
НАСОКИ ЗА АНАЛИЗ НА ФИНАНСОВИТЕ ОТЧЕТИ НА БЪЛГАРСКИТЕ ПУБЛИЧНИ ЗАСТРАХОВАТЕЛНИ КОМПАНИИ

Доц. д-р Людмил Кръстев
Стопанска академия „Д. А. Ценов” – Свищов,
катедра „Финанси и кредит”

Резюме: Финансовите отчети предоставят необходимата информация, нужна на потребителите на тази информация при анализ и оценка на финансовото състояние на публичните дружества. Потребителите на информацията от финансовите отчети са широк кръг от лица, влизащи в обкръжаващата среда на фирмата. Такива могат да бъдат кредиторите, доставчиците, клиентите, инвеститорите, външните контролни органи. В настоящата статия е застъпена тезата, че информацията, посочена във финансовите отчети, подпомага инвеститорите при вземане на решение за инвестиране в акции на компании, търгувани на фондовата борса. Точният анализ на финансовите отчети води до решения за покупка, отказ за покупка или продажба на акции на анализирания публични компании. В статията са анализирани публични компании, опериращи в застрахователния сектор.

Ключови думи: публични дружества, активи, финансови отчети, фондова борса.

JEL: G21, G22

* * *

Анализът на финансовите отчети на публичните компании може да бъде насочен в различни направления. В сферата на финансовия анализ попадат:¹

- анализ на фирмената печалба;
- анализ на ликвидността на фирмата;
- анализ и оценка на платежоспособността на фирмата;

¹ Захариев, А. и колектив. Финансов анализ. В. Търново, 2016.

- анализ на реструктурирането на капитала във фирмата.

Обект на анализ може да бъде и капиталовата структура на публичните компании.²

В статията анализът на финансовите отчети е насочен към постигнатия от дружествата финансов резултат и генерирания от тях паричен поток. Обект на изследване са български публични компании, които оперират в застрахователния сектор. Предмет на изследване са финансовите отчети, официално оповестени от тях.

В началото на развитието на застрахователния пазар в България за силата на едно застрахователно дружество се съдеше по генерирания от него премиен приход. Честа практика в застраховането е дружествата да бъдат класирани според критерия „брутен премиен приход“. Не трябва да се пропуска обаче фактът, че вече част от застрахователните дружества са публично търгувани. Това означава, че приоритет за инвеститорите вече не е величината на прихода, а постигнатият краен резултат и възвръщаемостта на инвестициите в акциите на застрахователното дружество. В настоящата статия е застъпена тезата, че анализът на финансовите отчети на публичните застрахователни дружества трябва да бъде насочен към динамиката на ключови финансови показатели като възвръщаемост на собствения капитал, рентабилност на продажбите, възвръщаемост на активите. Подобни финансови съотношения дават най-точна представа за ефективността от работата на застрахователното дружество и подпомагат инвеститорите при вземане на решение за инвестиции в неговите акции.

Целта на настоящото изследване е да бъде направен анализ на финансовия резултат и на рентабилността на застрахователните дружества, търгувани на фондовата борса. За да бъде постигната тази цел, в разработката са поставени следните задачи:

- да бъдат анализирани ключови показатели от финансовите отчети на публичните дружества;
- да бъде направена оценка на текущото финансово състояние на анализиранияте компании.

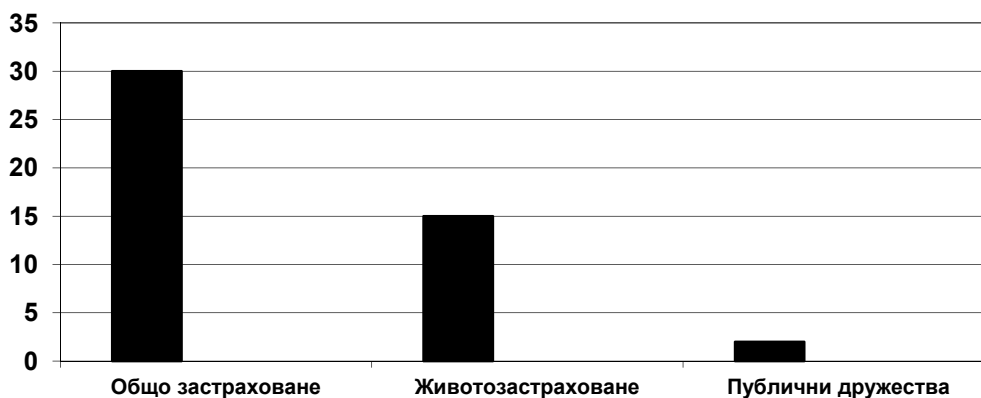
В статията са използвани методът на сравнителния анализ, графичен метод за анализ, анализ чрез финансови съотношения.

² Виж например: **Захариев, А.** Технология за оптимизация на капиталовата структура на фирмата в България (2013) – по примера на “Софарма” АД. Сборник с научно-приложни изследвания по управление на капиталите във фирмата – 2013 (Научна сесия), Том 3, Свищов, 2013, с. 33-52.

I.

Спрямо общата величина на всички застрахователни дружества, броят на пазарно представените застрахователи на фондовата борса остава твърде малък. Към момента на застрахователния пазар работят общо четиридесет и пет застрахователни компании, като в общото застраховане работят тридесет, а в животозастраховането – петнадесет застрахователни дружества. На фондовата борса се търгуват акциите само на две застрахователни компании (виж Фигура 1). Това са публични дружества, чиито предмет на дейност е общото застраховане. Те попадат в отрасъл „Финансови и застрахователни дейности”, подотрасъл „Застраховане, презастраховане и допълнително пенсионно осигуряване”.

Фигура 1. Брой застрахователни дружества, работещи в двата бранша – общо и животозастраховане и публични застрахователни дружества към м. април 2016 г.



Източник: По данни на КФН, БФБ

Финансовите отчети, публикувани от публичните застрахователни дружества, са изготвени съгласно МСС. Те включват:

- отчет за финансовото състояние (баланс);
- отчет за промените в собствения капитал;
- отчет за всеобхватния доход;
- отчет за паричните потоци.

Предвид спецификата и особеностите на годишните счетоводни отчети на публичните застрахователни дружества, е необходимо да бъде направен кратък анализ на всеки от тях. На Таблица 1е представен отчетът за всеобхватния доход на ЗД „Евроинс” АД. Прямо отчета за дохода на фирмите от реалния сектор, основните елементи на отчета за всеобх-

ватния доход на застрахователните дружества значително се различават. Причината се корени във факта, че застрахователните компании поемат определени рискове при сключване на застрахователните договори. По-емането на подобни рискове изисква от тях формирането на застрахователно-технически резерви. Формирането на конкретни резерви е за сметка на отчисления от генерирания премиен приход. От посочения финансов отчет се вижда, че промяната във величината на пренос-премийния резерв оказва съществено влияние върху нетните спечелени премии и върху нетния приход на застрахователното дружество.

