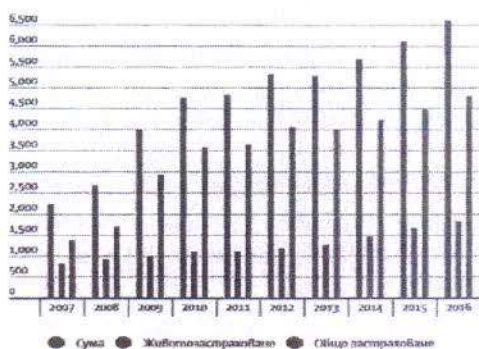




ПРЕГЛЕД НА ЗАСТРАХОВАТЕЛНИЯ ПАЗАР

А. Активи, управлявани от застрахователни дружества¹⁴:



Източник: БББ

Общо средствата, управлявани от застрахователните дружества, извършващи дейност в България, възлизат на 6.619 млрд. лв. към края на декември 2016 г. Техният размер се увеличава с 501.8 млн. лв., или с 8.2% в сравнение с края на декември 2015 г., когато тези средства са били 6.117 млрд. лв. Спрямо края на третото тримесечие на 2016 г. ръстът на активите е с 1.7%, или със 109.9 млн. лв. Това показва оповестената от Българска народна банка статистика. Данните са предварителни.

► Активите на дружествата, извършващи животозастраховане, нарастват със 173.2 млн. лв., или с 10.4% - от 1.659 млрд. лв. към края на декември 2015 г. до 1.832 млрд. лв. към края на същия месец на 2016 г. Спрямо края на септември 2016 г. (1.829 млрд. лв.) те се увеличават с 2.7 млн. лв., или с 0.1%. Техният относителен дял в общия размер на активите към края на декември 2016 г. е 27.7% при 27.1% към края на четвъртото тримесечие на 2015 г. и 28.1% в края на септември 2016 г.

► Средствата, управлявани от дружествата, извършващи общо застраховане, се увеличават с 328.8 млн. лв., или със 7.4% - от 4.458 млрд. лв. към края на декември 2015 г. до 4.787 млрд. лв. към края на същия месец на 2016 г. Те нарастват със 107.4 млн. лв., или с 2.3% спрямо края на септември 2016 г., когато тези средства са били 4.680 млрд. лв. Към края на декември 2016 г. относителният дял на активите на застрахователните дружества, извършващи общо застраховане, в общия размер на активите на дружествата, извършващи застрахователна дейност, е 72.3% при 72.9% в края на четвъртото тримесечие на 2015 г. и 71.9% към края на септември 2016 г.

В. Активи по инструменти:

Активи по инструменти към края на 2016 г.



В инструментите, включени в активите на дружествата, извършващи застрахователна дейност, към края на декември 2016 г. преобладават притежаваните ценни книжа, различни от акции, които на годишна база се увеличават с 315.2 млн. лв., или с 10.1% до 3.448 млрд. лв. Спрямо края на декември 2015 г. депозитите нарастват със 104.8 млн. лв., или с 16.2% до 752.8 млн. лв., акциите и другите форми на собственост се увеличават със 117.3 млн. лв., или с 16.6% до 822.2 млн. лв., а средствата във вземания от застрахователни операции намаляват с 41.2 млн. лв., или с 6% до 640.4 млн. лв. В края на четвъртото

¹⁴ <http://www.zastrahovatel.com/statia.php?mysid=5624&t=4&>



ПРАЗНА СЕТОВИЗНА





тримесечие на 2016 г. относителният дял на ценните книжа, различни от акции, е 52.1% при 51.2% към края на същото тримесечие на 2015 г., на депозитите - 11.4% при 10.6% към края на декември 2015 г., на акциите и другите форми на собственост - 12.4% при 11.5% към края на декември 2015 г. и на вземанията от застрахователни операции - 9.7% при 11.1% към края на четвъртото тримесечие на 2015 г.

С. Валутна структура на активите:

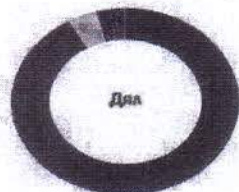
Във валутната структура на активите на дружествата, извършващи застрахователна дейност, основен дял имат активите в левове, които са 37.9% от общия размер на активите към края на декември 2016 г. при 31.5% към края на четвъртото тримесечие на 2015 г. Активите в евро са 33.1% при 30.2% към края на декември 2015 г. Към края на декември 2016 г. активите в щатски долари са 4.3% при 3.9% към края на четвъртото тримесечие на 2015 г., а в други валути - 24.6% при 24.5% към края на декември 2015 г..

Д. Географска структура на активите:

По отношение на географската структура на активите на дружествата, извършващи застрахователна дейност, на годишна база към края на декември 2016 г. инвестициите в България се увеличават с 67.9 млн. лв., или с 2.1% до 3.330 млрд. лв. при 3.262 млрд. лв. към края на декември 2015 г. Техният относителен дял е 50.3% към края на декември 2016 г. при 53.3% към края на същия месец на 2015 г. В края на четвъртото тримесечие на 2016 г. средствата, инвестирани в държавите от Европейския съюз, нарастват на годишна база с 369.9 млн. лв., или с 14.3% до 2.954 млрд. лв. при 2.584 млрд. лв. към края на декември 2015 г., като относителният им дял към края на декември 2016 г. е 44.6% при 42.2% в края на декември 2015 г.

Е. Привлечени средства:

Пасиви по инструменти към
края на 2016 г.



Легенда:

- Задълженията към резиденти
- Задълженията към нерезиденти
- Задълженията по депозити
- Задълженията по кредити
- Задълженията по облигации
- Задълженията по други инструменти
- Задълженията по застрахователни операции
- Задълженията по финансови деривативи

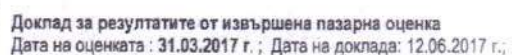
Източник: СДБ

Привлечените средства от дружествата, извършващи застрахователна дейност, към края на декември 2016 г. са 6.619 млрд. лв. Собственият капитал е 2.036 млрд. лв. към края на декември 2016 г., като се увеличава с 99.6 млн. лв., или с 5.1% спрямо края на декември 2015 г., когато размерът на собствения капитал е бил 1.936 млрд. лв. Неговият дял в размера на пасивите към края на четвъртото тримесечие на 2016 г. е 30.8% при 31.7% към края на същото тримесечие на 2015 г. Към края на декември 2016 г. застрахователните технически резерви нарастват на годишна база с 396 млн. лв., или с 11.2% до 3.924 млрд. лв., при 3.528 млрд. лв. към края на декември 2015 г. Техният дял в размера на пасивите е 59.3% към декември 2016 г. при 57.7% към края на декември 2015 г.

- Задълженията към резиденти, включени в застрахователните технически резерви, възлизат на 2.604 млрд. лв. към края на четвъртото тримесечие на 2016 г. при 2.427 млрд. лв. към края на същото тримесечие на 2015 г. Относителният им дял в общия размер на застрахователните технически резерви към края на декември 2016 г. е 66.4% при 68.8% в края на четвъртото тримесечие на 2015 г.
- Към края на декември 2016 г. задълженията към сектор „Домакинства и НТООД“ се увеличават със 156.4 млн. лв., или с 8.6% до 1.966 млрд. лв. при 1.810 млрд. лв. към края на декември 2015 г. Към края на четвъртото тримесечие на 2016 г. техният относителен дял в общата сума на застрахователните технически резерви е 50.1% при 51.3% към края на декември 2015 г.
- На годишна база към края на четвъртото тримесечие на 2016 г. задълженията към сектор „Нефинансови предприятия“ се увеличават с 20.5 млн. лв. до 531.1 млн. лв. при 510.7 млн. лв. към края на декември 2015 г. и са 13.5% от застрахователните технически резерви при 14.5% към края на четвъртото тримесечие на 2015 г.
- Задълженията към парично-финансови институции (ПФИ) нарастват с 1.2 млн. лв. до 78.2 млн. лв. към края на декември 2016 г. при 76.9 млн. лв. към края на четвъртото тримесечие на 2015 г.

ПРАЗНА СТРАНИЦА

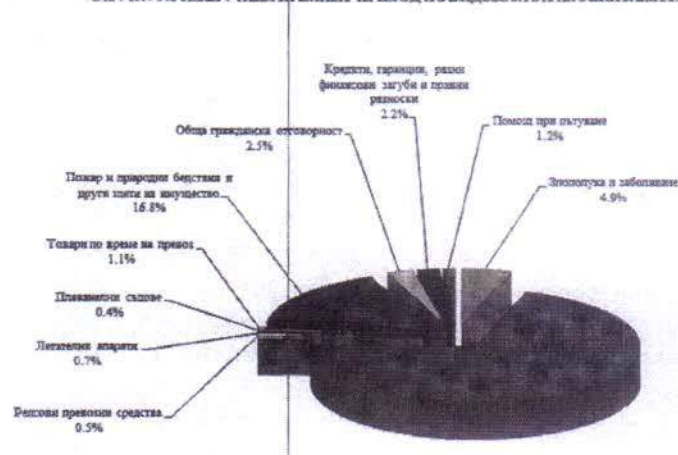




- Задълженията към нерезиденти (сектор „Останал свят“) в края на четвъртото тримесечие на 2016 г. се увеличават с 219.4 млн. лв., или с 19.9% до 1.320 млрд. лв. при 1.101 млрд. лв. към края на същото тримесечие на 2015 г. Относителният им дял в общия размер на застрахователните технически резерви към края на декември 2016 г. е 33.6% при 31.2% в края на декември 2015 г.

