

НЯКОИ ФИНАНСОВИ АСПЕКТИ НА УСТОЙЧИВОТО РАЗВИТИЕ ЗА БЪЛГАРСКИТЕ ИНДУСТРИАЛНИ КОМПАНИИ

Гл. ас. д-р Красимира Найденова
Катедра „Финанси“
Икономически университет – Варна

Резюме

Оценката на акционерите за представянето на индустриалните компании е важна за бъдещото финансиране на дружествата. Българският и инвеститорите, но фондов пазар е неликвиден и непривлекателен за емитентите предоставя някои възможности, които могат да са полезни за политиките за устойчиво развитие на националните компании. За да се възползват от тях, мениджърите трябва да подобрят резултатите си – финансовите показатели P/E, P/B, ROE, ROIC, TRS и Rd на българските индустриални компании са със стойности, които не удовлетворяват инвеститорите. Поради това, както и в комбинация със слабостите на българския фондов пазар, достъпът до капитал за бъдещите дългосрочни рискови проекти с висока добавена стойност, е ограничен.

Ключови думи: цена на капитала, собствен капитал, български фондов пазар, финансови показатели.

SOME FINANCIAL ASPECTS OF SUSTAINABLE DEVELOPMENT FOR BULGARIAN INDUSTRIAL COMPANIES

Chief assist. prof. Krasimira Naidenova, PhD
Department of Finance
University of Economics - Varna

Abstract

The shareholders' evaluation of the industrial companies' performance is important for their future financing. The Bulgarian stock market is illiquid and unattractive to issuers and investors but provides some opportunities for sustainability policies for national companies. In order to benefit from these, managers need to improve their performance - the P/E, P/B, ROE, ROIC, TRS, and Rd financial ratios of Bulgarian industrial companies do not satisfy

investors. Therefore, as well as in combination with the weaknesses of the Bulgarian stock market, access to capital for future long-term risk projects with high added value is limited.

Key words: cost of capital, equity, Bulgarian stock market, financial ratios.

Въведение

Хората от реалната икономика, особено от индустриалните компании, често обвиняват финансистите, че като прехвърлят фондове от пазар на пазар и от една инвестиция в друга, те не създават стойност. Но стойността е сложно понятие, поне във финансовия смисъл и има своите непоклатими детерминанти. Водещият принцип е, че компанията създава стойност единствено като инвестира привлечения капитал по начин, по който да генерират паричен поток с възвръщаемост, по-висока от цената на този капитал, а именно процентът, изискван от инвеститорите, за да го предоставят. Комбинацията от растеж, възвръщаемост и цена на инвестирания капитал определят количеството стойност, която компанията създава¹. Неглижирането на важността на създаването на стойност в този смисъл е причина инвеститорите да напускат една компания и да прехвърлят фондове към други финансови инструменти, на други пазари.

Цената на капитала обикновено е единствено финансов термин. От гледна точка на счетоводителите разходите по привличането на капитал се изчерпват с лихвите по дълга и таксите по отпускането и обслужването му и само тези разходи се отразяват във финансовия отчет. Така всеки фондов пазар се оказва с търгувани компании, които реализират счетоводни печалби, но цените на акциите им падат. Често мениджмънтът не разбира претенциите на инвеститорите за по-високи печалби и по-ниски разходи, което води до скъсване на връзката между компанията и акционерите ѝ.

От гледна точка на финансовия отчет претенциите на акционе-

¹ Koller, T. Goedhart, M., Vessels, D. Valuation: Measuring and Managing the Value of companies. // John Wiley & Sons, Inc. 2010.

