

## Парична добавена стойност (CVA - Cash Value Added)



Остатъчният паричен поток (RCF - Residual Cash Flow) е потокът, който остава в разпореждане на притежателите на обикновени акции след реализиране на капиталните вложения, удовлетворяване изискванията по обслужване на дълга и по отношение изменението на чистия оборотен капитал. Наличието или отсъствието на такъв поток е индикатор за създаване или разрушаване на стойност в компанията.

Остатъчният паричен поток може да се измери чрез показатели като Парична добавена стойност (CVA - Cash Value Added); Акционерна добавена стойност (SVA - Shareholder Value Added); Парична рентабилност на инвестициите (CFROI - Cash Flow Return on Investment). Тези аналитични инструменти представят по нов начин финансовите резултати на компанията.

**Парична добавена стойност (CVA - Cash Value Added)** представлява модел, характеризиращ остатъчния оперативен паричен поток на компанията за съответната година след приспадане на разходите за капитал. Той е създаден, за да удовлетвори финансовите изисквания на инвеститорите към стратегическите управленски решения, т.е. към стратегическите инвестиции, които създават стойност в компанията. Паричната добавена стойност<sup>1</sup> се изчислява по същия начин като EVA, с изключение на това, че вместо коригирания оперативен доход (който измерва възвръщаемостта на акционерите), тук се появява паричен поток от оперативна дейност.

Редица анализатори считат, че CVA е по-точен показател в сравнение с EVA, тъй като се влияе в по-малка степен от недостатъците на счетоводния отчет и се основава на реални парични потоци. Нещо повече, MVA се разглежда като дисконтиран по WACC поток на паричната добавена стойност (CVA). CVA се нарича и остатъчен паричен поток, тъй като представлява тази част от него, която остава за акционерите след покриване на разходите за капитал.

CVA:

- ✓ е една от четирите структури за управление въз основа на стойността, съществуващи в световен мащаб.
- ✓ е разработена като алтернатива на EVA от Шведската компания "Анелда"
- ✓ определя добавената стойност на наличните парични средства.

---

<sup>1</sup> Паричната добавена стойност (CVA) е аналитичен модел, разработен в два варианта - от BCG - Boston Consulting Group (Shareholder Value Metrics. 1996. Shareholder Value Management Series. Booklet 1. Boston Consulting Group) и от компания Frederik Weissenrieder Consulting (Weissenrieder F. 1997. Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added. Gothenburg Studies in Financial Economics, Study No. 1997:3, Gothenburg University).

- ✓ осигурява мениджмънта с надежден, точен и ефективен управленски инструмент, който следи и измерва потребностите от дългосрочен и рентабилен икономически растеж;
- ✓ създава логическа връзка между стратегическите решения и икономическия резултат.

CVA е функция от:

- първоначално инвестираните средства в едно или няколко начинания,
- икономическия живот на инвестициите,
- произтичащите оперативни потоци,
- цената на капитала.

CVA показва в парични единици операционния паричен поток свръх разходите за капитал. Ако тази величина е отрицателна, това означава, че паричният поток не достига, за да се съхрани стойността на инвестирания капитал.

Със създаването на модела CVA се прави опит да се:

- а) преодолее ограничението, което счетоводството поставя като доставчик на финансова информация при вземане на решения;
- б) предоставят на компаниите по-точни инструменти, както по отношение на показателите, така и по отношение на съставките на инструмента, поради нарастващата активност на акционерите/ инвеститорите.

За разлика от останалите модели, в CVA се представя цената на капитала под формата на парична сума, а не като процентно съотношение. Разликата между оперативния паричен поток и цената на капитала, представена като абсолютна сума, е размерът на CVA. Така изчисленият показател е добър измерител за новогенерирани парични потоци, превишаващи цената на капитала, използван в бизнеса.

Съществено предимство на CVA е възможността анализът да се провежда на различни нива в рамките на корпоративната единица - както по отношение на отделни проекти, звена, направления, така и на общофирмено ниво. В сравнение с печалбата ЕБИТ, CVA е икономическа мярка и се основава на идеята, че една компания трябва да може да покрива както оперативните, така и капиталовите си разходи.

Паричната добавена стойност е модифицирана EVA, която използва нетен оперативен паричен поток вместо печалба. Оттук следва, че мярката за парична добавена стойност заобикаля проблема с отчитането на счетоводните разходи - амортизация, което рядко съответства на действителния модел на извличане на ползи от дългосрочни активи.