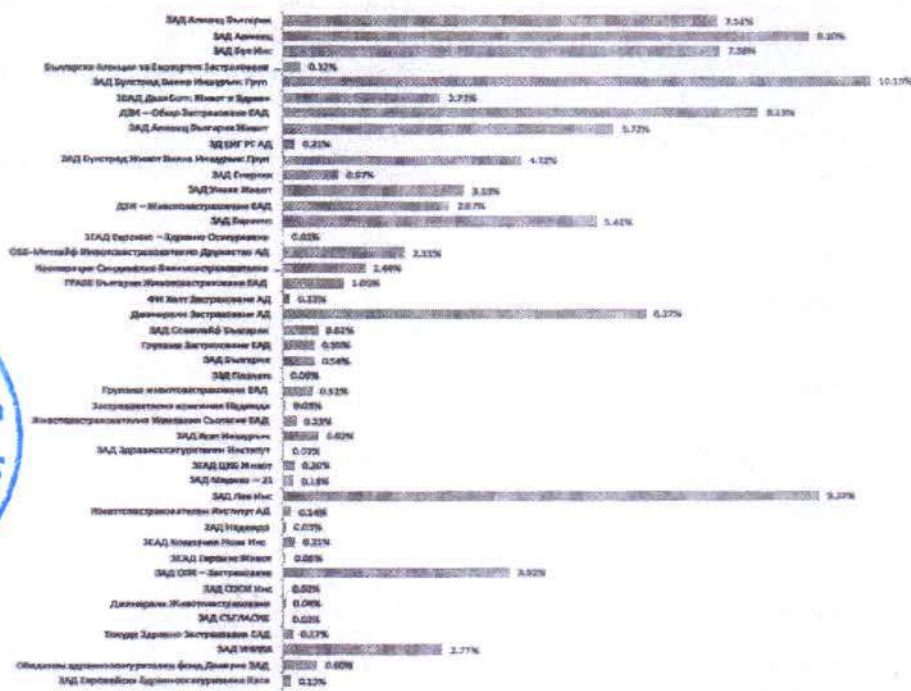
Г. Структура на brutния премиен приход по видове застраховки:

СТРУКТУРА НА БРУТНИЯ ПРЕМИИ ПРИХОД ПОВИШЕНЕ ЗА СТРАХОВКИ КЪМ 31.12.2016г.



G. Структура на brutния премиен приход по видове застраховки:

Пазарен дял



Графика 1: Застрахователните компании по пазарен дял според brutните записани премии (източник: КФН)

ПРАЗНА СТРАНИЦА





ИЗПОЛЗВАНА МЕТОДОЛОГИЯ

За оценката на дружеството ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД и извеждане на пазарна индикация за стойност на акция са приложени следните подходи и методи на оценка:

- Подход на приходите и Метод на директната капитализация «ДК»;
- Пазарен подход и Метод на пазарните множители «ПМ»;
- Подход на активите и Метод на чистата стойност на активите «ЧСА»;

Метод на директната капитализация (капитализирана печалба) «ДК»

Този метод е приложен предвид факта, че има достатъчно надеждна историческа информация, въз основа на която е направен по горе ретроспективен финансов анализ на дружеството.

Методът на капитализираната печалба е метод на Приходния/доходния подход за бизнес оценка (на собствения капитал на оценяваното дружество). Базира се на преценка на устойчивия бизнес („ниво на доходи, което дългосрочно може да бъде поддържано“) и прилагане на подходящ множител на тези доходи, за да ги капитализира в стойност на бизнеса.

Според консенсусното определение цената на собствения капитал представлява доходността, която трябва да компенсира рисковете, свързани с инвестицията в дадена компания. Поради това с увеличаването на риска на компанията, следва да се увеличи и цената на собствения капитал.

Този метод позволява да бъде оценен собствения капитал на едно дружество, като за целта е нужно да бъдат направени корекции в отчета му за приходи и разходи, така че да се елиминират всички еднократни и необичайни приходи и разходи и да се получи нормализираната печалба, която дружеството устойчиво генерира.

Стойността на нормализираната печалба (преди амортизация, лихви и данъци) се капитализира с множител/мултипликатор, който се определя като реципрочна стойност на дисконтовата норма, отразяваща цялостния (пазарен и бизнес) риск на търговските операции на предприятието.

От капитализираната стойност на нормализираната печалба преди лихви, данъци и амортизации се приспадат дългосрочният дълг и се прибавя стойността на неоперативните активи (ако има такива), както и размера на наличните парични средства, тъй като тези елементи не са отчетени при извеждането на нормализираната печалба на бизнеса, за да се стигне до пазарната стойност на собствения капитал, т.е.:

$$CEV = EBITDA * (1+g) / (WACC-g) \quad \text{където:}$$

CEV	-	пазарна стойност на предприятието;
EBITDA	-	нормализирана печалба преди амортизация, лихви и данъци;
WACC	-	средно - претеглена цена на капитала;
g	-	темп на устойчив растеж на печалбата;

като:

$$WACC = K_e * E / (D+E) + K_d * D / (D+E) * (1-T) \quad \text{където:}$$

E	-	пазарна стойност на собствения капитал;
D	-	пазарна стойност на дълга;
K _e	-	цена на собствения капитал;
K _d	-	цена на дълга;
T	-	данъчна ставка;

Цената на собствения капитал на дружеството е изведена на база Модел за оценка на капиталови активи «CAPM¹⁵», както следва:

$$R = K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \alpha \quad \text{където:}$$

R _f	-	безрискова норма на възвръщаемост;
(R _m - R _f)	-	пазарна рискова премия;
α	-	специфична рискова премия за бизнеса, измерител на несистематичния бизнес риск на един актив спрямо други активи от същия вид и в същия икономически сектор;

Цената на привлечения капитал, представляващ дългосрочен лихвоносен дълг, е изведен по формулата, както следва:

$$K_d = CODC * i * (1-TD) \quad \text{където:}$$

CODC / K _d	-	Цена на лихвоносен дълг;
i	-	Брутна цена на заем;
TD	-	

¹⁵ CAPM – Capital Asset Pricing Model или Модел за Оценка на Капиталовите Активи

ПРАЗНА СТРАНИЦА





- Данък върху печалбата;

Използваният модел за оценка на капиталови активи «САРМ» олицетворява основните изисквания на инвеститорите:

№	Модел	Формула	Риск фактори
1.	САРМ	$k_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$	Пазарна премия

- безрисковата норма на възвръщаемост (r_f), която всеки един икономически агент може да получи;
- риск премията на пазара на акции ($r_m - r_f$), която е възнаграждение за инвеститора, че е инвестирал в акции на компании. В тази премия според идеята за пазарното равновесие са вpletени рисковете пред всички компании на пазара;
- компенсация за специфичните рискове на отделната компания, измерен чрез коефициента β , който отразява относителният риск на конкретната компания спрямо пазара.

Изискванията за безрискова норма на доходност са:

- Да липсва дефолт риск;
- Да липсва реинвестиционен риск;

Единствените ценни книжа, които отговарят на тези условия са 10 годишните държавни облигации, които са с рейтинг AAA¹⁶. По принцип това са държавните облигации на развитите пазари. Изборът на безрискова норма на доходност е в зависимост от изследвания пазар, от доходността в глобалния икономически център на съответния географски клъстер, към който попада страната и не толкова от валутата, в която е деноминиран съответния дълг на страната. (България попада в географски клъстер „Източна Европа + Турция“, където са: България, Чехия, Хърватия, Унгария, Полша, Румъния, Русия, Словения, Словакия, Украйна и Турция с глобален център Германия.)

Министерството на финансите предоговори емисия 10,5-годишни държавни ценни книжа (ДЦК), деноминирани в лева, с падеж 25 юли 2027 година. На проведения на 20 март аукцион са пласирани успешно ДЦК за 100 млн. лв. при среднопретеглена доходност от 1,80 процента. Общият размер на подадените поръчки е 192,25 млн. лв., което съответства на коефициент на покритие от 1,92. Спредът спрямо десетгодишните германски федерални облигации в този сегмент е в размер на 137 базисни пункта.

За целите на настоящия материал е ползвана доходността от български десетгодишни ДЦК, съгласно информацията и статистиката на БНБ.

Относно β коефициента, чийто финансов смисъл е да измерва специфичните бизнес рискове на отделната компания спрямо пазара, е приложена формулата по Дамодаран:

$$(1) \beta_i = A_v \cdot \text{Unlevered } \beta_{IND} * (1 + 1 - T * D/E)$$

Където:

β_i – коефициента на съответната компания i ,

T – Данъчният размер,

D/E – финансовият лост на компанията,

$A_v \cdot \text{Unlevered } \beta_{IND}$ – средната неливириджирана бета за съответната индустрия.

Риск премията е по формулата по Дамодаран:

$$(2) k_e = r_f + \beta * (ERP_{\text{пазарт}} + \text{Country risk premium})$$

Където:

r_f – безрисковата доходност,

β – пресметната по начина указан в уравнение (1)

Прилаганата норма на капитализация представлява претеглена стойност на капитала при конкретната за дружеството комбинация на дълг и собствен капитал, съгласно С26 на МСО 200 Предприятия и дялови участия в предприятия.

Методът е реципрочен на метода Дисконтирани парични потоци, с тази разлика, че борави с исторически данни, а не с прогнозни. Предпочетен е за целите на преобразуването именно поради факта, че използва и регулира постигнати исторически параметри и тенденции, като ги нормализира и се намалява риска от изкривяване на тенденциите при прогнозиране.

