

ЕДИН ПОДХОД ЗА ДИАГНОСТИКА НА ФИНАНСОВОТО ЗДРАВЕ НА НЕФИНАНСОВИ ПРЕДПРИЯТИЯ¹

AN APPROACH FOR DIAGNOSTICS OF THE FINANCIAL HEALTH OF NON-FINANCIAL ENTERPRISES

доц. д-р Виолета Касърова – НБУ,
Иво Йорданов – магистър по финанси, НБУ

Ass. Prof. Violeta Kasarova, PhD - NBU,
Ivo Yordanov – Master of Finance - NBU

Анотация: Финансовата диагностика се представя в настоящия доклад като комплексен процес на периодически провеждан анализ и оценка на състоянието на стопанската организация по отношение на определени финансови критерии. Подборът на тези критерии е ключът към финансовата диагностика, в хода на която се разпознава и оценява здравния статус на стопанската организация, т.е. поставя ѝ се диагноза и се формират и реализират управленски решения за лечението ѝ, в случай на необходимост. Ключова роля при това има финансовият мениджър, който по функции и разполагаем инструментариум може да се прояви като добър доктор, който диагностицира заболяването по финансови признаци и го лекува чрез управление на паричните потоци и капитала. Инструментариумът на финансовата диагностика се разглежда от позициите на двете аналитични парадигми – счетоводна и стойностна.

Annotation: Financial diagnostics is represented in this report as a complex process of regularly conducted analysis and assessment of the condition of the business organization with regard to certain financial criteria. Their selection is the key to the diagnostics of the financial health of the business organization, in the course of which its health status is identified and assessed, i.e. a diagnose is produced and management decisions are formed and implemented for treatment or maintenance of its health status. The key role here is that of the financial manager. By functions and available instruments he can show himself as a good doctor that diagnoses the disease by financial symptoms and treating it through management of cash flows and capital. The instruments of financial diagnostics in the reports are considered from the viewpoints of both analytical paradigms – the accounting and value-based one.

Key words: *financial diagnostics, financial analysis, profit, value, parameters*

Indexes of JEL classification: *G30, G31, G32*

ВЪВЕДЕНИЕ

Проблемите на диагностиката на финансовото здраве на стопанската организация (*финансова диагностика*) са недостатъчно изследвани в икономическата и управленска теория и практика. Причината е, че сравнително неотдавна тя се формира като ново направление в аналитичния блок на корпоративния финансов мениджмънт във връзка с потребностите от нови модели за корпоративно управление и аналитични изследвания². Сериозен е приносът в тази насока и на новите технологии,

¹ Настоящият доклад е представен на Третата научно-практическа конференция с международно участие „Корпоративните финанси на формиращите се пазари – теория и практика“, НБУ, 9-10 септември 2013 г.

² Понятието «диагностика» произлиза от гръцката дума «diagnosticos» и означава способност за разпознаване. Първоначално понятието «диагностика» се използва като медицински термин, обозначавайки раздел от клиничната медицина, изучаваща съдържанието, методи и последователните

особено на Интернет, които променят практически всички дейности в предприятието – от котировката на акциите до корпоративната отчетност. Изследванията в областта на теорията на изкуствения интелект и информацията, експертните системи, теорията на игрите, на вероятностите и на статистиката, както и натрупаният опит в медицината и техническите системи, също допринасят за самостоятелното изучаване на диагностиката като особен познавателен процес.

Приложена към стопанската организация финансовата диагностика е *периодично провеждан анализ и оценка на състоянието на стопанската организация по отношение на определени финансови критерии*. В хода на този анализ се разпознава и оценява „здравния статус” на предприятието, т.е. *поставяне на диагноза*. Това обаче, не е достатъчно. Необходимо е да се направи и следващата крачка: да се формират и реализират компетентни управленски решения за привеждане (или поддържане) на предприятието в кондиция, т.е. да се назначи и проведе *лечение* чрез промяна на неблагоприятните характеристики в стопанския организъм.

Ключова роля при това има финансовият мениджър, който по функции и разполагаме инструментариум, според [Теплова, 2008, с.19], може да се прояви като добър доктор, който диагностицира заболяването по финансови признаци и го лекува чрез управление на паричните потоци и капитала. За да бъде реализирана тази роля обаче, е необходим постоянен мониторинг, финансов анализ и оценка на състоянието на стопанската организация от позициите на определени критерии. Именно подборът на правилните критерии е ключът към диагностиката на финансовото състояние на предприятието, а впоследствие – и към неговото лечение.

В теорията и практиката финансовата диагностика се характеризира от различни позиции и по различен начин; отсъства единна методология при дефинирането ѝ, което затруднява създаването на универсални практически методики. Нещо повече, финансовата диагностика често се отъждествява с финансовия анализ. В следващото изложение ще очертаем разликата между тях като самостоятелни управленски дейности и ще представим един подход за диагностика на финансовото здраве на нефинансово предприятие.

ПРЕДПРИЯТИЕТО КАТО ОБЕКТ НА ФИНАНСОВА ДИАГНОСТИКА

Всяко предприятие е сложен организъм в състояние на непрекъснато развитие. Според някои изследователи, по аналогия с човека, предприятието има тяло и душа. Тялото на предприятието се формира от активите му – недвижимо имущество, движимо имущество и оборотни средства. Всичко това е обхванато от интелектуална обвивка, включваща система за управление, репутация, ноу-хау, нематериални активи, информационни технологии, традиции, производствен опит, обучен персонал, качествен мениджмънт. Душата на предприятието е бизнесът му, а капиталът е като кръвта в човешкия организъм.

Такъв поглед върху компанията я характеризира като цялостен организъм, чиито части са неразривно свързани и взаимно се допълват. По подобие на биологичните

стъпки на процеса на разпознаване на болестите или на особени физиологични състояния. По-късно, за да осигури изучаване на подходите и методите за определяне на дисфункцията в работата на оборудването, машините и съоръженията се появява «техническата диагностика». Идеята за икономическата диагностика възниква в 1925 г., когато един френски лекар, получил в наследство - фабрика за шперплат в САЩ, решил да диагностицира състоянието на предприятието, но не открил диагностичен инструментариум в икономиката [Воронина, 2011, с.30]. Дагностиката има място не само в икономическите и техническите науки, но и в педагогиката, социологията и др.

организми предприятието има жизнен цикъл, на всеки етап от който се изправя пред определени проблеми. В този цикъл то преминава през предсказуеми фази – начална фаза, растеж, стабилност и упадак. Всеки мениджър трябва да е наясно в каква фаза от своето развитие се намира организацията, която той управлява, и да оцени доколко управленския му стил отговаря на тази фаза. Целта е организацията да развие способност да осъзнава и решава проблемите си, а не да ги игнорира.

Докато биологическите системи са творение на природата, то стопанските организации се създават от хората. За разлика от биологичните системи обаче, организациите могат да съществуват много дълго, дори вечно, въпреки цикличността в развитието им. За организациите времето не е определящ фактор. Те стареят и умират не поради възрастта си, а от грешки в управлението, което е практически потвърдена закономерност. От тези позиции е обяснимо, защо все по-често за характеристика на финансовото състояние на компаниите мениджъри и анализатори използват като метафората „Финансово здраве“ (Financial Health) а балансът разглеждат като бюлетин за здравето на предприятието. По този повод Добс Р., К.Лесли, Л.Мендонца (2006) отбелязват: „Все по-често компаниите.....вместо обемния израз „здравно финансово-икономическо положение“ използват термина „здраве“. Тази метафора е напълно уместна. Колко много хора ни се струват външно напълно здрави, даже ако физическите им сили са на изчерпване и едва ли ще им стигнат за дълги години активен живот, така и краткосрочната възвращаемост не означава, че компанията от година на година ще достига високи резултати”.³

С финансовото здраве се свързват характеристики като:

- 1) осигуреност с финансови ресурси, необходими за поддържане на нормален режим на работа в предприятието;
- 2) целесъобразното им разпределение и ефективно използване;
- 3) коректни финансови взаимоотношения с други юридически и физически лица,
- 4) платежоспособност и финансова устойчивост;
- 5) планомерно постъпване и изразходване на паричните средства;
- 6) рационални пропорции между елементите на капитала - собствен и привлечен, и ефективното му използване.
- 7) ефективно управление на активите и капитала.
- 8) способност да се привлича нов капитал;

Следователно, финансовото здраве на предприятието зависи от резултатите от оперативната, инвестиционната и финансовата му дейности и може да се разглежда като интегрален израз на комплексното му функциониране в миналото и в настоящето и предпоставка за висока настояща и бъдеща пазарна стойност. На тази основа могат да се очертават три системи, чието диагностициране ще оформи представата за финансовото здраве на компанията. Те съответстват на трите групи решения, които се вземат в предприятието и които в съвкупността си осигуряват формирането на паричния му поток:

- 1) Ефективно използване на производствените ресурси, анализ и оценка на ползите и загубите (*решения за оперативната дейност*). Решаваща тук е диагностика на: ❶ способността на предприятието бързо да конвертира част от активите си в налични средства и да плаща своевременно текущите си сметки; ❷ наличието на

³ Добс Р., Лесли К., Мендонца Л. Создание здоровой корпорации. Вестник McKinsey. № 14/2006 г. URL: http://www.cfin.ru/management/strategy/concepts/healthy_corporation.shtml?printversion

платежни средства, равни или превишаващи дългосрочните задължения на компанията, за да се гарантира дългосрочната ѝ платежоспособност; ❸ съблюдаването и трайното поддържане на серия здравословни неравенства на базата на показатели от баланса.

- 2) Подбор, реализация и мониторинг на капиталните вложения на основата на разумна стратегия, икономически анализ и ефективен мениджмънт (*решения за инвестиционната дейност*). В случая диагнозата се концентрира върху: ❶ резултата от стопанската дейност и разходите по видове ресурси за получаването му; ❷ оценката на активите (капитала) и създаваните от тях възможности за растеж на бизнеса.
- 3) Провеждане на финансова политика на основата на баланс на потенциалната изгода и предполагаемия риск при избора между различните видове финансиране на ресурсите и оптимизиране на структурата им (*решения за финансовата дейност*). Тук се използват показатели за печалба, рентабилност, стойност и диагнозата се съсредоточава върху: ❶ капитала, неговата структура и цена; ❷ парични потоци и ❸ разплащанията със заинтересованите страни.

