

БОРСОВ АНАЛИЗ И ОЦЕНКА НА ТУРИСТИЧЕСКИТЕ ДРУЖЕСТВА НА БЪЛГАРСКИЯ КАПИТАЛОВ ПАЗАР

Ивелин Симеонов Кичуков

Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – гр. Свищов

Катедра „Финанси и кредит“

e-mail: d010221241@uni-svishtov.bg

Резюме: Сектор „Туризм“ е основа за икономическо развитие на страни, където природните дадености позволяват привличане на международен поток от туристи както през лятото, така и през зимата. България определено е страна с туристически дадености и доброто съчетание на изградени с десетилетия курорти на черноморското крайбрежие и в планините дава възможности за развитие на туристически продукт с регионално и континентално значение. Изграждането на подобни курорти естествено изисква мащабни инвестиции и оборотни средства за поддръжка както на хотелските бази, така и на свързаната инфраструктура. Оценката за успеха на тези инвестиции се дава от пазара по отношение оценката на капитала на собствениците на тези курорти, доколкото те са публични дружества, чиито акции се търгуват на капиталовия пазар. На тази основа обект на изследване са туристически дружества на българския капиталов пазар. Предмет на изследване са капиталовите позиции и борсовото представяне на публичните туристически дружества на българския капиталов пазар. Целта на изследването е анализ на капиталовите позиции и оценка на борсовото представяне на публичните туристически дружества на българския фондов пазар. Работната хипотеза в статията се свързва с твърдението, че публично търгуваните туристически дружества на българския капиталов пазар имат динамична пазарна капитализация и променлив тренд на цени на акциите, което е функция на капиталови позиции и фундаментален финансов анализ. След уводната част изследването е фокусирано върху: първо, фундаментален анализ на борсово търгуваните български туристически дружества – „Албена“ АД и „Златни пясъци“ АД; второ, анализ и оценка на борсовия тренд в цените на акциите на трите дружества за период от пет години (2017–2022 год.); трето, корелационен анализ на борсовите котировки на водещото публично туристическо дружество „Албена“ АД спрямо основен индекс на БФБ. В заключението са представени изводи и дадени насоки за бъдещи изследвания.

Ключови думи: туризъм, цени на акции, пазарен тренд.

JEL: G11, G32, L83.

STOCK MARKET ANALYSIS AND EVALUATION OF TOURISM COMPANIES ON THE BULGARIAN CAPITAL MARKET

Ivelin Simeonov Kichukov

D. A. Tsenov Academy of Economics – Svishtov

Department of Finance and Credit

e-mail: d010221241@uni-svishtov.bg

Abstract: Sector "Tourism" is the basis for economic development of countries where the natural features allow attracting an international flow of tourists, both in summer and in winter. Bulgaria is definitely a country with tourist resources and the good combination of

resorts built over decades on the Black Sea coast and in the mountains provides opportunities for the development of a tourist product of regional and continental importance. The construction of such resorts naturally requires large-scale investment and working capital to maintain both the hotel facilities and the related infrastructure. The evaluation of the success of these investments is given by the market in terms of the valuation of the capital of the owners of these resorts, insofar as they are public companies whose shares are traded on the capital market. On this basis, the object of research are tourism companies on the Bulgarian capital market. The subject of research are the capital positions and the stock market performance of the public tourism companies on the Bulgarian capital market. The purpose of the research is to conduct an analysis of the capital positions and an assessment of the stock market performance of the public tourism companies on the Bulgarian capital market. The working hypothesis in the article is related to the statement that publicly traded tourism companies on the Bulgarian capital market have a dynamic market capitalization and a changing share price trend, which is a function of capital positions and fundamental financial analysis. After the introductory part, the research is focused on: first, a fundamental analysis of the listed Bulgarian tourism companies - "Albena" AD and "Golden Sands" AD; second, analysis and evaluation of the stock market trend in the share prices of the three companies for a period of five years (2017-2022); third, a correlation analysis of the stock market quotations of the leading public tourist company "Albena" AD against the main index of the BSE. In the conclusion, conclusions are presented and directions for future research are given.

Keywords: Tourism, stock prices, market trend.

JEL: G11, G32, L83

Въведение

Икономическото развитие на дадена страна се базира на рационалното съчетаване на ограничените производствени фактори – земя, труд и капитал – в рентабилен процес на производство и предлагане на блага (стоки и услуги). Сред услугите с особена тежест и доминация се очертават туристическите услуги в целия им спектър – хотелиерски, транспортни, ресторантьорски и т.н. Сектор „Туризм“ практически се явява двигател за икономическо развитие на страни, където природните дадености позволяват привличане на международен поток от туристи както през лятото, така и през зимата. България определено е страна с туристически дадености и доброто съчетание на изградени с десетилетия курорти на черноморското крайбрежие и в планините, което дава възможности за развитие на туристически продукт с регионално и континентално значение. Изграждането на подобни курорти естествено изисква мащабни инвестиции и оборотни средства за поддръжка както на хотелските бази, така и на свързаната инфраструктура. Оценката за успеха на тези инвестиции се дава от пазара по отношение оценката на капитала на собствениците на тези курорти, доколкото те са публични дружества, чиито акции се търгуват на капиталовия пазар. На тази основа обект на изследване са туристически дружества на българския капиталов пазар. Предмет на изследване са капиталовите позиции и борсовото представяне на публичните туристически дружества на българския капиталов пазар.

Целта на изследването е провеждането на анализ на капиталовите позиции и оценка на борсовото представяне на публичните туристически дружества на българския капиталов пазар. Работната хипотеза в статията се свързва с твърдението, че публично търгуваните туристически дружества на българския капиталов пазар имат динамична пазарна капитализация и променлив тренд на цени на акциите, което е функция на капиталови позиции и фундаментален финансов анализ. След уводната част изследването е фокусирано върху: първо, фундаментален анализ на борсово търгуваните български туристически дружества – „Албена“ АД и „Златни пясъци“ АД; второ, анализ и оценка на борсовия тренд в цените на акциите на двете дружества за период от пет години (2017–2022 год.); трето, корелационен анализ на борсовите котировки на водещото публично туристическо дружество „Албена“ АД спрямо основен индекс на БФБ. В заключението са представени изводи и дадени насоки за бъдещи изследвания.

