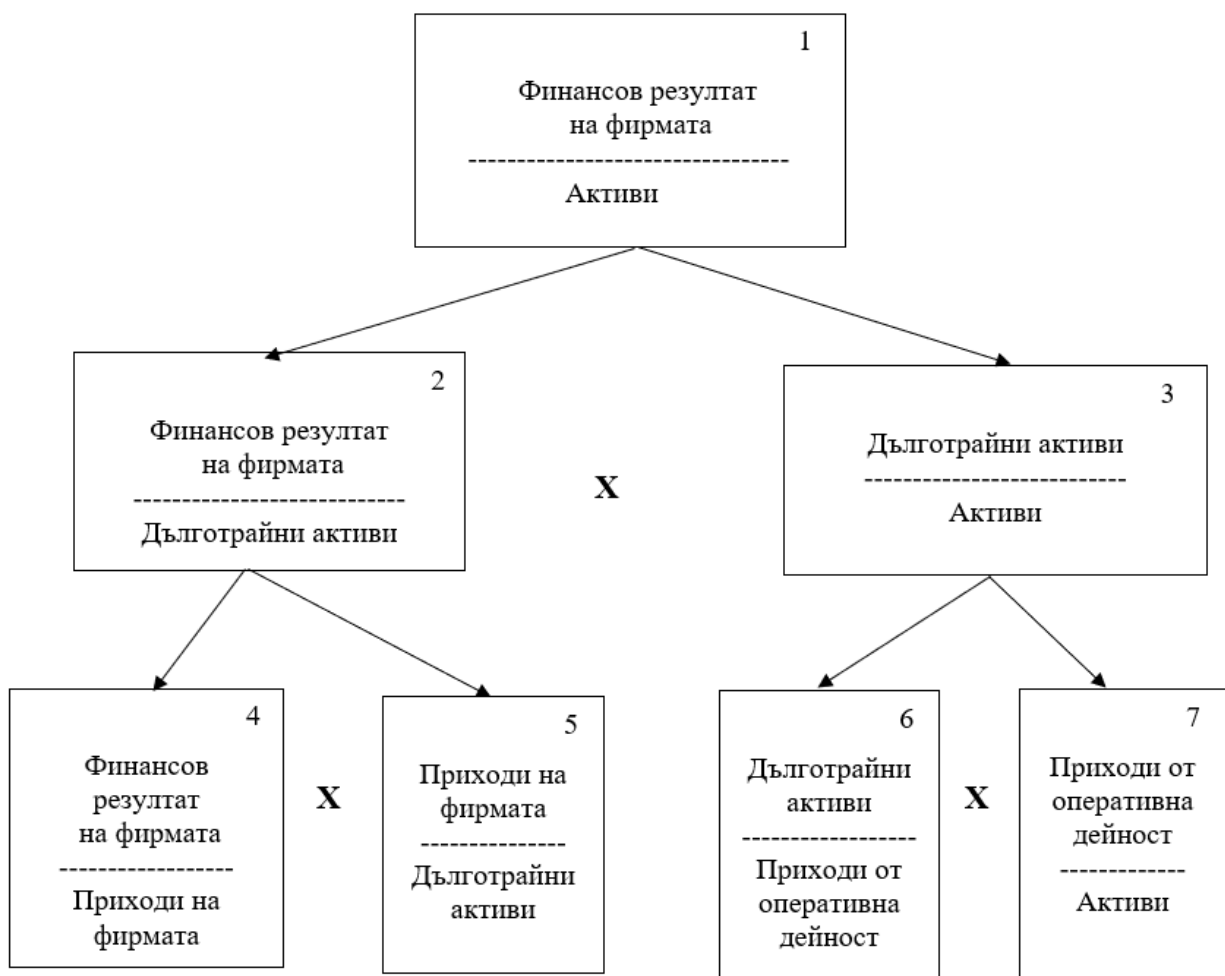
Както се вижда, в системата са включени съотношения, чиито величини се изчисляват, като се вземат предвид финансовият резултат от оперативната дейност, приходите от оперативната дейност и разходите за оперативната дейност, които представляват увеличения и намаления на собствения капитал. Следва да се вземе предвид и средната балансова стойност на общия капитал (сума на пасива). Тази система за анализ е приложима за всички видове фирми за недвижими имоти. Тя включва пет съотношения. Оперативната дейност може да се окачестви като дейността, в която се влагат разходи, чиито относителен дял в общата величина на разходите, реализирани от фирмата в рамките на календарната година, е най-голям. Освен това тя носи приходи, които в общата величина на

приходите в рамките на календарната година имат най-голям относителен дял. В МСС 7 Отчети за парични потоци се посочва, че оперативната дейност „е основната дейност на предприятието, която генерира приходи, както и друга дейност, която не е инвестиционна или финансова“.