Способността на предприятието своевременно да осъществява плащанията си и да финансира дейността си на разширяваща се основа, свидетелства за добро финансово здраве. Този резултат се постига, когато производственият и финансовият планове се изпълняват успешно, когато се поддържа инвестиционна привлекателност в границите на допустимия риск. Неизпълнение на плана по производството и реализацията на продукцията и/или повишаване себестойността води до намаляване приходи от продажба съответно до понижаване на размера на печалбата. В такива случаи говорим, че предприятието се „разболява”, възникват проблеми в платежоспособността и опасността от криза е реална.

Индикатори за влошаване на финансовото здраве на предприятието са специфични проблеми, най-често възникнали от неправилно управление на капитала в процеса на неговия кръгооборот и недостатъчна печалба. Външно проявление на финансовото здраве е платежоспособността, а вътрешно – финансовата устойчивост, отразяваща балансирането на паричните и стоките потоци, приходите и разходите, средствата и източниците за формирането им. Като правило, финансовото здраве се осигурява с достатъчен по обем, собствен капитал и заемаен капиталов ресурс в граници, които му гарантират своевременно разплащане с кредиторите.

Стабилното финансово здраве е конкурентно предимство, което осигурява добри пазарни позиции на компанията и увеличава нейната инвестиционна привлекателност. За целта, обаче, е необходима диагностика не само в оперативен, но и в дългосрочен план, което Добс и Колер [Dobbs, Koller, 2005] илюстрират с удачна аналогия: „Да кажем, че човек се чувства добре, но изследванията му показват, че има висок холестерол – следователно срочно трябва да се приемат мерки, за да не се допусне развитие на сърдечно-съдово заболяване“.

Обобщавайки гореизложеното можем да изведем два основни извода, които ще определят посоката на по-нататъшното ни изложение:

- Диагностиката на финансовото здраве на компанията трябва да се осъществява в текущ и дългосрочен план.
- Финансовото здраве (състояние) е функция от цялостната дейност на компанията - оперативна, инвестиционна и финансова.

ФИНАНСОВА ДИАГНОСТИКА – ОСНОВНИ ХАРАКТЕРИСТИКИ И ОСОБЕНОСТИ

Диагностиката решава един основен проблем – очертава полето на сравненията и нормативните стойности на количествените параметри на изследвания обект с цел последваща оценка на текущото им равнище и сравнение на тези параметри с приетите към даден момент оптимални или доминиращи равнища. Ето защо тя е съпроводена с изчисление, сравнение, интерпретация и оценка на комплекс от взаимосвързани показатели, характеризиращи протичащите в предприятието бизнес процеси и свързаните с тях факти и събития от външната среда. Информацията за тези показатели се генерира в хода на *финансовия анализ*, който е основен инструмент на диагностиката и начален етап на реализирането ѝ. С въвеждането на термина „диагностика“ се подчертава насоката на анализа и характера на интерпретацията на резултати от стопанската дейност.

Всяка диагностика стартира от симптомите; финансовата – от състоянието на ключовите измерители, характеризиращи качеството на капитала на компанията, един от които е ефективност⁴, наред с риска и ликвидността (фиг.1). Специфичното в случая е, че финансовата диагностика, за разлика от медицинската, не използва ясни норми за оценка на състоянието. Поради това е трудно да се даде еднозначна прогноза и заключение за финансовото здраве. Параметрите му най-често са в определени граници «от-до». Това обяснява защо при еднакви начални симптоми, финансовото здраве на икономическите системи е различно.

Фиг. 1. Ключови измерители на финансовото здраве



⁴ В литературата се прави разлика между резултативност и ефективност. Според [Теплова, 2012, стр. 4-5] резултативността е характеристика на процеса, отнасяща се до способността на компанията да постига набелязаните цели, които могат и да не бъдат формулирани чрез финансови показатели. Ефективността е съпоставка между ефекта и разходите за получаването му, в т.ч. общо или по видове – разходи на труд, разходи на капитал, разходи на активи и т.н.

Съществен елемент на системата за финансова диагностика е определяне на целевия ориентир, който да се свърже със финансовото състояние на предприятието. Той, в явна или латентна форма, се залага в структурата на диагностичните средства и чрез него се задава целевото състояние на системата. Само спрямо него (и чрез заложените в него показатели) се извършва идентификация на диагностицирания обект и оценка на реалното му състояние.

За диагностициране на финансовото състояние на предприятието се използват специфични техники, обхватът и съдържанието на които зависят от използваните информационни източници и моделът, в чиято среда се реализира диагностичната процедура. Тук има две възможности, които съответстват на двете парадигми във финансовия анализ – *счетоводна и стойностна*, като всяка от тях разглежда дейността на компанията от специфичен ъгъл и с различна перспектива. И във двата случая, обаче, показателите трябва да позволяват да се прецени до каква степен богатствата, които фирмата притежава са израз на едно рентабилно производство, от което и в бъдеще предприятието ще извлича ползи.

Целевият ориентир на финансовата диагностика, дефиниращ профила ѝ, може да бъде *печалбата* или *стойността*. На тази основа можем да разграничим двата ѝ профила - ❶ счетоводен и ❷ стойностен. Ако първият профил измерва резултативността чрез „финансовия резултат”, разглеждан като „последващ ефект” от генериране на счетоводните данни без да отразява потребностите на предприятието от инвестиции, доколкото е свързана с реализирани събития, то вторият профил се концентрира върху пазарната стойност и е построен върху принципите на корпоративните финанси и алтернативност на възможните управленски решения. По същество, двата профила обвързват миналото, настоящето и бъдещето на компанията, защото ако тя не е в състояние да преживее днешния ден, т.е. да извърши текущите си плащания, едва ли ще види утрешният.

При избор на *печалбата* като целеви ориентир, финансовата диагностика се реализира главно чрез коефициентен анализ и аналитични модели, използващи информация от стандартния финансов отчет. Този тип диагностика е необходима преди всичко на заинтересовани лица като кредитори и данъчни органи, тъй като само финансово здравата компания може да плаща без забавяне своите задължения – краткосрочни и дългосрочни. Що се отнася до собствениците/акционерите, тази диагностика ги информира за резултативността на оперативното управление на паричните средства, за растежа на бизнеса, за стабилността и мощността на паричния поток.

Ако за целеви ориентир е избрана *стойността*, то за финансовата диагностика са необходими модели и показатели, използващи цената на капитала (собствен и привлечен), икономическата печалба и паричния поток, генерирани от съответните активи, за да се дефинира приръста или разрушаването на стойността на компанията. Диагностиката в този случай е необходима преди всичко на собствениците на капитал (финансови и нефинансови инвеститори), които като правило са дългосрочни, чиито интереси са насочени към инвестиционния риск и инвестиционните качества на парите, дългосрочното и сценарийното развитие на компанията в перспектива.

Максимизирането на печалбата или на стойността на компанията не е еднократна задача, а непрекъснат и възобновяващ се цикъл от вземане и реализиране на оперативни и стратегически решения, което предопределя и непрекъснатост на диагностичния процес в предприятието.

Независимо от избрания целеви ориентир, алгоритъмът на реализиране на финансовата диагностика е еднакъв. Разликата е в използваните диагностични средства. В тази връзка заслужава внимание подходът на Кумар [B.Kumar, 2011] за диагностиката на финансовото здраве на компанията. Разглеждайки я като жив организъм, той препоръчва финансовата диагностика да се извърши на четири стъпки, наподобяващи медицински преглед.

❶ Проверка на кръвното налягане (*Анализ на парични потоци и оборотния капитал*). Ако капиталът е кръвта на стопанската организация, паричните потоци (входящи и изходящи) са нейното кръвно налягане. Задачата на финансовия мениджър е да следи движението на тези потоци, за да е наясно дали компанията използва рационално капитала си. Чрез анализа на паричните потоци може да се получи информация за ликвидността и платежоспособността ѝ, за генерираните приходи, за възможността да покрива разходите си, да изплаща дивиденди и да реинвестира част от печалбата.

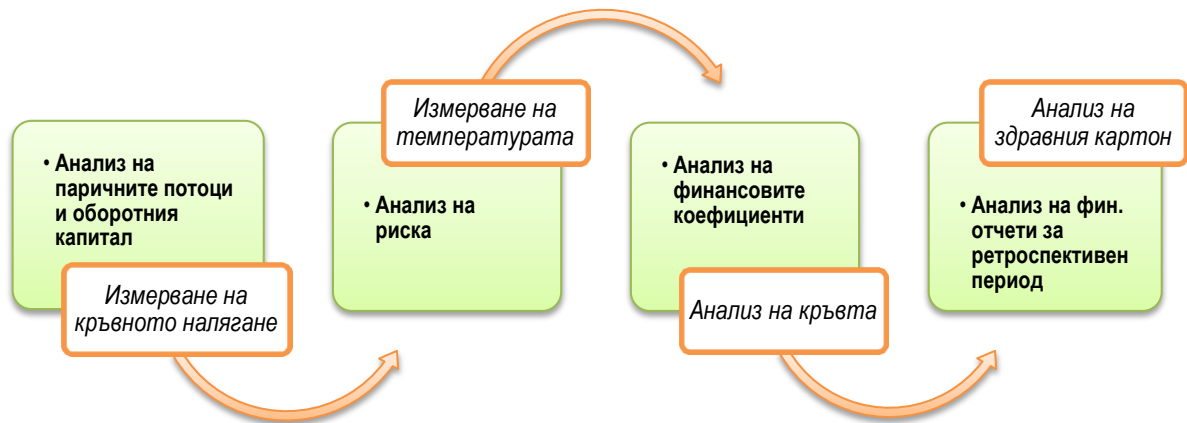
На тази стъпка е важно да се анализира и оборотният капитал. По аналогия с кръвното налягане, той не трябва да бъде нито твърде голям, нито твърде малък. Трябва да се постигне оптимално ниво на оборотния капитал, тъй като само тогава той е „полезен“ за компанията.