Друг съществен фактор, оказващ влияние върху премийния приход, представлява величината на отстъпените премии на презастрахователи. Поемането на особено големи рискове от страна на мениджърите на застрахователното дружество изисква сключването на презастрахователни договори. Величината на отстъпените премии на презастрахователи дава отражение върху нетните премии, а презастрахователната политика оказва влияние върху финансовия резултат на застрахователното дружество.³

Разходите на застрахователното дружество се различават принципно от разходите на публичните дружества, работещи в реалния сектор на икономиката. Тази разлика е продиктувана от оперативната дейност на публичните застрахователни дружества. Те продават застрахователни продукти, свързани с покритието на конкретни рискове. Основно разходно перо в отчета за дохода на застрахователните дружества е величината на изплатените застрахователни обезщетения. Едновременно с това застрахователните компании извършват значителни разходи, свързани с пласмента на застрахователните продукти (разходи за комисионни възнаграждения и реклама), издръжката на персонала, разходи за управление на инвестициите. Съществено разходно перо за застрахователните дружества представляват и отписаните вземания по застрахователни полици. Следователно освен разходите, свързани с изплащане на застрахователни обезщетения, върху величината на крайния финансов резултат на застрахователното дружество влияние оказват още аквизиционните, административните, финансовите и оперативните разходи. Подобна информация се получава и от отчета за всеобхватния доход на другото публично застрахователно дружество – ЗАД „Булстрад“ (Табл. 2).

³ Вж. **Кръстев, Л.** Приложение на финансовите показатели при анализ на общото застраховане. // Библиотека “Образование и наука”, кн. 26, 2012, с. 117-122.

Таблица 1. Отчет за всеобхватния доход на ЗД „Евроинс”
към 31.12.2015

(В хил. лв.)

	2015	2014
Записани бруто премии	118 387	82 886
Отстъпени премии на презастрахователи	(24 162)	(12 793)
Нетни премии	94 225	70 093
Промяна в брутният размер на пренос-премийния резерв	(785)	7 233
Дял на презастрахователя в промяната на пренос-премийния резерв	1 304	7 211
Нетни спечелени премии	94 744	84 537
Приходи от такси и комисиони	1 719	2 652
Финансови приходи	1 474	1 425
Други оперативни приходи	709	252
Нетни приходи	98 646	88 866
Настъпили щети (нетни) от презастраховане	(51 290)	(50 202)
Аквизиционни разходи	(24 781)	(18 355)
Административни разходи	(9 960)	(9 270)
Финансови разходи	(620)	(571)
Други оперативни разходи	(11 518)	(9 989)
Оперативна печалба	477	479
Други приходи (разходи)	(177)	(118)
Печалба (загуба) за периода	300	361
Разходи за данъци	(96)	(64)
Общ всеобхватен доход за периода	204	297

Източник: Годишен финансов отчет на ЗД “Евроинс” за 2015 г.

Всичко, посочено по-горе, е в потвърждение на факта, че принципът на калкулиране на финансовия резултат в застраховането коренно се различава от начина на формиране на финансовия резултат при фирмите, опериращи в останалите сектори на икономиката. Въпреки принципните различия при калкулиране на финансовия резултат на различните публичните компании, тяхната дейност се оценява от инвеститорите на базата на сравними обобщаващи финансови показатели. В разглеждания случай това могат да бъдат печалбата преди лихви и данъци и чистата печалба за периода. В литературата печалбата преди лихвите и данъците се разглежда като основна мярка за рентабилността на фирмата.⁴ Тя показва способността на една фирма да генерира печалба от дейността си като цяло, без да се отчита величината на данъчните задължения и лихвените плащания. В посочения отчет разходите за лихви фигурират като финансов разход и са калкулирани при формиране на

⁴ Вж. Боди, З., Кейн, А., Маркър, А. Инвестиции. София, 2000 г., с. 469.

оперативната печалба. Те обаче представляват малка част от величината на всички финансови разходи. Към финансовите разходи на дружеството са включени още и загубите от преценка и продажба на финансови активи, разходи за управление на инвестициите и други финансови разходи.⁵ В настоящата статия анализът на дейността на публичните застрахователни дружества ще бъде базиран върху чистата печалба за периода или това е печалбата, която остава на разположение след покриване на всички разходи и данъчни плащания.

Таблица 2. Отчет за всеобхватния доход на ЗАД „Булстрад” към 31.12.2015

в хил. лв.	2015	2014
Записани бруто премии	185 340	171 485
Отстъпени премии на презастрахователи	(65 503)	(59 542)
Нетни премии	119 837	111 943
Нетна промяна в пренос-премийния резерв	(1 179)	(1 615)
Нетни спечелени премии	118 658	110 328
Презастрахователни комисионни	10 291	10 733
Доходи от инвестиции	3 665	3 999
Други технически приходи	1 443	2 124
Други приходи	343	137
Общо приходи	134 400	127 321
Настъпили щети, нетни от презастраховане	(74 776)	(67 942)
Аквизиционни разходи	(36 826)	(34 682)
Нетна промяна в отсрочените аквизиционни разходи	941	280
Административни разходи	(17 747)	(17 506)
Други технически разходи	(20 169)	(9 088)
Други нетехнически разходи	(458)	(3 861)
Общо разходи	(149 035)	(132 799)
Загуба от дейността	(14 635)	(5 478)
Разходи за данъци	26	1
Загуба за годината	(14 609)	(5 477)

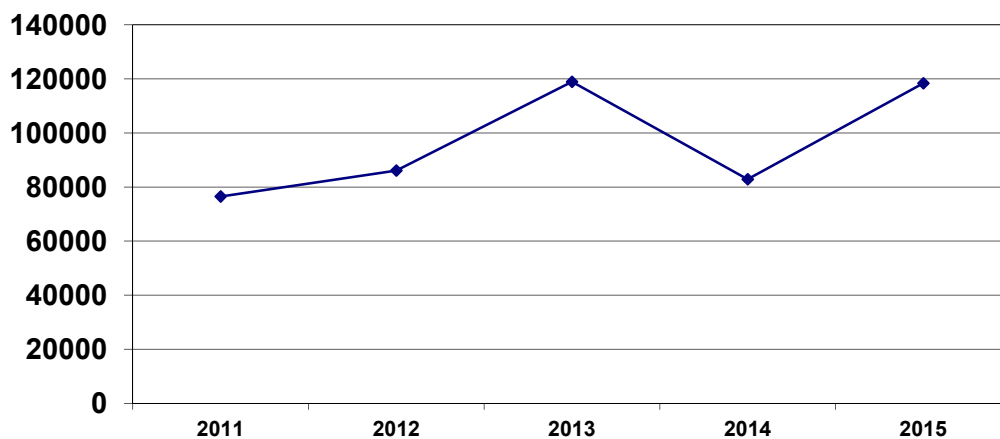
Източник: Годишен финансов отчет на ЗАД “Булстрад” за 2015 г.

⁵ По данни от пояснителните бележки към финансовите отчети на ЗД „Евроинс”.

II.

Финансовите отчети на публичните застрахователни дружества дават важна, макар и противоречива информация на инвеститорите. Прави впечатление, че въпреки големия размер на премийния приход, оповестен от ЗД „Евроинс“, печалбата остава малка.⁶ Премийният приход на дружеството за 2015 година нараства с приблизително 43%, докато оперативната печалба се е свила с около 20%. Дългосрочна представа за финансовото състояние на ЗД „Евроинс“ дава динамиката на премийния приход и величината на чистата печалба на дружеството за последните пет години (фигури 2 и 3).