Съотношенията с номера 1, 2 и 4 са съотношения за измерване и анализ на рентабилността. Съотношенията с номера 3 и 5 са за икономическа ефективност, като при съотношение 5 икономическият ефект, а именно приходите от оперативната дейност, е посочен в знаменателя, а ресурсът, ангажиран с получаването на този ефект, е посочен в числителя на съотношението.

Системата е приложима и за периоди, по-кратки от календарната година, напр. за тримесечие или месец. Тогава обаче с нея могат да работят само вътрешните анализатори, тъй като те имат достъп до нужната информация. Те могат да установят приходите от оперативната дейност, разходите за оперативната дейност и др. за съответния напр. тримесечен период. С тази система се работи, като се сравняват величините на съотношенията по години, по месеци или тримесечия в рамките на календарната година, а така също и по едни и същи месеци или тримесечия в рамките на няколко поредни години. Така напр. може да се сравнят величините на петте съотношения за 2023 г. с величините на съотношенията за предходните четири години или величините на съотношенията за четвъртото тримесечие на 2023 г. с величините на предходните тримесечия на същата година, или величините за четвъртото тримесечие на 2023 г. с величините за същото тримесечие в рамките на предходните четири години. Въз основа на направените сравнения анализаторите на фирмата могат да направят съответни изводи и да отправят препоръки към ръководството, а то от своя страна да взема адекватни решения.

Втората система за анализ „В“ и третата „С“ съдържат седем отношения всяка. И при тях са налице определени зависимости между съотношенията, както и при системата „А“. С тези две системи се работи по начин, подобен на този със системата „А“. Системата „В“ изглежда така (вж. схема 2.2).



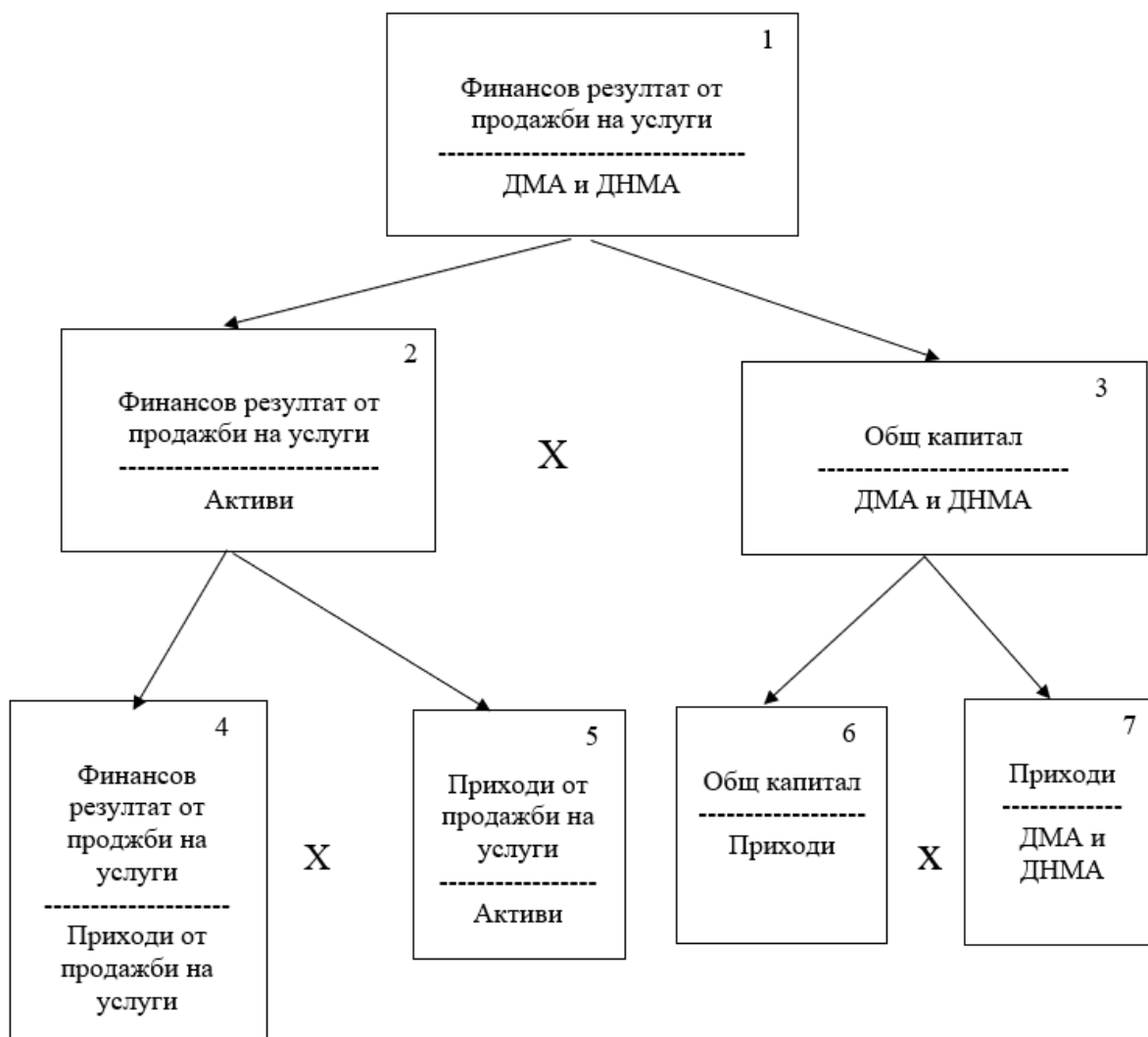
Заб. Системата за анализ „В“ е авторска разработка.