рите са несъстоятелни – компанията не им дължи дивиденди или капиталова печалба. Често споделяно мнение е, че при настоящите ниски лихви банките осигуряват достатъчно финансиране за бъдещите проекти. Но банките не финансират мечтите на индустриалните мениджъри – технологиите и продуктите, които може би ще променят света, са високорисково начинание със слабо вероятен успех в момента на първоначалната инвестиция. Единствено акционерите могат да видят бъдещето и да го финансират, което изисква техните претенции да са част от мисленето на хората, които управляват индустриалните компании. В този смисъл собственият капитал, който може да бъде привлечен за да финансира новите проекти, не може да бъде заменен със заеман.

Индустриалните политики за устойчиво развитие обикновено се изчерпват с инженерни и продуктови иновации. Но устойчивото развитие изисква визия и инвестиции. Визията е отговорност на мениджмънта, а финансирането на дългосрочни и рискови проекти с висока добавена стойност е процес и историческите резултати на компаниите, както и оценката на инвеститорите, са важна променлива в него.

1. Изследвани компании и показатели

Всички компании, споменати в доклада, се търгуват на БФБ АД. Състоянието на националния ни пазар поражда ред ограничения в процеса на изследването и при тълкуването на резултатите от него. На първо място той е неликвиден, което поставя пазарните оценки на акциите под въпрос. Адекватно оценените активи се търгуват на високо ликвиден и високо ефективен пазар, какъвто българският категорично не е. Въпреки това той съществува и е единственият регулиран пазар, до който множество български компании, част от които са индустриални, имат достъп.

Изследването е направено на база на данни от консолидираните финансови отчети за 2017 г. и пазарни данни към месец юни 2018 г., за 16 български компании. Три от тях са с финансова дейност (БФБ АД, ТБ ЦКБ АД и ТБ ПИБ АД), четири са дружества със спе-

циална инвестиционна цел (Актив Пропъртис АДСИЦ, Феърплей Пропъртис АДСИЦ, Фонд за недвижими имоти България АДСИЦ и Софарма имоти АДСИЦ) и 9 са компании с индустриален профил – Монбат АД, Софарма АД, М+С Хидравлик АД, Неохим АД, Индустриален холдинг България АД, Стара планина холд АД, Трейс груп холд АД, Индустриален капитал холдинг АД, КРЗ Одесос АД.

Целта на изследването е да се направи опит за преглед на моментното пазарно оценяване на българските индустриални компании. На база на пазарните оценки се цели да се отговори на въпроса как се представят те в сравнение с другите сектори и според очакванията на акционерите си, както и какъв е финансовият им профил. Отговорите на тези въпроси определят готовността на инвеститорите да финансират проектите, които ще осигурят устойчиво развитие за компаниите.

Използвани са стандартни показатели за финансов анализ. На първо място това са относителните показатели за възвръщаемост – на собствения капитал (ROE) и на общо инвестиция капитал (ROIC), както и показателите за задлъжнялост и финансова автономност (D/E и D/C). Пазарната оценка се представя чрез брутната дивидентна доходност R_d , общата възвръщаемост за акционерите TRS, множителите P/E, P/B, P/S, както и EPS. Показателят β отчита риска на компанията в сравнение с пазарния, а вечната рента на оперативните парични потоци за 2017 г. на консолидирана база е основа на изчислението на изискуемата възвръщаемост чрез пазарната оценка през месец юни 2018 г.

2. Резултати на изследваните български компании

Пазарното оценяване на българските компании, в комбинация с представянето на основните им финансови показатели, дават важна информация за резултатите, постигнати от тях. На първо място се разглеждат относителните показатели за възвръщаемост ROE и ROIC. Те са с най-високи стойности за индустриалните компании (между 8% и 9%), средни стойности за дружествата със специална

инвестиционна цел (3% и 4%) и по-ниски стойности за финансовите компании, що се отнася до ROIC (1%), съответно по-високи за ROE (6%). Дали посочените резултатите са високи или ниски, се установява чрез съпоставката им с изискваната от акционерите възвръщаемост.

Таблица 1

Стойности на избрани финансови показатели
(на база на данни от КГФО за 2017 г. и пазарни данни от юни 2018 г.)