¹⁶ Рейтингът AAA е най-високият възможен рейтинг в системата Fitch; за повече информация вж.:

https://www.fitchratings.com/jsp/general/RatingsDefinitions.faces?context_ln=5&detail_ln=500&context=5&detail=50

ПРАЗНА СТРАНИЦА





Метод Пазарни множители «ПМ»

В българската бизнес практика съществува правна рамка, която регулира използването на метода на пазарните множители при определянето на справедлива стойност на финансови инструменти (по-задълбочено в сравнение с Международните стандарти за оценяване (МСО). Става дума за Наредба № 41 от 11.06.2008 г. за изискванията към съдържанието на обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане. Другият подзаконов нормативен акт е Наредба № 44 от 20 октомври 2011г. за изискванията към дейността на колективните инвестиционни схеми, инвестиционните дружества от затворен тип и управляващите дружества, Наредба 44 за краткост.

Член 17 на Наредба 41/2008 г. детайлизира приложението на метода на пазарните множители. Моделите на пазарните множители на дружество аналог или на общоприет еталон се прилагат чрез изчисляване на стойността на акциите на оценяваното дружество чрез умножаване на:

1. нетната печалба с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на дружеството аналог, съответно на общоприет еталон, и неговата нетна печалба (P/E), или
2. счетоводната стойност (собствен капитал) с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на дружеството аналог, съответно на общоприетия еталон, и неговата счетоводна стойност (собствен капитал) (P/B), или
3. нетните приходи от продажби с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на дружеството аналог, съответно на общоприетия еталон, и неговите нетни приходи от продажби (P/S), или
4. печалбата преди лихви и данъци с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на дружеството аналог, съответно на общоприетия еталон, и неговата печалба преди лихви и данъци (P/EBIT).

Изброените по горе множители са ценови (price multiples), но освен тях биха могли да се ползват (местната нормативна уредба го допуска) и множители на база стойност на предприятието (enterprise value multiples). За целите на настоящия доклад за оценка са ползвани приоритетно ценови множители.

При ценовите множители числителят е цена на затваряне. Това е цената от последна борсова сделка за деня. Ако акцията, която се анализира, има висока ликвидност, то може да се приеме, че цената от последната сделка на борсовата сесия е меродавна. Това се отнася до акции и пазари, които са развити. При акции, търгувани на формиращите се пазари и най-вече на периферните, като България, цена на затваряне не би могла да се приеме за меродавна, поради което приведените аналози за целите на настоящата оценка са от големите европейски борси.

В практиката се използват и публикуват двата вида пазарни множители – исторически и бъдещи. Историческите се отнасят за последните дванадесет месеца и се отбелязват с *ttm* от *twelve trailing months*. За целите на настоящата разработка са използвани исторически фундаментални множители.

Методът на пазарните множители изисква корекция за странови риск. Коефициентът на корекция за странови риск (AC) се определя чрез уравнение, което представлява съотношението между индекса на икономическа свобода¹⁷ на държавата на предприятието аналог и този на държавата на оценяваното предприятие¹⁸:

$$AC = \frac{CR_{benchmark}}{CR_{assessed}}$$

където:

CR_{benchmark} – оценка на странови риск на държавата на предприятието аналог, приета за еталон според Index of Economic Freedom;

CR_{assessed} - оценка на странови риск на държавата на оценяваното предприятие, приета за еталон според Index of Economic Freedom;

¹⁷ <http://www.economy.bg/bulgaria/view/21921/Bylgariya-e-60-a-po-ikonomicheska-svoboda-v-sveta>

¹⁸ Част Презглед на средата, Таблица с индексите на страните според Index of Economic Freedom

ПРАЗНА СТРАНИЦА





Метод на чистата стойност на активите «ЧСА»

Методът «ЧСА» се състои в изчисляване стойността на акциите на оценяваното дружество, като собствения капитал на последното (въз основа на последния финансов отчет) се раздели на общия брой акции в обръщение, т.е.:

$$P = \frac{A - L - PS}{N}$$

където:

- P - стойност на обикновените акции на оценяваното дружество;
- A - стойност на активите;
- L - стойност на задълженията;
- PS - стойност на привилегированите акции;
- N - общ брой обикновените акции;

Методът се основава на предположението, че благоразумният купувач не би заплатил за предлаганото имущество повече, отколкото биха били разходите за неговото придобиване.

Методът е ориентиран към формиране на стойност при хипотетична продажба на активите като такива, вместо да се търси техния потенциал за печалба, ведно с всички съществуващи към момента права и отношения.

Техниката по този метод се реализира чрез привеждане на всички активи и пасиви в съответствие с текущата им пазарна стойност към датата на оценката, като от сумата на пазарно оценените активи се приспада сумата на пазарно оценените пасиви.

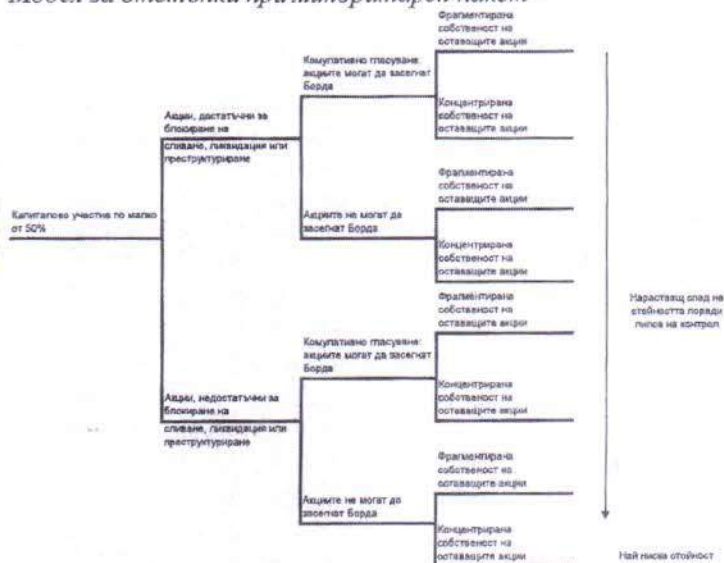
В процеса на прилагането на този метод се използва специфична трансформация на счетоводния баланс, при който съставните му елементи - активите и пасивите, се коригират съобразно стандарта за пазарна стойност, в резултат на което се получава т.н. «нормализиран баланс».

Метод за оценка на миноритарен пакет «top-down»

Миноритарният пакет се формира от разликата между общия брой дялове или акции (100%) и мажоритарния пакет. От това следва, че миноритарният пакет може да бъде който е да е пакет, чийто брой акции е под 50%, под 33.3% (при мажоритарен пакет от 2/3) или под 25% (при мажоритарен пакет от 3/4). Миноритарният пакет се нарича още „блокираща квота“. Миноритарен акционер, притежаващ над 33.3% може да блокира вземането на решения изискващи мнозинство от 2/3, притежателят на акции над 25% може да блокира решения, за които се изисква мнозинство от 3/4. Търговският закон (чл.230, ал.2) по принцип позволява блокиращата квота да бъде и много по-малка, тъй като гласи: "За решенията по чл. 221, т.1-3 (т.е. изменение и допълнение на устава; увеличение и намаление на капитала; преобразуване и прекратяване на дружеството) се изисква мнозинство от 2/3 от представения капитал. За тези случаи уставът може да предвиди и друго мнозинство".

От гледна точка на оценката, миноритарният пакет струва по-малко, отколкото пропорционалната му част в капитала. Тази констатация, произтичаща от конкретен съдебен спор за оценка на пакет акции още през 1935 г. (Shannon Pratt, Valuing a Business, стр. 388), отразява същността на оценката на миноритарен пакет акции и е доразвито в теорията и практиката при оценка на такива пакети:

Модел за отстъпки при миноритарен пакет *



(*PricewaterhouseCoopers, CVC Manual-January 1999 Revision)

ПРАЗНА СТРАНИЦА





Съществуват 3 основни подхода за определяне стойността на миноритарен пакет акции:

Подход 1: Подходът се състои в извеждане на стойността на акция от мажоритарен пакет (100%) и извършване на подходящи намаления за миноритарен пакет и/или за липса на продаваемост. Нарича се още метод отгоре-надолу (top-down). Подходът включва следната последователност от действия:

- *Определя се стойността на цялото дружество по общоприетите методи за оценка на акции;*
- *Изчислява се пропорционалният дял на миноритарния пакет в стойността на цялото дружество;*
- *Определя се намаление за притежаване на миноритарен пакет, отразяващо степента на контрол на пакета. Съществува статистика за намаленията за миноритарен пакет, изчислени на база достатъчен брой транзакции, при които се извлича средна премия, платена над пазарната цена, даваща възможност за изчисляването на намалението за миноритарен пакет по формулата:*
Намаление за мин. Пакет = $(1 - 1/\text{Средна премия над паз. Цена})$
- *Определя се намаление за липса на продаваемост, т.е. за отразяване ликвидността на закупения пакет акции или дялове (ако акциите/дяловете на дружеството не се търгуват на регулиран пазар);*

Подход 2: Подходът се състои в извеждане на стойността на акция/дял от миноритарен пакет чрез директно сравняване със стойността на други миноритарни пакети на компании, които се търгуват на борсата. При оценка на акци/дялове, които не се търгуват борсово, този подход изисква само намаление по отношение на условието за липса на продаваемост.

Подход 3: Подходът се състои в извеждане на стойността на миноритарен пакет чрез визириания по-горе подход „отдолу-нагоре“ (bottom-up approach), т.е. определяне на бъдещите доходи за акционерите/съдружниците, притежатели на миноритарния пакет получени от дивиденди или при продажба на техния пакет в някакъв бъдещ момент от времето. Намалението за продаваемост се определя чрез увеличаване на нормата за дисконтиране на потоците или самостоятелно.

В настоящата оценка е приложен първия подход при определяне пазарната стойност на миноритарни пакети.