Схема 2.2. Система „В“ за анализ на фирмите за недвижими имоти

При изчисленията на величините на съотношенията следва да се вземат предвид средната балансова стойност на дълготрайните активи и активите (общо). Със системата могат да работят както вътрешни, така и външни анализатори. Виждаме определени зависимости – величината на съотношение 1, т.е. на рентабилността на активите, е производна на величините на съотношение 2, т.е. рентабилността на дълготрайните активи, и на съотношение 3, т.е. на относителния дял на дълготрайните активи в общата стойност на активите. Величината на съотношение 2 е в зависимост от величината на съотношение 4, т.е. на рентабилността на приходите, и от величината на съотношение 5, т.е. на ефективността на дълготрайните активи. Величината на съотношение 3 е в зависимост от величината на съотношение 6, т.е. на реципрочното отношение ефективността на

дълготрайните активи, и от величината на съотношение 7, т.е. на ефективността на активите. Съотношения 1, 2 и 4 са съотношения за рентабилност. А съотношения 5, 6 и 7 са съотношения за икономическа ефективност. Съотношение 3 показва относителния дял на дълготрайните активи в общата стойност на активите.

- Последната система за анализ „С“ изглежда така (вж. схема 2.3).



Заб. Системата за анализ „С“ е авторска разработка.

Схема 2.3. Система за анализ „С“ на фирмите за недвижими имоти

И при тази система се наблюдават определени зависимости. Величината на съотношение 1, т.е. на рентабилността на ДМА и ДНМА, е производна на величините на съотношение 2, т.е. рентабилността на активите, и на съотношение 3, което показва колко

лева капитал се падат на един лев ДМА и ДНМА (уточняваме, че е налице равенство между активите и общия капитал на фирмата). Величината на съотношение 2 зависи от величината на съотношение 4, т.е. на рентабилността на приходите от продажбите на услуги, и от величината на съотношение 5, т.е. на ефективността на активи. Величината на съотношение 3 е в зависимост от величината на съотношение 6, т.е. на реципрочното отношение на ефективността на общия капитал, и от величината на съотношение 7, т.е. на ефективността на ДМА и ДНМА. Съотношенията 1, 2 и 4 са съотношения на рентабилност, а съотношения 5, 6 и 7 са съотношения за икономическа ефективност.

Трите предложени системи включват съотношения за измерване на икономическата ефективност и рентабилността. Ръководствата на фирмите би следвало да търсят възможности за тяхната оптимизация, тъй като тези съотношения показват резултатността от стопанската дейност на фирмите за недвижими имоти.

ТРЕТА ГЛАВА

ФИНАНСОВ АНАЛИЗ НА ДЕЙСТВАЩИ ФИРМИ ЗА НЕДВИЖИМИ ИМОТИ

В третата глава изложеното в предходните две се апробира по отношение на действащи фирми за недвижими имоти.

Бяха апробирани показателите за икономическа ефективност и рентабилност по отношение на агенцията за недвижими имоти „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД за петгодишен период – от 2018 до 2022 г. (докато работехме върху дисертационния труд, последният публикуват в търговския регистър годишен финансов отчет за агенцията бе за 2022 г.).