Фигура 2. Динамика на премийния приход (бруто премиен приход) на ЗД „Евроинс“ за периода 2011 – 2015 г. в хил. лв.

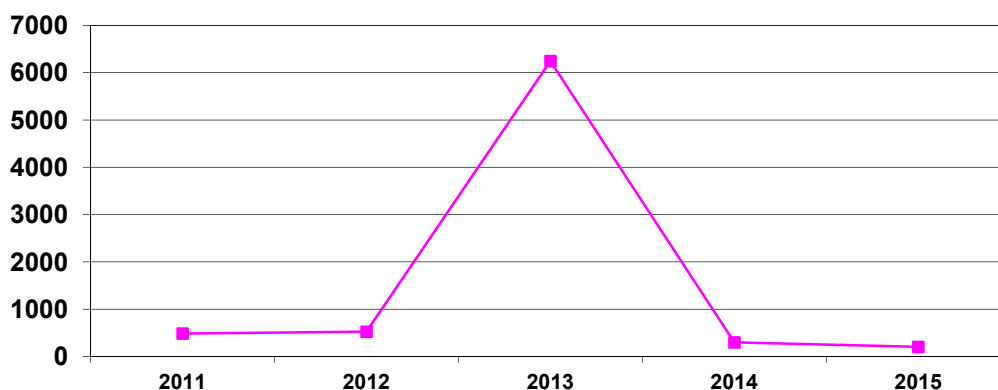


Източник: По данни от годишните финансови отчети на ЗД „Евроинс“ за периода 2011-2015 г.

Премийният приход (бруто премиен приход) на ЗД „Евроинс“ за посочения период показва тенденция на растеж. Най-висок премиен приход за посочения период дружеството успява да генерира през 2013 година – приблизително 119 млн. лв., като за изминалата 2015 година премийният приход на дружеството доближава същите стойности. Въпреки високите стойности на обявения премиен приход, величината на чистата печалба на дружеството за анализирания период, с изключение на 2013 година, остава малка.

⁶ Както е видно от отчета за дохода на ЗД „Евроинс“, премийният приход за 2015 г. е бил приблизително 118 млн. лв., а за 2014 г. е бил приблизително 83 млн. лв. Същевременно дружеството обявява печалба от 207 хил. лв. за 2015 г. и 361 хил. лв. за 2014 г.

Фигура 3. Динамика на чистата печалба на ЗД „Евроинс“ за периода 2011 – 2015 г. в хил. лв.



Източник: По данни от годишните финансови отчети на ЗД „Евроинс“ за периода 2011-2015 г.

За всяка от последните пет години ЗД „Евроинс“ има положителен финансов резултат. За анализирания период обаче (с изключение на 2013 година) величината на чистата печалба на дружество, изразена в процент от брутния премиен приход, не надвишава един процент. Най-висок финансов резултат дружеството постига през 2013 г., когато величината на печалбата надхвърля 6 млн. лв.

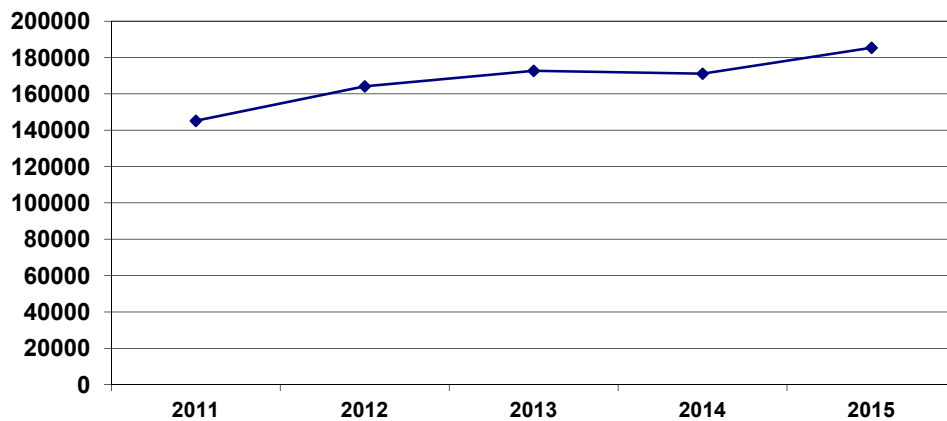
Интерес представлява динамиката във величината на брутния премиен приход и чистата печалба на другото публично застрахователно дружество – ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“.

По отношение на брутния премиен приход ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ отчита тенденция на растеж. Дружеството разширява своите пазарни позиции, като за 2015 година заема над 12% от общия пазарен дял в сферата на общо застраховане. Според критерия „брутен премиен приход“ застрахователното дружество се нарежда на второ място на общозастрахователния пазар.⁷ Силните пазарни позиции и устойчивият растеж на премиения приход следва да покажат, че изминалата 2015 година е още една от поредицата успешни години при работата на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ на общозастрахователния пазар. Дали обаче това наистина е така? Реална представа за работата на застрахователното дружество на застрахователния пазар дава крайният финансов резултат. Важна информация за дейността на дружеството се получава и от редица обобщаващи показатели като рентабилност на продажбите, възвръщаемост на собствения капитал, възвръщаемост на активите. На следващата фигура е представена динамиката

⁷ По данни на КФН за 2015 г.

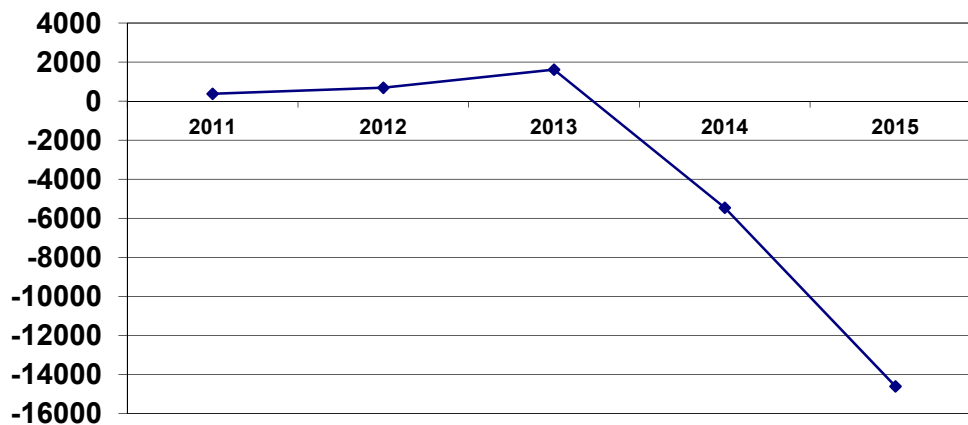
във величината на чистата печалба на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ за период от пет години.

Фигура 4. Динамика на премийния приход (бруто премиен приход) на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ за периода 2011 – 2015 г. в хил. лв.



Източник: По данни от годишните финансови отчети на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ за периода 2011-2015 г.

Фигура 5. Динамика на чистата печалба на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ за периода 2011 – 2015 г. в хил. лв.