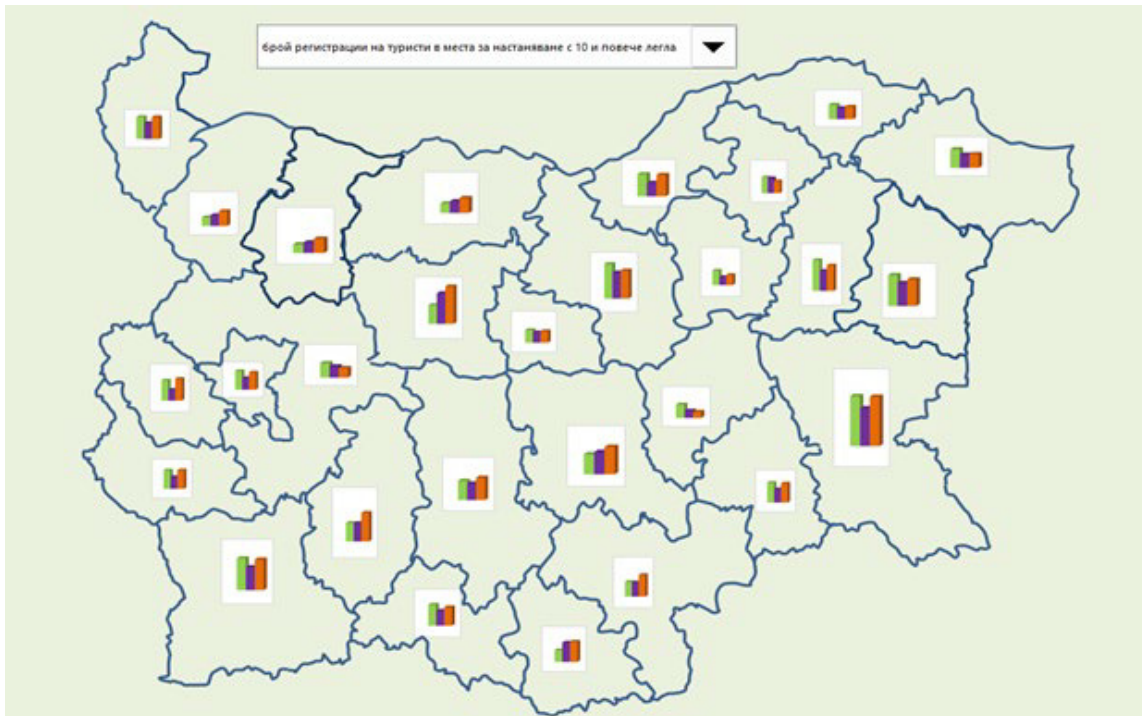
1. Сектор „Туризм“ – национални курорти и капиталови позиции

Икономиката на България в периода на членство в ЕС постига устойчиво нарастване на БВП (Лилова, Р., Захариев, А., Кръстев, Л. и колектив, 2021). За периода на кризисните пандемични 2020–2021 год. обаче един от основните отрасли в сферата на услугите – туризмът – понесе тежки щети и имаше нужда от правителствена подкрепа, дерогация на падежи на кредитни задължения и програми за подпомагане на заетите в сектора лица.

Дигиталните карти на Министерството на туризма със статистически данни за туризма за летни сезони 2019–2022 год. ясно потвърждават негативния ефект на пандемията върху заетостта в сектора (вж. фиг. 1, 2 и 3 (Министерство на туризма, 2022)).

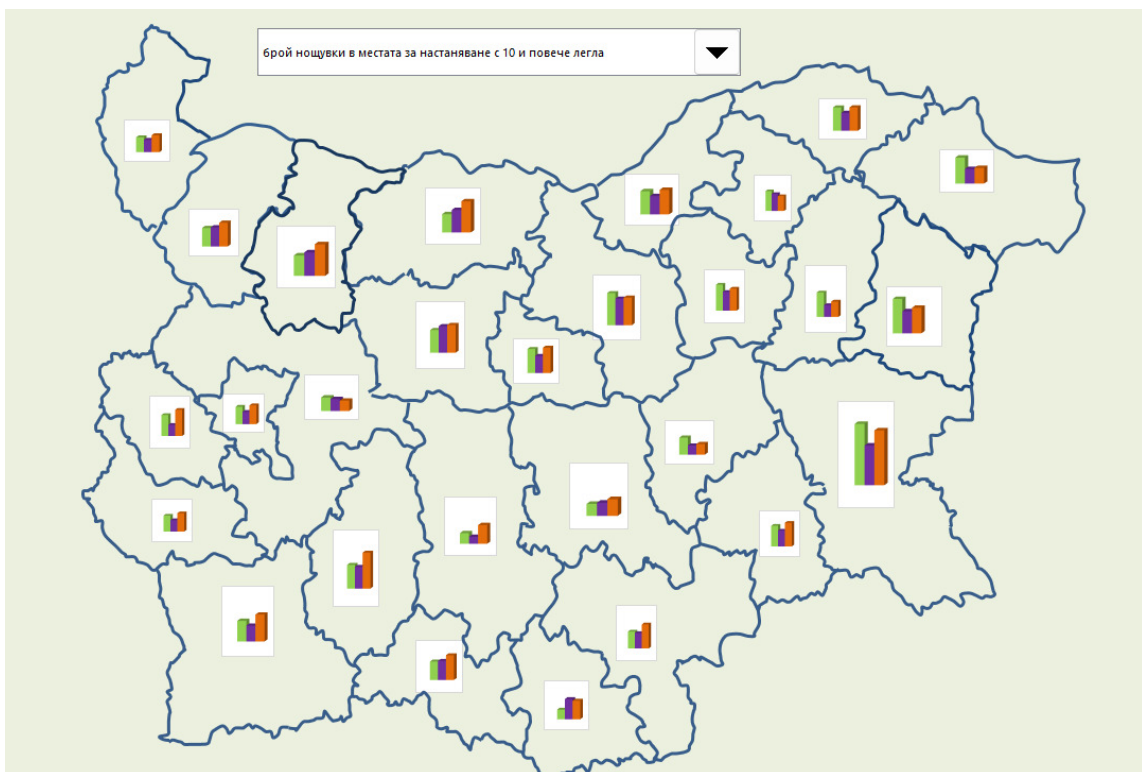
С отминаването на пандемията през 2022 год. се възстанови потокът от туристи и логично финансовите показатели на хотелите, ресторантите и курортите се подобриха значително. Независимо от тежкия пандемичен шок, публично търгуваните дружества, които оперират на територията на национални курорти като к.к. „Златни пясъци“¹ и к.к. „Албена“¹ (климатични морски курорти от национално значение), показаха известна устойчивост и запазиха в определена степен своята пазарна капитализация при тренд на понижение.

¹ Заб. РМС № 45 от 2005 г. (ДВ, бр. 11 от 2005 г.).