CVA е особено полезен показател при анализа и оценката на инвестиционната привлекателност на компаниите. Изчислява се по формулата:

$$CVA_t = GCF_t - ED_t - (GI * WACC)$$

$$\downarrow \qquad \text{или} \qquad \downarrow \qquad \downarrow$$

$$CVA_t = (NOPAT_t + D_t) - \frac{(GFAD * WACC)}{(1 + WACC)^n - 1} - (GI * WACC),$$

където:

**GCF<sub>t</sub> (Gross cash flow)** - брутен паричен поток за съответната година, изчисляван по формулата:

$$\text{GCF}_t = \text{NOPAT}_t + D_t,$$

**ED<sub>t</sub> (Economic depreciation)** - икономическа амортизация. Определя се от потока начисления, които ако бъдат реализирани като алтернативно вложения със зададен WACC, възвръщат първоначалната стойност на активите. Тя се възприема като анюитет<sup>2</sup> и се изчислява по формулата:

$$ED = \frac{(GFAD * WACC)}{(1 + WACC)^n - 1},$$

където:

- WACC (Weighted Average Cost Of Capital) - изискуема доходност на инвестиция капитал в отчетната година, или цена на капитала.
- GFAD (Gross Fixed Assets Depreciation) – дълготрайни амортизируеми активи по първоначална стойност.
- n - очакван полезен живот, в години, на амортизируемите активи, заети в оперативна дейност. Представлява оценка на средната продължителност на използване на тези активи от момента на придобиването им. Изчислява се като съотношение между първоначалната (покупна) стойност на амортизируемите активи и съответния текущ разход за амортизация за периода. Точното изчисляване на този показател е трудно, поради което често се използва усредняване на резултатите от текущата и две предходни години.

**GI (Gross investment)** – брутни инвестиции, представляващи сумата от амортизируемите и неамортизируеми дълготрайни активи по първоначална стойност. Изчисляват се по формулата:

$$GI = FA_{bv} + D + NWC_{agj},$$

където:

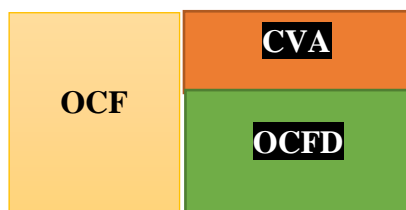
- FA<sub>bv</sub> (Fixed Assets<sub>book value</sub>) - дълготрайните активи по балансова стойност;
- D (Depreciation) - натрупаната счетоводна амортизация;
- NWC<sub>agj</sub> (Net Working Capital adjustment) - преобразувания нетен оборотен капитал.

---

<sup>2</sup> За сравнение ще отбележим, че счетоводната амортизация е разход, признат за отчетния период, получен в резултат на разсрочване на амортизируемата стойност на даден актив през предполагаемия му срок на годност, без отчитане на възможностите за реинвестиране. Икономическа амортизация – форма на разпределение на стойността, но с отчитане на възможностите за реинвестиране на амортизационните отчисления. Чрез икономическата амортизация се изчисляват минималните изискуеми парични потоци (анюитети) за възстановяване на стратегическите инвестиции, които в съвкупността си формират изискуемия оперативен паричен поток – OCFD (Operating Cash Flow Demand)

CVA може да се представи и като разлика между оперативния паричен поток (OCF) и изискуемия от инвеститорите паричен поток (OCFD):

$$CVA = OCF - OCFD = OCF - (IC * WACC).$$



### CVA и EVA - сравнение

**Общото** между двата модела:

- Приложими при публични и непублични компании; в компанията като цяло и в отделни подразделения.
- Изискват минимални разходи за обучение на персонала.
- Характеризират създаването на стойност в компанията.

**Различното** между двата модела:

- ✓ Разчетите в модела EVA стартират от счетоводния отчет, в който се правят корекции.
- ✓ Моделът EVA работи с NOPAT.
- ✓ Моделът CVA не изисква сложни счетоводни операции.
- ✓ Моделът CVA работи с CF и парични елементи.

### Използвани източници:

1. P. Fernandez. Three Residual Income Valuation Methods And Discounted Cash Flow Valuation. University of Navarra - IESE Business School, 2003
2. P. Fernandez. EVA and Cash value added do NOT measure shareholder value creation. University of Navarra - IESE Business School, 2015
3. <https://www.investopedia.com/terms/c/cva.asp>
4. [http://pruss.narod.ru/Erik\\_CVA.pdf](http://pruss.narod.ru/Erik_CVA.pdf)
5. <https://mss.pnzgu.ru/files/mss.pnzgu.ru/04417.pdf>
6. Касърова, В. Новите метрики на корпоративния финансов успех. Изд.: Евдемония Продъкшън ЕООД, София, 2013, стр. 88, ISBN 978-954-92924-3-5. Електронен документ: <http://eprints.nbu.bg/1762/1/VBM%20VKASAROVA.pdf>

*Материалът е подготвен от доц.д-р Виолета Касърова  
vksarova@okobg.com*