дружество	ROE	TRS	Rd	ROIC	EPS	P/E	P/S	P/B	D/C	D/E	изис- куема R
БФБ АД	2%	93%	0%	0%	0.03	188.36	16.62	3.72	0.05	0.05	0%
ПИБ АД	9%	-25%	0%	1%	0.78	5.26	0.98	0.48	0.89	8.30	19%
ЦКБ АД	8%	8%	0%	1%	0.33	5.59	0.92	0.45	0.91	10.72	17%
ФНИБ АДСИЦ	7%	-10%	4%	6%	0.27	6.99	2.50	0.50	0.14	0.17	13%
Софарма имоти АДСИЦ	12%	5%	4%	8%	0.30	21.89	12.79	2.58	0.39	0.65	4%
Актив пропъртис АДСИЦ	-2%	-3%	0%	-2%	-0.21	-	25.78	0.49	0.21	0.26	-
Феърплей пропъртис АДСИЦ	-1%	-4%	0%	2%	-0.01	-	1.68	0.47	0.32	0.47	7%
М+С Хидравлик АД	17%	-3%	4%	15%	0.27	28.30	3.51	4.81	0.16	0.19	4%
Трейс груп холд АД	4%	-5%	0%	5%	0.16	26.56	0.32	1.04	0.63	1.69	14%
Стара планина АД	8%	-5%	3%	12%	0.37	19.98	0.73	1.68	0.26	0.35	11%
Софарма АД	10%	-2%	3%	5%	0.34	12.55	0.56	1.22	0.50	1.02	9%
Неохим АД	11%	-16%	0%	9%	4.41	10.42	0.53	1.09	0.26	0.35	12%
Монбат АД	14%	-21%	3%	8%	0.78	11.29	1.10	1.64	0.49	0.97	10%
Инд.капитал холдинг АД	9%	-27%	2%	26%	0.26	11.82	0.22	1.03	0.35	0.54	41%
КРЗ Одесос АД	4%	5%	4%	4%	4.20	21.58	1.72	0.81	0.06	0.07	5%
Индустр.х-г България АД	1%	-1%	0%	1%	0.03	29.36	1.12	0.39	0.34	0.52	9%

Източник: Собствени изчисления на база на данни от БФБ АД, Investor.bg и Infostock.bg.

Показателят „изискуема възвръщаемост” е опит да се прогнозира пазарните настроения при привличане на нов собствен капитал чрез нова емисия акции, както и минималното ниво на доходност, което емитентът трябва да постигне, за да създава стойност. Изчислен е на база на паричните потоци, които компаниите генерират и пазарната цена. Естествено е стойностите да са най-високи за финансовите компании (18%), най-ниски за АДСИЦ (5%) и средни за индустриалните компании (10%). Изчислената изискуема възвръщаемост, обаче, надвишава реализираната възвръщаемост на собствения капитал. Това означава, че индустриалните компании реализират нетна печалба, чието съотношение с инвестиция капитал от акционерите е под изискването на собствениците на този капитал. Най-лесно е да се установи това като се работи под хипотезата за задължителния дивидент. Ако дружествата имат ангажимент да разпределят фиксиран дивидент от 10%, то цялата печалба ще е достатъчна за разпределяне само на дивидент в размер на 9%, което ще е неизпълнение на условията на емисията. Осредняването дава общ поглед, но конкретно дружествата, които печелят повече от изискването от акционерите си (реално създават стойност) са само М+С Хидравлик и Монбат, а Софарма, Неохим и КРЗ Одесос се представят не зле.