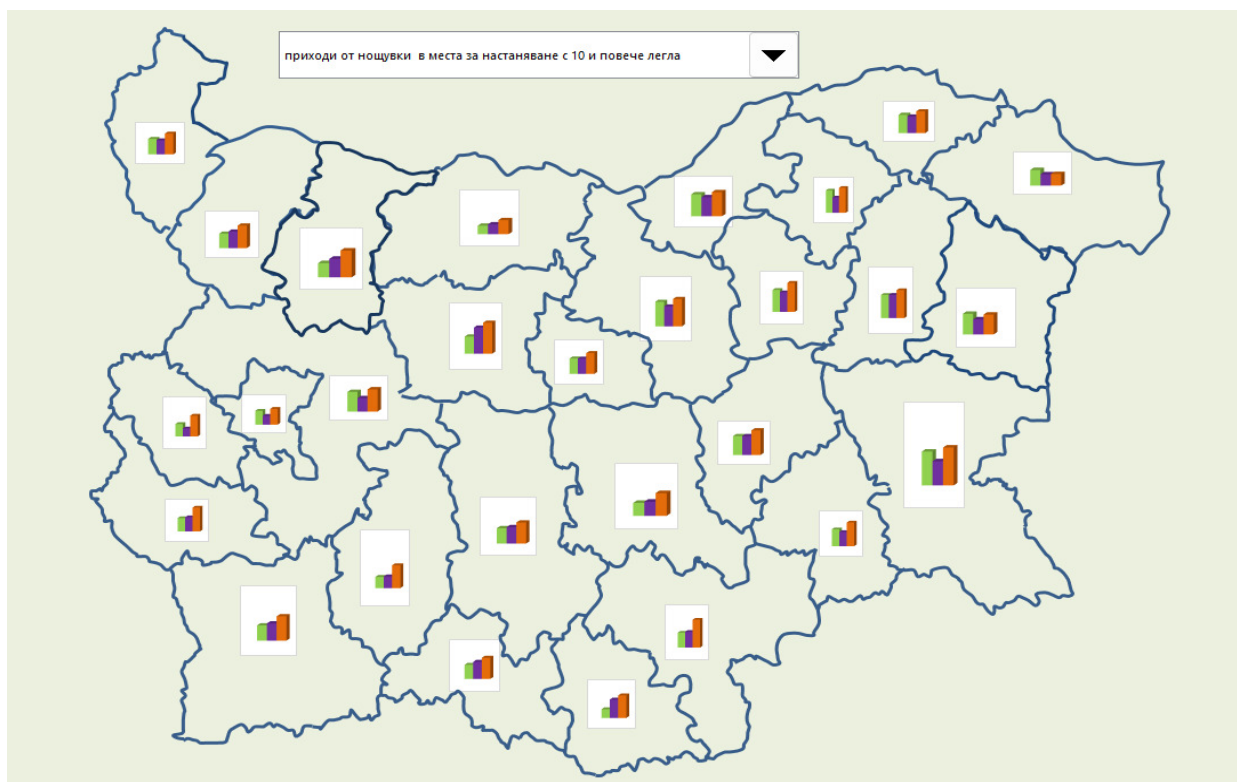
Източник: <https://bit.ly/3LRk1GY>

Фигура 1. Регионална динамика в броя регистрации на туристи в местата за настаняване с 10 и повече легла (2019–2022 г.)



Източник: <https://bit.ly/3LRk1GY>

Фигура 2. Регионална динамика в броя нощувки в местата за настаняване с 10 и повече легла (2019–2022 г.)



Източник: <https://bit.ly/3LRk1GY>

Фигура 3. Регионална динамика в приходите от нощувки в местата за настаняване с 10 и повече легла (2019–2022 г.)

Естественото поведение на инвеститорите по време на пандемията обаче бе да търсят бърза разпродажба на своите инвестиции в акции на туристически дружества, особено след фалита на системния британски туристически оператор „Томас Кук“ от есента на 2019 год. Последвалото каскадно натрупване на негативни новини при пандемията, свързано с отделните вълни на скок в заразените и висок процент летални случаи, постави на изпитание всеки икономически оператор в сектора и даде допълнителен повод за отлив на инвеститори в акции (Проданов, 2020) на борсово търгувани туристически дружества. Това поведение на инвеститорите (Проданов, 1999) се потвърждава и от фундаменталните данни по баланса на „Албена“ АД. Общата динамика на балансовото число и съставните групи в актива бележи тренд към увеличение до 2019 год. и пандемично свиване през 2020 и 2021 год. (вж. Таблица 1).

Таблица 1

Балансови позиции в актива на „Албена“ АД за периода 2017–2021 год.

„Албена“ АД	2017	2018	2019	2020	2021
А. НЕТЕКУЩИ АКТИВИ	593,665	613,187	622,003	606,084	586,109
Б. ТЕКУЩИ АКТИВИ	22,595	21,876	29,587	21,719	29,456
ОБЩО АКТИВИ (А + Б):	616,260	635,063	651,590	627,803	615,565

Източник: Инфосток с авторска обработка на данните.

Таблица 2

Балансови позиции в пасива на „Албена“ АД за периода 2017–2021 год.

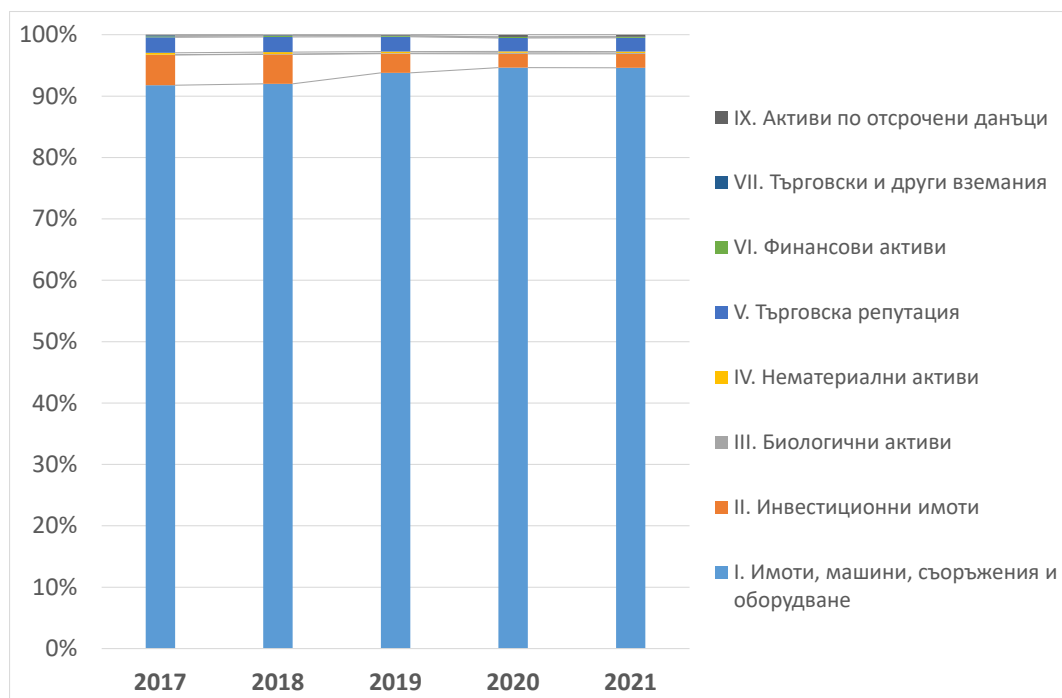
„Албена“ АД	2017	2018	2019	2020	2021
А. СОБСТВЕН КАПИТАЛ	472,265	478,392	484,358	473,189	477,145
Б. МАЛЦИНСТВЕНО УЧАСТИЕ	7,431	7,296	6,460	7,832	8,070
В. НЕТЕКУЩИ ПАСИВИ	96,238	107,652	114,887	109,471	102,507
Г. ТЕКУЩИ ПАСИВИ	40,326	41,723	45,885	37,311	27,843
СОБСТВЕН КАПИТАЛ, МАЛЦИНСТВЕНО УЧАСТИЕ И ПАСИВИ (А+Б+В+Г):	616,260	635,063	651,590	627 803	615,565

Източник: Инфосток с авторска обработка на данните.

Идентична е ситуацията и в пасива (вж. Таблица 2).