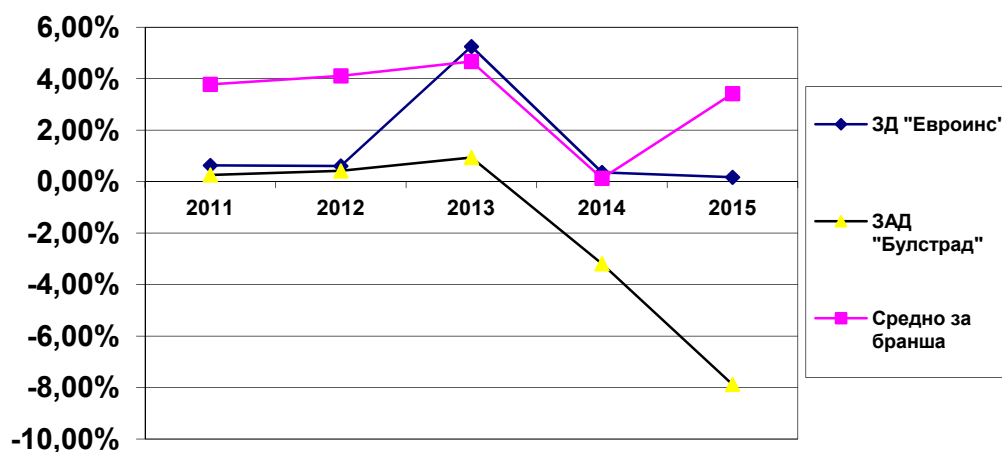


Източник: По данни от годишните финансови отчети на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ за периода 2011-2015 г.

Дружеството отчита нарастване на чистата печалба, но само за първите три години от анализирания период. Въпреки тенденцията на растеж на brutния премиен приход, за последните две години от анализирания период дружеството реализира значителни по размер загуби. За последната година от анализирания период – 2015 година, размерът на загубата надхвърля 14 млн. лв. Причините за подобни аномалии в сферата на застраховането се обясняват с факта, че дружествата поемат риск при сключване и изпълнение на застрахователните договори. Негативно влияние върху крайния финансов резултат оказват най-вече нарастването на изплатените застрахователни обезщетения по сключените застрахователни договори, поддържане на високо равнище на аквизиционните и административно-управленски разходи, нарастването на разходите, свързани с отписани застрахователни вземания.

Разглежданият проблем поставя на преден план въпроса за рентабилността при работата на дружеството на застрахователния пазар. Един от показателите за оценка на ефективността при работата на застрахователното дружество е рентабилността на приходите от продажби. Този показател съпоставя величината на чистата печалба с величината на премиения приход (бруто премиен приход), генериран от застрахователното дружество. Показва чистата печалба, която се пада на сто лева бруто премиен приход. На следващата фигура е представена рентабилността на премиения приход на анализирания застрахователни дружества, изчислена като съпоставка на величината на чистата печалба и brutния премиен приход.

Фигура 6. Рентабилност на премиения приход на ЗД „Евроинс” и на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ за периода 2011 – 2015 г.



Източник: Собствени изчисления.

За посочения период двете застрахователни дружества показват като цяло рентабилност, която е под средната за застрахователния бранш „Общо застраховане“. Рентабилността на премийния приход на ЗД „Евроинс“ за анализирания период е под 1%, с изключение на 2013 г., когато дружеството постига рентабилност от над 5%. Рентабилността на премийния приход на ЗД „Булстрад“ е също под 1%, като същевременно за последните две години от анализирания период рентабилността е негативна величина, тъй като дружеството реализира загуба.

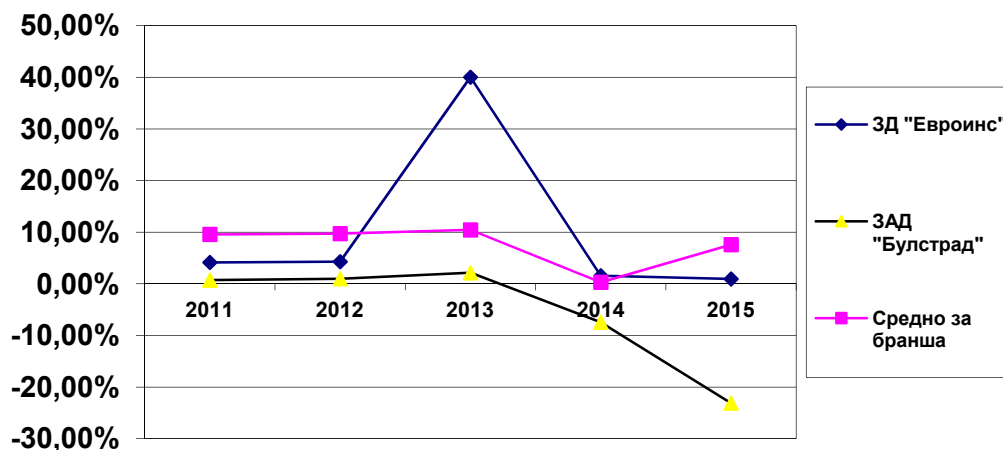
Друг важен показател, представляващ интерес за инвеститорите, е възвръщаемостта на собствения капитал. Този показател съпоставя величината на чистата печалба спрямо собствения капитал на застрахователното дружество.⁸ Показва печалбата, която се пада на сто лева собствен капитал. Анализираният показател следва да се разгледа в две посоки. Първо, той показва динамиката на възвръщаемостта на собствения капитал за анализирания период. Второ, той позволява да се направи съпоставка както между анализирания период, така и спрямо средното за застрахователния бранш равнище. Тъй като двете застрахователни компании се търгуват на фондовата борса и техните финансови показатели се следят от инвеститорите, би следвало те да покажат възвръщаемост на собствения капитал, която е по-висока от средната за бранша. Динамиката на анализирания показател за двете застрахователни дружества – ЗД „Булстрад“ и ЗД „Евроинс“ е представена на Фигура 7.

Както се вижда от посочената фигура, за анализирания период двете публични застрахователни компании постигат възвръщаемост от собствения капитал, която е под средната за бранша „Общо застраховане“. Като цяло застрахователният бранш „Общо застраховане“ отчита стойности за анализирания показател, с изключение на 2014 година, близки до 10%. Същевременно ЗД „Булстрад“ отчита минимални стойности за анализирания показател – между 1% и 2% за първите три години от анализирания период, като за последните две години възвръщаемостта на собствения капитал е негативна величина. За последната година от анализирания период възвръщаемостта на собствения капитал на ЗД „Булстрад“ е била приблизително -23%. Другото публично застрахователно дружество - ЗД „Евроинс“ отчита позитивни стойности по отношение на анализирания показател. Възвръщаемостта на собствения капитал на дружеството обаче също е значително под средната за

⁸ При изчисляването на собствения капитал се взема под внимание неговата средна стойност, изчислена спрямо величината на собствения капитал в началото и в края на годината.

бранша, с изключение на 2013 година, когато дружеството успява да постигне възвръщаемост от собствения капитал приблизително 40%.

Фигура 7. Възвръщаемост на собствения капитал на ЗД „Евроинс” и на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ за периода 2011 – 2015 г.