❷ Измерване на температурата (*Анализ на риска*). Температурата в човешкия организъм може да се отъждестви с риска на компанията, който не е реална, а потенциална загуба. Както колебанията в температурата са сигнал за здравословни проблеми, така и равнището на риска може да породи проблеми, които да влошат финансовото състояние на компанията. Ето защо, финансовият мениджър трябва да мониторира равнището на финансовия левърдж, възвръщаемостта на инвестирания капитал, да я сравнява със среднопретеглената цена на капитала като се стреми към положителен спред.

❸ Анализ на кръвта. (*Коефициентен анализ*). Както по анализа на кръвната картина може да се определи здравословното състояние на организма, така и добре направеният коефициентен анализ предоставя достатъчно информация за финансовото здраве на предприятието. Тази аналогия е уместна, тъй като всеки коефициент (група от коефициенти), аналогично на кръвните показатели, показват състоянието на отделни органи. За тази цел е препоръчително да се изчисляват и анализират коефициентите за ликвидност, платежоспособност, финансова устойчивост и делова активност.

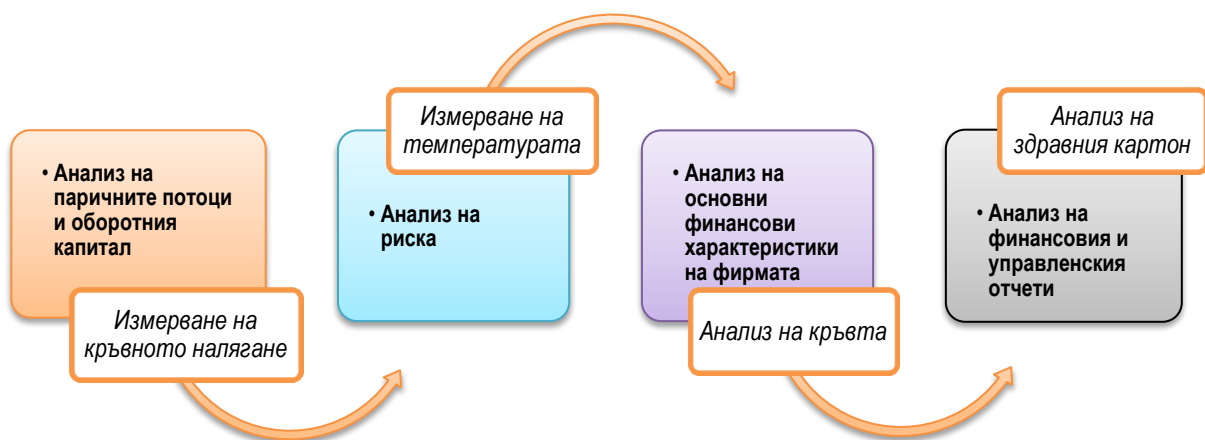
❹ Анализ на здравния картон (*Анализ на финансовите отчети*) Ако финансовият отчет е бюлетин за здравето на компанията, то ефективното ѝ управление предполага финансовият мениджър да е наясно с историята ѝ. Или, надеждно становище за финансовото здраве на компанията може да се подготви на базата на анализ на финансовите отчети минимум за послените 5 години.

Фиг.2. Алгоритъм на финансовата диагностика (по Б.Кумар)



Фиг.2 илюстрира алгоритъма на диагностиката на финансовото здраве на компанията по представения по-горе модел на Б. Кумар. Базирайки се на информация главно от финансовия отчет на предприятието, този модел е полезен за счетоводната диагностика. Ако информационната му база, обаче, се разшири с информация от капиталовия пазар, управленския отчет и стратегическите планове на дружеството, той би могъл да се използва и за стойностната диагностика. Уточненият, от тези позиции, алгоритъм на финансовата диагностика е представен на фиг.3.

Фиг.3. Уточнен алгоритъм на финансовата диагностика (счетоводна и стойностна)



Въпросът за аналитичния инструментариум, и по-конкретно за показателите, е ключов във финансовата диагностика. Те трябва да гарантират разумен компромис между краткосрочните и дългосрочните ѝ цели, за да се осигури повишаване на ефективността на стопанската дейност. Следователно, не е достатъчно да се изчисляват финансови коефициенти и ползват само показатели за равнище и ръст на рентабилността на инвестирания капитал в предходни периоди, осъществимо на базата на финансовия отчет. Необходими са показатели, характеризиращи способността (или неспособността) на компанията да създава стойност в бъдеще и разкриващи рисковите фактори, които могат да попречат на този процес. В случая става дума за показателите на добавената стойност, настояща стойност на бъдещи парични потоци, пазарна капитализация и др.п.

В таблица 1 е направен опит подходът на Кумар за финансова диагностика да се приложи към двата ѝ профила - счетоводна и стойностна, и на тази основа да се изведат

основните аналитични инструменти, които могат да се използват. Голямото им разнообразие, обаче, поражда потребност от подбор на най-важните от тях, особено ако се налага експресна диагностика. Подборът може да бъде осъществен по експертен или по статистически път. В първия случай финансовият диагностик използва показатели, към които има предпочитания и които е използвал многократно в аналитичната си дейност. Във втория случай, чрез изследване на корелационната взаимовръзка между финансовите коефициенти, се подбират тези, които са със слаба корелация помежду си и те се използват в диагностичните процедури. По този начин се избягва включване в методическия апарат на показатели, характеризиращи по същество едни и същи системи в организма на компанията.

Таблица 1. Основни аналитични инструменти за диагностика

Диагностични процедури	Инструменти за счетоводната диагностика	Инструменти за стойностна диагностика
<i>Измерване на кръвното налягане</i> - Анализ на паричните потоци и оборотния капитал	<ol style="list-style-type: none"> 1. Хоризонтален и вертикален анализ на текущите активи и пасиви, на паричните потоци 2. Обща, бърза и кризисна ликвидност 3. Чист оборотен капитал 4. Обръщаемост на оборотния капитал 5. Коефициент на осигуреност със собствен оборотен капитал 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Икономическа добавена стойност (Economic Value Added - EVA) 2. Пазарен множител „Цена/Печалба“ (P/E) 3. Пазарен множител „Цена/Балансова стойност“ (P/BV) 4. Паричен поток (CF - Cash Flow) 5. Пазарен множител „Цена/Паричен поток“ (P/ CF) 6. Пазарен множител „EV/EBITDA”
<i>Измерване на температурата</i> – Анализ на риска	<ol style="list-style-type: none"> 1. Рентабилност на активите (ROA) 2. Рентабилност на приходите от продажби (ROS) 3. Рентабилност на инвестирания капитал (ROIC) 4. Рентабилност на собствения капитал (ROE) 5. Коефициент на финансова автономност 6. Коефициент на задлъжнялост 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Среднопретеглената цена на капитала (WACC - Weighted Average Cost of Capital) 2. Нетна настояща стойност (NPV - Net Present Value) 3. Вътрешна норма на възвращаемост (IRR - Internal Rate Of Return) 4. Парична възвращаемост на инвестициите (CFROI - Cash Flow Return on Investment) 5. Обща възвращаемост на акционера (TSR - Total Shareholder Return)
<i>Анализ на кръвта</i> – Анализ на основни финансови характеристики на компанията	<ol style="list-style-type: none"> 1. Коефициентен анализ 2. Основни балансови неравенства 3. Модели за прогнозиране опасността от банкрут 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Пазарна капитализация 2. Стойност на предприятието (EV - Enterprise value) 3. Обща възвращаемост на бизнеса (TBR - Total Business Return) 4. Спред (ROIC-WACC) 5. Спред (CFROI-WACC) 6. Q Тобин 7. Дисконтиран паричен поток (DCF)
<i>Анализ на здравния картон</i> – Анализ на финансови и управленски отчети	<ol style="list-style-type: none"> 1. Модели за финансово равновесие 2. Рентабилност на собствения капитал по модела ДюПонт 3. Дървото на ROIC 4. Коефициент на добавената от интелектуалния капитал стойност (VAIC) 5. Модел „Темп на устойчив растеж“ (Модел SGR) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Акционерна добавена стойност (SVA - Shareholder Value Added) 2. Парична добавена стойност (CVA - Cash Value Added) 3. Пазарна добавена стойност (MVA - Market Value Added) 4. Балансирана система от показатели (BSc - Balanced Scorecard) 5. Усилител на стойността на материалните активи (RAVE™ - Real Asset Value Enhancer)

		б. Финансова и икономическа добавена стойност (FEVA - Financial and Economic Value Added)
--	--	---

В следващото изложение ще тестваме емпирично представения по-горе подход за финансова диагностика на примера на публични компании от сектора „*Индустриални стоки и материали*“ на БФБ.

ЕМПИРИЧЕН ТЕСТ НА ПОДХОДА ЗА ФИНАНСОВА ДИАГНОСТИКА

1. Характеристика на извадката, обект на диагностика

Обект на диагностика в настоящото изследване е финансовото здраве на публичните компании от сектор „*Индустриални стоки и материали*“ . Той е един от дванадесетте основни сектора, в които са разпределени компаниите, търгувани на Българската фондова борса.⁵ Секторът е на второ място по показателя „Пазарна капитализация“ към м.април 2013 г. (фиг. 4) и по показателя „Брой компании“ (фиг.5).