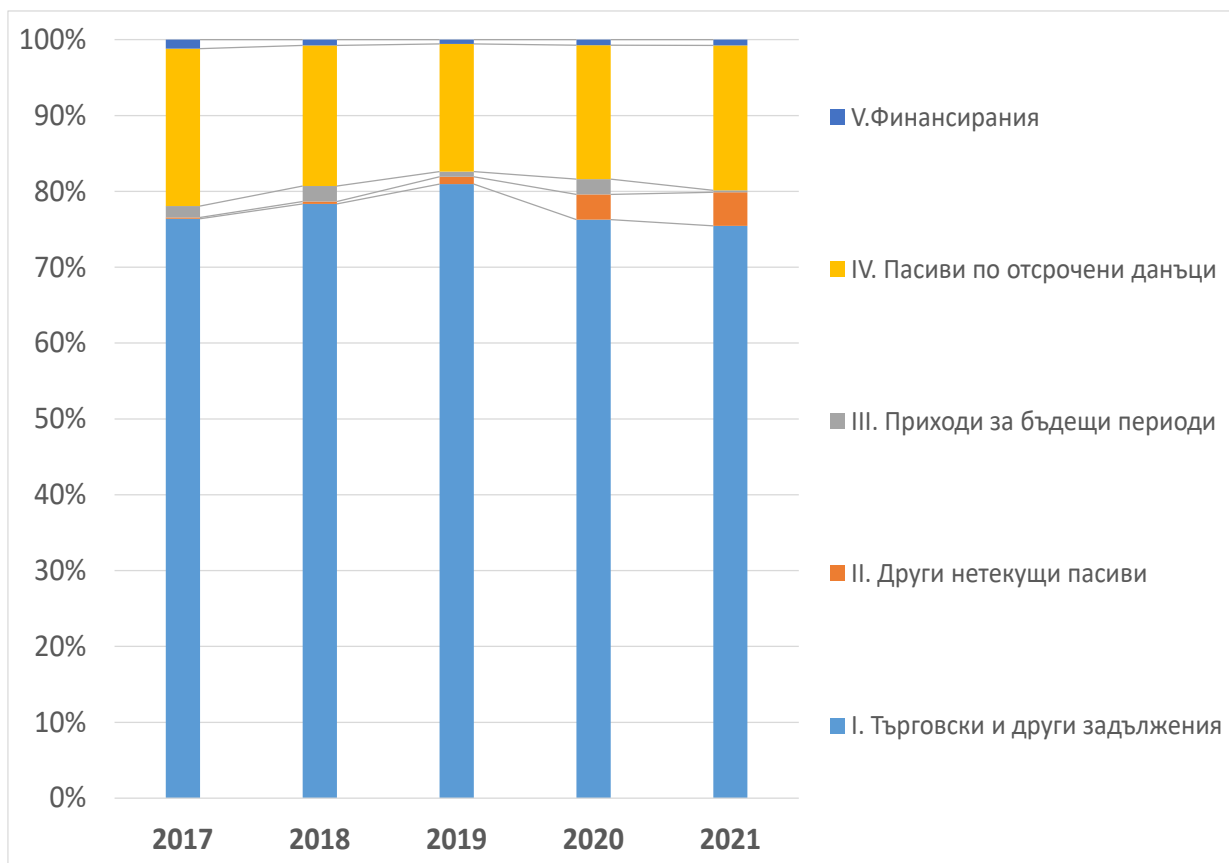
2. Фундаментален анализ и оценка на борсовия тренд на публични туристически дружества на Българската фондова борса

Вътрешната структура на водещите групи нетекущи активи и пасиви се отличава с преобладаващи дялове на инвестициите в ДМА в актива и на търговските задължения в пасива. В структурата на нетекущите активи на дружеството с водещ дял средногодишно 93.36% е група „Имоти, машини, съоръжения и оборудване (вж. фиг. 4), а в структурата на нетекущите пасиви с дял 77.48%, респ. „Търговски и други задължения“ (вж. фиг. 5).



Източник: Инфосток с авторска обработка на данните.

Фигура 4. Динамика в структурата на нетекущите активи на „Албена“ АД за периода 2017–2021 год.



Източник: Инфосток с авторска обработка на данните.

Фигура 5. Динамика в структурата на нетекущите активи на „Албена“ АД за периода 2017–2021 год.

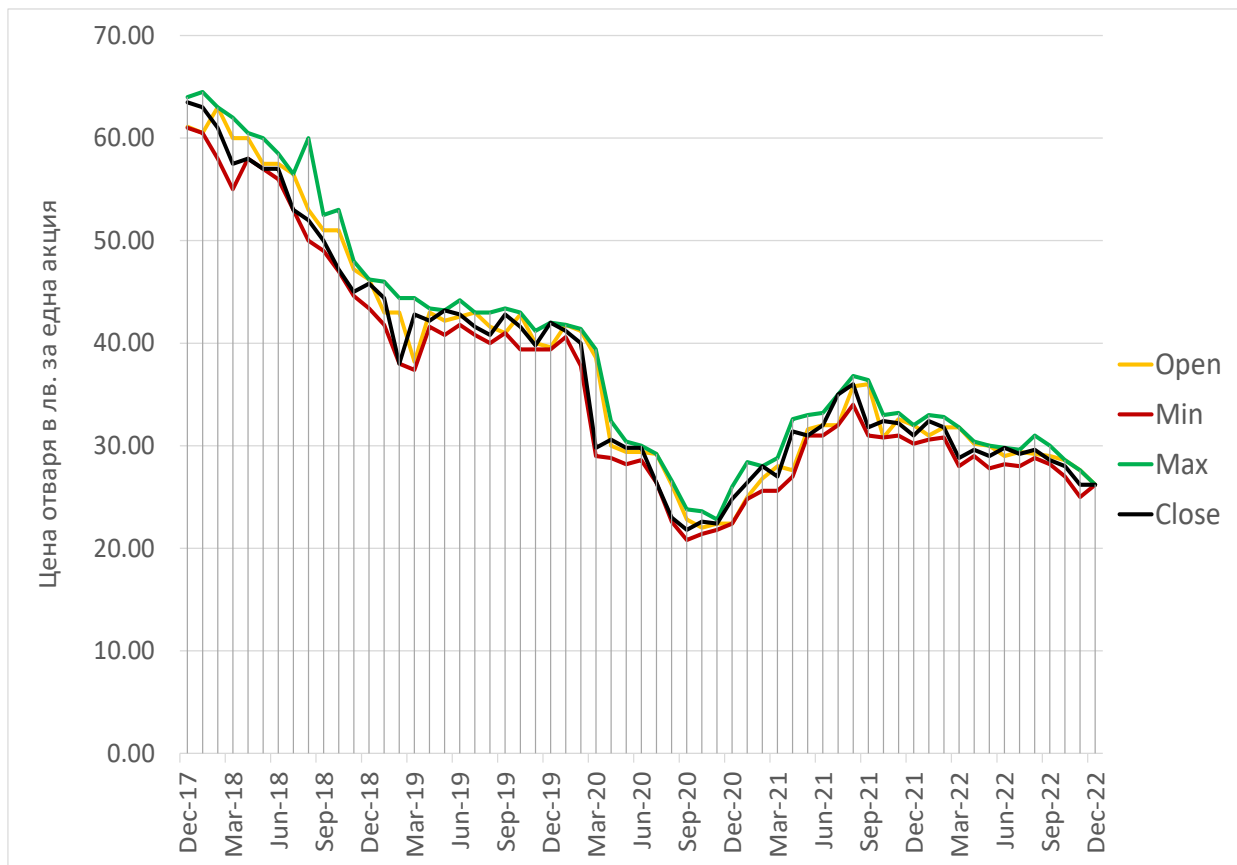
Таблица 3

Средни, най-ниски и най-високи цени в лева за една акция, отчетени на БФБ при месечна търговия с акции на „Албена“ АД за периода XII. 2017-XII. 2022

„Албена“ АД	Месечни борсови котировки в лв./акция			
	Open	Min	Max	Close
61 месеца				
Най-висока цена	63.00	61.00	64.50	63.49
Най-ниска цена	22.00	20.80	22.80	21.80
Средна цена	37.77	35.97	39.16	37.34

Източник: Инфосток с авторска обработка на данните.