Модел на Алтман за оценка на финансови инструменти (вземания и участия)

Модел за оценка на финансовото състояние и съвкупния риск от неплатежеспособност

За дружества, нелиствани на борса, е използван петфакторен модифициран модел за оценка на непублични дружества (Altman's Z-Score):

$$Z = 0,717 * X1 + 0,847 * X2 + 3,107 * X3 + 0,42 * X4 + 0,995 * X5$$

Където:

- *X1 е съотношението между оборотен капитал и сумата на всички активи и характеризира дела на чистия оборотен капитал в стойността на активите;*
- *X2 е съотношението между неразпределена печалба (натрупана загуба) и сумата на всички активи и характеризира рентабилността на активите на база неразпределена печалба;*
- *X3 е съотношението между печалба преди лихви и данъци (EBIT) и сумата на всички активи, като показва рентабилността на активите на база оперативна печалба;*
- *X4 е съотношението между пазарната стойност на капитала и балансовата стойност на дълга и характеризира коефициента на финансиране;*
- *X5 е съотношението между приходи от продажби и сумата на всички активи и показва възвръщаемостта на всички активи;*

Моделът Altman's Z-Score (1968) се свежда до обвързване на относително независими коефициенти и определяне на теглата им, които са включени в едно структурно уравнение от променливи (финансови съотношения) и параметри (емпирично получени числа от статистически анализ на представителни извадки). Финансовите коефициенти, участващи в уравнението, представляват: ликвидност, доходност, задлъжнялост, платежеспособност и ефективност.



ПРАЗНА СТРАНИЦА





Стандартно отклонение и доверителен интервал

Математически стандартно отклонение се дефинира като квадратния корен на дисперсия на случайна величина. То се използва при изчислението на стандартната грешка, при изчисляване на доверителни интервали, при статистическа проверка на хипотези и при измерване на линейни обвързаности между случайни величини.

$$s = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}, \quad \sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}, \quad \bar{x} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i = \frac{1}{n} (x_1 + \dots + x_n)$$

където:

s — стандартното отклонение на средноквадратическото отклонение на случайната величина X относно нейното математическо очакване;

σ^2 — дисперсията;

x_i — i -тия елемент на данните;

$\bar{x}$ — средно аритметическо на данните;

n — брой на данните.

Прилагането на стандартното отклонение има за цел определяне на доверителния интервал, в който се намира оценяваният параметър.



ПРАЗНА СТРАНИЦА





ОЦЕНКА ПО МЕТОД ДИРЕКТНА КАПИТАЛИЗАЦИЯ

Резултатите от приложението на Метод Директна капитализация «ДК»

ДИРЕКТНА КАПИТАЛИЗАЦИЯ									
"ЗДРАВНОСПИРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ" АД (гр.) ЕИК 131473721									
Отчетен период	Ретроспектив					31/3/2017	Средна г. стойност	Корекции	Нормализ. стойност
	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016				
	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000			
Брутни начислени (записани) премии	584	736	1,672	1,828	1,724	322	1,450	77	1,527
Промяна в размера на пренос-премийния резерв (+/-)	-40	-66	-875	254	228	3	-89	84	(5)
Разпределен приход от инвестиции, пренесен от нетехнически отчет						38	30	20	51
Нетни спечелени премии	544	670	797	2,082	1,952	363	1,391	181	1,572
Изплатени претенции	-323	-442	-460	-1,861	-671	-159	-814	(40)	(854)
Промяна в размера на резерва за предстоящи плащания (+/-)	-43	32	-31	-208	43	-34	-60	(17)	(77)
Аквизиционни разходи	-18	-25	-73	-35	-456	-12	-127	(29)	(156)
Административни разходи	-245	-258	-219	-337	-317	-119	-321	(36)	(357)
Общо разходи	-629	-693	-783	-2,441	-1,401	-324	-1,323	-122	-1,444
ЕВГТДА	-85	-23	14	-359	-551	39	68	60	127
ЕВГТДА, ЕВГТ, Нетна печалба									
Нетни приходи от продажби-спечелени премии	544	670	797	2,082	1,952	363	1,391	181	1,572
Разходи по техническия отчет	-635	-760	-1,001	-2,478	-2,374	-328			
САДНО НА ТЕХНИЧЕСКИ ОТЧЕТИ (1-2)	-91	-90	-204	-396	-422	35			
(+) Други технически разходи	-6	-67	-218	-37	-973	-4			
(+) Други нетехнически разходи	-3	2	10	0	0	2			
Оперативна печалба - ЕВГТДА	-85	-23	14	-359	-551	39	68	60	127
Нетен паричен поток от финансова дейност	0	0	0	37	8	0			10
Нетен паричен поток от инвестиционна дейност	97	99	198	100	426	-32			124
Печалба преди данъци за данъци в данъци - ЕВГТ	1	11	4	-259	12	5			
(-) Разходи за данъци	0	-1	0	0	0	0			
(-) разходи за лихви									
НЕТНА ПЕЧАЛБА	1	10	4	-259	12	5			
		1	2	3	4	5			
Оценъчен анализ									
Ключови в оценъчния анализ						Мярка	Стойност		
ЕВГТДА						хил. лв.	127		
(1+g)						-	1,525		
WACC						%	10.8652		
(WACC-g)						%	9.3652		
CEV						хил. лв.	1,561.875		
CEV=EВГТДА*(1+g)/(WACC-g)									
CEV - текуща стойност на предприятието, оценено по метода на капитализираната печалба									
ЕВГТДА - нормализирана печалба преди данъци, данъци и амортизации									
WACC - среднопретеглена цена на капитала на Дружеството (СППДК)									
(-) лихвоносен дълг по баланс към 31.03.2017 г.						хил. лв.	400.000		
(+) неоперативни активи и парични средства към 31.03.2017 г.						хил. лв.	4,596.938		
Инвестиции в дъщерни, асоциирани и др. предприятия							516.938		
Финансови активи на разположение за продажба							2,171.000		
Депозити в банки							1,410.000		
Пари и парични еквиваленти (ПС)							499.000		
Индивидуална пазарна стойност на собствен капитал						хил. лв.	5,758.812		
Брой акции/акции						бр.	50,000		
Индивидуална пазарна стойност на 1 акция/дел на собствен капитал						хил. лв.	115.18		
ОЦЕНКА НА ПЕЧАЛБА НА СОБСТВЕНИ КАПИТАЛ									
$R=R_f+\beta*(R_m-R_f)+R(s)$									
където:									
безрискова норма на дохода (ДЦК)						R(f)	R(f)	b	R(p)
промяна на цените на акциите спрямо изменението на пазара						b	1.80	0.90	7.52
Оценка за рискова премия						R(p)			3.00
= (Rm - Rf)						R(p)			11.59
Специфичен риск						R(s)			
ЦЕНА НА УЛГОНТОЧЕН ДЪЛГ									
$CODC=i*(1-TD)$									
където:									
брутна цена на заем						i	i	TD	CODC
данък върху печалбата						TD		2.00	0.9
ПРЕТЕГ. ЦЕНА ЦЕНА НА КАПИТАЛА									
$WACC=WE*R+WD*CD*(1-i)$									
където:							Цена	Тегло	WACC
Отн. Дълг Соб. Капит.						WE	5.034	11.59	0.93
Отн. Дълг Лихвоносен дълг						WD	400	1.80	0.07
							5,434	1.00	10.8652

Методът е приложен към текуща дата 31.03.2017 г. при следните приемания, допускания и ограничителни условия:

- Методът е разработен на база исторически данни за последните пет годишни периода и интерполираните стойности към 31.03.2017 г.;

ПРАЗНА СТРАНИЦА





- Нормализираната стойност на паричните потоци (печалба преди лихви, данъци и амортизации - EBITDA) е капитализирана с множител, реципрочен на нормата на дисконтиране, изведена по модела за СППЦК;
- Цената на финансиране със собствен капитал е дефинирана чрез модела за оценка на капиталовите активи (Capital Asset Pricing Model - CAPM).

Направена е адаптация за българския пазар, класифициран като развиващ се, при следните приемания, допускания и ограничителни условия:

- R_f - Безрискова норма на доходност, която биха могли да получат инвеститорите без да поемат риск, е приравнена на средногодишната доходност на 10 годишни ДЦК - ползвана е информация на БНБ за аукционите на 10 годишни ДЦК:

Междубанков пазар и доходност на държавни ценни книжа		
	2016	2017
	April	March
Доходност на държавни ценни книжа (ДЦК) ¹⁹		
10-годишни ДЦК ²⁰	2.03	1.54
Дългосрочен лихвен процент за оценка на степента на конвергенция (ДЛП) ²¹	2.44	1.73

ПРОВЕДЕНИ АУКЦИОНИ 2017 ГОДИНА											
Дата на аукциона	Дата на излизане	Емисия №	Дата на емитиране	Дата на падеж	Срочност	Купон	Валута	Средна годишна доходност	Средна одобрена цена	Коефициент на покритие	Номинал
1/23/2017	1/25/2017	G20400172	1/25/2017	7/25/2027	10г&6м	Фиксиран %	BGN	1.76%	101.84	4.22	50,000,000
3/20/2017	3/22/2017	G20400172	1/25/2017	7/25/2027	10г&6м	Фиксиран %	BGN	1.80%	101.47	1.92	100,000,000
5/15/2017	5/17/2017	G20400172	1/25/2017	7/25/2027	10г&6м	Фиксиран %	BGN	1.78%	101.67	1.47	100,000,000
ОБЩО В BGN:											250,000,000
											4,460,000
											средна доходност
											1.78%

