

АНАЛИЗ НА ФИНАНСОВИТЕ СЪОТНОШЕНИЯ

(Financial Ratio Analysis)

Във всяка една компания съществува *голям брой финансови съотношения, отразяващи нивото на представяне и финансовото здраве на компанията в различните области.*

Финансовите съотношения представляват „информационният пулт“, „пулсът“ на компанията, отразяващи цялостното състояние на бизнеса във всеки един момент. Те съдържат в себе си нужната информация, показваща ни **основните лостове за управление на финансовото състояние на компанията.** Тези лостове могат да се използват от мениджмънта на компанията, с цел пълен контрол на **финансовото представяне на фирмата.**

Финансовите съотношения отразяват и **качеството на избраната фирмена стратегия и ефективността на взетите оперативни решения,** като например *какъв размер на продукцията да се произведе, какъв да бъде продуктивния микс, как да бъде извършено ценообразуването, кои да бъдат дистрибуционните канали.* Тези стратегически и оперативни решения са **лостове, които мениджмънтът притежава, за да регулира финансовото представяне на фирмата.**

Въпреки големият брой финансови съотношения, които могат да бъдат конструирани и изчислени за всяка една компания, **основните видове финансови съотношения са:**

- 1. Финансови съотношения за ликвидност (краткосрочна платежоспособност) – Liquidity/Short-Term Solvency Ratios*
- 2. Финансови съотношения за дългосрочна платежоспособност (съотношения за финансов левъридж) – Financial Leverage/Long-Term Solvency Ratios*
- 3. Финансови съотношения за обръщаемост на активите – Asset Turnover Ratios*
- 4. Финансови съотношения за рентабилност и възвръщаемост – Profitability Ratios*
- 5. Финансови съотношения за пазарна стойност и растеж – Market Value and Growth Ratios*

1. Финансови съотношения за ликвидност (краткосрочна платежоспособност):

Целта на съотношенията за ликвидност (т.е. за краткосрочна платежоспособност) е да предоставят информация за способността на компанията да посреща краткосрочните си задължения (платими в период до 1 год.). Ето защо, финансовите съотношения за ликвидност се концентрират върху текущите активи и текущите задължения. Тези съотношения *показват и доколко и каква част от активите на компанията са ликвидни*, т.е. могат без особени затруднения да бъдат превърнати в пари в брой. Поради тази причина *финансовите съотношения за ликвидност са от особен интерес за представителите на банките и другите краткосрочни кредитори.*

Една от целите на финансовите съотношения за ликвидност е да **държат вниманието на мениджърите фокусирано върху връзката на краткосрочните активи с краткосрочните пасиви** и да им помогнат за **предпазване от изкушението да финансират неликвидни активи, като сгради и съоръжения напр., с краткосрочни пасиви**, което би стартирало порочния кръг на непрекъснатата нужда за финансиране на бързо падежиращите краткосрочни пасиви.

Едно от предимствата при краткосрочните активи и пасиви е, **че обикновено техните счетоводни и пазарни стойности съвпадат**, за разлика от дългосрочните активи, при които често има значително разминаване между счетоводните и пазарните им стойности. Но, поради краткия им живот, *краткосрочните активи и пасиви са неадекватен измерител за дългосрочното финансово здраве на компанията, тъй-като стойностите им непрекъснато се променят.*

Основните финансови съотношения за ликвидност са:

Съотношение за текуща ликвидност (Current Ratio):

Съотношение за текуща ликвидност = Текущи активи /Текущи пасиви

$$\text{(Current Ratio)} = \text{(Current Assets)/(Current Liabilities)}$$

Съотношението за текуща ликвидност **съпоставя активите, които се очаква да бъдат обвърнати в пари в брой през следващите 12 месеца, със задълженията с настъпващ падеж за този период.** *От гледната точка на кредиторите, високият показател за текуща платежоспособност е добър знак, но от гледната точка на фирмата, това би могло да означава недобро натоварване на текущите активи.* Като се абстрахираме от някои изключения, *за повечето компании се очаква този показател да бъде над 1, тъй-като показател за текущата платежоспособност под 1 индикира отрицателен работен капитал* (Работен капитал (Working Capital)=Текущи активи-Текущи пасиви), което е необичайно за компания в добро финансово състояние.