Текущата печалба на дружеството за 2017 год. е 10.871 млн. лв., като запазва ниво от 10.035 млн. лв. през 2018 год., свива се до 8.765 млн. лв. през предепидемичната 2019 год., когато краят на сезона е белязан от фалита на британския туроператор „Томас Кук“ и минава в червената територия през епидемичната 2020 год. с рекордна загуба от 17.811 млн. лв., компенсирана частично през 2021 год. с печалба за годината от 3.877 млн. лв.



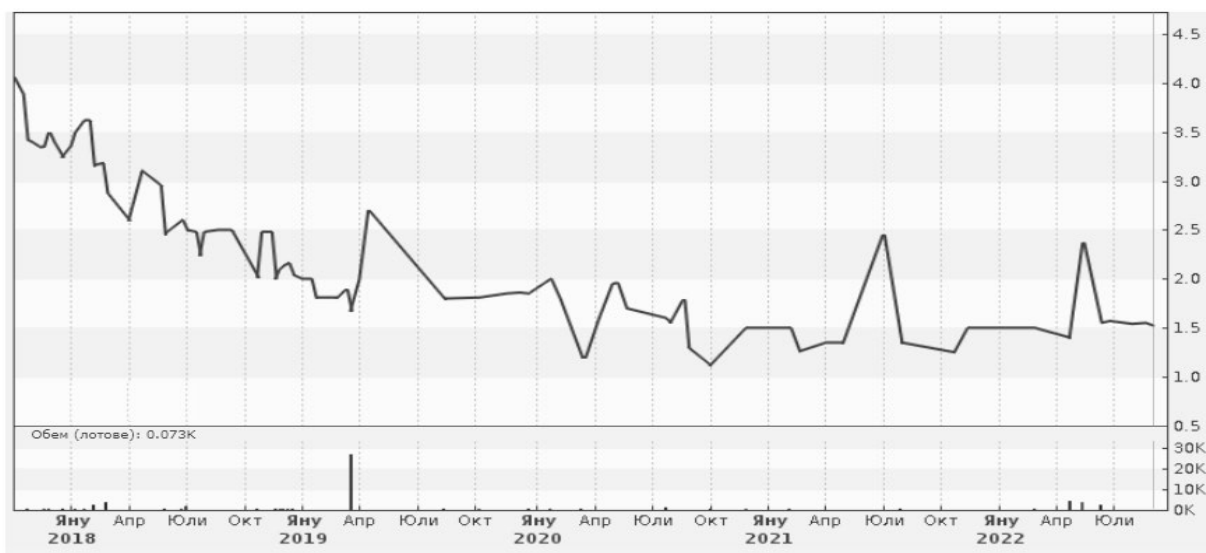
Източник: Инфосток с авторска обработка на данните.

Фигура 6. Тренд на цените на акции на „Албена“ АД на БФБ с месечни данни за периода XII. 2017-XII. 2022 год. (Open: Цена открива; High: Най-висока цена; Min: Най-ниска цена; Close: Цена закрива)

Анализът на борсовия тренд следва логиката на стандартния технически анализ с оценки на пазарния тренд като „тенденция за развитие“ (Симеонов, 2016, стр. 109). Получените резултати показват, че:

Първо. Борсовите котировки на водещото публично туристическо дружество „Албена“ АД отчитат устойчив тренд на понижение, отчитащ негативните ефекти от рекордната счетоводна загуба през пандемичната 2020 год. в размер на 17.811 млн. лв. Структурният анализ на актива и пасива (Zahariev, 2017) потвърждава типични за индустрията преобладаващи активи и пасиви.

Второ. Цените на една акция на „Албена“ АД за периода XII. 2017-XII. 2022 варират в границите от 64.50 лв. (исторически най-висока цена) до 20.80 лв. (исторически най-ниска цена), при средни за котировки „отваря“ за месеца от 37.77 лв., „минимална“ за месеца от 35.57 лв., „максимална“ за месеца от 39.16 лв. и „затваря“ за месеца от 37.34 лв.



Източник: Инфосток с авторска обработка на данните.

Фигура 7. Тренд на цените на акции на „Златни пясъци“ АД на БФБ с месечни данни за периода XII. 2017-XII. 2022 год.

Второто селектирано за анализ дружество е „Златни пясъци“ АД. Липсата на ликвидност при търговията с акции не позволява провеждане на базисен на месечни данни анализ на тренда в борсовите котировки (Захариев, Ангелов, & Ганчев, Финансов анализ, 2021). Изведената от БФБ тенденция на котировките в месеците със сделки формира отрицателен тренд (вж. фиг. 7).

Текущата печалба на дружеството за 2017 год. е загуба от 1.087 млн. лв. и стои устойчиво в червената зона в периода до 2020 год., както следва: загуба от 1.028 млн. лв. за 2018 год., загуба от 3.962 млн. лв. за 2019 год. и загуба от 5.369 млн. лв. през 2020 год. Отчетената през 2021 год. печалба от 4.629 лв. е първата за периода, но следва да компенсира натрупана непокрита загуба от 26.215 млн. лв., която се равнява на 28% от балансовото число. Препоръката е за провеждане на политика на капиталова оптимизация (Захариев, 2012) и таргетирано партньорство с инвестиционната общност (Захариев, 2021) за преодоляване на отказа на инвеститорите от покупка на акции на дружеството (Simeonov, 2012).

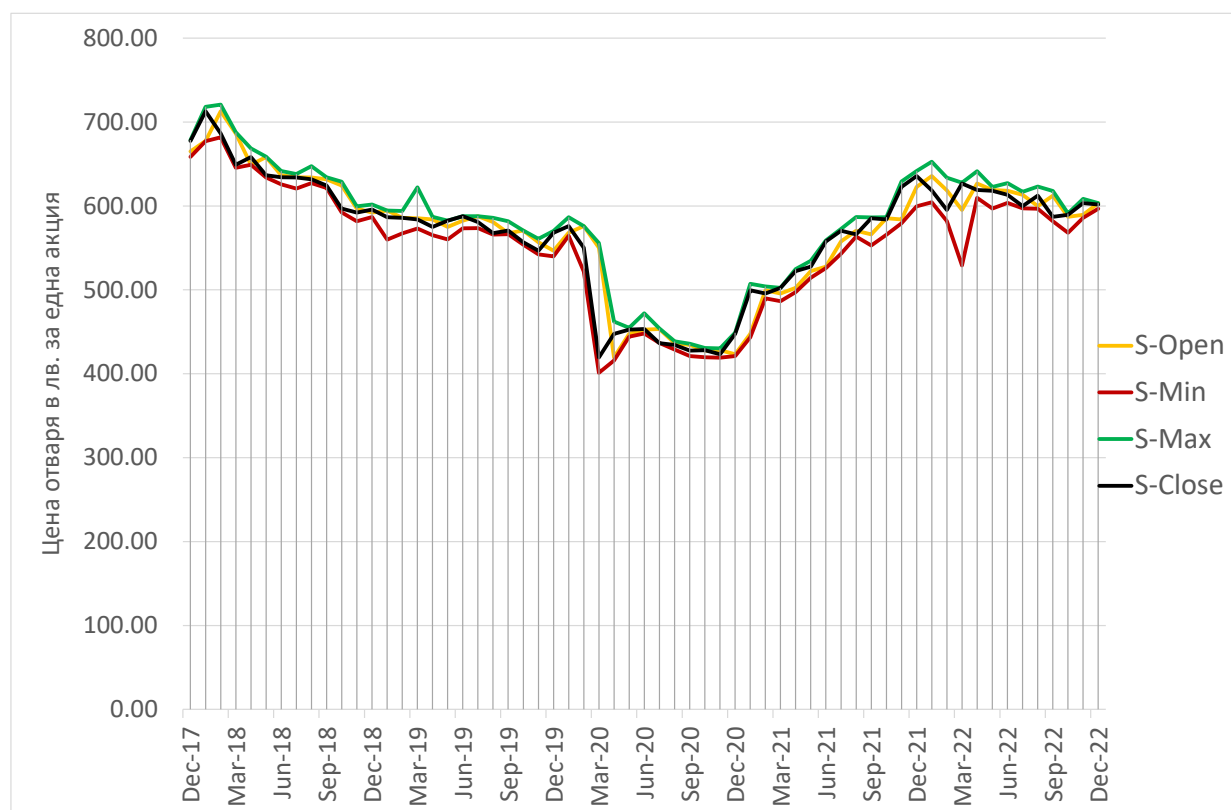
3. Корелационен анализ на борсовите котировки на „Албена“ АД и индекса SOFIX