Таблица 2

	ROE	TRS	Rd	ROIC	EPS	P/E	P/S	P/B	D/C	D/E	изискуема R
финансови компании	6.00%	8.00%	0.00%	1.00%	0.33	5	0.95	0.47	0.90	9.51	18%
АДСИЦ	3.00%	1.00%	4.00%	4.00%	0.13	14	7.65	0.50	0.26	0.37	5%
индустриални компании	9.00%	-8.00%	3.00%	8.00%	0.91	19	0.87	1.22	0.34	0.56	10%

Източник: Собствени изчисления на база на данни от БФБ АД, Investor.bg и Infostock.bg.

От гледна точка на устойчивото развитие създаването на стойност е от особено значение. Развитието предполага растеж, а устойчивото развитие – стабилен растеж, при отчитане на важните аспекти

ти за всички стейкхолдери на компанията и основните теми от обществения дневен ред. Възвръщаемостта, която компанията постига за своите акционери, гради както устойчивото ѝ настояще, така и възможностите ѝ за стабилен растеж в бъдеще, поради връзката между историческото представяне и възможностите за привличане на нов собствен капитал.

На следващо място е показателят TRS – той е с отрицателни стойности в повечето от случаите и това е логично при негативен пазарен тренд. Годишната загуба на SOFIX и на индустриалните компании като средна стойност е почти 8%. Резултатите на АДСИЦ и на финансовите компании не са по-различни, изключение са акциите на БФБ АД поради ефекта на еднократно събитие (придобиването на енергийната борса).

Част от общата възвръщаемост за акционерите е дивидентната доходност и тя представлява интерес, особено за акционерите на индустриалните компании – докато банките по традиция не разпределят дивиденди, то останалите два класа дружества постигат близки средни резултати в границите 3–4%. За АДСИЦ подобни доходности се възприемат за нормални поради пазарните възвръщаемости от наеми, но за индустриалните компании подобна годишна дивидента доходност е ниска поради по-високия риск. Като добър пример може да се посочи КРЗ Одесос АД – компанията разпределя ежегодни дивиденди и е единствената, чиито акции не следват негативния пазарен тренд.

Показателят EPS е един от най-често използваните при оценяването на компаниите. Той е с най-висока стойност за индустриалните компании, като тя надвишава три пъти средната за финансовите компании и седем пъти тази на АДСИЦ. Въпреки това, в комбинация с пазарните цени на акциите, стойностите на показателя P/E са високи за индустриалните компании – 19 при 5 за финансовите и 14 за АДСИЦ, което предполага известно надценяване на индустриалните дружества.

Следващ важен аспект за акционерите е оценяването на база

стойност на активите чрез показателя P/V. Той също показва известно надценяване на индустриалните компании при сериозно подценяване при финансовите и при АДСИЦ – индустриалните се търгуват над чистата стойност на активите си, докато другите два типа компании са на нива около 50%. Този показател е нормално да бъде разгледан в контекста на вида на активите – докато при банките и АДСИЦ дългосрочните им реални инвестиции могат да намерят бързо пазарната си цена и купувачи, повечето от активите на индустриалните фирми не са толкова атрактивни като местоположение и начин на използване. Вероятно е резерв да се намери в счетоводната стойност на активите им – банките и АДСИЦ практикуват ежегодна преоценка по пазарни цени, докато индустриалните фирми не са длъжни да го правят. Допълнително може да се каже, че стойностите означават по-скоро подценяване на АДСИЦ и финансовите компании, отколкото надценяване на индустриалните.

Показателят P/V е важен и комплексен. Стойността му зависи от възвръщаемостта на собствения капитал – по-високата възвръщаемост води до по-висока стойност на измерителя, тъй като цената нараства. Вниманието на инвеститорите привлича несъответствието между стойностите на ROE и P/V. Високата стойност на P/V в съчетание с ниска възвръщаемост е знак за надценен актив, докато ниската стойност при висока възвръщаемост - подценена компания².

Показателите за финансова автономност и задлъжнялост демонстрират напълно логични стойности – висок ливъридж за финансовите, нисък за АДСИЦ и нормални стойности за индустриалните компании – около една трета от целия ангажиран капитал на индустриалните компании е дълг, което не е нездравословно ниво.