Съотношение за бърза ликвидност (Quick/Acid Test Ratio):

Фирмената продукция се включва в анализа на показателя за текуща платежоспособност. Но **продукцията често е най-бавно ликвидния от текущите активи, а и често пазарната и стойност не съответства на счетоводната**, тъй-като

при счетоводните записвания *качеството на продукцията не се отчита и по-късно може да се окаже, че част от нея е непродаваема, негодна или изобщо липсва.* Допълнително, **високите наличности на продукция, често са знак за краткосрочен проблем** и показват, че най-вероятно *мениджмънтът е надценил търсенето на фирмената продукция* и като резултат фирмата е придобила или произвела продукцията в излишък. Оказва се, че *по този начин голяма част от ликвидността на компанията е заключена в трудно подвижната продукция.*

Тук на помощ идва съотношението за бърза ликвидност, при което продукцията е извадена от текущите активи, а остават само по-бързоликвидните, като пари в брой и вземания:

Съотношение за бърза ликвидност = Текущи активи-продукция /Текущи пасиви

$$\text{(Quick/Acid Test Ratio)} = \text{(Current Assets-Inventory)/(Current Liabilities)}$$

Следва да имаме предвид, че *използването например на пари в брой за покупката на продукция не променя съотношението за текуща ликвидност, но променя съотношението за бърза ликвидност.* Отново се вижда разликата и идеята е, че *продукцията е относително неликвидна, в сравнение с парите в брой.* Още повече, че *особено в периоди на разпродажби компанията реализират около 40 % от счетоводната стойност на продукцията си.*

Съотношение за парична наличност (Cash Ratio):

Кредиторите, които финансират фирмата съвсем краткосрочно, биха се заинтересували и от съотношението за парична наличност, което представлява:

Съотношение за парична наличност = Пари в брой /Текущи пасиви

$$\text{(Cash Ratio)} = \text{(Cash)/(Current Liabilities)}$$

2. Финансови съотношения за дългосрочна платежоспособност (съотношения за финансов левъридж):

Финансовите съотношения за дългосрочна платежоспособност **отразяват възможностите на фирмата да погасява своите задължения в дългосрочен план.** Те *показват степента, в която мениджмънтът на компанията използва лоста на финансовия левъридж, за да финансира дейността на бизнеса.*

Някои от най-често използваните съотношения са:

Съотношение дълг към активи = Общ размер на дълга/Общ размер на активите

$$\text{(Debt-to-Assets Ratio)} = \text{(Total Debt)/(Total Assets)}$$

Съотношението дълг/активи *показва каква част от активите на компанията са финансирани с дълг под една или друга форма.*

Съотношение дълг към собствен капитал = Общ размер на дълга/Размер на собствения капитал

$$\text{(Debt-to-Equity Ratio)} = \text{(Total Liabilities)/(Shareholders Equity)}$$

Съотношението дълг/собствен капитал *показва какъв размер на дълга съответства на всеки един лев инвестиран от собствениците в компанията.*

Съотношение активи към собствен капитал = Общ размер на активите/Размер на собствения капитал

$$\text{(Assets-to-Equity Ratio)} = \text{(Total Assets)/(Shareholders Equity)}$$

Съотношението на активите към собствения капитал се нарича също и *мултипликатор на собствения капитал (Equity Multiplier) или Lever of Performance* и е равно на съотношението дълг към СК + 1. *Показва колко пъти е мултиплициран в активите собствения капитал.*

Предимствата на финансирането на активите с дългов капитал се изразяват в *данъчната полза, която цената на финансирането носи, тъй-като лихвите по дълга се признават за разход на бизнеса и по този начин се намалява облагаемата печалба на фирмата* (ако такава има, разбира се).