Заклучителната част от изследването е с фокус корелационния анализ (вж. Таблица 3) на масивите с месечни котировки на „Албена“ АД спрямо идентичните показатели за водещия за БФБ и представителен за икономиката на България индекс SOFIX (Брусарски, Захариев, & Манлиев, 2015). С най-висока корелация между двата масива данни е котировка „Минимум“ с $R=0.7175$.

Тенденцията на основните четири показателя за индекса SOFIX на месечна база (вж. фиг. 8) е към понижаване в пиковите периоди на пандемията и постепенно възстановяване през 2021 год., придружено с лека негативна корекция в края на периода от 61-месечни наблюдения. Към 2022 год. в индекса са включени 15 публични дружества, като „Албена“ АД не е сред тях. Таблица 3

Корелограма на борсовите котировки за SOFIX и „Албена“ АД за периода XII. 2017-XII. 2022 год. (61 месечни наблюдения)

	<i>S-Open</i>	<i>Alb-Open</i>	<i>S-Min</i>	<i>Alb-Min</i>	<i>S-Max</i>	<i>Alb-Max</i>	<i>S-Close</i>	<i>Alb-Close</i>
S-Open	1.0000							
Alb-Open	0.7051	1.0000						
S-Min	0.9557	0.6894	1.0000					
Alb-Min	0.7023	0.9886	0.7175	1.0000				
S-Max	0.9838	0.6860	0.9505	0.6892	1.0000			
Alb-Max	0.6844	0.9919	0.6752	0.9873	0.6747	1.0000		
S-Close	0.9437	0.6521	0.9756	0.6786	0.9639	0.6411	1.0000	
Alb-Close	0.6945	0.9815	0.7117	0.9954	0.6868	0.9875	0.6760	1.0000



Източник: Инфосток с авторска обработка на данните.

Фигура 8. Тренд на индекса SOFIX на БФБ с месечни данни за периода XII. 2017-XII. 2022 год.

Таблица 4

Дескриптивна статистика на SOFIX и борсовите котировки на „Албена“ АД за периода XII. 2017-XII. 2022 год. (61 месечни наблюдения)

	<i>S-Open</i>	<i>Alb-Open</i>	<i>S-Min</i>	<i>Alb-Min</i>	<i>S-Max</i>	<i>Alb-Max</i>	<i>S-Close</i>	<i>Alb-Close</i>
Mean	569.37	37.77	552.41	35.97	581.88	39.16	568.38	37.34
Standard Error	9.27	1.45	9.16	1.41	9.18	1.49	9.15	1.42
Median	585.36	32.60	566.24	31.00	587.81	35.00	585.36	32.40
Mode	#N/A	43.00	#N/A	31.00	587.81	43.00	#N/A	29.80
Standard Deviation	72.42	11.33	71.56	10.99	71.74	11.64	71.49	11.13
Sample Variance	5244.52	128.44	5120.48	120.74	5146.16	135.50	5110.41	123.86
Kurtosis	-0.22	-0.46	-0.37	-0.34	-0.09	-0.44	-0.16	-0.30
Skewness	-0.66	0.74	-0.61	0.80	-0.63	0.77	-0.68	0.78
Range	293.38	41.00	280.51	40.20	290.54	41.70	293.38	41.69
Minimum	419.35	22.00	401.19	20.80	430.14	22.80	419.35	21.80
Maximum	712.73	63.00	681.70	61.00	720.68	64.50	712.73	63.49
Sum	34731.83	2303.90	33697.07	2193.90	35494.95	2388.50	34671.14	2277.59
Count	61	61	61	61	61	61	61	61
Largest(1)	712.73	63.00	681.70	61.00	720.68	64.50	712.73	63.49
Smallest(1)	419.35	22.00	401.19	20.80	430.14	22.80	419.35	21.80
Confidence Level (95%)	18.55	2.90	18.33	2.81	18.37	2.98	18.31	2.85
CV	12.72%	30.01%	12.95%	30.55%	12.33%	29.73%	12.58%	29.81%

Източник: Инфосток с авторска обработка на данните.

Дескриптивната статистика (вж. Таблица 4) потвърждава разнопосочния тренд на двете групи масиви с данни – тези за SOFIX и респ. на „Албена“ АД. Коефициентът на вариация е с най-висока стойност за котировките за „Албена“ АД с цена „Минимум“ от 30.55%. Най-ниска е стойността на коефициента на вариация на SOFIX за котировка „Максимум“ от 12.33%. Резултатите за ексцеса са с негативна асиметричност за двете бази данни (Zahariev, 2022). При резултатите за асиметриите се установява негативен знак за борсовия индекс и позитивен знак за „Албена“ АД. Рангът на вариране на стойността на една акция на „Албена АД е в изключително висок диапазон, като най-високата цена превишава трикратно най-ниската цена за периода. Ранговият измерител за борсовия индекс е в по-умерени граници на отклонение до 80% спрямо най-ниската отчетена стойност.

Заклучение

В заключение може да се отбележи, че туристическата индустрия в България няма традиции в капиталовото си финансиране чрез БФБ. Единственото ликвидно дружество с устойчиви котировки, макар и с негативен тренд, е и си остава „Албена“ АД. Дружеството понася значителна счетоводна загуба през пандемичната 2020 год. и постепенно компенсира лошия финансов резултат, което обаче не намира подкрепа от страна на инвеститорите в нейните акции. „Златни пясъци“ АД може да се оцени като неуспешен опит за публичен профил на БФБ на туристическо дружество. Липсата на обороти и котировки не позволява провеждане на методически коректен анализ. С инструментариума на корелационния анализ се потвърждава липсата на силна обвързаност на четирите типа месечни котировки на „Албена“ АД към SOFIX, като водещ индекс на БФБ. Това се дължи и на големия ранг на вариране на котировките на дружеството спрямо тези на борсовия индекс, което потвърждава силната чувствителност на инвеститорите спрямо сезонно генерирани новини, свързани с продажбите, нощувките на туристи в този бенчмарк за отрасъла борсово търгуван икономически оператор.