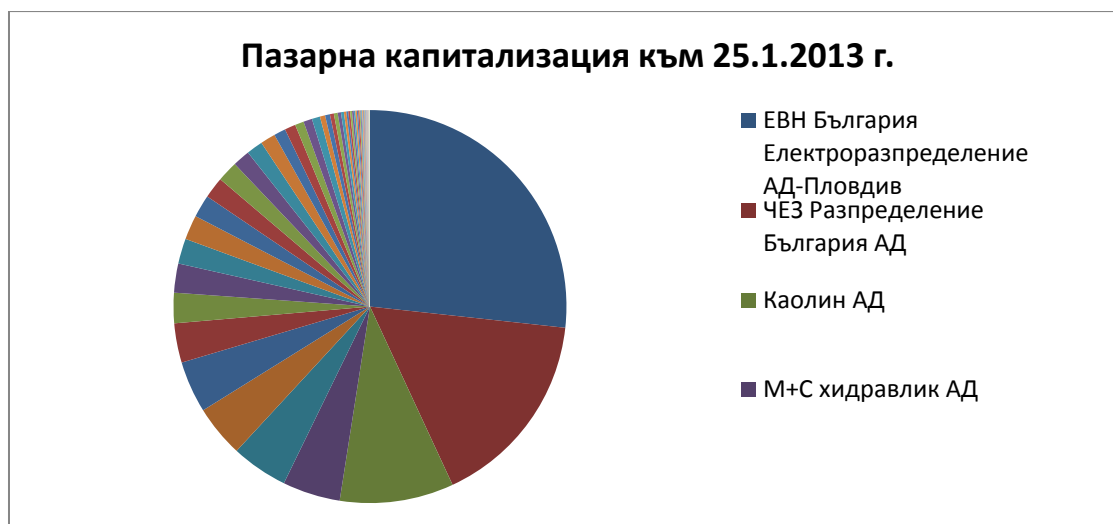
Фиг. 4. Пазарна капитализация по сектори на БФБ (м.април 2013 г.)

⁵ Секторите, в които са представени публичните компании на БФБ са: 1) Туризм; 2) Телекомуникации; 3) Здравеопазване; 4) Потребителски услуги; 5) Бизнес услуги; 6) Финансови услуги; 7) Потребителски стоки; 8) Индустриални стоки и материали; 9) Строителство и инфраструктура; 10) Холдинги; 11) Инвестиционни дружества и договорни фондове; 12) Инвестиционни дружества за недвижими имоти;



Фиг.5. Брой компании по сектори на БФБ (м.април 2013 г.)

Общият брой на компаниите от сектор „Индустриални стоки и материали“ към началото на 2013 г. е 76 компании. Списъкът им е даден в *приложение 1*. Пазарната им капитализация възлиза на 1 866 718 845 лв. Делът на отделните компании в общата пазарна капитализация на сектора е различен, като три от тях формират над 50% от капитализацията на сектора (фиг.6).



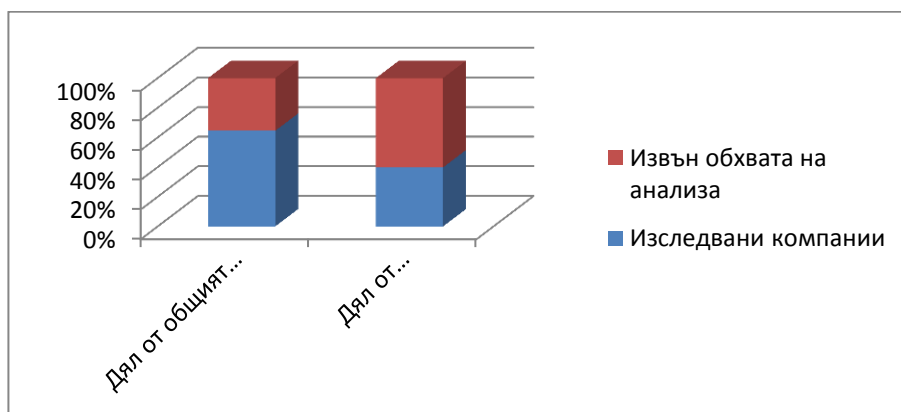
Фиг. 6. Разпределение на компаниите по пазарна капитализация спрямо общата капитализация на сектора на БФБ.

Информационният масив е формиран на основата на следните критерии:

1. Анализът обхваща пет последователни години (2007-2011 г.) от живота на компаниите.
2. В съвкупността не попадат компаниите от сектора, които са в процедура на ликвидация към 31.12.2011 г. или нямат пълна петгодишна история за анализирания период, поради това, че са листвани по-късно от 2007 г.
3. Окончателната извадка, върху която е концентрирано емпиричното диагностично изследване, обхваща 49 компании (*приложение 2*) или 64.47% от публичните компании в сектора. Общата пазарна капитализация на тези компании е 742 674 238 лв., което представлява

39.79% от пазарната капитализация на сектора (фиг.7). В анализираната съвкупност с най-висока пазарна капитализация е Каолин АД - 175 000 000 лева, а с най-ниска е Стоманени профили АД - 139 лева.

4. Изследването на избраните 49 компании е извършено на база данни от неконсолидирани финансови отчети за анализирания период, публикувани в <http://www.infostock.bg>.



Фиг. 7. Изследвани компании, като дял от общия брой и общата капитализация на сектор „Индуриални стоки и материали“ към 25.1.2013 г.

Избраните за включване в диагностичния тест компании оперират в изключително широк спектър от индустриалното производство: заготовки и готови елементи, енергетика, производство на кабели, производство на цигари, обработка на суровини и др. Възрастта им също е в широки граници: някои са започнали дейността си преди 50 години (Юрий Гагарин АД - 1964 г, Видахим АД -1965 г.); други са основани в последното десетилетия на ХХ век (Корадо – България - 1990 г.).

Цел на емпиричния тест е да се апробира един подход за експресна финансова диагностика, за да се формулира заключение за „финансовото здраве“ на компаниите от сектора. В случай на идентифициране на „здравни проблеми“ ще се търсят „болните системи“ в организма на компаниите. Експресната диагностика се характеризира с използване на ограничен кръг от показатели за изследване на текущите аспекти от дейността на предприятието, за разлика от комплексната диагностика, която се базира на широк кръг от данни и се реализира чрез много по-богат инструментариум. Комплексната диагностика позволява да се определи не само текущото финансово състояние, но и да се оцени иновационният потенциал на предприятието, детайлно да се изследват проблемите, очертани на етапа на експресната диагностика.

2. Модел за диагностика на финансовото здраве

Моделът за диагностика на финансовото здраве на компаниите от сектора е реализиран в четирите стъпки, описани в предходното изложение, като използваните на всяка стъпка показатели са избрани експертно от посочената в таблица 1 съвкупност. Диагностиката е проведена с ограничен брой показатели поради избора за този емпиричен тест тип диагностика.

Стъпка 1. За анализ на ликвидността, т.е. на паричните потоци и оборотния капитал, са използвани коефициенти на обща, бърза и кризисна ликвидност. Те са изчислени за всички 49 компании в сектора. На основата на получените резултати, компаниите са разпределени в две групи. *Всички компании с коефициенти на*

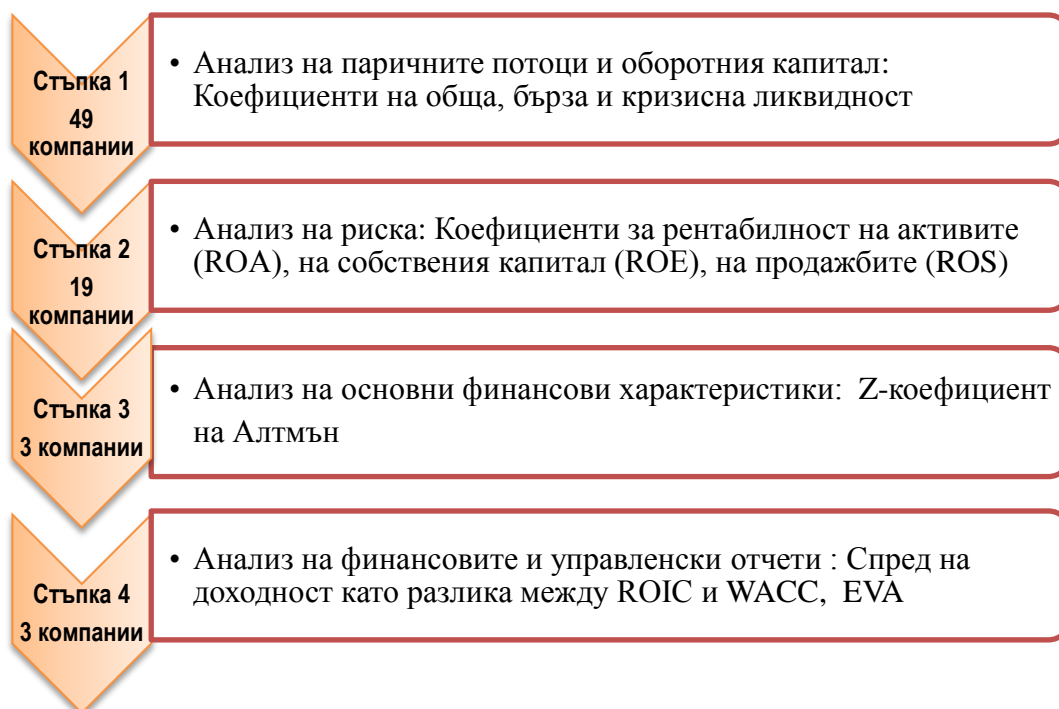
ликвидност > 1 преминават към стъпка 2, останалите компании се изключват. Изборът на референтната стойност на коефициент на ликвидност > 1 е направен по експертен път. Тя, според нас, съответства на средноаритметичната стойност на възприетите в теорията и практиката добри нормативни нива на коефициентите за ликвидност.

Стъпка 2. За анализа на риска са използвани коефициенти за рентабилност на активите (ROA), собствения капитал (ROE) и продажбите (ROS). На тази стъпка като референтна стойност е избрана средно аритметичната стойност на безрисковата норма на доходност (Rf) за периода 2007 – 2011 г. Тази стойност възлиза на 5,28% към 25.01.2013 г. и се прилага за всеки от изчислените коефициенти поотделно. *Компаниите със стойност по всеки от трите коефициента равна или над референтната стойност от 5.28% преминават към следващата стъпка.*

Стъпка 3. За анализ на основните финансови характеристики на компаниите е използван петфакторния модел за оценка на опасността от банкрут - Z-коефициент на Алтман поради своята комплексност. Той обвързва в система пет единични финансови коефициента – ликвидност, доходност, задлъжнялост, платежоспособност и ефективност. *Към реализация на следващата стъпка преминават компаниите с коефициент $Z > 2.9$.* Тези компании не са заплашени от банкрут и са статистически здрави.

Стъпка 4. Анализът на финансовите и управленски отчети формира същността на последната стъпка в диагностичния модел. Реализира се чрез спредът на доходност, представляващ разликата между ROIC и WACC, както и чрез показателя EVA.