Фактът, че при неплатежоспособност на компанията, собствениците на фирмата се удовлетворяват последни, *рефлектира в по-високата цена на собствения капитал.*

Целта на мениджмънта по отношение на финансовия левъридж би следвала да е, *да се възползва в максимална степен от данъчния ефект на дълговото финансиране, при запазване на платежоспособността (ликвидността) на фирмата в дългосрочен аспект.* За разлика от маржа на печалбата (Profit Margin) и обращаемостта на активите (Asset Turnover) **при финансовия левъридж повече не винаги е по-добре.** По принцип *компаниите с по-стабилни и предвидими парични потоци* (енергийните компании например) *имат по-висок капацитет да привличат и обслужват дългов капитал,* също и тези компании в балансите на които преобладават ликвидните активи (като търговските банки напр.).

Посочените дотук финансови съотношения за дългосрочна платежоспособност **се базират на данни от балансите на фирмите, което извиква нуждата от извършването на допълнителни разчети.** Възможността на компанията да се справи с дълговото си финансиране и да го обслужва, *зависи предимно от паричния поток, с който компанията разполага за обслужване на дълга,* а не толкова от съотношението между активите, дълга и собствения капитал, взети от баланса на фирмата. Ето защо *при анализиране на способността на фирмата да се справи с дълговото финансиране, ние се интересуваме основно от паричния поток, който е налице, за да бъдат*

извършвани плащанията по дълга. Тук на помощ идват няколко финансови съотношения, целта на които е да се съпостави фирмения доход, с който компанията разполага за обслужване на дълга, с размера на надеждиращите годишни плащания по дълга:

Коефициент за покриване на задълженията за лихви = Печалба преди лихви и данъци/Годишен разход за лихви

$$\text{(Times Interest Earned)} = \text{(EBIT)/(Annual Interest Expense)}$$

Показва колко пъти печалбата на фирмата преди лихви и данъци покрива годишното задължение за лихви.

Коефициент за покриване на годишните задълженията по дълга = Печалба преди лихви и данъци/Лихви + (плащания на главници/1 – данъчна ставка)

$$\text{(Times Burden Covered)} = \text{(EBIT)/(Annual Interest+Principal Payments/1-Tax Rate)}$$

Показва колко пъти печалбата на фирмата преди лихви и данъци покрива годишните плащания по дълга (главници и лихви), като отчита че плащанията на главници не се третираат като разход.

Общ проблем на горните 2 коефициента е, че и двата използват за база печалбата преди лихви и данъци (EBIT), която не отразява адекватно разполагаемия паричен поток, тъй-като приходите на фирмата не съвпадат с плащанията, а и от нея са изключени амортизациите, като непаричен разход. Частично решение на този проблем се постига с:

Коефициент на паричното покритие = Печалба преди лихви и данъци + Амортизации/Лихви

$$\text{(Cash Coverage Ratio)} = \text{(EBIT + Depreciation)/(Interest)}$$

Сходен измерител на способността на компанията да генерира паричен поток от оперативната си дейност е печалбата преди лихви, данъци, и амортизации на материални (Depreciation) и нематериални активи (Amortization) – EBITDA.

3. Финансови съотношения за обращаемост на активите:

За някои от новонавлезлите в областта на финансовия мениджмънт, активите могат да изглеждат като желано нещо и отношението към тях да е: *колкото повече, толкова по-добре. Реалността обаче е точно обратната.* Доколкото компанията не възнамерява да открие производство по ликвидация и да започне да разпродава активите си, нейната стойност е в паричния поток, който генерира, а активите и са просто необходимото средство (едно от необходимите, за да бъдем по-точни) за да реализира този паричен поток. Всъщност, идеалната компания би била тази, която генерира паричен поток с никакви или с много малко активи. С други думи, при еднакви останали обстоятелства, по-малкото активи са по-добре и с увеличаване

използваемостта и обръщаемостта на активите, финансовите резултати на компанията неминуемо се подобряват.

Степента на обръщаемост на активите силно зависи от природата на активите и типа бизнес, в който компанията е ангажирана. Една е обръщаемостта на активите на производствено предприятие, съвсем друга на верига за хранителни стоки. Все пак обръщаемостта се влияе силно и от уменията, активността и креативността на мениджмънта при управлението на активите.