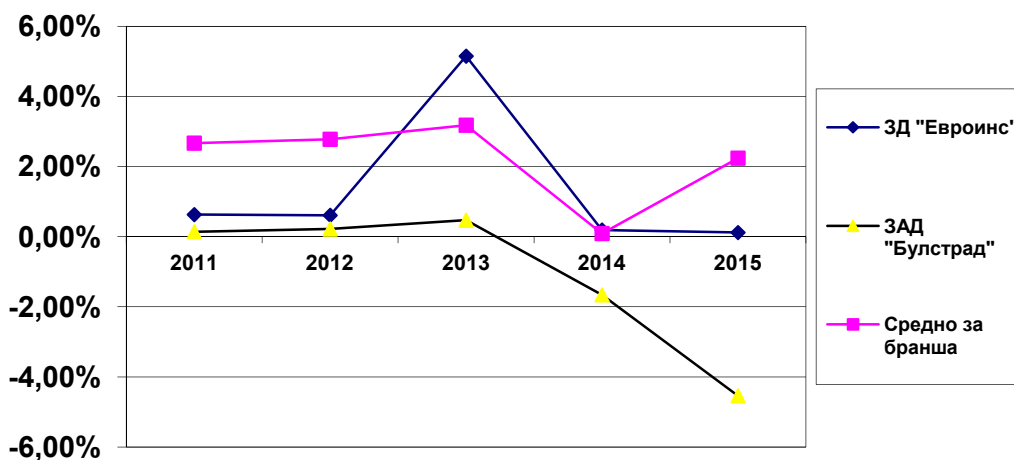


Източник: Собствени изчисления.

Основният извод, който може да бъде направен, е че двете публични застрахователни дружества показват като цяло резултати, които са под средните стойности за застрахователния бранш „Общо застраховане“. Тази закономерност се наблюдава както по отношение на рентабилността на премиения приход (бруто премиен приход), така и по отношение на възвръщаемостта на собствения капитал на анализиранията дружества. Посочената закономерност се потвърждава и по отношение на показателя „възвръщаемост на активите“, изчислен като съпоставка на величината на чистата печалба спрямо стойността на активите на застрахователното дружество.⁹

⁹ При изчисляването на стойността на активите се взема под внимание тяхната средна стойност, изчислена спрямо величината на активите в началото и в края на годината.

Фигура 8. Възвръщаемост на активите на ЗД „Евроинс“ и на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ за периода 2011 – 2015 г.



Източник: Собствени изчисления.

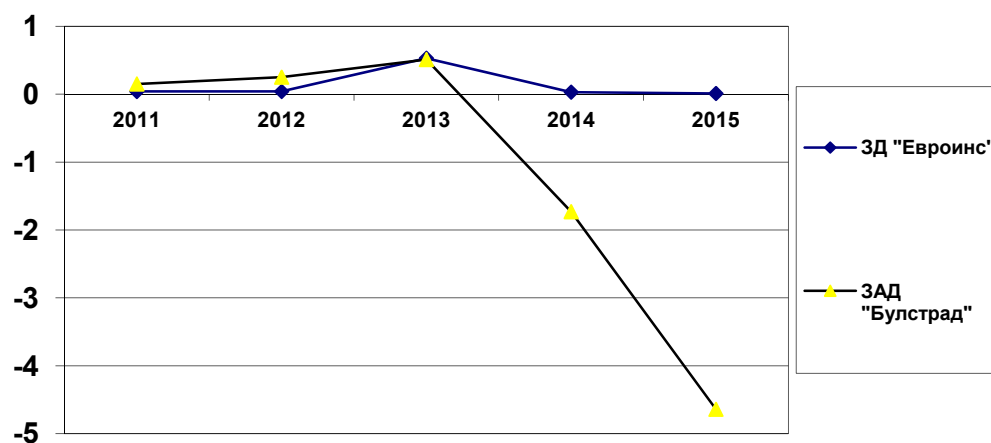
Възвръщаемостта на активите за анализирания период за застрахователния бранш „Общо застраховане“ е в рамките на 2-3%. Изключение прави 2014 година, когато стойността на анализирания показател е под 0,5%. Стойността на този показател за ЗД „Булстрад“ за първите три години от анализирания период е под 0,5%, като за последните две години тази стойност е негативна величина. При ЗД „Евроинс“ възвръщаемостта на активите варира в границите 0,5-1%, с изключение на 2013 година, когато стойността на анализирания показател надхвърля 5%.

Освен посочените по-горе финансови коефициенти, използвани за анализ и оценка на дейността на българските публични компании, за инвеститорите интерес представлява още доходът, който се пада на една акция и цената на акцията. По правило за инвеститорите атрактивна ще бъде тази акция, която осигурява изискуемия от тях доход от нейното притежание. Една акция може да носи на своя притежател доход под две форми – доход от промяната в цената на акцията и доход от дивидент. Когато обаче цената на акцията на конкретна публична компания отчита тенденция на спад, финансовите резултати са незадоволителни, респективно компанията обявява не печалба, а загуба от една акция – това в определена степен отблъсква инвеститорите. Следователно мениджмънтът на българските застрахователни компании, които участват на капиталовия пазар, трябва да бъде ориентиран към повишаване на пазарната

стойност на собствения капитал.¹⁰ Мениджмънтът на застрахователното дружество, насочен към повишаване на неговата пазарна цена на капиталовия пазар, включва система от цели. Тези цели могат да бъдат разделени на застрахователно-технически и на финансови цели.¹¹ Застрахователно-техническите цели са свързани с нарастване на премийния приход и контрол върху величината на извършените разходи. Финансовите цели са свързани с повишаване на доходността от инвестиционния портфейл на застрахователното дружество и начина на неговото финансиране.¹²

На Фигура 9 е представен доходът от акция за двете анализирани публични застрахователни компании.

Фигура 9. Доход (печалба) на акция в лв. за ЗД „Евроинс“ и ЗД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ за периода 2011 – 2015 г.



Източник: годишни финансови отчети на ЗД „Евроинс“ и ЗД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“

ЗД „Евроинс“ осигурява макар и минимален, но положителен доход от притежанието на една своя акция. Доходът от акция варира в границите между една и четири стотинки, с изключение на 2013 година, когато доходът от акция надхвърля петдесет стотинки. При ЗД „Булстрад“ доходът от акция варира в границите между петнадесет и петдесет

¹⁰ Виж Илиев, Б. Адаптивен мениджмънт в застраховането. Фабер, 2010, с. 43-52.

¹¹ Илиев, Б. Цит. съч., с.45.

¹² Пак там, с. 45-47.

стотинки за акция, като за последните две години от анализирания период дружеството отчита загуба на акция. За изминалата 2015 година загубата на една акция надхвърля четири лева.

III.