Бе направена апробация на модела Олتمان по отношение на три фирми за недвижимите имоти - „ТРЕЙС ГРУП ХОЛД“ АД, „КОНТРАКТ СИТИ“ ООД и „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД, които са съответно публично дружество, ангажирано в производствената дейност, непублично дружество, ангажирано с производствена дейност, и непублично дружество, което не е ангажирано с производствена дейност.

Апробира се изграждането на финансов баланс на „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД.

В третата глава са апробирани трите разработени от нас системи за анализ, основани на системата за анализ Дюпон за периода от 2018 до 2022 г. по отношение на „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД и на още три агенции. Бе направено сравнение на стойностите на съотношенията на „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД както в хронологичен план (за годините между 2018 и 2022, включително), така и със средните стойности (по години, т.е. средни стойности за 2018 г., 2019 г. и т.н.) на същите съотношения на други големи агенции за недвижими имоти – като „Имотека“ АД, „БЪЛГЕРИАН ПРОПЪРТИС“ ООД и „ЯВЛЕНА“ ЕООД (наименованията на агенциите са изписани така както са дадени и в съответните дружествени договори). Системата „Капи“ на вестник „Капитал“ дава информация за четирите агенции, в т.ч. и информация за техния персонал за 2018, 2019, 2020, 2021, 2022 (годините, които обхващаме при апробацията). Персоналът на агенциите за посочените години е, както следва:

- ✓ „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД: 265, 226, 135, 183, 421;
- ✓ „Имотека“ АД: 71, 64, 42, 61, 146;

- ✓ „БЪЛГЕРИАН ПРОПЪРТИС“ ООД: 47, 48, 45, 48, 50;
- ✓ „ЯВЛЕНА“ ЕООД: 67, 65, 60, 56, 60.

Може да се каже, че четирите агенции са водещи в бранша и в този смисъл се явяват бенчмарк (еталон), по който собствениците и мениджърите в подобни фирми с по-малък капацитет могат да сравняват съответните показатели на своите фирми и, ако преценят, да вземат съответните мерки.

Научно-приложни приноси

1. Представени са показатели за анализ на икономическата ефективност на фирмите за недвижими имоти, като се разкрива, че формулите за изчисляването на техните величини изразяват в крайна сметка съотношенията увеличаване на собствения капитал/ресурси и увеличаване на собствения капитал/намаляване на собствения капитал. Ресурсите са определени капитали и активи. Показателите са апробирани.
2. Представени са показатели за анализ на рентабилността на фирмите за недвижими имоти, като се разкрива, че формулите за изчисляването на техните величини изразяват в крайна сметка съотношенията изменение на собствения капитал/ресурси, изменение на собствения капитал/разходи и изменение на собствения капитал/приходи. Ресурсите са определени капитали и активи. Показателите са апробирани.
3. Апробиран е моделът Олман по отношение на три фирми за недвижими имоти – публично дружество, осъществяващо производствена дейност („ТРЕЙС ГРУП ХОЛД“ АД), непублично дружество, осъществяващо производствена дейност („КОНТРАКТ СИТИ“ ООД), и непублично дружество, осъществяващо непроизводствена дейност („АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД).
4. Представено е схващане за установяване на относителните цени на обикновения и привилегирания акционерен капитал на фирмите за недвижими имоти, възприели правната форма на акционерно дружество, и то е апробирано.
5. Разработени са три системи за анализ въз основата на системата Дюпон, като и трите са апробирани по отношение на четири от най-големите агенции у нас – „АДРЕС НЕДВИЖИМИ ИМОТИ“ АД, „Имотека“ АД, „БЪЛГЕРИАН ПРОПЪРТИС“ ООД и „ЯВЛЕНА“ ЕООД.

Публикации във връзка с темата на дисертационния труд

1. Practical Application of Software in Revenue, Cost and Cash Flow Analysis in Real Estate Companies, 12TH international conference on application of information and communication technology and statistics in economy and education (ICAICTSEE – 2022), December 2-3 rd, 2022, UNWE, Sofia, Bulgaria.

2. Theoretical and Practical Financial Analysis of a Real Estate Intermediary Company and the Role of Software, 13TH international conference on application of information and communication technology and statistics in economy and education (ICAICTSEE – 2023), December 15-16TH, 2023, UNWE, 2023, Sofia, Bulgaria.

3. Финансов анализ на фирмите за недвижими имоти. Научни трудове на УНСС, ИК – УНСС, ISSN (online): 2534-8957; ISSN (print): 0861-9344;
<http://unwe-research-papers.org/>