Използвани източници

- Simeonov, S. (2012). *Financial Derivatives*. V. Tarnovo: ABAGAR.
- Zahariev, A. (January 2017 r.). Capital Structure Optimization: Theoretical Problems and Empirical Solutions. *Zahariev, A. Capital Structure Optimization: Theoretical Problems and Empirical Solutions*. 2017, January, *SSRN Electronic Journal*, DOI: 10.2139/ssrn.2966307. (S. E. Journal, Ред.) doi:DOI: 10.2139/ssrn.2966307
- Zahariev, A. (2022). *Financial Analysis*. Svishtov: AI "Tsenov". Извлечено от <https://www.researchgate.net/publication/365793801>
- Брусарски, Р., Захариев, А., & Манлиев, Г. (2015). *Финансова теория*. В. Търново: ФАБЕР.
- Захариев, А. (2012). Оптимизация на капиталовата структура на фирмите в България (2011) – технология и практика. *Диалог*, 47-82.
- Захариев, А. (2021). *Техники за проектно финансиране*. Свищов: АИ "Ценов". Извлечено от <https://www.researchgate.net/publication/349643789>
- Захариев, А., Ангелов, А., & Ганчев, А. (2021). *Финансов анализ*. (А. "Ценов", Ред.) Свищов. Извлечено от www.researchgate.net/publication/349645153
- Лилова, Р., Захариев, А., Кръстев, Л. и колектив. (2021). *Въведение във финансите*. Свищов: АИ "Ценов". Извлечено от <https://www.researchgate.net/publication/350354290>

- Министерство на туризма. (31 12 2022 г.). *Дигитална карта със статистически данни за туризма за летни сезони 2019 -2022*. Извлечено от Министерство на туризма: <https://bit.ly/3LRk1GY>
- Проданов, С. (1999). Модели за отчитане на екзогенни въздействия върху инвестиционния избор. От *Капиталово бюджетиране* (стр. 113-152). В.Търново: Абагар.
- Проданов, С. (2020). *Инвестиции и инвестиционни решения: методика-приложни аспекти* (Том 142). Свищов: Библиотека "Стопански свят".
- Симеонов, С. (2016). *Измерители на борсовата активност – изследване на индикаторите и анализ на пазарния тренд* (Том 131). (С. свят, Ред.) Свищов: АИ "Ценов". Извлечено от <https://ssvjat.unisvishtov.bg/issue.asp?issue=232>

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ“ - СВИЦОВ

НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ
НА ДОКТОРАНТИ

ГОДИШЕН
АЛМАНАХ

ГОДИШЕН
АЛМАНАХ
НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ
НА ДОКТОРАНТИ



Том XV, 2022

Книга 18

Том XV, 2022 г.
Книга 18

Академично издателство
„ЦЕНОВ“ - Свищов

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ“

ГОДИШЕН
АЛМАНАХ
НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ
НА ДОКТОРАНТИ

Том XV – 2022, книга 18

Студии и статии

АКАДЕМИЧНО ИЗДАТЕЛСТВО „ЦЕНОВ“ – СВИЩОВ

РЕДАКЦИОНЕН СЪВЕТ:

Доц. д-р Красимира Славева – главен редактор
Проф. д-р Марина Николова – зам. главен редактор
Доц. д-р Пепа Стойкова
Доц. д-р Ваня Григорова
Доц. д-р Христо Сирашки
Доц. д-р Петранка Мидова
Доц. д-р Николай Нинов
Доц. д-р Людмил Несторов

Екип за техническо обслужване:

Анка Танева – стилев редактор
Ст. преп. Иванка Борисова – превод и редакция
на английски език
Милена Александрова – технически секретар

Съдържание

Студии

Анна Димитрова Димитрова
ПРЕКИ ЧУЖДЕСТРАННИ ИНВЕСТИЦИИ – ИКОНОМИЧЕСКИ РАСТЕЖ И
ДЕТЕРМИНАНТИ НА ПРИВЛЕКАТЕЛНОСТТА: ЛИТЕРАТУРЕН ОБЗОР5

Велизар Руменов Йорданов
ПРОУЧВАНЕ ПРОЕКТИРАНЕТО НА ДИСТРИБУЦИОННИ
КАНАЛИ ЗА ХРАНИТЕЛНИ СТОКИ:
КОНЦЕПТУАЛНО-МЕТОДОЛОГИЧНИ И ЕМПИРИЧНИ АСПЕКТИ26

Галя Колева Монева
МЕНЮ ИНЖЕНЕРИНГ – ИНСТРУМЕНТ ЗА ПРИЛОЖЕНИЕ НА РЕВЕНЮ
МЕНИДЖМЪНТ В РЕСТОРАНТЪОРСКИЯ БИЗНЕС52

Грета Иванова Иванова
ИНТЕГРИТЕТЪТ В ОРГАНИТЕ НА ИЗПЪЛНИТЕЛНАТА ВЛАСТ
В БЪЛГАРИЯ75

Диман Христов Каранфилов
РИСКОВЕ ЗА ДЪРЖАВНИЯ БЮДЖЕТ ПРИ ПРИЛАГАНЕ
НА НУЛЕВА СТАВКА ПРИ ВОД МЕЖДУ БЪЛГАРСКИ
И РУМЪНСКИ ДРУЖЕСТВА93

Изабела Филипова Йонкова
РЕЛАЦИЯ „ЕТИЧНА ИНФРАСТРУКТУРА – ДОБРО УПРАВЛЕНИЕ“
В ПУБЛИЧНИЯ СЕКТОР115

Статии

Александра Георгиева Ангелова
ЕВРОПЕЙСКИ ПЛАНОВЕ И ПРОГРАМИ ЗА УСТОЙЧИВО РАЗВИТИЕ
И ПРИОБЩАВАЩ РАСТЕЖ В РАЗВИВАЩИТЕ СЕ ИКОНОМИКИ139

Александър Тихомиров Личев
ПРЕДПРИЕМАЧЕСТВОТО ОТ ВЪЗРАЖДАНЕТО ДО СРЕДАТА НА 20 ВЕК –
ПРАКТИЧЕСКАТА ИНТЕРПРЕТАЦИЯ НА ЗАРАЖДАЩАТА СЕ
БЪЛГАРСКА ПРЕДПРИЕМАЧЕСКА КУЛТУРА153

Алексей Асенов Гудев
ПРОБЛЕМИ ПРИ ОБЛАГАНЕТО С ДДС НА ТУРИСТИЧЕСКИ
ДРУЖЕСТВА В ХИПОТЕЗА НА ФАЛИТ167

Анатоли Филипов Велковски
МИТНИЧЕСКИЯТ СЪЮЗ И ВЪНШНАТА ТЪРГОВИЯ
НА РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ – ДИНАМИКА И ТЕНДЕНЦИИ177