Алгоритъмът на финансовата диагностика на извадката от 49 компании в сектор „Индустриални стоки и материали“ е показана на фиг. 8. Тестът стартира върху 49 компании; във втората стъпка се включат 19 компании, третата и четвъртата стъпка се разпростират само върху 3 компании.



Фиг.8. Алгоритъм на финансовата диагностика на компаниите в сектора

3. Анализ на резултатите от емпиричния тест

Стъпка 1

На първата стъпка анализът обхваща 49 компании от сектора и се концентрира върху ликвидността и оборотния капитал, като за всяка от компаниите са изчислени три коефициента - на обща, бърза и кризисна ликвидност. Получените резултати за анализираната съвкупност са усреднени и обобщени в таблица 2.

Таблица 2. Обобщени резултатите на коефициентите за ликвидност на анализираните компании от сектора

Показател	2011	2010	2009	2008	2007
Обща ликвидност					
Средно значение за годината	2,32	1,91	2,17	1,90	2,21
Средно значение за периода	2,10				
Бърза ликвидност					
Средно значение за годината	1,28	1,07	1,16	0,94	1,28
Средно значение за периода	1,15				
Кризисна ликвидност					
Средно значение за годината	1,41	1,12	1,38	1,23	1,38
Средно значение за периода	1,30				

Нивата на коефициентите на обща и бърза ликвидност са в широк диапазон, като по малко от половината от анализираните компании имат нива над нормативно приетите за добри. Най-високо ниво на коефициента за обща ликвидност е измерено във Фазерлес АД (9,11), Металопак АД (5,92) и Гамакабел АД (4,92)⁶. С най-лоши показатели за ликвидност са Видахим АД (0,20), Севко АД(0,16), Кнезим АД (0,1).

Стойностите на коефициента на бърза ликвидност следват тенденцията на коефициента за общата ликвидност. Причината е, че материалните запаси през целият анализиран период имат сравнително постоянен относителен дял (около 42-44%) в текущите активи.

В хода на диагностиката се наблюдават някои интересни тенденции. Една от тях е по отношение на текущите активи. Повечето от компаниите в извадката регистрират спад в обема им с около 20-30 % през първите две години от анализирания период, което съвпада с началото на финансовата криза. През 2011 г. обемът на текущите активи се възстановява до нивото от 2007 г., като делът на материалните запаси в тях не се променя. Нивата на текущите пасиви следват тренда на текущите активи, в резултат на което не са регистрирани големи дисбаланси в компаниите.

По отношение на търговските и други вземания се наблюдава стабилност в стойностите, като за целия период на извадката флукутацията е в рамките на около 1%.

От направения анализ на динамиката на оборотния капитал се установи, че той намалява с около 5-7% годишно в първите години от периода (началото на кризата), след което бързо се увеличава и през 2011 г. обемът му вече превишава този от 2007 г.

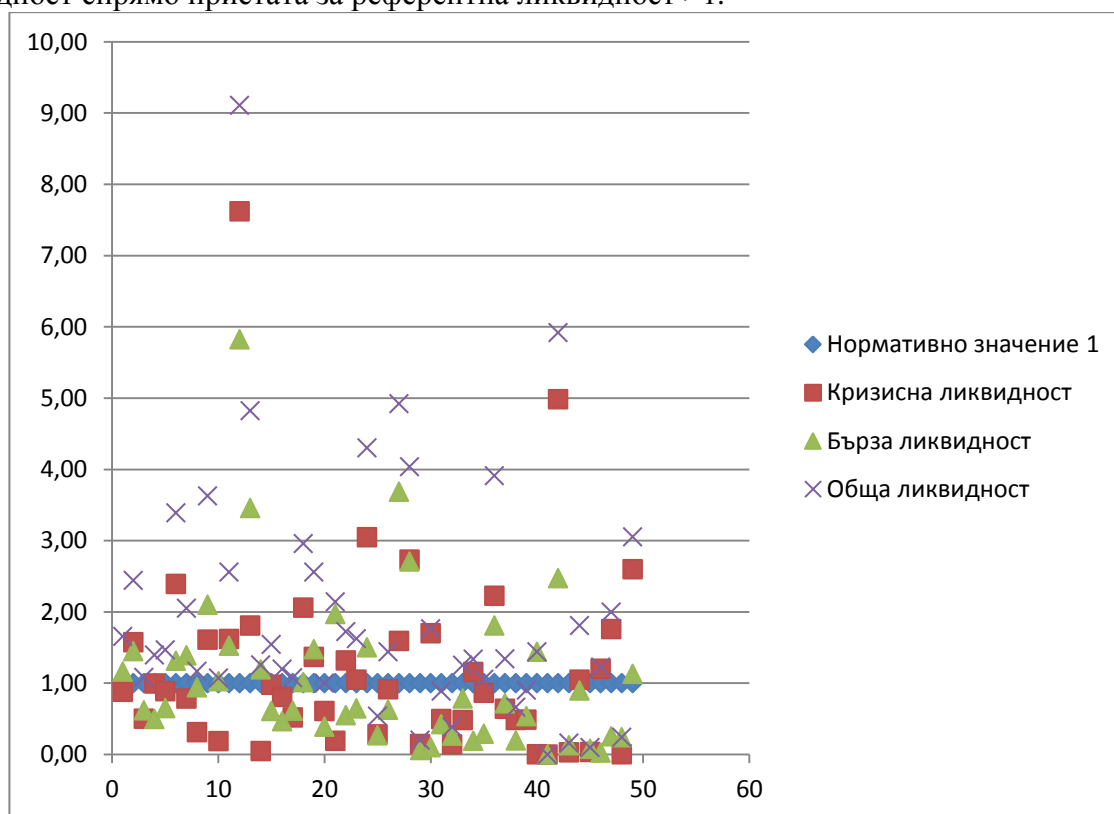
В диагностиката на тази стъпка е включен, като аналитичен инструмент, коефициентът за кризисна ликвидност. Той представлява съотношение между текущите активи, намалени с вземанията, и текущите пасиви. Стойностите на коефициента

⁶ Много високите стойности на коефициентите за ликвидност, които са значително над нормативно приетите в теорията и практиката, са сигнал за недостатъчно качествен мениджмънт на оборотния капитал и индикатор за пропуснати ползи и нереализирани приходи.

формират много широк спектър. Най-висока стойност е реализирана във Фазерлес АД (7,62), Металопак АД (4,99) и Метизи АД (3,05), а най-ниска – около нула - във Южен индустриален парк АД, Металик АД и Електрометал АД.

В съответствие с възприетия подход компаниите, чиито коефициенти на обща, бърза и кризисна ликвидност са под единица, не се включват в следващите диагностични процедури. Изследванията на останалите компании (общо 19) продължават в стъпка 2. Това са следните публични дружества: Стоманени профили АД, Крепежни изделия АД, Изгрев-66 АД, Корадо-България АД, Металопак АД, Завод за шлифовъчни машини АД, Машстрой АД, Балканкар-Заря АД, Гамакабел АД, Метизи АД, Котлостроене АД, Дружба АД, Елпром-ЗЕМ АД, Складова техника АД, Формопласт АД, Фазерлес АД, Хидравлични елементи и системи АД, Юрий Гагарин АД, М+С Хидравлик АД.

На фиг.9 е представено разпределението на анализираниите компании в зависимост от усреднената стойност на коефициентите им за обща, бърза и кризисна ликвидност спрямо приетата за референтна ликвидност >1.



Фиг.9. Разпределение на компаниите според стойностите на коефициентите им за обща, бърза и кризисна ликвидност спрямо приетата за референтна ликвидност >1.

Всички компании, чиито коефициенти за ликвидност са със стойности над приетата референтната (нормативна) стойност за ликвидност >1 могат да бъдат характеризирани като платежоспособни в краткосрочен план. На фиг. 9 те са разположени над синята линия, маркираща референтната стойност на ликвидността.

Самият факт, че само 38,78% от диагностицираните компании след първата диагностична стъпка остават по-нататък в изследването, показва, че компаниите в бранша имат реални проблеми с ликвидността и управлението на оборотния капитал, което се отразява негативно на текущата им платежоспособност.

Стъпка 2

Селектираните от предходния етап 19 компании се анализират на тази стъпка по отношение на тяхната рентабилност, за да се прецени равнището на риск и влиянието му върху финансовите резултати. За всяка от компаниите са изчислени усреднени за анализирания период показатели - ROS, ROA и ROE (таблица 3), както и усреднените значения за 19-те компании по години на анализирания период (таблица 4).

Таблица 3. Рентабилност на компаниите от извадката

Име на компанията	ROS	ROA	ROE
1. Фазерлес АД	8,94%	11,20%	12,58%
2. Юрий Гагарин АД	8,39%	6,44%	7,93%
3. М+С Хидравлик АД	8,24%	10,74%	14,61%
4. Хидравлични елементи и системи АД	4,65%	5,89%	7,96%
5. Корадо-България АД	3,88%	8,19%	11,10%
6. Складова техника АД	2,95%	3,88%	5,30%
7. Крепежни изделия АД	1,85%	0,97%	2,04%
8. Метизи АД	1,18%	0,26%	0,31%
9. Машстрой АД	-0,34%	0,27%	0,55%
10. Елпром-ЗЕМ АД	-0,82%	0,13%	0,37%
11. Изгрев-66 АД	-4,19%	-1,89%	-5,98%
12. Гамакабел АД	-4,79%	-8,11%	-57,78%
13. Котлостроене АД	-8,64%	-0,15%	0,18%
14. Формопласт АД	-9,41%	-2,88%	-3,28%
15. Завод за шлифовъчни машини АД	-11,29%	-2,16%	-2,63%
16. Дружба АД	-12,27%	-8,80%	-17,15%
17. Металопак АД	-16,47%	-4,52%	-4,81%
18. Балканкар-Заря АД	-29,73%	-8,57%	7,69%
19. Стоманени профили АД	-301,79%	-10,96%	-31,69%

Таблица 4. Усреднени значения на показателите за рентабилност на компаниите по години на анализирания период

Показател	2011	2010	2009	2008	2007
ROE					
Средно значение за годината:	-7,08%	-7,36%	2,10%	-6,11%	4,59%
Средно значение за периода ROE :	-2,77%				
ROA					
Средно значение за годината:	-3,08%	-2,99%	1,90%	4,14%	0,00%
Средно значение за периода ROA :	-0,01%				
ROS					
Средно значение за годината:	-8,35%	-73,37%	-16,58%	-0,60%	4,26%
Средно значение за периода ROS :	-18,93%				

Коефициентите за ефективност, реализирани от 19-те компании през анализирания период, са с много ниски стойности, а в някои години са дори

отрицателни. Отрицателна е стойността и на усреднените показатели за периода, което е тревожна тенденция.