Контролът върху текущите активи е особено важен. Първо, *текущите активи генерират голяма част от паричния поток на компанията, което е ключово, особено в моменти на влошена общоикономическа обстановка. На второ място, при небрежно управление е твърде лесно мениджмънтът да изпусне успоредното движение на продажбите и създаването на нови текущи активи, което в един момент да доведе до рязко увеличаване или рязък спад на размера на текущите активи, особено на вземанията и продукцията. И не на последно място, фактът че, дори производствените компании инвестират повече от половината си ресурси в текущи активи, налага внимателното им управление.*

Целта на съотношенията за обръщаемост на активите е да покажат колко ефективно и интензивно компанията използва своите активи, за да генерира продажби.

Съотношение за обръщаемост на продукцията = Себестойност на продукцията/Среден размер на продукцията

$$(Inventory\ Turnover\ Ratio) = (Cost\ of\ Goods\ Sold/Inventory)$$

Съотношението за обръщаемост на продукцията показва колко пъти сме завъртели продукцията през изследвания период. По-високите стойности на това съотношение показват по-добра степен на управление (по-ефективно управление) на продукцията.

Така лесно можем да изчислим и средния период, нужен за едно обръщане на продукцията (1 оборот):

Период за 1 оборот на продукцията = 365 дни/Съотношението за обръщаемост на продукцията

$$(Days\` Sales\ in\ Inventory) = (365\ days/Inventory\ Turnover\ Ratio)$$

Средният период за 1 оборот на продукцията ни показва, колко дни средно престоява продукцията, преди да бъде реализирана.

Ако съотношенията касаещи обръщаемостта на продукцията ни показват колко активно „въртим“ продукцията и колко бързо я реализираме, то съществуват и съотношения засягащи вземанията, които индикират как се справяме със събираемостта им. Най-използваното от тях е:

**Среден период за събиране на вземанията = 365 дни/Съотношението за
обращаемост на вземанията**

$$(Average\ Collection\ Period) = (365\ days/Receivables\ Turnover\ Ratio)$$

от своя страна:

**Съотношението за обращаемост на вземанията = Продажби/Среден размер на
вземанията**

$$(Receivables\ Turnover\ Ratio) = (Sales/Average\ Accounts\ Receivable)$$

Ако се обърнем от *другата гледна точка* – тази на получателя на плащането, бихме могли да изчислим и:

**Среден период за плащане на задълженията = 365 дни/Съотношението за
обращаемост на задълженията**

$$(Average\ Payables\ Period) = (365\ days/Payables\ Turnover\ Ratio)$$

като:

**Съотношението за обращаемост на задълженията = Себестойност на
продукцията/Среден размер на задълженията**

$$(Receivables\ Turnover\ Ratio) = (Cost\ of\ Goods\ Sold/Average\ Accounts\ Payable)$$

така представените съотношения *показват колко средно дни отнема на нашата компания, за да заплати задълженията си по фактури*, но при презумпцията, че всички доставки към фирмата са на кредит. *На практика, средният период за плащане е по-дълъг от този, изчислен по горепосочения метод*, тъй-като има вероятност част от доставките към фирмата да не са на кредит, а и към себестойността на продукцията (Cost of Goods Sold) се калкулират и разходите за пряк труд, което прави себестойността на продукцията по-висока от размера само на доставките по фактури.

След като разгледахме обращаемостта на отделните видове краткосрочни активи във фирмата (по същия начин бихме могли да съставим и съотношение за обращаемостта на дългосрочните активи на фирмата), **можем да погледнем и „общата картина”, чрез съставяне на съотношението за обща обращаемост на активите:**

Съотношение за обща обращаемост на активите = Продажби/Общ размер на активите

$$(Total\ Asset\ Turnover\ Ratio) = (Sales/Total\ Assets)$$

Съотношението за обща обращаемост на активите ни *показва какъв размер на продажби правим с всеки един лев инвестиран в активи* (по счетоводната им стойност). На пръв поглед *може да ни се стори, че високите стойности на съотношението за обща обращаемост на активите е добър знак, но на практика не винаги е така.*

Например, когато компанията ни има много остарели активи, тогава счетоводната стойност на последните е много ниска, което ще рефлектира във висока стойност на съотношението. Това означава, че много скоро компанията ще се нуждае от инвестиции за обновяване на оборудването, които, след като бъдат извършени, ще понижат стойността на съотношението, но това не е лош знак, тъй-като новото оборудване се очаква да е по-продуктивно и съответно да подобри конкурентоспособността на компанията.