Интерес представлява как пазарът реагира на оповестените от публичните застрахователни дружества финансови резултати. В специализираната литература е застъпено мнението, че съществуват три основни фактора, които оказват влияние върху пазарната цена на публичните компании. Това са паричните потоци на дружеството, дългосрочната прогноза по отношение на развитието на паричните потоци и цената на капитала или дисконтовия процент, отразяващ риска, свързан с получаването на бъдещите парични потоци.¹³ Обявеният финансов резултат в тримесечните и годишните отчети на публичните дружества обаче дава представа на инвеститорите за начина на развитие на прогнозната стойност на паричните потоци. Следователно обявеният доход от една акция ще окаже влияние върху пазарната стойност на публичното дружество. Слабите финансови резултати могат да накарат инвеститорите да направят корекция по отношение на прогнозната стойност на бъдещите парични потоци, което неминуемо ще окаже влияние върху цената на акциите.¹⁴

На Фигура 10 е представена динамиката в цената на акциите на анализираните публични застрахователни дружества.¹⁵

За анализирания период ЗД „Евроинс“ показва стабилно равнище по отношение на цените на своите акции. Цените на акциите на застрахователното дружество се колебаят в границите 0,95 – 1,10 лв. за акция. При ЗД „Булстрад“ динамиката в цената на акциите е видимо по-голяма. Цената е най-висока през годината, в която дружеството отчита най-висок финансов резултат за анализирания период (2013 г.) и драстично спада през последните две години от периода, когато дружеството отчита негативен финансов резултат.

Интересна е съпоставката между цената и обявената от публичните застрахователни дружества печалба (доход) от една акция. Във финансовата теория и практика това съотношение е известно като

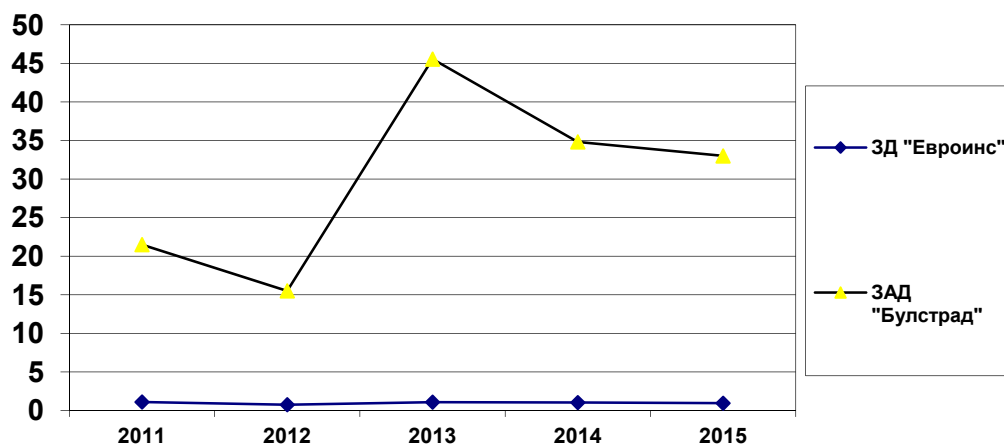
¹³ **Rappaport, A.** Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors. New York, 1998, p. 70.

¹⁴ **Rappaport, A.** Op. cit., p.71.

¹⁵ Отразени са цените на акциите към края на съответната година.

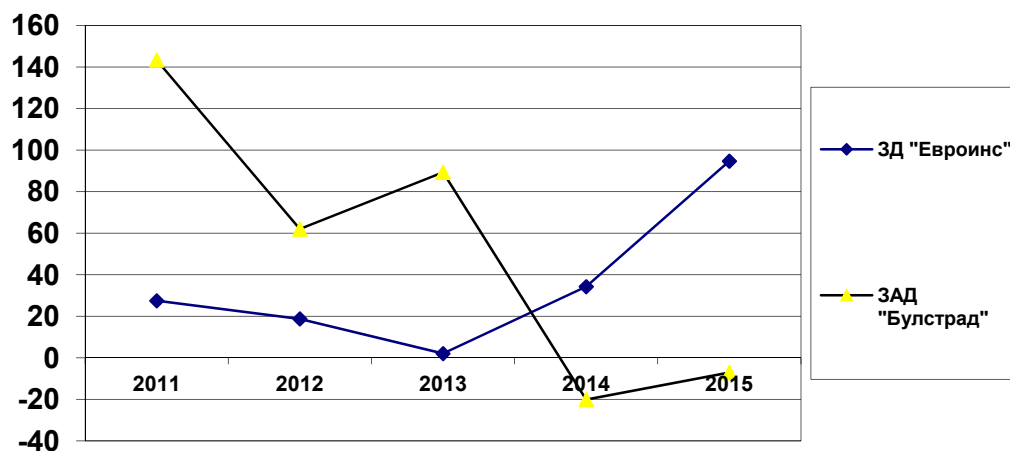
цена/печалба (P/E). На Фигура 11 е представено съотношението цена/печалба за анализираниите застрахователни компании.

Фигура 10. Цена на акция в лв. за ЗД „Евроинс” и ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ за периода 2011 – 2015 г.



Източник: По данни на БФБ.

Фигура 11. Коефициент „цена/печалба“ за ЗД „Евроинс” и ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ за периода 2011 – 2015 г.



Източник: Собствени изчисления.

За анализирания период съотношението цена/печалба при акциите на ЗАД „Булстрад“ спада драстично. В началото на анализирания

период (2011 г.) това съотношение е високо – приблизително 140, а в неговия край съотношението придобива отрицателни стойности. Драс-тичният спад в съотношението цена/печалба е сигнал, че инвеститорите следят официално оповестените финансови резултати на дружеството. Обявеният негативен финансов резултат за последните две години от анализирания период и влошената рентабилност са оказали влияние върху поведението на инвеститорите. При ЗД „Евроинс“ в началото на анализирания период съотношението цена/печалба е много по-ниско от това при ЗАД „Булстрад“. Това съотношение е най-ниско през 2013 г., тъй като дружеството обявява най-висок финансов резултат, респек-тивно доход на акция, след което постепенно нараства.

Освен представените по-горе финансови съотношения, интерес представлява и съотношението цена/счетоводна стойност или P/BV. Из-разява отношение между пазарната стойност на акцията и нейната сче-товодна такава.¹⁶ В литературата е застъпено мнението, че акциите на фирмите с ниско съотношение „пазарна към счетоводна стойност“ са по-сигурна инвестиция, тъй като е малко вероятно цената на акцията да падне под нейната счетоводна стойност.¹⁷ Високият коефициент „цена/счетоводна стойност“ може обаче и да покаже, че инвеститорите виждат потенциал за развитие на фирмата.¹⁸ На Фигура 12 са показани стойностите на коефициента „цена/счетоводна стойност“ за двете анали-зирани публични застрахователни компании.