3. Някои възможности за индустриалните компании

Дивидентите в съвременните времена на ниски лихви са много

² Damodaran, A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. //Jorh Wiley and sons, 2012.

по-ценни. Поддържането на стабилна дивидентна доходност е повод за висока пазарна цена на акциите. От разглежданите тук единствено КРЗ Одесос АД разпределя дивиденди ежегодно и това е единствената компания, която запазва стабилна пазарна цена въпреки средния пазарен спад от 8%. От АДСИЦ такъв пример е Софарма имоти. Дивидентната доходност е важна и защото формира част от общата възвръщаемост за инвеститорите. Алтернативно, положителен ефект може да се очаква, ако компаниите предприемат обратното изкупуване на акции, което ще се отрази позитивно на доходността за акционерите³.

Необходимо е да се обърне внимание на възвръщаемостта на собствения капитал на индустриалните дружества - стойност 9% не е достатъчна, защото инвеститорите изискват поне 10%. Най-бързият начин за повишение на възвръщаемостта е чрез ограничаване на разходите, това може да се направи веднага (изследване на Близнаков⁴ доказва висок корелационен коефициент (0,91) между приходите и операционните разходи, напълно логичен за индустриалните компании, при които нарастването на поръчките естествено води до ръст на използваните суровини, материали и труд).

Ежегодната пазарна преоценка на активите е задължителна за адекватното пазарно оценяване на компаниите. Тя не само ще осигури начин акционерите да преценят вярно колко пари стоят зад всяка тяхна акция, но и ще посочи активите, които не успяват да генерират нетна печалба над минимално изискваната от собствениците. Дезинвестирането (продажбата на активи) е процес, който се инициира след внимателен финансов анализ на потоците, които се генерират от притежаваните активи. Когато дружеството не се разделя с ненужен актив, то приема да реализира доход, по-нисък от алтернативния при същия риск, ако парите бъдат инвестирани на

³ Рафаилов, Д. Обратното изкупуване на акции в следкризисния период - възможност или опасност за компаниите? –В: Сборник доклади от VI международна научна конференция „Следкризисният финансов свят - стагнация или радикална промяна”, Равда, Издателски комплекс УНСС, 2016, с. 212-218.

⁴ Близнаков, М. Анализ на риска в индустриалните предприятия в България. // Известия, том 60, №3, ИУ Варна, 2016, стр. 297-317.

друго място. Подобна политика не води до устойчиво развитие и влошава представянето на компаниите.

Заключение

Политиките за устойчиво развитие на индустриалните компании трябва да отчитат пазарното им представяне. Добрите финансови резултати, включително създаването на стойност за акционерите, са предпоставка за нови възможности за привличане на капитал, чрез който компаниите да финансират бъдещите си дългосрочни и високорискови проекти. Представянето на българските индустриални компании не е добро и влошава достъпа им до външен собствен капитал, поради което изисква вниманието на мениджмънта.

Използвана литература

1. БФБ АД, www.bse-sofia.bg.
2. Близнаков, М. Анализ на риска в индустриалните предприятия в България. // Известия, том 60, №3, ИУ Варна, 2016, стр. 297-317.
3. Рафаилов, Д. Обратното изкупуване на акции в следкризисния период - възможност или опасност за компаниите? –В: Сборник доклади от VI международна научна конференция „Следкризисният финансов свят - стагнация или радикална промяна”, Равда, Издателски комплекс УНСС, 2016, с. 212-218.
4. Damodaran, A. Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. // John Wiley and sons, 2012.
5. Investor.bg.
6. Infostock.bg.
7. Koller, T., Goedhart, M., Vessels, D. Valuation: Measuring and Managing the Value of companies. // John Wiley & Sons, Inc. 2010.

Контакти:

Красимира Костадинова Найденова,
E-mail: krassy_naydenova@ue-varna.bg