4. Съотношения за рентабилност и възвръщаемост:

Най-популярният измерител на финансовото представяне на фирмата е **възвръщаемостта на собствения капитал (Return on Equity)**, дефинирана като:

Възвръщаемост на собствения капитал = Чист приход/Размер на собствения капитал

$$\text{(Return on Equity)} = \text{(Net Income/Shareholders Equity)}$$

Не е преувеличено да се каже, че *кариерите на голяма част от висшия мениджмънт на компаниите, се издигат и сгромолясват заедно промените във възвръщаемостта на собствения капитал на компанията*. Причината, поради която на възвръщаемостта на собствения капитал се отдава толкова голямо значение е, че *тя е измерител на ефективността с която мениджмънтът управлява собствения капитал на компанията*. Възвръщаемостта на собствения капитал **мери с колко се е увеличило богатството на собствениците на фирмата**, за всеки инвестиран от тях лев.

За да разберем как мениджмънтът може да се научи да управлява по-добре възвръщаемостта на собствения капитал, *нека я разделим на нейните съставни компоненти*:

ВСК = Чист приход/Продажби * Продажби/Размер на активите * Активи/СК

ROE = Net Income/Sales * Sales/Total Assets * Total Assets/Shareholders Equity

или

ВСК = Марж на печалбата * Обращаемост на активите * Финансов левъридж

ROE = Profit Margin * Asset Turnover * Financial Leverage

Горепосочените зависимости ни показват, че **мениджмънтът разполага с 3, и само с 3 лоста, за да управлява възвръщаемостта на собствения капитал**, а именно: *1. печалбата, която се генерира от всеки един лев продажби или маржа на печалбата; 2. продажбите, които се генерират от всеки един лев инвестиран в активи или* **обращаемостта на активите** *и 3. размера на собствения капитал инвестиран за финансиране на активите на фирмата или* **финансовия левъридж**. С някои малки изключения, **каквото и да предприеме мениджмънтът за увеличаване на тези показатели**, а именно *маржа на печалбата, обращаемостта на активите и*

финансовия левъридж, то ще доведе до увеличаване на възвръщаемостта на собствения капитал. По този начин, на практика, трите горепосочени показателя обхващат голяма част от спектъра на финансовото представяне на фирмата.

За да разберем как управленските решения и конкурентната среда, в която компанията оперира оказват влияние върху възвръщаемостта на собствения капитал, е необходимо всеки един от горепосочените лостове за контрол да бъде разгледан поотделно. *Дотук обърнахме внимание на финансовия левъридж и обръщаемостта на активите, нека сега да разгледаме маржа на печалбата.*

Маржа на печалбата (Profit Margin) измерва каква част от продажбите остава в патримониума и под разпореждането на фирмата, за формиране на печалбата. *Маржа на печалбата е от особена важност за оперативните мениджъри, тъй-като той им показва адекватността и продуктивността на избраните стратегии за ценнообразуване и способността им да контролират оперативните разходи. Размерът на маржа на печалбата варира силно в различните сектори на икономиката и зависи от вида на продуктите (качеството на продуктовия микс) и конкурентната стратегия на компанията (Cost Leadership; Differentiation). Също така по принцип маржа на печалбата и обръщаемостта на активите са в обратна зависимост - фирмите с висок марж на печалбата имат по-ниска обръщаемост на активите и обратно. Това е така, защото компаниите които добавят висока стойност към своите продукти и имат поради това висок марж на печалбата, поддържат и по-голям размер на активите, което от своя страна води до сравнително ниска обръщаемост. Обратно, компаниите които не добавят висока стойност към продуктите (търговците на дребно например, които просто препродават продуктите във формата, в която са създадени), е по-вероятно да имат нисък марж на печалбата и висока обръщаемост. Така че, *високият или нисък марж на печалбата не е сам по себе си добър или лош – всичко зависи от комбинирания ефект на маржа на печалбата и обръщаемостта на активите.**

Поглед върху този комбиниран ефект на маржа на печалбата и обръщаемостта на активите ни дава показателя за възвръщаемост на активите (Return on Assets):

Възвръщаемост на активите = Марж на печалбата * Обръщаемост на активите = Чист приход/Размер на активите

$$\text{Return on Assets} = \text{Profit Margin} * \text{Asset Turnover} = \text{Net Income}/\text{Assets}$$

Възвръщаемостта на активите е основен измерител на ефективността с която мениджмънта на компанията насочва и управлява поверените му ресурси. Възвръщаемостта на активите се различава от възвръщаемостта на собствения капитал по това, че измерва печалбата като % от общите средства инвестирани в компанията (т.е. от собственици и кредитори), докато възвръщаемостта на собствения капитал само от собствениците.