ПРОВЕДЕНИ АУКЦИОНИ 2016 ГОДИНА											
Дата на аукциона	Дата на излизане	Емисия №	Дата на емитиране	Дата на падеж	Срочност	Купон	Валута	Средна годишна доходност	Средна одобрена цена	Коефициент на покритие	Номинал
1/25/2016	1/27/2016	G204001621	1/27/2016	7/27/2026	10г&6м	Фиксиран %	BGN	2.58%	97.09	1.13	200,000,000
5/16/2016	5/18/2016	G204001621	1/27/2016	7/27/2026	10г&6м	Фиксиран %	BGN	2.41%	98.68	2.33	100,000,000
ОБЩО В BGN:											300,000,000
											7,570,000
											средна доходност
											2.53%

- Коефициентът β -та е приет по публикациите на Дамодаран¹⁹ за 2017 г. за средна неливиризирана бета за съответната индустрия и преизчислена за отчитане на систематичния риск на оценяваната компания:

Изчисление на β коефициент на оценявана компания				
Data used is as of January 2015		S&P Capital IQ, Bloomberg and the Fed (US companies)	Damodaran, A. Levered and Unlevered Betas by Industry	
Описание	Вид	Отрасъл	Далечина	Единици
β unlevered за развит пазар	САЩ	Insurance (General)	0.69	коэф.
Данъчна ставка	България	Insurance (General)	10%	%
Дълг на оценяваната компания (D)	ЗДРАВНО ОСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД	Insurance (General)	1,416	хил. лв.
Собствен Капитал на оценяваната компания (E)	ЗДРАВНО ОСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД	Insurance (General)	5,413	хил. лв.
β levered на оценяваната компания			0.8525	коэф.
При посочена β levered			0.9616666	коэф.

- $(R_m - R_f)$ - Пазарната рискова премия е изчислена по модела на А.Дамодаран (Damodaran)²⁰ и представлява сума от два компонента - историческа (базисна) премия за развит пазар и премия за странови риск за България:

¹⁹ http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

²⁰ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

ПРАЗНА СТРАНИЦА





Country		Moody's rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Sovereign CDS, net of US	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium
Bulgaria	Eastern Europe & Russia	Baa2	2.20%	8.40%	2.71%	1.49%	7.52%	1.83%

- Историческа базисна премия за развит пазар по публикация през Януари 2017 г., сайт на А.Дамодаран (Damodaran)²¹ – 5.69 %.
- Премията за странови риск е изчислена на база рейтинга на местната валута (от Moody's: www.moody's.com) и оценката на средния спред по CDS. По данни на Reuters българските правителствени облигации се търгуват с рискова премия от 149 пункта (1.49%) над безрисковите с рейтинг AAA.
- Волатилността на българския пазар е приравнен на този на развиващите се пазари с коефициент 1.23 (изчислена чрез сравняване на нововъзникващ пазарен индекс на капиталовия пазар с индекс на нововъзникващите пазари / публични облигации). Премията за странови риск за България е $-1.49 \times 1.23 = 1.83\%$.

Пазарна премия за България е сума от историческата премия на развит пазар и премия за странови риск = $5.69\% + 1.83\% = 7.52\%$;

- Цената на финансиране с привлечен капитал е на база собствен лихвоносен дълг (срочен подчинен дълг);

Пълният анализ и разгънат вид на оценката по метод Директна капитализация, е съобразена с изложбата по-горе методика, както и с приетите приемания, допускания и ограничителни условия и изведения резултат е, както следва:

Оценяван обект	Пазарна стойност (лв.)
Собствен капитал на ЗАД ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД по метод Директна капитализация	5 758 812
Стойност на една акция от капитала на ЗАД ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД по метод Директна капитализация	115.18

²¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

ПРАЗНА СТРАНИЦА





ОЦЕНКА ПО МЕТОД ПАЗАРНИ МНОЖИТЕЛИ

Компания (адрес: тегло, Insurance General)	Код	Борса	Държава	Страновия рейтинг	Коефициент на корекция	P/B (MRQ)	P/B (MRQ) коригиран	P/S (TTM)	P/S (TTM) коригиран	P/E (TTM)	P/E (TTM) коригиран
Vienna Insurance Group AG	VIGAV	Vienna	Австрия	72.3	0.94	0.68	0.64	0.34	0.32	11.68	10.97
UNIQA Insurance Group AG	UQA:AV	Vienna	Австрия	72.3	0.94	0.76	0.71	0.49	0.46	12.3	11.55
AXA SA	CS:FP	EN Paris	Франция	63.3	1.07	0.81	0.87	0.48	0.51	9.76	10.47
Swiss Re AG	SREN:VX	SIX Swiss Ex	Швейцария	81.5	0.83	0.82	0.68	0.68	0.57	9.92	8.26
Sampo Oyj	SAMPO:FH	Helsinki	Финландия	74.0	0.92	2.02	1.85	3.80	3.49	15.12	13.87
Mapfre SA	MAP:SM	Soc.Bol SIBE	Испания	63.6	1.07	1.10	1.17	0.46	0.49	12.70	13.56
Median:				72.30	0.94	0.82	0.79	0.49	0.50	11.99	11.26

Източник: <http://www.reuters.com>

Ценова индикация за пазарна стойност на търговско предприятие при сравнение с пазарни множители на компании в условия на развит финансов пазар

Параметри и елементи на оценъчния анализ

Оценена стойност на собствения капитал на оценявана компания

Пазарен множител - цена/отчетна стойност (P/B MRQ)

Индикатор за пазарна стойност на оценявана компания при сравнение с пазарен множител P/B (MRQ)

Ценова индикация за пазарна стойност на търговско предприятие при сравнение с пазарни множители на компании в условия на развит финансов пазар

Параметри и елементи на оценъчния анализ

Нормализирани приходи на оценявана компания

Пазарен множител - цена/приходи (P/S TTM)

Неоперативни активи и парични средства (+)

Задължения (-)

Индикатор за пазарна стойност на оценявана компания при сравнение с пазарен множител P/S (TTM)

Ценова индикация за пазарна стойност на база приложени техники за оценяване

Параметри и елементи на оценъчния анализ

Индикация за пазарна стойност на оценявана компания при сравнение с пазарен множител P/B (MRQ)

Индикация за пазарна стойност на оценявана компания при сравнение с пазарен множител P/S (TTM)

Индикатор за пазарна стойност на оценявана компания при сравнение с пазарен множител

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Средна стойност на оценявана компания

Методът е приложен към текуща дата 31.03.2017 г. при следните приемания, допускания и ограничителни условия:

- Изследвани са пазарни множители на компании пазарни анализи, листвани на развити европейски борси от сектор Общо застраховане;
- Използвани са следните пазарни множители:
 - P/B (MRQ) – Цена/Балансова стойност на СК;
 - P/S (TTM) – Цена /Продажби (Премии);
 - P/E (TTM) – Цена/Печалба;
- Страновия рейтинг на различните държави, където се листват пазарните анализи, е отнесен към страновия рейтинг на България по данни на heritage.org (в размер на 65,9), с цел извеждане на корекционен коефициент, с който да се коригира всеки един използван пазарен множител;
- Използвана е медианна стойност при претегляне на множителите от пазарните анализи, за да се избегнат необичайни флукуационни стойности;
- Оценяваната компания е с неустойчив темп на нетна печалба. По тази причина коефициентът Цена/Печалба е изключен от изчисленията по метода пазарни множители и е преценено като неадекватно неговото приложение;

Пълният анализ и разгънат вид на оценката по метод Пазарни множители, е съобразена с изложбата по-горе методика, както и с приетите приемания, допускания и ограничителни условия и изведения резултат е, както следва:

Оценяван обект	Пазарна стойност (лв.)
Собствен капитал на ЗАД ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД по метод Пазарни множители	4 840 450
Стойност на една акция от капитала на ЗАД ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД по метод Пазарни множители	96.81