При ЗД „Евроинс“ се наблюдава тенденция на спад по отношение на стойността на коефициента „цена/счетоводна стойност“. За послед-ните четири години от анализирания период (2012-2015 г.) стойността на коефициента „цена/счетоводна стойност“ е под единица, т.е. цената на акцията е под нейната счетоводна стойност. Ниските стойности на кое-фициента „цена/счетоводна стойност“ (включително под единица) по-казват, че пазарът не е оценил достатъчно високо стойността на акциите на ЗД „Евроинс“. Една от причините за това са по-ниските финансови резултати, оповестени от дружеството, както и ниската рентабилност на развиваната дейност. При ЗД „Булстрад“ стойността на коефициента „цена/счетоводна стойност“ се колебае в широки граници. Например за 2012 г. стойността на коефициента е под единица а през следващата 2013 г. тази стойност клони към 2. Резките колебания в стойността на анали-зирания коефициент се дължат както на промяната в цените на акциите,

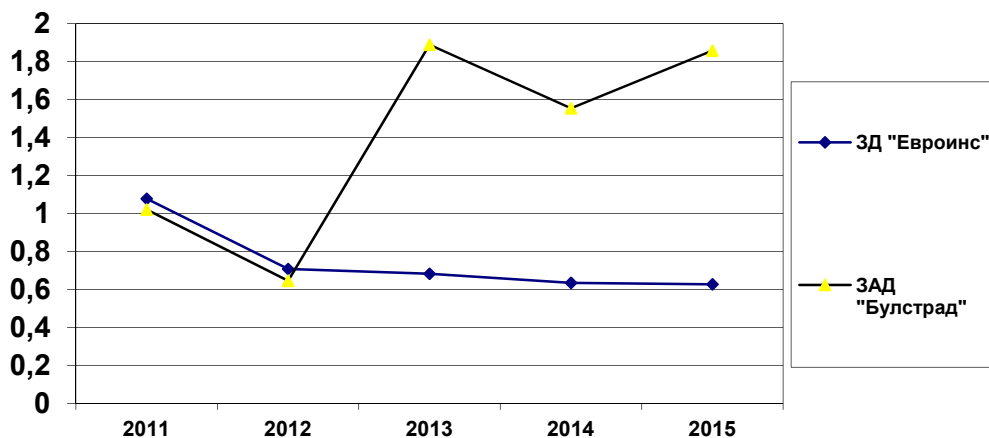
¹⁶ Счетоводната стойност на една акция се получава като се раздели величи-ната на собствения капитал на анализираното дружество на броя на акциите, емити-рани от него.

¹⁷ Боди, З., Кейн, А., Маркъс, А. Цит. съч., с. 481.

¹⁸ Пак там.

така и на динамиката във величината на собствения капитал на застрахователното дружество. Това не позволява да бъде открито ясна тенденция по отношение на стойността на анализирания коефициент за ЗД „Булстрад“.

Фигура 12. Коефициент „цена/счетоводна стойност“ за ЗД „Евроинс“ и ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп“ за периода 2011 – 2015 г.



Източник: Собствени изчисления.

* * *

Направените по-горе констатации в настоящата статия и изведените на преден план закономерности водят до формирането на четири основни извода по отношение на дейността на публичните застрахователни дружества за анализирания петгодишен период.

Първо. Българските публични застрахователни дружества отчитат нарастване на brutния премиен приход. Същевременно обаче тези дружества показват като цяло незадоволителни финансови резултати, включително и загуби. Това означава, че премийният приход не може да бъде единствен критерий при оценката на работата на едно дружество на застрахователния пазар.

Второ. Основен критерий при оценката на работата на застрахователните дружества на застрахователния пазар следва да бъде постигнатата от тях рентабилност. Двете публични застрахователни дружества като цяло показват рентабилност, която е под средната за застрахователния бранш „Общо застраховане“. Същевременно финансовите резултати на българските публични застрахователни компании се следят от инвестиционната общност и би следвало те да постигат рентабилност, която да е над средната за застрахователния бранш. Направената констатация

важи за основни финансови показатели като „рентабилност на премиения приход (бруто премиен приход)“, „възвръщаемост на собствения капитал“, „възвръщаемост на активите“.

Трето. Пазарът дава ясни сигнали по отношение на обявените във финансовите отчети на публичните дружества резултати. Тези сигнали могат да бъдат разчетени както чрез анализ на динамиката на цените на акциите на публичните застрахователи, така и чрез анализ на основни пазарни коефициенти. Такива пазарни коефициенти са „цена/печалба“ и „цена/счетоводна стойност“. При акциите на ЗД „Булстрад“ е ясно изразена тенденцията на спад по отношение на стойността на показателя „цена/печалба“ за анализирания петгодишен период. При ЗД „Евроинс“ прави впечатление, че стойностите на коефициента „цена/счетоводна стойност“ отчитат тенденция на спад. Нещо повече, за последните четири години от анализирания период пазарната стойност на акциите на ЗД „Евроинс“ е под тяхната счетоводна стойност.

Четвърто. Оповестените от публичните застрахователни дружества финансови резултати се следят от инвестиционната общност. Растежът на премиения приход и разширяването на пазарния дял не трябва да бъде водеща цел пред мениджмънта на застрахователното дружество. Основна цел пред мениджмънта на застрахователното дружество трябва да бъде нарастването на пазарната стойност на собствения капитал. Подчинени на тази цел са: растежът на премиения приход; контролът върху величината на извършените разходи, включително изплатените застрахователни обезщетения; начинът на управление на инвестиционния портфейл и техниката на финансиране на дружествата.

Цитирана и използвана литература

1. **Боди, З., Кейн, А., Маркърс, А.** Инвестиции. София, 2000.
2. **Василева, П.** и колектив. Финанси (Методическо ръководство). Свищов, АИ „Ценов“, 2016.
3. **Дамодаран, А.** Инвестиционна оценка. Москва, 2004.
4. **Захариев, А.** и колектив. Финансов анализ. В. Търново, 2016.
5. **Захариев, А.** Технология за оптимизация на капиталовата структура на фирмата в България (2013) – по примера на “Софарма” АД. Сборник с научно-приложни изследвания по управление на капиталите във фирмата – 2013 (Научна сесия), Том 3, Свищов, 2013, с. 33-52.
6. **Илиев, Б.** Адаптивен мениджмънт в застраховането. Фабер, 2010.
7. **Кръстев, Л.** Капиталови пазари. // Библиотека „Образование и наука”, кн.44, 2013.

8. **Костов, Д.** Европейските капиталови пазари-интеграцията като антикризисна мярка // Алманах научни изследвания. Свищов, АИ Ценов, 2012, бр. 18, с. 277-290.
9. **Костов, Д.** Изследване влиянието на макроикономическите фактори върху състоянието на капиталовия пазар. // Емпирични изследвания в икономиката, администрацията и управлението на бизнеса. Сборник с научни изследвания, АСИ Принт, 2011 г., с. 50-68.
10. **Костов, Д.** Количествени измерения на влиянието на чуждестранните портфейлни инвестиции върху българския капиталов пазар. // Годишен алманах Научни изследвания на докторанти, Свищов, АИ Ценов, бр. 3, 2010, с. 259-275.
11. **Лилова, Р., Захариев, А., Божинов, Б.** и колектив. Финанси. Свищов, АИ „Ценов”, 2015.
12. **Николова, Н.** Корпоративни финанси. София, 2008.
13. **Проданов, Ст.** Инвестициите на българските дружества в общото застраховане – тенденции в структурата и доходността. // Народноstopански архив, Кн.1 – 2011 г., с.114 – 120.
14. **Пътев, Пл., Канарян, Н.** Управление на портфейла. В. Търново, 2008.
15. **Павлов, Ц.** Приложение на поведенческите финанси при моделиране на българската рискова премия на акциите. // Бизнес управление, XXV, бр. 2, АИ Ценов, 2015, с. 96-130.
16. **Павлов, Ц.** Моделиране на балансовата печалба на публични дружества в условията на криза. Икономиката и управлението в XXI век - решения за стабилност и растеж: Международна юбилейна научна конференция - Свищов, 8-9.11.2011 г.: Сборник с доклади, АИ Ценов, 2011, с. 179-190.
17. **Тимчев, М.** Финансово-stopански анализ. София, 1999.
18. **Шарп, У., Александер, Г., Бэйли, Д.** Инвестиции. Москва, 2001.
19. **Prodanov, St. and Pavlov, Ts.** Comparative analysis of the leading consumptionbased asset pricing models. // Narodnostopanski arhiv, LXIX, 2016, vol, 1, pp. 22-51.
20. **Rappaport, A.** Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors. New York, 1998.
21. <http://www.bse-sofia.bg/> (25.05.2016)
22. <http://www.bse-sofia.bg/?page=TradingData> (25.05.2016)
23. <http://www.bse-sofia.bg/?page=FinancialReportsOfIssuers> (25.05.2016)
24. <http://www.investor.bg/companies/rating/> (25.05.2016)
25. <http://www.investor.bg/trades/> (25.05.2016)
26. <http://www.fsc.bg/bg/pazari/zastrahovatelen-pazar/statistika/obshto-zastrahovane/> (25.05.2016)