Брутен марж на печалбата (Gross Margin)

Когато анализираме рентабилността на бизнеса, често е полезно да направим и *разграничението между фиксираните и променливите разходи на компанията*. Тъй-като фиксираните разходи не се променят с измененията в обема на продажбите, компаниите с по-висока пропорция на фиксираните разходи са твърде уязвими при спадове в продажбите, тъй-като *фиксираните им разходи не намаляват съответно на спада в продажбите*, което води до сринове в печалбата им.

Брутния марж на печалбата = Продажби-Себестойност на продукцията/Продажби = Брутна печалба/Продажби

$$\text{Gross Margin} = \text{Sales} - \text{Cost of Goods Sold} / \text{Sales} = \text{Gross Profit} / \text{Sales}$$

Брутния марж на печалбата ни показва какъв % от продажбите остава за покриване на фиксираните разходи и за генериране на нетна печалба. Използва се и за дефиниране на критичната точка на продажбите (*Break-Even Point*), при която продажбите съвпадат точно с фиксираните и променливите разходи и над която бизнесът започва да генерира печалба.

Горепосоченото уравнение:

$$\text{ВСК} = \text{Чист приход} / \text{Продажби} * \text{Продажби} / \text{Размер на активите} * \text{Активи} / \text{СК}$$

$$\text{ROE} = \text{Net Income} / \text{Sales} * \text{Sales} / \text{Total Assets} * \text{Total Assets} / \text{Total Equity}$$

или

$$\text{ВСК} = \text{Марж на печалбата} * \text{Обращаемост на активите} * \text{Финансов левъридж}$$

$$\text{ROE} = \text{Profit Margin} * \text{Total Asset Turnover} * \text{Equity Multiplier}$$

е известно като „*Идентичност на ДюПон*” (*the DuPont Identity*) на името на корпорацията ДюПон, която е популяризирала неговата употреба.

Това, което идентичността на ДюПон ни казва е, че *възвръщаемостта на собствения капитал се влияе и може да бъде менажирана само чрез тези три лоста:*

- 1. Функционалната ефективност на компанията, измерена чрез маржа на печалбата**
- 2. Ефективното използване на активите, измерено чрез степента на обращаемост на активите**
- 3. Финансовия левъридж, измерен чрез мултипликатора на собствения капитал**

Пропуски във функционалната (оперативна) ефективност на компанията и/или в ефективността при използването на активите ще резултира в намаляваща възвръщаемост на активите, което ще свали и възвръщаемостта на собствения капитал. Но идентичността на ДюПон ни показва, че *фирмата може да увеличи*

възвръщаемостта на собствения капитал чрез лоста на финансовия левъридж, увеличавайки нивото на заемния капитал, който използва. Оказва се обаче, че това може да стане само ако възвръщаемостта на активите на фирмата надвишава нивото на лихвите по дълга. Но тъй-като използването на заеман капитал има и редица други ефекти, *степената на финансовия левъридж се определя от политиката за капиталовата структура на компанията.*

5. Финансови съотношения за пазарна стойност и растеж:

Преди да преминем към съотношенията засягащи способността на компанията да **расте**, нека спрем вниманието си на съотношенията свързани с **разпределянето на фирмената печалба**.