ПРАЗНА СТРАНИЦА





ОЦЕНКА ПО МЕТОД ЧИСТА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ

ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД гр. ЛМК 131473721										
Отчетен период		12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	31/3/2017	%	корекция (хил. лв.)	ЧСА (хил. лв.)
		BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000		BGN '000	BGN '000
АКТИВИ										
А НЕТЕКУЩИ АКТИВИ		222	212	203	196	593	593	8.66%	-76	517
1 Нетекущи (дълготрайни) активи (НТА)										
Инвестиции в дъщерни, асоциирани и др. предприятия										
1 (АЛТОМАКС АД)		196	196	196	196	593	593	8.66%	-76	517
2 Други материални активи		26	16	7					0	0.00%
Общо (НТА)		222	212	203	196	593	593	8.66%	-76	517
Б ТЕКУЩИ АКТИВИ										
1 Финансови активи (ФА)										
Финансови активи на разположение за продажба		217	219	2,203	2,236	2,197	2,171	31.69%	0	2,171
Депозити в банки							1,410	20.58%	0	1,410
Общо (ФА)		217	219	2,203	2,236	2,197	3,581	52.28%	0	3,581
II Краткосрочни вземания (КВ)										
1 Вземания от застрахователи/застраховани лица		315	279	1,163	1,305	493	485	7.08%	0	485
2 Вземания от свързани лица						400	400	5.84%	0	400
3 Търговски и други вземания		14	166	60	141	1,293	1,292	18.86%	-186.737	1,105
Общо (КВ)		329	445	1,223	1,446	2,186	2,177	31.78%	-187	1,990
III Пари и парични еквиваленти (ПС)										
1 Пари и парични еквиваленти		1,877	4,414	2,572	2,013	1,589	499	7.18%	0	499
ОБЩО ТЕКУЩИ АКТИВИ (Б+II+III)		2,423	5,078	5,998	5,695	5,972	6,257	91.34%	-187	6,070
ВСИЧКО АКТИВИ (А+Б)		2,645	5,290	6,201	5,891	6,565	6,850	100.00%	-263	6,587
Отчетен период		12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	31/3/2017	%	корекция (хил. лв.)	ЧСА (хил. лв.)
		BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000		BGN '000	BGN '000
КАПИТАЛ, ЗАСТРАХОВАТЕЛНИ РЕЗЕРВИ И ПАСИВИ										
А КАПИТАЛ И РЕЗЕРВИ		2,263	4,873	4,877	4,617	5,029	5,434	79.33%	-263	5,171
I Капитал (К)										
1 Записан акционерен капитал		2,000	4,600	4,600	4,600	4,600	5,000	72.99%		
2 Общи резерви		260	263	273	276	17	17	0.25%		
3 Невъзпределена печалба/загуба							12	0.18%		
4 Финансов резултат за текущата година		3	10	4	-259	12	5	0.07%		
5 СОБСТВЕН КАПИТАЛ (преди поличен дял)		2,263	4,873	4,877	4,617	4,629	5,034	73.49%		
6 Подичен пасив						400	400	5.84%		
Общо (К)		2,263	4,873	4,877	4,617	5,029	5,434	79.33%		
Б ЗАСТРАХОВАТЕЛНИ РЕЗЕРВИ И ПАСИВИ										
I Застрахователни резерви (ЗР)										
1 Пренос-премисел резерв		267	333	1,208	954	726	723	10.55%	0	723
2 Резерв за предстоящи плащания		75	43	74	282	238	273	3.99%	0	273
3 Запасен фонд		2	2	2	2	2	2	0.03%	0	2
Общо (ЗР)		344	378	1,284	1,238	966	998	14.57%	0	998
II Текущи пасиви (ТП)										
1 Търговски и други задължения		38	39	40	36	570	418	6.10%	0	418
Общо (ТП)		38	39	40	36	570	418	6.10%	0	418
ОБЩО ПАСИВИ (Б+II)		382	417	1,324	1,274	1,536	1,416	20.67%	0	1,416
ВСИЧКО КАПИТАЛ, ЗАСТРАХОВАТЕЛНИ РЕЗЕРВИ И ПАСИВИ (А+Б)		2,645	5,290	6,201	5,891	6,565	6,850	100.00%	-263	6,587
Елементи платени полични данни										
Брой акционери/държатели		50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	бр.		50,000
Номинал		100.00	100	100	100	100	100	лв.		100
Чиста стойност на елементи (ЧСА)		2,263	4,873	4,877	4,617	5,029	5,434	хил. лв.	-263	5,171
Чиста стойност на капитал (КС)		45.26	97.46	97.54	92.34	100.38	108.68	лв.	-8.36	100.32

Методът е приложен към текуща дата 31.03.2017 г. при следните приемания, допускания и ограничителни условия:

- Всички статии по баланса към 31.03.2017 г. , с изключение на статия „Инвестиции в дъщерни, асоциирани и други предприятия“ и статия „Търговски и други вземания“, се приемат без корекции на балансовата стойност;
- Направена е корекция в намаление на финансовото участие на ЗАД ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД в АЛТОМАКС АД в размер на 76 хил. лв. Намалението е в резултат на оценка на АЛТОМАКС АД по метод ЧСА и извеждане на справедлива стойност на миноритарен пакет;
- Направена е корекция в намаление на статия „Търговски и други вземания“ в размер на 187 хил. лв., които включват: 127 хил. лв. „предплатени разходи“ за прегледа на баланса на дружеството към 30.06.2016 г. Сумата е платена и докладът за констатации по прегледа на баланса към 30.06.2016 г. е предаден през м. Януари 2017 г. Този актив няма пазарна стойност, както и 60 хил. лв. „Разход за бъдещ период“, който също не подлежи на оценка;
- Дружеството има доклад по Платежоспособност II към 31.12.2016 г. от одобрена от КФН компания за преглед на баланса на Застрахователя - Ейч Ел Би България, съгласно който



ПРАЗНА СТРАНИЦА





Дружеството е взело предвид препоръките на предходните проверяващи, отразени в доклад за фактически констатации от 16.01.2017 г., отнасящи се към 30.06.2016 г., поради което предложените от Ейч Ел Би България корекции към 31.12. 2016 г. са значително по малко;

- Допуска се, че активите и пасивите, респективно вземанията и задълженията към 31.03.2017 г. са съобразени с изискванията за пазарно съответствие по Платежоспособност II или са в допустимо отклонение в размер на до +/-5% (приетия обичаен диапазон на отклонение в оценителската практика в България е +/-10%);

Пълният анализ и разгънат вид на оценката на ЗАД ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД по метод Чиста стойност на активите, е съобразена с изложената по-горе методика, както и с приетите приемания, допускания и ограничителни условия и изведения резултат е, както следва:

Оценяван обект	Пазарна стойност (лв.)
Собствен капитал на ЗАД ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД по метод Чиста стойност на активите (ЧСА)	5 171 201
Стойност на една акция от капитала на ЗАД ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД по метод Чиста стойност на активите (ЧСА)	103.42

РИ
Вал
КАН
он и
р.д.
ИК.

АР
ME
P
REGUL





ПРАЗНА СТРАНИЦА





РЕЗУЛТАТИ ПО ОЦЕНЪЧНИ МЕТОДИ И ЗАКЛЮЧИТЕЛНА СТОЙНОСТ

Специфичните условия и работните хипотези, свързани с комбинираното прилагане на визираните по-горе подходи и свързаните с тях методики/техники за оценяване при относимостта им към определянето на пазарна стойност на собствения капитал на предприятието, се изразяват в следните резултати от приложението на трите метода и индикират следните стойности на собствен капитал:

"ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ" АД-гр. : БЛК 131473721				
Дружество	Стойност по оценка в хил. лв.	Стойност на 1 дял в лв.	Тегло в %	Претеглена стойност на 1 акция/дял в лв.
Оценка към 31.03.2017				
Метод Чиста стойност на активите	5,171.201	103.424	30.00%	31.0272
Метод Директна капитализация	5,758.812	115.176	40.00%	46.0705
Метод Пазарни множители	4,840.450	96.809	30.00%	29.0427
Претеглена стойност по методите на оценка = Пазарна стойност (ДС) в лв.				
Брой акции/дялове			50,000	
Наличност в лева			100.00	
Индикативна пазарна стойност на компанията/100% соб. капитал в лв.			5,307,020.25	
ЗАКРЫТО ЛЕНО (в лв.)			5 307 020	
Индикативна стойност на 1 акция/дял в лв. (за 5 акции)			106.14040	
ЗАКРЫТО ЛЕНО (в лв.)			106.14	

Резултатите от извършените анализи, по основанията на приложените подходи и методики, отразяват индикативно текущата пазарна ценност на оценявания обект и позволяват в рекапитулативен аспект да бъде изведено представеното по-долу заключение за неговата пазарна ценност (без ДДС), при отчитане на получените индикативни пазарни стойности на база приложени подходи и техники за оценяване и на ограничителните условия, описани в Раздел I на настоящия доклад:

Оценяван обект (100% на Собствения капитал)	Пазарна стойност (BGN '000.)
Собствен капитал на ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД	5 307 020

Цена на акция	Пазарна стойност (BGN)
Пазарна стойност на една акция от капитала на ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД	106,14

Неразделна част от настоящия доклад са Приложения №1 - Оценка на инвестиции в дъщерни и асоциирани дружества.

В съответствие с изискванията на чл.21 ал.1 от ЗНО, долуподписаните независими оценители при извеждане на заключението по настоящата оценка, декларираме че:

- Не съм свързано лице с възложителя, собственика или ползвателя на обекта на оценка по смисъла на §1, т.3 от ДОПК;
- аз и свързаните с мен лица по смисъла на §1, т.3 от ДОПК нямаме имуществен или друг интерес, свързан с обекта на оценката в настоящия доклад;
- Към момента на извършване на оценката нямам задължения към собственика или ползвателя на обекта на оценка или към възложителя на оценката.

Камера на независимите оценители в България
Оценителска правоспособност
търговски предприятия и възмездия
Регистр. № 500100279 от 14.12.2009 год.
Елена Георгиева Кузова

Оценител:

Камера на независимите оценители в България
Оценителска правоспособност
финансови активи и финансови институции
Регистр. № 600100926 от 14.12.2009 год.
Елена Георгиева Кузова



ПРАЗНА СТРАНИЦА



В
Х
к
F
П

Handwritten signature and blue circular stamp.



В
Х
к
F
П

Handwritten signature and blue circular stamp with the text 'БЪЛГАРИЯ' (Bulgaria) and 'СОФИЯ' (Sofia).