Внимателният анализ на отделните показатели за рентабилност показва:

1. По отношение на ефективността на собствения капитал (ROE) мнозинството от компаниите в извадката (12 от общо 19) работят при норма на възвращаемост под възприетата като референтна стойност минимална безрискова доходност 5,28% за анализирания период, а седем от тях са с отрицателна ефективност (Завод за шлифъчни машини АД, Формопласт АД, Металопак Д, Изгрев-66 АД, Дружба АД, Стоманени профили АД и Гамакабел АД). Пет от компаниите постигат положителна рентабилност, но стойностите на показателя са много ниски.

Над референтната стойност е ROE на следните седем компании - М+С Хидравлик АД (14,61%), Фазерлес АД (12,58%), Корадо-България АД (11,10%), Хидравлични елементи и системи АД (7,96%), Юрий Гагарин АД (7,93%), Балканкар-Заря АД (7,69%) и Складова техника АД (5,30%). За сравнение ще посочим, че по данни, публикувани от Damodaran за развиващи се пазари, ROE за сектор Machinery за анализирания период, е 14.17%. От анализираните 19 предприятия само М+С Хидравлик АД постига ROE над посочената от Damodaran стойност - 14,61%.

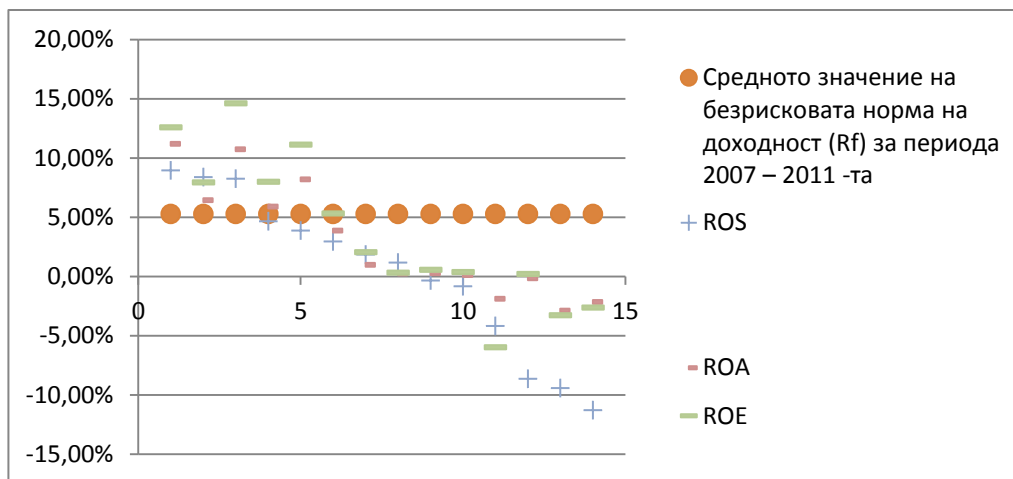
2. Ефективността на активите (ROA) в по-голяма част от компаниите в извадката (14 от общо 19) е под минималната безрискова доходност от 5,28% за анализирания период (отново използваме същата референтна стойност, предвид целта на инвеститорите да им бъде осигурена възвращаемост на всеки лев вложен в активи не по-малка от минималната безрискова доходност). Девет от компаниите са на отрицателни позиции, а пет - на минимални положителни позиции. Пет компании постигат ROA над референтната стойност от 5.28%. Това са М+С Хидравлик АД (10,74%), Фазерлес АД (11,20%), Корадо-България АД (8,19%), Хидравлични елементи и системи АД (5,89%), Юрий Гагарин АД (6,44%). Тези компании и по отношение на предходния показател – ROE – са над референтната стойност. Две компании - Балканкар-Заря АД (-8,57%) и Складова техника АД (3,88%) са с по лоши показатели, и макар по отношение на показателя ROE да имат добри резултати, отпадат от следващата диагностична стъпка.

3. Рентабилността на продажбите (ROS) показва печалбата, която предприятието реализира на всеки лев приходи от продажби. Ръстът на показателя илюстрира възможностите на компанията да расте и разширява пазарния си дял, а спадът е сигнал за задаващи се финансови проблеми. Спадащият тренд на ROS е характерен за всички компании в извадката (с изключение на Юрий Гагарин АД), а това е индикатор за проблеми в сектора и предприятията в него. За да „премерим“ компаниите с един показател тук също използваме в качеството на референтна стойност средно претеглената за периода минимална безрисковата доходност, сравнявайки с нея постигнатата от компаниите рентабилност на продажбите.

Само три компании (Фазерлес АД, Юрий Гагарин АД и М+С Хидравлик АД) реализират средно претеглена ROS през анализирания период над референтната стойност от 5.28%.

Разпределянето на компаниите според равнището на ROE, ROA и ROS спрямо средно аритметичната минимална безрискова доходност от 5,28% за анализирания период⁷ е показано на фигура 10.

⁷ Източник: БНБ http://stat.bnb.bg/bnb/dd/Yield_on_GSecurities_NEW.nsf/fsWebIndexBG



Фигура 13. Разпределение на компаниите от анализирана извадка според резултатите на ROE, ROA и ROS спрямо средно претеглената минимална безрискова доходност за периода

Анализът на ефективността показва, че едва три компании от извадката, които са с добри равнища на коефициентите на ликвидност, имат приемливи нива и на основните показатели на ефективност - ROE, ROS и ROA. Именно тези три компании ще бъдат обект на третата стъпка на финансовата диагностика, за да се провери съществува ли опасност от банкрут при тях. Пазарната им капитализация към 25.01.2013 г. възлиза на 141 296 824.00 лв. (или 7.57% от пазарната капитализация на сектор „Индустриални стоки и услуги“). Пазарната капитализация на всяка от компаниите е, както следва:

- 4F6 / FZLES Фазерлес АД 18 025 000,00 лв.
- 4PX / GAGBT Юрий Гагарин АД 34 577 465,00 лв.
- 5MH / MCH M+C Хидравлик АД 88 694 359,00 лв.

Стъпка 3

Диагностиката на този етап е свързана с използване на петфакторния модел на Алтмън (Z -коефициента на Алтмън) за идентификация на кризисни симптоми, които биха довели до банкрут всяка от трите публични компании.

❶ Фазерлес АД

Разглежданата компания през анализирания период не е застрашена от банкрут (таблица 5). Високите стойности на Z -коефициента на Алтмън, които по години и средно за периода са над референтната стойност $Z > 2.9$, са илюстрация на това твърдение.

Въпреки низходящия тренд на краткотрайните активи, тя запазва положителни стойности на оборотния капитал поради незначителния обем на текущите пасиви. Като цяло дружеството поддържа ниски обеми на дълга – между 10-18% от инвестирания капитал през периода, което е съществен фактор за поддържане на стабилността му. Финансовата криза тук се проявява в периода 2008-2009 г. чрез спад на нетните приходи от продажби и на масата на печалбата, като през 2010 г. дори е реализирана загуба. След големия спад през 2008 г., засегнал всички компании на БФБ, пазарната цена на акциите на Фазерлес АД запазва стабилни нива, което е израз на интереса, доверието и очакванията на инвеститорите.

Таблица 5. Z -коефициент на Алтмън за Фазерлес АД

хил.лв.

<i>Показатели/години</i>	<i>2011</i>	<i>2010</i>	<i>2009</i>	<i>2008</i>	<i>2007</i>
Краткотрайни активи	9 877	10 321	9 751	10 792	12 083
Краткосрочни пасиви	501	2 100	1 891	1 498	1 414
Оборотен капитал	9 376	8 221	7 860	9 294	10 669
Неразпределена печалба	60	6	5	3	262
Нетни приходи от продажби	22 216	15 973	14 540	27 415	31 780
Разходи по икономически елементи, вкл.суми с корективен характер	21 067	16 029	14 357	21 495	25 990
ЕВИТ	1 149	-56	183	5 920	5 790
Сума на активите	24 775	24 991	26 261	25 353	19 112
Брой акции (абсолютен брой)	515 000	515 000	515 000	515 000	515 000
Пазарна цена на акция при затваряне (последна сесия за годината) - лв.	39,90	33,00	36,40	38,50	315,00
Пазарна цена на собствения капитал	20 548	16 995	18 747	19 828	162 225
Сума на дълга (по баланс)	2 628	3 919	4 793	3 342	1 704
Балансова стойност на собствения капитал	22 147	21 072	21 468	22 011	17 408
X ₁	0,378	0,329	0,299	0,367	0,558
X ₂	0,002	0,000	0,000	0,000	0,014
X ₃	0,046	-0,002	0,007	0,234	0,303
X ₄	7,819	4,337	3,911	5,933	95,202
X ₅	0,897	0,639	0,554	1,081	1,663
Z – коефициент на Алтмън	6,20	3,63	3,28	5,85	60,47
Средно аритметичен Z –коефициент за периода	15,89				

● Юрий Гагарин АД

Данните от таблица 6 показват, че предприятието в обозримо бъдеще не е заплашено от банкрут. С изключение на 2008 г., годишните стойности на Z-коефициента, както и усреднената за периода стойност, са над референтната $Z > 2.9$

Възходящ е трендът на оборотния капитал. Нивото на оперативната печалба е стабилно благодарение на постоянното равнище на разходите по икономически елементи при постоянни приходи от продажби. Неразпределената печалба в дружеството за анализирания период се е увеличила над 5 пъти, което създава възможност за инвестиционна активност. Тази активност се потвърждава и от плавния постоянен ръст на активите му.