Печалбата на фирмата се разделя на 2 части: *1. Дивиденди изплащани към собствениците; 2. Печалба, която се капитализира и връща обратно в бизнеса.* Оттук:

Съотношение за изплащане на дивиденди = Изплатени дивиденди/Чиста печалба

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \text{Cash Dividends/Net Income}$$

което, изразено в % показва, *каква част от чистата печалба на фирмата се изплаща като дивидент.*

Съотношение за задържане на печалбата = Капитализирана печалба/Чиста печалба

$$\text{Retention Ratio} = \text{Addition to Retained Earnings/Net Income}$$

изразено в % показва, *каква част от печалбата се капитализира, т.е. се връща обратно в бизнеса.*

Сбора от съотношението за изплащане на дивиденди и съотношението за задържане на печалбата трябва винаги да е равен на 1.

Възвръщаемост на собствения капитал, възвръщаемост на активите и растеж:

Инвеститорите и кредиторите на фирмата често са заинтересовани с *какъв темп е възможно да растат продажбите на фирмата.* Това, което следва да се има предвид при растежа е че, **ако искаме продажбите да растат, трябва да увеличим и активите** (най-малкото в дългосрочен аспект). *За увеличаването пък на активите е нужно да бъде осигурено финансиране под формата или на капитализирана печалба (вътрешно финансиране) или външно финансиране под формата на заеман капитал или продажба на нови дялове в бизнеса.* Следователно, **способностите на фирмата да расте са ултимативно зависими от капацитета за привличане на финансиране.**

Да дефинираме 2 съотношения за растеж:

$$\text{Темп на вътрешния растеж} = \text{Възвръщаемост на активите} \cdot \text{BA}$$

$$\text{The Internal Growth Rate} = \text{Return on Assets} * b / 1 - \text{ROA} * b$$

където, b е съотношението за задържане на печалбата (*Retention Ratio*), описано по-горе. Съотношението ни показва с какъв темп може да расте фирмата, ако разчита единствено на вътрешно финансиране под формата на капитализирана печалба.

$$\text{Темп на устойчивия растеж} = \text{Възвръщаемост на собствения капитал} * b / 1 - \text{ВСК} * b$$

$$\text{The Sustainable Growth Rate} = \text{Return on Equity} * b / 1 - \text{ROE} * b$$

Ако фирмата разчита само на вътрешно финансиране и има определен размер на привлечен дълг, съотношението за обща задлъжнялост във фирмата ще намалява във времето поради това, че фирмата не увеличава съответно размера на дълга който е генерирала, а може дори и да го изплаща. Обаче често, компаниите желаят да поддържат определено константно съотношение за обща задлъжнялост, което са счели за оптимално. Темпа на устойчивия растеж отчита такова едно положение, като ни показва колко бързо може да расте фирмата ако: 1. Мениджмънтът желае да поддържа определено константно съотношение за обща задлъжнялост и 2. Собствениците не желаят да продават нови дялове в бизнеса. Тук с растежа на фирмата трябва да се привлича постоянно и ново външно финансиране, за да се запази съотношението за обща задлъжнялост (*Debt to Equity Ratio*) константно.

Предпоставки за растежа:

Чрез идентичността на ДюПон ние видяхме, че възвръщаемостта на собствения капитал може да бъде определена чрез нейните съставни елементи, а именно: маржа на печалбата, обръщаемостта на активите и финансовия левъридж. Тъй-като възвръщаемостта на собствения капитал е определяща за темпа на устойчивия растеж, то съставните елементи на възвръщаемостта на собствения капитал са и предпоставки определящи растежа, а именно:

1. **Маржа на печалбата** – с увеличаване на маржа на печалбата се увеличава способността на фирмата да генерира средства вътрешно и следователно се увеличава темпа на устойчив растеж
2. **Общата обръщаемост на активите** – увеличение в общата обръщаемост на активите увеличава нивото на продажбите за всеки един лев инвестиран в активи. Това намалява нуждата от нови активи за поддържане на растежа на продажбите и съответно увеличава темпа на устойчив растеж. Нека имаме предвид че, увеличение в общата обръщаемост на активите и намаляване на капиталовата интензивност на фирмата са едно и също нещо.
3. **Финансовия левъридж** – увеличаването на нивото на дългосрочна задлъжнялост увеличава финансовия левъридж и темпа на устойчивия растеж съответно, тъй-като осигурява допълнително финансиране за растежа.