Богомил Методиев Богомилов ЛИДЕРСТВО И ОРГАНИЗАЦИОННО РАЗВИТИЕ.....	191
Ваня Владимирова Галчева НАСОКИ ЗА ПОДОБРЯВАНЕ НА ФИНАНСОВИЯ МЕНИДЖМЪНТ НА ТЪРГОВСКИТЕ АВТОМОБИЛНИ ПРЕДСТАВИТЕЛСТВА В БЪЛГАРИЯ	201
Васил Пламенов Василев СПЕЦИФИЧНИ ОСОБЕНОСТИ, СЪСТОЯНИЕ И ТЕНДЕНЦИИ ВРАЗВИТИЕТО НА ПАЗАРА НА ТРАНСПОРТНИ УСЛУГИ В БЪЛГАРИЯ	214
Гален Петров Русинов РОЛЯТА НА РЕГУЛАТОРНИТЕ РАМКИ НА ЕС ЗА ОГРАНИЧАВАНЕ НА ЕМИСИИТЕ ОТ ПАРНИКОВИ ГАЗОВЕ	226
Горян Благовестов Милев ТРАНСФОРМАЦИЯ НА ИКОНОМИЧЕСКИТЕ СИСТЕМИ: ПРЕДПОСТАВКИ, ЗАКОНОМЕРНОСТИ, КОНЦЕПЦИИ	235
Елена Росенова Костадинова ДЕМОГРАФСКА ОЦЕНКА НА ПРИДУНАВСКИТЕ ОБЩИНИ КАТО ФАКТОР ЗА ИНТЕГРИРАНО РАЗВИТИЕ	247
Живка Антонова Петрова ВЛИЯНИЕ НА ПАРАЛЕЛНИЯ ИЗНОС НА ЛЕКАРСТВЕНИ ПРОДУКТИ ВЪРХУ ПАЗАРА НА ЛЕКАРСТВЕНИ ПРОДУКТИ В БЪЛГАРИЯ.....	263
Иванка Стефанова Янкова СТАТИСТИЧЕСКИ АСПЕКТИ НА УСТОЙЧИВОТО РАЗВИТИЕ – ПОЛИТИКИ, МЕТОДОЛОГИЯ, ИНДИКАТОРИ.....	278
Ивелин Симеонов Кичуков БОРСОВ АНАЛИЗ И ОЦЕНКА НА ТУРИСТИЧЕСКИТЕ ДРУЖЕСТВА НА БЪЛГАРСКИЯ КАПИТАЛОВ ПАЗАР	294
Ивелина Йорданова Станева ESG СТРАТЕГИИ ЗА УСТОЙЧИВО РАЗВИТИЕ В БЪЛГАРСКИТЕ БИЗНЕС ОРГАНИЗАЦИИ.....	307
Йордан Николаев Колев ИНТЕГРИРАН БАЗИРАН НА МЯСТОТО ПОДХОД – ОСНОВНИ СПЕЦИФИКИ И ПРИЛОЖЕНИЕ	322
Мирчо Радостинов Стоянов АНАТОМИЯ НА ФИНАНСОВИТЕ КРИЗИ: ОТ ГОЛЯМАТА ДЕПРЕСИЯ НАСАМ	335

Наталия Стоянчева Стоянова СТРАТЕГИЧЕСКИ ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА ПРЕДРЕАЛИЗИРАНЕ ЦЕЛИТЕ ЗА УСТОЙЧИВО РАЗВИТИЕ В БИЗНЕС СЕКТОРА.....	345
Невена Руменова Ляскова-Великова РОЛЯ НА ИНОВАЦИИТЕ В ТУРИЗМА	359
Николай Василев Тодоров ЯПОНСКИ НОРМАТИВНИ РЕШЕНИЯ ЗА НАЛАГАНЕ МОДЕЛА НА КРЪГОВА ИКОНОМИКА	370
Петя Йорданова Тодорова ВЛИЯНИЕ НА КОНСТАТИРАНИ ОТ ПРИХОДНАТА АДМИНИСТРАЦИЯ НЕРЕАЛНИ ДОСТАВКИ ВЪРХУ ОБЛАГАНЕТО ПО РЕДА НА ЗКПО НА КРЕДИТНИТЕ ИНСТИТУЦИИ	384
Пламена Йорданова Колева СТАТИСТИЧЕСКИ АНАЛИЗ НА ДИНАМИКАТА НА ВХОДЯЩИЯ ТУРИЗЪМ В БЪЛГАРИЯ	396
Радка Иванова Василева ЛИКВИДАЦИОННИТЕ РАЗНОСКИ КАТО НЕДЕЛИМА ЧАСТ ОТ АНАЛИЗА НА РЕЗУЛТАТИТЕ ПО ИМУЩЕСТВЕНО ЗАСТРАХОВАНЕ В БЪЛГАРИЯ.....	411
Радослав Радославов Хитов ФРАГМЕНТАРЕН АНАЛИЗ НА ПАЗАРА НА ПЕТРОЛ В СВЕТОВЕН МАЩАБ	427
Силвия Петрова Петранова ПРОБЛЕМИ И ПЕРСПЕКТИВИ ЗА УСТОЙЧИВО РАЗВИТИЕ НА СЕКТОР АКВАКУЛТУРИ – ЕДИН ОТ СЪЛЪБОВЕТЕ НА СТРАТЕГИЯТА ЗА „СИН РАСТЕЖ“	437
Снежана Веселинова Найденова ПРЕДПРИЕМАЧЕСКИЯТ МОДЕЛ НА ОБУЧЕНИЕ КАТО ИНОВАТИВНА ПРАКТИКА В ОБРАЗОВАТЕЛНАТА СИСТЕМА – ПРОБЛЕМНИ ОБЛАСТИ, РЕЗУЛТАТИ И ЕФЕКТИ	452
Стелиян Богданов Стефанов ДАНЪЧНО-ОСИГУРИТЕЛНИ МОДЕЛИ В ЕС.....	469
Стефан Ангелов Пешов ПОЛЗИ ОТ ПОДОБРЯВАНЕ НА СЪБИРАЕМОСТТА ОТ ДАНЪЦИТЕ ВЪРХУ СДЕЛКИТЕ С ГОРИВА И НЕФТОПРОДУКТИ В БЪЛГАРИЯ	481
Тодор Димитров Георгиев ФОТОВОЛТАИЧНИТЕ ЦЕНТРАЛИ В ЕНЕРГИЙНИЯ БАЛАНС НА БЪЛГАРИЯ – СЪСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВИ.....	491

Христо Симеонов Василев ПОДХОДИ ЗА РАЗРАБОТВАНЕ НА СТРАТЕГИИ ЗА ИНТЕГРАЦИЯ НА БИЗНЕСА.....	502
Цветомира Георгиева Велева МАКРОПРУДЕНЦИАЛНИТЕ ПОЛИТИКИ – ИНСТРУМЕНТ ЗА ПРЕДОТВРАТЯВАНЕ НА AD-НОС СИТУАЦИИ И РИСКОВЕ ПРИ БАНКИРАНЕТО	515
Цондю Стойчев Цондев ВЛИЯНИЕ НА ПАНДЕМИЯТА COVID-19 ВЪРХУ ЦЕНИТЕ НА НЕДВИЖИМИТЕ ИМОТИ – ГЛОБАЛНИ СВИДЕТЕЛСТВА И НАЦИОНАЛНИ ОСОБЕНОСТИ	529
Шендоан Ремзи Халит РОЛЯТА НА ЛИДЕРСТВОТО В ПУБЛИЧНИЯ СЕКТОР.....	541

ГОДИШЕН
АЛМАНАХ
НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ НА ДОКТОРАНТИ
Студии и статии
Том XV – 2022, книга 18

Даден за печат на 18.12.2023 г., излязъл от печат 20.12.2023 г.
Поръчка № 18868; формат 16/70/100; тираж 60

ISSN 1313-6542

Издателство и печат: Академично издателство „Ценов“
Свищов, ул. „Цанко Церковски“ 11А