ПРАЗНА СТРАНИЦА





Приложение №1

Дружество АЛТОМАКС АД, ЕИК 175309798

Актуално правно състояние:

"АЛТОМАКС" АД

Общ статус	Обявени актове	Актуален учредителен акт	Дело	Назначения	Указания
Основни обстоятелства					
1. ЕИК/ПИК	175309798	20080422094535	История	Документи	
2. Фирма	АЛТОМАКС	20120423114452	История	Документи	
3. Правна форма	Акционерно дружество	20111101131328	История	Документи	
4. Изписване на чужд език	ALTOMAX	20120423114452	История	Документи	
5. Седалище и адрес на управление	БЪЛГАРИЯ област София (столица), община Столична гр. София 1784 район р-н Младост ж.к. МЛАДОСТ 4-БИЗНЕС ПАРК, АП. МАЛИНОВ № 2 тел.: 9753940, факс: 9753103	20080422094535	История	Документи	
5а. Адрес за кореспонденция с НАП на територията на страната	БЪЛГАРИЯ ж.к. МЛАДОСТ 4-БИЗНЕС ПАРК, АП. МАЛИНОВ № 2	20120423114452	История	Документи	
6. Предмет на дейност	ПОКУПКА - ПРОДАЖБА И СЕРВИЗ НА ЛЕКИ АВТОМОБИЛИ, ПОКУПКА И СТРОИТЕЛСТВО НА НЕДВИЖИМИ ИМОТИ С ЦЕЛ ПРОДАЖБА ИЛИ ОТДАВАНЕ ПОД НАЕМ, ТЪРГОВСКО ПРЕДСТАВИТЕЛСТВО, ПОСРЕДНИЧЕСТВО И АГЕНТСТВО НА МЕСТНИ И ЧУЖДИ ЛИЦА В СТРАНАТА И ЧУЖБИНА, ВЪТРЕШНА И ВЪНШНА ТЪРГОВИЯ, ПРОИЗВОДСТВО И РЕАЛИЗАЦИЯ НА ВСИЧКИ ВИДОВЕ СТОКИ И УСЛУГИ И ВСЯКА ДРУГА ДЕЙНОСТ, КОЯТО НЕ Е ЗАБРАНЕНА ОТ ЗАКОНА	20080422094535	История	Документи	
10. Представители	Валентин Евлогиев Николов	20151221135511	История	Документи	
13. Управителен съвет	МИРОСЛАВА СПАСОВА СПАСОВА СЕВДАЛИНА ТРИФОНОВА ЧЕНДОВА Валентин Евлогиев Николов	20151221135511	История	Документи	
14. Надзорен съвет	"ЖИВОТОЗАСТРАХОВАТЕЛЕН ИНСТИТУТ" АД, ЕИК/ПИК 175010739, държава: БЪЛГАРИЯ ЗК "ЛЕВ ИНС" АД, ЕИК/ПИК 121130788, държава: БЪЛГАРИЯ ЗАД "ЗДРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ" АД, ЕИК/ПИК 131473721, държава: БЪЛГАРИЯ	20160622114703	История	Документи	
23. Едноличен собственик на капитала	Заличено обстоятелство	20111101131328	История	Документи	
Капитал					
31. Размер	5012500 лв.	20111101131328	История	Документи	
31а. Акции	Права: няма - всички са от един клас Особени условия за прехвърляне: не Акция: Вид: поименни, Брой: 501250, Номинал: 10 лв.	20111101131328	История	Документи	
32. Внесен капитал	5012500 лв.	20111101131328	История	Документи	

ПРАЗНА СТРАНИЦА





Размер	
01.11.2011 г. 13:13:28	5012500 лв.
22.4.2008 г. 09:45:35	50000 лв.
Акции	
01.11.2011 г. 13:13:28	Акция: Вид: ПОИМЕННИ, Брой: 5000, Номинал: 10 лв. - Заличено обстоятелство Акция: Вид: поименни, Брой: 501250, Номинал: 10 лв. Особени условия за прехвърляне: не Права: няма - всички са от един клас
22.4.2008 г. 09:45:35	Акция: Вид: ПОИМЕННИ, Брой: 5000, Номинал: 10 лв.

Оценъчни анализи и справедлива стойност на участието на ЖИВОТОЗАСТРАХОВАТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД в АЛТОМАКС АД:

"АЛТОМАКС" АД-гр. : ЕИК 175309798						
Отчетен период		12/31/2015	12/31/2016	%	корекции (млн. лв.)	ЧСА (млн. лв.)
		BGN '000	BGN '000		BGN '000	BGN '000
АКТИВИ						
A	НЕТЕКУЩИ АКТИВИ	4,815	5,993	95.81%	766	6,759
I	Нематериални активи (НМА)					
	Дълготрайни материални активи (ДМА)					
1	Земни и сгради	4,624	5,838	93.33%	766	6,604
	земи	1,750	2,994	47.87%	393	3,387
	сгради	2,874	2,844	45.47%	373	3,217
2	Машини, производствено оборудване и апаратура	120	105	1.68%	0	105
3	Съоръжения и други	71	50	0.80%	0	50
	Общо (ДМА)	4,815	5,993	95.81%	766	6,759
B	ТЕКУЩИ АКТИВИ					
I	Материални запаси (МЗ)					
1	Суровини и материали	56	189	3.02%	0	189
2	Продукция и стоки	134				0
	Общо (МЗ)	190	189	3.02%	0	189
II	Краткосрочни вземания (КВ)					
1	Вземания от клиенти и доставчици	82	54	0.86%	0	54
	Общо (КВ)	82	54	0.86%	0	54
III	Пари и парични еквиваленти (ПС)	1	2	0.03%	0	2
	ОБЩО ТЕКУЩИ АКТИВИ (I+II+III)	273	245	3.92%	0	245
	Разходи за бъдещи периоди	17	17	0.27%	-17	0
	ВСИЧКО АКТИВИ (A+B)	5,105	6,255	100.00%	749	7,004

ПРАЗНА СТРАНИЦА





Отчетен период	12/31/2015 BGN '000	12/31/2016 BGN '000	%	корекция (хил. лв.)	ЧСА (хил. лв.) BGN '000	%
КАПИТАЛ, РЕЗЕРВИ И ПАСИВИ						
КАПИТАЛ И РЕЗЕРВИ	4,922	5,895	94.24%	749	6,644	94.86%
I Капитал (К)						
1 Записан акционерен капитал	5,013	5,013	80.14%			
2 Резерв от последващи оценки		1,243	19.87%			
3 Резерви	93	93	1.49%			
4 Печалба/загуба от минали години	-85	-184	-2.94%			
5 Финансов резултат за текущата година	-99	-270	-4.32%			
СОБСТВЕН КАПИТАЛ (преди провизии)	4,922	5,895	94.24%			
6 Провизии и сходни задължения			0.00%			
Общо (К)	4,922	5,895	94.24%			
Б ПАСИВИ						
I Дългосрочни задължения (ДЗ)						
Общо (ДЗ)	0	0	0.00%	0	0	0.00%
II Текущи пасиви (ТП)						
1 Доставкаци	10	121	1.93%	0	121	1.73%
2 Задължения към предприятия от група	158	158	2.53%	0	158	2.26%
3 Други текущи задължения	15	81	1.29%	0	81	1.16%
към персонал	0	1	0.02%	0	1	0.01%
осигурителни задължения	7	33	0.53%	0	33	0.47%
данъчни задължения	4	45	0.72%	0	45	0.64%
други	4	2	0.03%	0	2	0.03%
Общо (ТП)	183	360	5.76%	0	360	5.14%
ОБЩО ПАСИВИ (I+II)	183	360	5.76%	0	360	5.14%
ВСИЧКО КАПИТАЛ, ЗАСТРАХОВАТЕЛНИ РЕЗЕРВИ И ПАСИВИ (A+B)	5,105	6,255	100.00%	749	7,004	100.00%
Елементи на оценъчния анализ						
Брой акции/дялове	501,250	501,250	бр.		501,250	бр.
Номинал	10	10	лв.		10	лв.
Чиста стойност на активите (ЧСА)	4,922	5,895	хил. лв.		6,644	хил. лв.
Пазарна стойност на 1 акция/диал	9.82	11.76	лв.		13.26	лв.
Участие в ЗАД "ПРАВНООСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АТ-АВТОМАКС АД"					48,750	бр.
					9.73%	%
					646,172	лв.

- От дружеството е направена оценка на дълготрайните активи към 31.12.2016г. чрез независим оценител, като в резултат на това е формиран преоценъчен резерв в размер на 1243 хил. лв.
- В приложения по горе метод ЧСА направената пазарна оценка се приема като валидна към 31.03.2017 г., т.е. балансовата стойност на тези активи се приема за пазарна и не са правени допълнителни изчисления;
- Елиминирани са разходите за бъдещи периоди, тъй като същите не представляват самостоятелен обект на оценка и не подлежат на такава;

"АВТОМАКС" АД-гр.: ЕИК 175209798						
Отчетен период	12/31/2012 BGN '000	12/31/2013 BGN '000	12/31/2014 BGN '000	12/31/2015 BGN '000	12/31/2016 BGN '000	
Елементи на оценъчния анализ						
Приходи	1,487	1,195	1,151	1,064	715	
в т.ч. Приходи от оперативна дейност	1,487	1,195	1,151	1,064	709	
в т.ч. стоки	999	792	745	723		
услуги	478	393	393	335	709	
други	10	10	13	6		
Балансова стойност на продадени стоки	602	520	436	438	0	
в т.ч. от Нетни приходи от продажби	40.48%	43.51%	37.88%	41.17%	0.00%	
Брутна печалба/загуба от оперативна дейност	885	675	715	626	709	
Брутен марж/губа от оперативна дейност	59.52%	56.49%	62.12%	58.83%	100.00%	
Други разходи	0	0	0	24	1	
Административни и търговски разходи	872	727	749	698	984	
Печалба/загуба от оперативна дейност	13	-52	-34	-96	-276	
Марж/губа от оперативна дейност	0.87%	-4.35%	-2.95%	-9.02%	-38.92%	
Финансови приходи	0	0	0	0	0	
Финансови разходи	4	4	3	3	0	
Печалба/загуба от финансова дейност	-4	-4	-3	-3	0	
Печалба/загуба преди данъци	9	-56	-37	-99	-270	
Разходи за данъци	1	0	0	0	0	
Преоценка на нетекучи активи	0	0	0	0	0	
Извънредни приходи	0	0	0	0	0	
Извънредни разходи	0	0	0	0	0	
Печалба/загуба	8	-56	-37	-99	-270	
Нетни марж/губа от обикновена дейност	0.54%	-4.69%	-3.21%	-9.30%	-37.76%	
Разходи за амортизации	64	64	66	66	65	