Цената на акциите на компанията през анализирания период има променливо поведение – след резкия спад в 2008 г., известно стабилизиране настъпва през 2009-2010 г. и през 2011 г. отново се наблюдава спад. Логично е, при постоянно количество търгувани акции в периода, пазарната стойност на собствения капитал да следва тенденцията на цената на акциите.

Таблица 6. Z-коефициент на Алтмън за Юрий Гагарин АД

хил.лв.

<i>Показатели/години</i>	<i>2011</i>	<i>2010</i>	<i>2009</i>	<i>2008</i>	<i>2007</i>
Краткотрайни активи	21 530	22 512	23 000	22 762	22 043
Краткосрочни пасиви	4 349	6 599	6 363	9 306	8 762

Оборотен капитал	17 181	15 913	16 637	13 456	13 281
Неразпределена печалба	20 957	15 789	11 217	11 505	4 124
Нетни приходи от продажби	50 180	50 750	47 564	46 803	50 932
Разходи по икономически елементи, вкл.суми с корективен характер	44 512	44 804	42 661	46 543	43 249
ЕВИТ	5 668	5 946	4 903	260	7 683
Сума на активите	70 845	65 672	63 558	65 500	62 735
Брой акции (абсолютен брой)	1 003 904	1 003 904	1 003 904	1 003 904	1 003 904
Пазарна цена на акция при затваряне (последна сесия за годината) - лв.	28,50	39,30	36,89	22,99	117,00
Пазарна цена на собствения капитал	28 611	39 453	37 030	23 080	117 456
Сума на дълга (по баланс)	10 041	9 623	11 808	17 994	15 010
Балансова стойност на собствения капитал	60 804	56 049	51 750	47 506	47 725
X1	0,243	0,242	0,262	0,205	0,212
X2	0,296	0,240	0,176	0,176	0,066
X3	0,080	0,091	0,077	0,004	0,122
X4	2,849	4,100	3,136	1,283	7,825
X5	0,708	0,773	0,748	0,715	0,812
Z – коефициент на Алтмън	3,39	4,16	3,44	1,99	6,26
Средно аритметичен Z –коефициент за периода	3,85				

❸ М+С Хидравлик АД

Дружеството не е застрашено от банкрут (таблица 7). Стойностите на коефициента Z по години на периода 2007-2011 г, както и усреднената му стойност са над референтната стойност $Z > 2.9$.

През целия анализиран период то е с положителен оборотен капитал, който плавно нараства от година на година. Възходяща е и тенденцията на оперативната печалба. През 2011 г. тя реализира ръст от почти 100% спрямо предходната година.

Цените на акциите, след трикратния спад през 2008 г. спрямо 2007 г., ежегодно нарастват, благодарение на което и пазарната стойност на собствения капитал на дружеството се увеличава. Тази тенденция е индикатор за очакванията на инвеститорите и увереността им в добрите перспективи на М+С Хидравлик АД.

Компанията през анализирания период значително подобрява структурата на инвестирания капитал, което несъмнено влияе върху нейната стабилност и намалява финансовия риск. Ако през 2007 г. дългът формира 60,26% от инвестирания капитал, то през следващите годините този дял намалява, за да достигне през 2011 г. 25.87%.

Таблица 7. Z-коефициент на Алтмън за М+С Хидравлик АД

хил.лв.

Показатели/години	2011	2010	2009	2008	2007
Краткотрайни активи	39439	22953	17794	24385	24926
Краткосрочни пасиви	11901	9039	7384	11059	14252
Оборотен капитал	27538	13914	10410	13326	10674
Неразпределена печалба	13711	9274	9872	3520	3478
Нетни приходи от продажби	91851	62819	38093	82178	76217

Разходи по икономически елементи, вкл. суми с корективен характер	75769	54262	37509	73809	70644
ЕБИТ	16082	8557	584	8369	5573
Сума на активите	69606	56848	50141	55633	52874
Брой акции (абсолютен брой)	13018400	13018400	13018400	13018400	13018400
Пазарна цена на акция при затваряне (последна сесия за годината) - лв.	7,00	6,57	5,36	4,20	13,69
Пазарна цена на собствения капитал - хил.лв.	91129	85583	69766	54677	178157
Сума на дълга (по баланс)	14305	12986	12419	17147	19882
Балансова стойност на собствения капитал	55301	43862	37722	38486	32992
X1	0,396	0,245	0,208	0,240	0,202
X2	0,197	0,163	0,197	0,063	0,066
X3	0,231	0,151	0,012	0,150	0,105
X4	6,370	6,590	5,618	3,189	8,961
X5	1,320	1,105	0,760	1,477	1,441
Z – коефициент на Алтмън	6,65	6,08	4,69	4,26	7,50
Средно аритметичен Z – коефициент за периода	5,84				

На предходните три стъпки реализирахме процедури, свързани със счетоводния профил на диагностиката. На четвъртата стъпка ще направим опит да приложим върху трите публични компании някои от инструментите на стойностната диагностика. Включването на Фазерлес АД, Юрий Гагарин АД и М+С Хидравлик АД в последната стъпка на диагностичната процедура е обусловено от липсата на опасност от фирмен фалит, т.е. от липсата на кризисна ситуация в тези дружества. Или, в оперативен план те са финансово здрави.

Стъпка 4

В качеството на диагностични инструменти тук се използват спредът на доходност, т.е. разликата между ROIC и WACC, и показателя EVA. В таблица 8 са представени стойностите на тези показатели за всяка от компаниите, а в таблица 9 са усреднените за анализирания период показатели.

Таблица 8. Основни показатели на стойностната диагностика

№	Показатели	2011	2010	2009	2008	2007
Фазерлес АД						
1	ROIC	4,85%	-0,41%	0,73%	24,93%	46,79%
2	WACC	15,04%	18,03%	13,53%	15,16%	17,93%
3	Спред (ROIC-WACC)	-10,19%	-18,44%	-12,79%	9,77%	28,86%
4	IC (хил.лв.)	20 428	17 066	21 004	21 203	11 004
5	EVA (хил.лв.)	-2 081	-3 147	-2 687	2 071	3 176
6	Δ EVA (хил.лв.)	1 066	-460	-4 758	-1 105	-
Юрий Гагарин АД						
1	ROIC	8,16%	9,27%	8,75%	0,52%	12,91%

2	WACC	13,80%	14,12%	12,65%	12,70%	11,09%
3	Спред (ROIC–WACC)	-5,64%	-4,85%	-3,90%	-12,17%	1,82%
4	IC (хил.лв.)	63 156	58 466	56 048	57 745	52 884
5	EVA (хил.лв.)	-3 560	-2 836	-2 188	-7027	963
6	Δ EVA (хил.лв.)	-724	-647	4 841	-7 992	-
М+С Хидравлик АД						
1	ROIC	33,50%	16,79%	0,09%	13,84%	10,71%
2	WACC	18,20%	14,54%	12,32%	12,86%	11,07%
3	Спред (ROIC–WACC)	15,31%	2,25%	-12,23%	0,99%	-0,37%
4	IC (хил.лв.)	44 365	44 406	41 815	47 870	39 915
5	EVA (хил.лв.)	6 791	997	-5 113	472	-146
6	Δ EVA (хил.лв.)	5 793	6 110	-5 584	618	-

Таблица 9. Основни показатели, усреднени за периода 2007-2011 г.

Компания	ROIC (%)	WACC (%)	Спред (%)	IC (млн.лв.)	EVA (млн.лв.)
Фазерлес АД	15,38%	15,94%	-0,56%	18,14	- 0,53
Юрий Гагарин АД	7,92%	12,87%	-4,95%	57,66	-2,93
М+С Хидравлик АД	14,99%	13,80%	1,19%	43,67	0,60

Анализът на данните от таблица 8 и таблица 9 показва, че *Фазерлес АД* има много ниски нива на ROIC през последните три години на анализирания период, което при трайно високата цена на капитала WACC води до отрицателен спред. Поради това дружеството не създава, а губи стойност - около 8 млн.лв. за последните три години.

Аналогична е ситуацията и при *Юрий Гагарин АД*. Възвращаемостта на инвестираният капитал не покрива цената на капитала и компанията реализира отрицателен спред, респ. отрицателна EVA. Загубата на стойност за периода е над 15 млн. лева.

М+С Хидравлик АД е единственото предприятие от анализирания съвкупност, което доказва, че може да създава стойност. Макар че през две от петте години на анализирания период (2007 г. и 2009 г.) дружеството регистрира отрицателен спред поради много ниска рентабилност на инвестирания капитал, през останалите години успява бързо да се стабилизира и в крайна сметка реализира висока икономическа добавена стойност, чиято усреднена стойност за петгодишния период е 600 хил.лв. Това дава основание да се направи извода, че дружеството е в стабилно финансово здраве в текущи и дългосрочен план.

Заклучение

Сектор „Индустриални стоки и материали” обхваща 76 публични компании, които се търгуват на Българската фондова борса. Общата им пазарна капитализация към 25.01.2013 г. възлиза на близо два милиарда лева. Разработеният подход за финансова диагностика от 4 стъпки бе емпирично тестван върху 49 компании от сектора, които изпълниха критериите за включване в изследваната съвкупност.

Емпиричният тест се реализира чрез използване на ограничен кръг показатели, характерни за счетоводния и за стойностния диагностичен профил. По този начин диагностичните заключения се ориентират към способността на фирмата да носи печалба, от една страна, и да създава стойност, от друга страна. За всеки показател са изведени референтни (нормални) стойности, с които се извършва съпоставка.

Диагностичното изследване позволява да се направят няколко основни извода относно финансовото здраве на компаниите от сектора.

Първо, Компаниите в сектора притежават и поддържат добри нива на коефициентите на ликвидност, но това все още не е достатъчно, за да се приеме, че дружествата са финансово здрави. При съпоставка на коефициентите за ликвидност с дефинираната референтна стойност, не всички компании успяват да я „прескочат“. Поради това от първоначално подбраните 49 компании само 19 се включват в по-нататъшното диагностично изследване.