НАРОДНОСТОПАНСКИ АРХИВ

ГОДИНА LXIX, КНИГА 2 – 2016

СЪДЪРЖАНИЕ

Димитър Радилов, Георги Червенски

VAR - модели на шоковете в икономическите цикли
на индивидуалното крайно потребление на домакинствата /3

Светлана Данилина

Виртуалност на фиктивния капитал в съвременните условия /20

Валентин Милинов, Цветан Павлов

Възможности за подобряване на портфейлното представяне на база
дивидентни стратегии и привързаността към местния пазар /32

Людмил Кръстев

Насоки за анализ на финансовите отчети на българските публични
застрахователни компании /54

Димитър Костов

Нов юан или нова валутна система /74

РЕДАКЦИОНЕН СЪВЕТ:

Проф. д-р Андрей Захариев – главен редактор
Проф. д-р Георги Иванов – зам. главен редактор
Проф. д-р Йордан Василев
Доц. д-р Искра Пантелеева
Доц. д-р Стоян Проданов
Доц. д-р Пламен Йорданов
Доц. д-р Румен Лазаров
Доц. д-р Венцислав Василев
Доц. д-р Анатолий Асенов

МЕЖДУНАРОДЕН СЪВЕТ:

Проф. д-р ик.н. Михаил А. Ескиндаров – Ректор на Финансовия университет при Правителството на Руската федерация – федерална държавна образователна институция за професионално образование, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов
Проф. Лестър Лойд-Ризън – Директор на Центъра по международен бизнес към Международното бизнес училище Ашкрофт, Кембридж, Великобритания
Проф. Кен О’Нийл – Ръководител на катедра по предприемачество и развитие на малкия бизнес към Департамента по маркетинг, предприемачество и стратегии на Университет Ълстер, Северна Ирландия
Проф. Ричард Торп – Бизнес школа на Университета Лийдс, професор по развитие на управлението, зам.-директор на Киурт институт, Лийдс, Великобритания
Проф. д-р ик.н. Андрий Крисоватий – Тернополски национален икономически университет, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов
Проф. д-р ик.н. Григоре Белостечник – Ректор на Молдовската академия за икономически изследвания, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов
Проф. д-р ик.н. Йон Кукуй – Президент на Сената на Университета Валахия – гр. Търговище, Румъния, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов
Проф. д-р ик.н. Михаил Ив. Зверяков – Ректор на Одеския държавен икономически университет, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов

Екип за техническо обслужване:

Проф. д-р ик.н. Радко Радков – стилев редактор
Ст. преп. Елка Узунова – координатор и ръководител на екипа
Ст. преп. Даниела Стоилова – превод на английски език
Ст. преп. Румяна Денева – превод на английски език
Ст. преп. Маргарита Михайлова – превод на английски език
Ст. преп. Иванка Борисова – превод на английски език
Ст. преп. Венцислав Диков – стилев редактор на английски език

Адрес на редакцията:

5250 Свищов, ул. „Ем. Чакъров” 2
Проф. д-р Андрей Захариев – главен редактор
☎ (+359) 889 882 298
Деяна Веселинова – технически секретар
☎ (+359) 631 66 309, e-mail: nsarhiv@uni-svishtov.bg
Благовеста Борисова – компютърен дизайн
☎ (+359) 882 552 516, e-mail: bogy@uni-svishtov.bg

© Академично издателство „Ценов” – Свищов
© Стопанска академия „Димитър А. Ценов” – Свищов

ISSN 0323-9004

Народно стопански архив

Свищов, година LXIX, книга 2 - 2016

VAR - модели на шоковете в икономическите цикли на индивидуалното крайно потребление на домакинствата

Виртуалност на фиктивния капитал в съвременните условия

Възможности за подобряване на портфейлното представяне на база дивидентни стратегии и привързаността към местния пазар

Насоки за анализ на финансовите отчети на българските публични застрахователни компании

Нов юан или нова валутна система

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ“



СВИЩОВ

Изисквания при депозиране на статии за сп. „Народностопански архив“

1. Обем: статии от 12 до 25 страници;

2. Депозиране на материалите: на хартиен носител и в електронен вид като приложен файл на E-mail: NSArhiv@uni-svishtov.bg

3. Технически изисквания:

- изпълнение Word 2003 (минимум);
- размер на страницата – А4, 29-31 реда и 60-65 знака на ред;
- разстояние между редовете 1,5 lines (At least 22 pt);
- шрифт – Times New Roman 14 pt;
- полета – Top - 2.54 cm; Bottom - 2.54 cm; Left - 3.17 cm; Right - 3.17 cm;
- номерация на страницата – долу вдясно;
- текст под линия – размер 10 pt;
- графики и фигури – Word 2003 или Power Point.

4. Оформление:

- наименование на статията, име на автора, академична длъжност, научна степен – шрифт Times New Roman, 14 pt, с големи букви Bold – центрирано;

- наименование и адрес на местоработата; телефони за контакти и E-mail;

- резюме на български език в обем до 15 реда; ключови думи – от 3 до 5;

- **JEL** класификация на публикациите с икономически характер (<http://ideas.repec.org/j/index.html>);

- основен текст (изложение);

- таблиците, графиките и фигурите се вграждат софтуерно в текста (да позволяват езикова корекция и превод на английски). Цифрите и текстът вътре в тях се изписват с шрифт Times New Roman 12 pt;

- формулите се създават с Equation Editor;

5. Правилата за цитиране под линия: При цитиране да се спазват изискванията на БДС 17377-96 Библиографско цитиране, поместени тук: <http://www.uni-svishtov.bg/dialog/Bibl.%20Citirane.pdf>.

Всеки автор носи отговорност за отстояваните идеи, съдържанието и техническото оформление на своя текст.

6. Ръкописите на нехабилитирани преподаватели се придружават от препис на протокол от катедрата, обсъдила и предложила научната разработка за публикуване.

Авторите на публикуваните материали на страниците на списание „Народностопански архив“ носят отговорност за тяхната автентичност.

От Редакционния съвет