ПРАЗНА СТРАНИЦА





ОЦЕНЪЧНИ АНАЛИЗИ						Прегледена средногодишна стойност 2012-2016 г.	Корекция	Нормализирана средногодишна стойност към 31.12.2016
Отчетен период	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016			
Елементи на оценъчния анализ	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000
ПРИХОДИ ОТ ДЕЙНОСТТА (ПрД)	1,487	1,195	1,153	1,064	715	1,122	-112	1011
НЕТНА ПЕЧАЛБА	8	-56	-37	-99	-270	-91	-40	-131
индекс на измислени (берлин индекс)	1	7.00	0.66	2.63	2.73			
Нетен марж (Нетна печалба/ПрД)	0.54%	-4.69%	-3.21%	-9.30%	-37.76%	-8.09%		-12.93%
(+) Разходи за данъци	1	0	0	0	0	0	0	0
(+) Разходи за ливан	4	4	3	3	0	3	-1	2
Печалба преди данъци и данъци - ЕВТ	13	-52	-34	-96	-270	-88	-41	-128
ЕВТ марж (ЕВТ/ПрД)	0.87%	-4.35%	-2.95%	-9.02%	-37.76%	-7.82%		-12.71%
(+) Разходи за амортизации	64	64	66	66	65	65	0	65
Печалба преди данъци, данъци и амортизации (ЕВТД)	77	12	32	-30	-205	-23	-40	-63
ЕВТД марж (ЕВТД/ПрД)	5.18%	1.00%	2.78%	-2.82%	-28.67%	-2.03%		-6.25%
Оценъчен анализ								
Елементи на оценъчния анализ						Маржа	Стойност	
ЕВТД						хил. лв.	-53 200	
(1+g)						-	16.025	
WACC						%	0.1373	
(WACC-g)						%	0.1005	
CEV						хил. лв.	-644.577	
CEV=EВТД*(1+g)/(WACC-g)								
CEV - пазарна стойност на търговско предприятие, оценено по метода на капитализираната печалба								
ЕВТД - изчислява се печалба преди данъци, данъци и амортизации								
WACC - средногодишно значение на капитала на дъщерните (СПИК)								
(-) ливаносен дълг по баланс към 31.12.2016 г.						хил. лв.	0	
(+) неоперативно активи към 31.12.2016 г.						хил. лв.	0	
(+) парични средства към 31.12.2016 г.						хил. лв.	2	
Индикаторна пазарна стойност на собствения капитал						хил. лв.	-643	
Брой акции						бр.	1,145	
Индикаторна пазарна стойност на 1 акция/пол от собствения капитал						хил. лв.	-561.20	
ОЦЕНКА НА ЦЕНАТА НА СОБСТВЕНИЯ КАПИТАЛ								
$R=R_f+\beta*(R_m-R_f)+R(s)$								
където:								
безрисков нормал на дохода (ДПК)			R(f)	R(f)	b	R(p)	R(s)	RE
промяна на цените на акциите спрямо изменението на пазара			b	1.80	1.00	8.93	3.00	13.73
Оценка за рискован премия			R(p)					
$=(R_m-R_f)$			R(p)					
Специфичен риск			R(s)					
ЦЕНА НА ДЪЛГОСРОЧЕН ДЪЛГ								
$CODC=i*(1-TD)$								
където:								
брутна цена на заем			i			5.50	0.9	4.95
данък върху печалбата			TD					
ПРЕГЛЕД НА ЦЕНА НА КАПИТАЛА								
$WACC=W_E*R+W_D*CD*(1-t)$						Цена	Тегло	WACC
Отн. Дълг Соб. Капит.			WE			5.895	13.73	1.00
Отн. Дълг Ливаносен дълг			WD			0	4.95	0.000
						5.895	1.00	13.7300
ОЦЕНЪЧНИ АНАЛИЗИ								
Отчетен период	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016			
Елементи на оценъчния анализ	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000	BGN '000			
Общо нетекущи активи	4,999	4,947	4,880	4,815	5,993			
Общо текущи активи	348	311	323	273	245			
Общо активи	5,347	5,258	5,203	5,088	6,238			
Регистриран капитал	5,013	5,013	5,013	5,013	5,013			
Печалби и загуби от минали години	-	8	(48)	(85)	(184)			
Текуща печалба	8	(56)	(37)	(99)	(270)			
Общо собствени капитал	5,013	5,058	5,021	4,922	5,895			
Рентabilitет (ЕВТД/М) на собствения капитал	54%	0.24%	0.64%	0.61%	1.48%			
Рентabilitет (М) на собствения капитал	0.18%	-1.12%	0.71%	0.71%	4.87%			
Общо нетекущи пасиви	225	26	15	-	-			
Общо текущи пасиви	40	194	186	183	360			
Общо пасиви	265	220	201	183	360			

ПРАЗНА СТРАНИЦА





Х-Анализ на Хитман	Към 31.12.2012г. (хил. лв.)	Към 31.12.2013г. (хил. лв.)	Към 31.12.2014г. (хил. лв.)	Към 31.12.2015г. (хил. лв.)	Към 31.12.2016г. (хил. лв.)	Коефициенти на АЛТМАИ
$Z = 0,717 \cdot X1 + 0,847 \cdot X2 + 3,107 \cdot X3 - 0,42 \cdot X4 - 0,995 \cdot X5$						
1 Краткотрайни активи	348	311	323	273	245	
2 Краткосрочни пасиви	40	194	186	183	360	
3 Оборотен капитал	308	117	137	90	-115	
4 Неразпределена печалба (Печалба/загуба от минали години)	0	8	-48	-85	-184	
5 ЕВТ (печалба преди данъци и данъци)	13	-52	-34	-96	-270	
6 Нетна (текуща) печалба/загуба	8	-56	-37	-99	-270	
7 Разходи за данъци	4	4	3	3	0	
8 Сума на актива по баланс	5,347	5,258	5,203	5,088	6,238	
9 Собствен капитал	5,014	5,058	5,021	4,922	5,895	
10 Нетни приходи от продажби (или Приходи)	1,487	1,195	1,151	1,064	715	
11 Балансова стойност на дълга	40	26	15	0	0	
12 X1=Оборотен капитал/Сума на активите	0,06	0,02	0,03	0,02	-0,02	0,717
13 X2=Неразпределена печалба/Сума на активите	0,00	0,00	-0,01	-0,02	-0,03	0,847
14 X3=ЕВТ/Сума на активите	0,0024	-0,0099	-0,0065	-0,0189	-0,0433	3,107
X4=Пазарна стойност на капитала						
15 (Капитал)/Дълг по баланс	62,68	22,99	24,98	26,90	16,38	0,420
16 X5=Приходи от продажби/Сума на активите	0,28	0,23	0,22	0,21	0,11	0,995
17						
Висока вероятност от банкрут						Z < 1,23
Обект на несигурност, неопределеност						Z = 1,23 до 2,90
Компанията не е застрашена от неплатежеспособност и банкрут						Z > 2,90

СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ НА УЧАСТИЕТО НА ЗДРАВНОСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД В АЛТОМАКС АД:

Дружество "АЛТОМАКС" АД - ЕИК 175309798				
31.03.2017	Стойност по оценка в хил. лв.	Стойност на 1 акция/дял в лв.	Тегло в %	Претеглена стойност на 1 акция/дял в лв.
Метод ЧСА	6,644	13,255	100,00%	13,2548
Метод Директна капитализация	-643	-1,282	0,00%	0,0000
Претеглена стойност по методите на оценка = Пазарна стойност (П) в лв.				
Брой акции/дялове		501,250		
Наличност в лева		10,00		
Индикативна пазарна стойност на компанията/100% соб. капитал в хил. лв.		6,643,974		
Индикативна стойност на 1 акция/дял в лв.		13,25		
ЗДЗДРАВНОСИГУРИТЕЛЕН ИНСТИТУТ АД		9,73%	516,938	миноритарен пакет
ЛИКВИДАЦИОННА СТОЙНОСТ (хил. лв.)		4,982,981		
80% ОТ ЛИКВИДАЦИОННА СТОЙНОСТ				

ОЦЕНКА НА МИНОРИТАРЕН (МАЛЦИНСТВЕН) ПАКЕТ				
Оценка по метода "top-down" (отгоре - надолу)				
Миноритарен пакет от 9,73%, представляващ 48 750 бр. акции				
Процедури	Бр. акции	Стойност на акция (лв./акция)	Справедлива стойност на мин. пакет в лева	%
1 Определена стойността	501,250	13,255	6,643,974	100
в това число:			0	
1 Обикновени	501,250	13,255	6,643,974	100
1 Привилегирвани	0		0	
2 Миноритарен пакет - пропорционален дял	48,750	13,255	646,172	9,73%
Намаляване за миноритарен пакет (липса на контрол)		1,325	0	10,00
4 Намаляване за продаваемост		1,325	0	10,00
Справедлива стойност на АКЦИИ		10,604	0	20,00
Справедлива пазарна стойност на МИНОРИТАРЕН ПАКЕТ	48,750	10,604	516,938	

На 5.9.2017 г., Елена Божичкова - помощник-нотариус по заместване при **Валентина Механджийска**, нотариус в район СРС, рег. № 074 на Нотариалната камара, удостоверявам верността на този препис, снет от **оригинал** на официален (частен) документ, представен ми от: **ВАЛЕНТИНА ИЛИЕВА ГРАДИНАРСКА, ЕГН 6704276971** като в първообраза нямаше зачерквания, прибавки, поправки и други особености.

Рег. № 10207/2017, Събрана такса: . . . лв.

Помощник-нотариус по заместване