Второ, По-голямата част от разглежданите компании реализират ниски нива на рентабилност, което безспорно затруднява инвеститорите и дори възпира притока на капитали.

Трето, Нивата на показателите, диагностициращи съществуването на опасност от банкрут за сектора, са над критичните стойности.

Четвърто, Компаниите от сектора не създават стойност, с изключение на една компания - М+С Хидравлик АД, която през целия анализиран период и при всички диагностични тестове показва, че е със стабилно финансово здраве.

Резултатите от емпиричния тест следва да се разглеждат само като първа крачка в проучването на финансовото състояние на публични компании. По-нататъшните ни изследвания в това направление ще се съсредоточат върху:

- ✓ търсенето на връзка между етапите на жизнения цикъл на компаниите и диагностиката на финансовото им здраве;
- ✓ решенията, които са необходими за подобряване на здравния статус на дружествата от сектор „Индустриални стоки и материали“, т.е. за осъществяване на лечението им.

Библиография

- 1) Доббс Р., Т.Коллер (2008). Оценка будущего компании. Вестник MyKinsey. Специальный выпуск № 3, 2008
- 2) Доббс Р., Лесли К., Мендонца Л. (2006). Создание здоровой корпорации. Вестник McKinsey. № 14, 2006. URL: http://www.cfin.ru/management/strategy/concepts/healthy_corporation.shtml?printversion
- 3) Йорданов И. (2013). Приложение на финансовата диагностика при управлението на кризи в публични компании (по примера на публични компании от сектор „Индустриални стоки и материали“). Непубликувана магистърска теза.
- 4) Касърова, В.(2005) Диагностика на финансовото състояние на предприятието. URL: http://eprints.nbu.bg/512/1/DIAGNOSTIKA_studia_koreksia.pdf
- 5) Касърова В. (2010). Модели за финансова диагностика в стойностно ориентираното управление. URL: http://eprints.nbu.bg/508/1/Modeli_za_stoinosten_analiz_burgas_doklad.pdf
- 6) Касърова, В. (2013). Финансов анализ. Изд. НБУ

- 7) Касърова, В. (2013). Новите метрики на корпоративния финансов успех. CD. Изд. „Евдемония продъкшън“ ЕООД. URL:
<http://eprints.nbu.bg/1762/1/VBM%20VKASAROVA.pdf>
- 8) Теплова, Т.В. (2012). Два контура интересов в политиката на финансовото здравие на компанията. URL: <http://www.1-fin.ru/?id=670>
- 9) Теплова, Т.В. (2009) Эффективный финансовый директор. Юрайт. М.
- 10) Kumar V. (2011) How to Analyze Financial Health in a Company. URL:
<http://www.svtuition.org/2011/06/financial-health-analysis.html>
- 11) Measuring Financial Health. URL:
<http://www.qfinance.com/contentFiles/QF01/g7yrwv1g/12/0/measuring-financial-health.pdf>
- 12) How to evaluate a company's financial health (2009). URL:
<http://www.rediff.com/money/2009/jan/24forbes-how-to-evaluate-a-companys-financial-health.htm>
- 13) Szlatenyi, L. How to assess your company`s financial health. URL:
http://www.bentleycg.com/stuff/contentmgr/files/b94c52c23b9316158d77981819c51107/misc/how_to_assess_your_company.pdf

Приложение 1 - Компании в сектор „Индустриални стоки и материали“, търгувани на БФБ към 25.01.2013 г.

№	Код	Име на компанията
1	EV6 / EV6	ЕВН България Електроразпределение АД-Пловдив
2	3CZ / 3CZ	ЧЕЗ Разпределение България АД
3	6K1 / KAO	Каолин АД
4	5MH / MCH	М+С Хидравлик АД
5	6AM / ALUM	Алкомет АД
6	58E / EMPI	ЕМПИ АД
7	3NB / NEON	Неохим АД
8	AO0 / AO0	БГ Агро АД
9	1CZ / 1CZ	ЧЕЗ Електро България АД
10	ATZ / ATZ	Артанес Майнинг Груп АД-София
11	5ORG / ORGH	Оргахим АД
12	1EV / 1EV	ЕВН България Електроснабдяване АД-Пловдив
13	4PX / GAGBT	Юрий Гагарин АД
14	57E / EMKA	ЕМКА АД
15	6AN / ASKRE	Асенова крепост АД
16	4KU / KAU	Каучук АД
17	3MZ / SVIL	Свилоса АД
18	4HE / HES	Хидравлични елементи и системи АД
19	4F6 / FZLES	Фазерлес АД
20	3ZO / LOZOV	ЗСК-Лозово АД
21	4KT / NHI	Костенец-ХХИ АД
22	4F8 / FORM	Формопласт АД
23	6TM / MR3	ТЕЦ Марица 3 АД
24	3U9 / UPAC	Унипак АД
25	3OG / ORIG	Оригинал АД
26	4L5 / LESPL	Лесопласт АД
27	4CJ / HMAS	Химмаш АД
28	SKY / SKTEH	Складова техника АД
29	55E / ZEM	Елпром-ЗЕМ АД
30	5BE / RADO	Бесттехника ТМ-Радомир ПАД
31	51P / POLIM	Полимери АД
32	4DU / DRURA	Дружба АД
33	4KS / KOTL	Котлостроене АД
34	4BF / BULVI	България-29 АД
35	4VI / VIPOM	Випом АД
36	5MZ / METIZ	Метизи АД
37	3OO / OPTIC	Оптела-лазерни технологии АД
38	3NG / NITX	Нитекс-50 АД
39	4KP / KMM	КММ АД
40	3ZY / YKOR	ЗММ-Якоруда АД
41	4GA / GAMA	Гамакабел АД
42	4BU / ZARYA	Балканкар-Заря АД
43	56E / ELMA	Елма АД
44	4VD / VIDA	Видахим АД
45	4MO / MSTRY	Машстрой АД
46	54B / BIOEK	Биоеко АД
47	58B / KMH	Завод за хартия-Белово АД
48	4DO / DOBRO	Добротица-БСК АД
49	59C / CHUG	Чугунолеене АД
50	6AK / AKUMP	Акумпласт АД
51	5OTZ / OTZK	Оловно цинков комплекс АД
52	4IM / IMMI	ИММИ АД
53	4СК / НИМКО	Химко АД

54	3ZG / ZGMM	ЗГММ АД
55	3Z7 / SHLIF	Завод за шлиф. машини АД
56	5P3 / PRIBR	Прибор АД
57	3KN / KDN	Капитан Дядо Никола АД
58	3ZM / ZAVMA	Заваръчни машини АД
59	3JJ / SIRMA	Сирма АД
60	3JY / STRAB	Южен индустриален парк АД
61	51E / ELMET	Електрометал АД
62	3RN / REZER	Резервни части АД
63	4L3 / LION	Лъв АД
64	4BO / BUROZ	Българска роза-Пловдив АД
65	5MP / METKA	Металопак АД
66	3JG / SEVKO	Севко АД
67	3OR / ORFEY	Орфей-Б АД
68	4KX / LACH	Корадо-България АД
69	3ZK / ZKMO	Екотаб АД
70	4KZ / KNEZ	Кнезим АД
71	4IZ / IZGRE	Изгрев-66 АД
72	4KV / KREP	Крепешни изделия АД
73	MBZ / MBE	МБЕ-гара Хитрино АД
74	5MD / METY	Металик АД
75	5ME / METKE	Металокерамика - И АД/в ликвидация/
76	3JX / STPRO	Стоманени профили АД

Приложение 2 - Компании в сектор „Индустириални стоки и материали“, листвани на БФБ към 25.01.2013 г. с пълна история за периода 2007 – 2011 г.

№	Код	Име на компанията
1	6AK / AKUMP	Акумпласт АД
2	6AM / ALUM	Алкомет АД
3	6AN / ASKRE	Асенова крепост АД
4	4BU / ZARYA	Балканкар-Заря АД
5	5BE / RADO	Бесттехника ТМ-Радомир ПАД
6	4VD / VIDA	Видахим АД
7	4GA / GAMA	Гамакабел АД
8	4DO / DOBRO	Добротица-БСК АД
9	4DU / DRURA	Дружба АД
10	51E / ELMET	Електрометал АД
11	55E / ZEM	Елпром-ЗЕМ АД
12	57E / EMKA	ЕМКА АД
13	3ZM / ZAVMA	Заваръчни машини АД
14	58B / KMH	Завод за хартия-Белово АД
15	3Z7 / SHLIF	Завод за шлиф. машини АД
16	3ZG / ZGMM	ЗГММ АД
17	4IZ / IZGRE	Изгрев-66 АД
18	6K1 / KAO	Каолин АД
19	3KN / KDN	Капитан Дядо Никола АД
20	4KU / KAU	Каучук АД
21	4KP / KMM	КММ АД
22	4KZ / KNEZ	Кнезим АД
23	4KX / LACH	Корато-България АД
24	4KS / KOTL	Котлостроене АД
25	4KV / KREP	Крепешни изделия АД
26	4L5 / LESPL	Лесопласт АД
27	5MH / MCH	М+С хидравлик АД
28	4MO / MSTRY	Машстрой АД
29	5MD / METY	Металик АД
30	5MP / METKA	Металопак АД
31	5MZ / METIZ	Метизи АД
32	3NB / NEON	Неохим АД
33	3NG / NITX	Нитекс-50 АД
34	5OTZ / OTZK	Оловно цинков комплекс АД
35	5ORG / ORGH	Оргахим АД
36	51P / POLIM	Полимери АД
37	3MZ / SVIL	Свилоса АД
38	3JG / SEVKO	Севко АД
39	3JJ / SIRMA	Сирма АД
40	SKY / SKTEN	Складова техника АД
41	3JX / STPRO	Стоманени профили АД
42	6TM / MR3	ТЕЦ Марица 3 АД
43	3U9 / UPAC	Унипак АД
44	4F6 / FZLES	Фазерлес АД
45	4F8 / FORM	Формопласт АД
46	4HE / HES	Хидравлични елементи и системи АД
47	4CJ / HMAS	Химмаш АД
48	3JY / STRAB	Южен индустриален парк АД
49	4PX / GAGBT	Юрий Гагарин АД