4. **Дивидентната политика** – намаляване на съотношението за изплащане на дивиденди увеличава съотношението за задържане на печалбата. Това от своя страна увеличава размера на собствения капитал и темпа на вътрешния и устойчивия растеж.

Съотношението за темпа на устойчивия растеж ни носи много полезна информация, тъй-като ни показва ясната връзка между четирите основни области във фирмата – функционалната ефективност, измервана с маржа на печалбата; ефективността за използване на активите, измервана с общата обръщаемост на активите; финансовата политика, измерена със съотношението дълг/собствен капитал и дивидентната политика, измерена със съотношението за задържане на печалбата. Следователно, ако искаме продажбите да растат с темп надвишаващ темпа на устойчивия растеж, то или следва 1. да увеличим маржа на печалбата или 2. обръщаемостта на активите, или 3. да увеличим финансовия левъридж, или 4. да увеличим съотношението за задържане на печалбата, или 5. да емитираме и продадем нови дялове в бизнеса.

Проблеми при анализа на финансовите съотношения:

Както видяхме, възвръщаемостта на собствения капитал е добър показател за това доколко мениджмънтът на компанията се справя с финансовите предизвикателства и нейните съставни части ни предоставят основните лостове за финансовото управление на фирмата.

Все пак, приемането на възвръщаемостта на собствения капитал като универсален измерител на представянето страда от следните проблеми:

1. **Възвръщаемостта на собствения капитал е поглед в миналото** и по принцип се фокусира върху период от 1 година. Ако например през тази 1 година компанията е инвестирала значителни суми в разработването на нов атрактивен продукт, това ще свали текущата възвръщаемост, но това не е задължително сигнал за проблем, а по-скоро показва слабостта на възвръщаемостта на собствения капитал, като показател, да погледне напред във времето.
2. **Проблема с риска** - възвръщаемостта на собствения капитал не отразява в себе си нивата на риск, а които компанията борава, а отразява само възвръщаемостта. Като показател, тя не ни казва между 2 компании имащи еднаква възвръщаемост, коя е по-добрата инвестиция, тъй-като не отразява риска, който те управляват.
3. **Проблемът със стойността** - възвръщаемостта на собствения капитал ползва цифри от финансовите отчети на фирмата и следователно работи със счетоводни стойности. Пазарните стойности на активите, пасивите и собствения капитал на компанията може да са (а и често са) твърде различни. Това е важна особеност, която следва да се има предвид при изчисляването на възвръщаемостта на собствения капитал.

Допълнителни проблеми при анализа на финансовите съотношения:

- липсата на стабилна, пътеводна теория на анализа, което прави трудно утвърждаването на стандартни финансови съотношения и техни стойности
- трудно е да се установят ясни разграничения за групиране на компаниите в секторни групи, което прави трудна съпоставката на съотношенията на различни компании
- различните компании използват различни счетоводни процедури (за оценяване на продукцията напр.), което отново прави трудно сравняването на отчетите
- при анализа на финансовите отчети следва да се внимава за следното: при отчетите на фирми със сезонен бизнес; за еднократните ефекти от различни сделки (продажба на активи напр.) и счетоводни операции, тъй-като следствие на тях, могат да се извлекат заблуждаващи изводи

© “ИНТЕР АКАУНТ Файненшъл Сървисиз” ЕООД
м. септември 2013 г., София

www.interaccount.eu

Използвани източници: 1. *Essentials of Corporate Finance, Sixth Edition, Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, 2008, McGraw Hill*; 2. *Analysis for Financial Management, Ninth Edition, Robert C. Higgins, 2009, McGraw Hill*

Настоящата публикация има информативна и образователна цел. Тя е създадена, за да ви запознае с основни теоретични постановки в областта на финансовия мениджмънт. Използването на настоящата публикация следва да бъде ограничено само до образователната и цел (и във връзка с разпоредбите на Чл. 24 (1), т. 3 от Закона за авторското право и сродните му права). Публикацията не представлява консултация или съвет за вземането на конкретни финансови или инвестиционни решения и не следва да бъде използвана с такава цел. Дружество с ограничена отговорност “ИНТЕР АКАУНТ Файненшъл Сървисиз” не може да бъде държано отговорно по какъвто и да е начин за резултатите от използването на настоящата публикация.