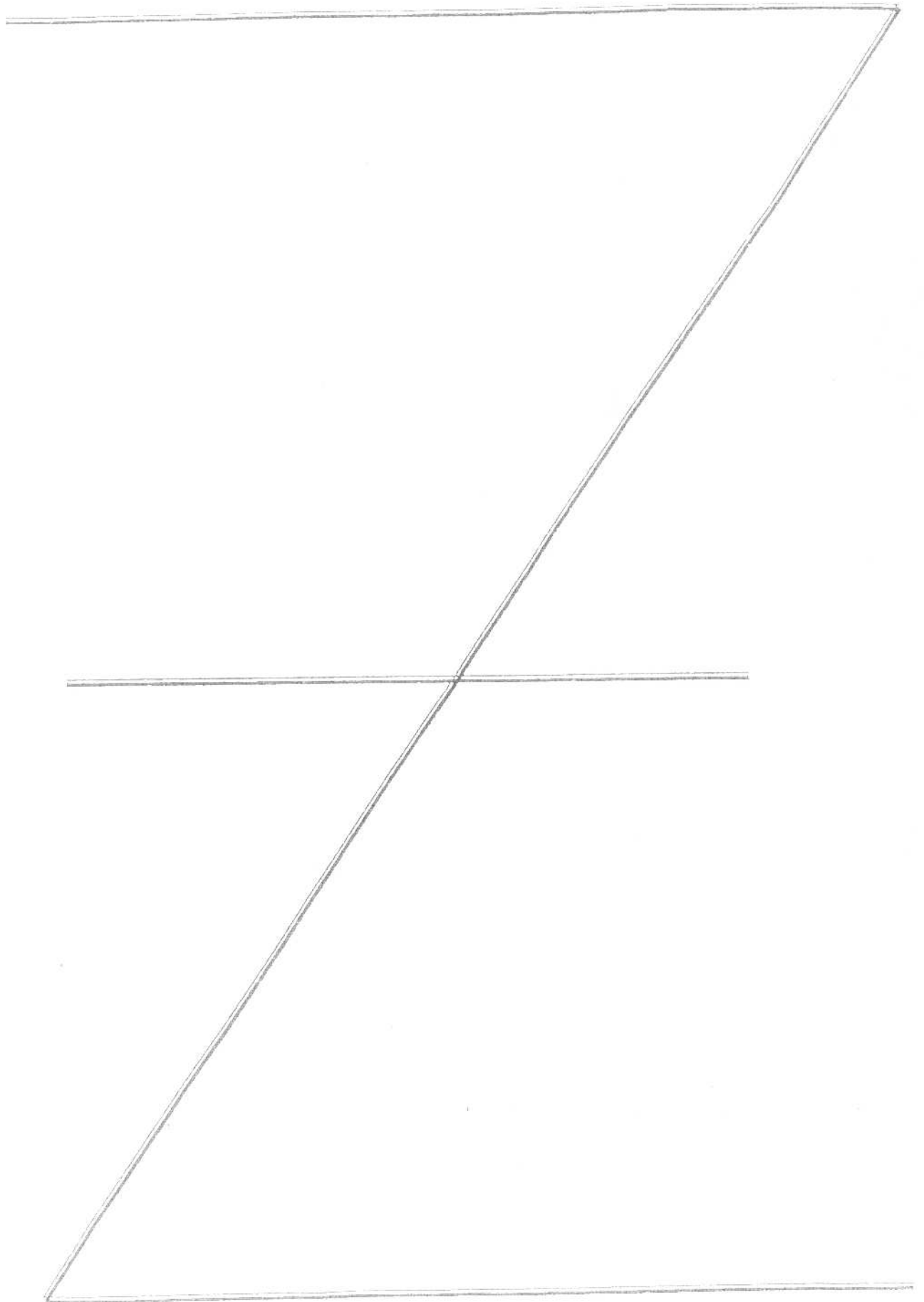


Размерът на **нетния оборотен капитал** - текущи активи (без парични средства) минус текущи задължения (без лихвените плащания) е прогнозиран като дял от предвидените брутни записани премии за съответния сценарий. Прогнозата се основава на допускането, че конкретният размер на изменението на оборотния капитал зависи най-вече от провежданата от дружеството политика за управление на вземанията и задълженията, и конюктурата в която действа компанията. Нивата на вземанията отразява политиката, която би провеждал мениджмънта на Дружеството при очакваното развитие на икономиката през следващите няколко години. В условията на едно бъдещо излизане от рецесия и финансова криза се допуска, че ще се постави акцент върху подобряване на ликвидността с цел намаляване на необходимия оборотен ресурс и ще се търси привличане на финансово по-стабилни клиенти и партньори. Разликата между трите сценария е в различните допускания за очакваното изменение на размера на оборотния капитал през петата и шестата прогнозни години, представено таблично както следва.

реалистичен	отчетен период				прогнозен период					
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
ИЗМЕНЕНИЕ НА ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	2008	2009	2010	30.06.11 (2011 III)	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
Брутни записани премии (годишна база)	247285	235530	207927	197242	194447	211673	223710	232996	247856	261281
ТЕКУЩИ АКТИВИ										
Вземания по застрахователни и здравноосигурит. операции	62106	50350	38530	45205	45585	47638	48249	46975	45903	37977
Вземания по презастрахователни операции	1840	9091	9684	5627	5293	5762	6089	6342	6746	7112
Дял на презастрахователите в математическия резерв	106	114	129	138	143	155	164	171	182	192
Други вземания	16757	20529	21195	23753	22164	23412	24462	25624	26789	28354
ОБЩО ТЕКУЩИ АКТИВИ	80703	79970	69409	74585	73184	76967	78964	79111	79621	73634
дял от Брутни записани премии	0,33	0,34	0,33	0,38	0,38	0,36	0,35	0,34	0,32	0,28
ТЕКУЩИ ПАСИВИ										
Отсрочени данъчни пасиви	1747	2179	2057	2057	1871	2037	2152	2242	2385	2514
Депозити на презастрахователи	194	0	17216	22037	17829	19408	20512	21363	22726	23957
Задължения по застрахователни и презастрах. операции	11571	11806	6355	6156	7196	7834	8280	8623	9173	9670
Задължения по презастраховане	5979	9344	14240	12900	10857	11818	12491	13009	13839	14588
Други задължения	4606	5723	4578	5150	4597	5005	5289	5509	5860	6178
Предплатени премии	14635	10265	8434	1203	5956	6484	6853	7137	7592	8003
ОБЩО ТЕКУЩИ ПАСИВИ	34357	39317	52880	49503	48306	52586	55576	57883	61575	64910
дял от Брутни записани премии	0,139	0,167	0,254	0,251	0,248	0,248	0,248	0,248	0,248	0,248
НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	46346	40653	16529	25082	24878	24381	23388	21228	18046	8724
ИЗМЕНЕНИЕ НА НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	X	-5693	-24124	8553	-204	-497	-993	-2160	-3182	-9322

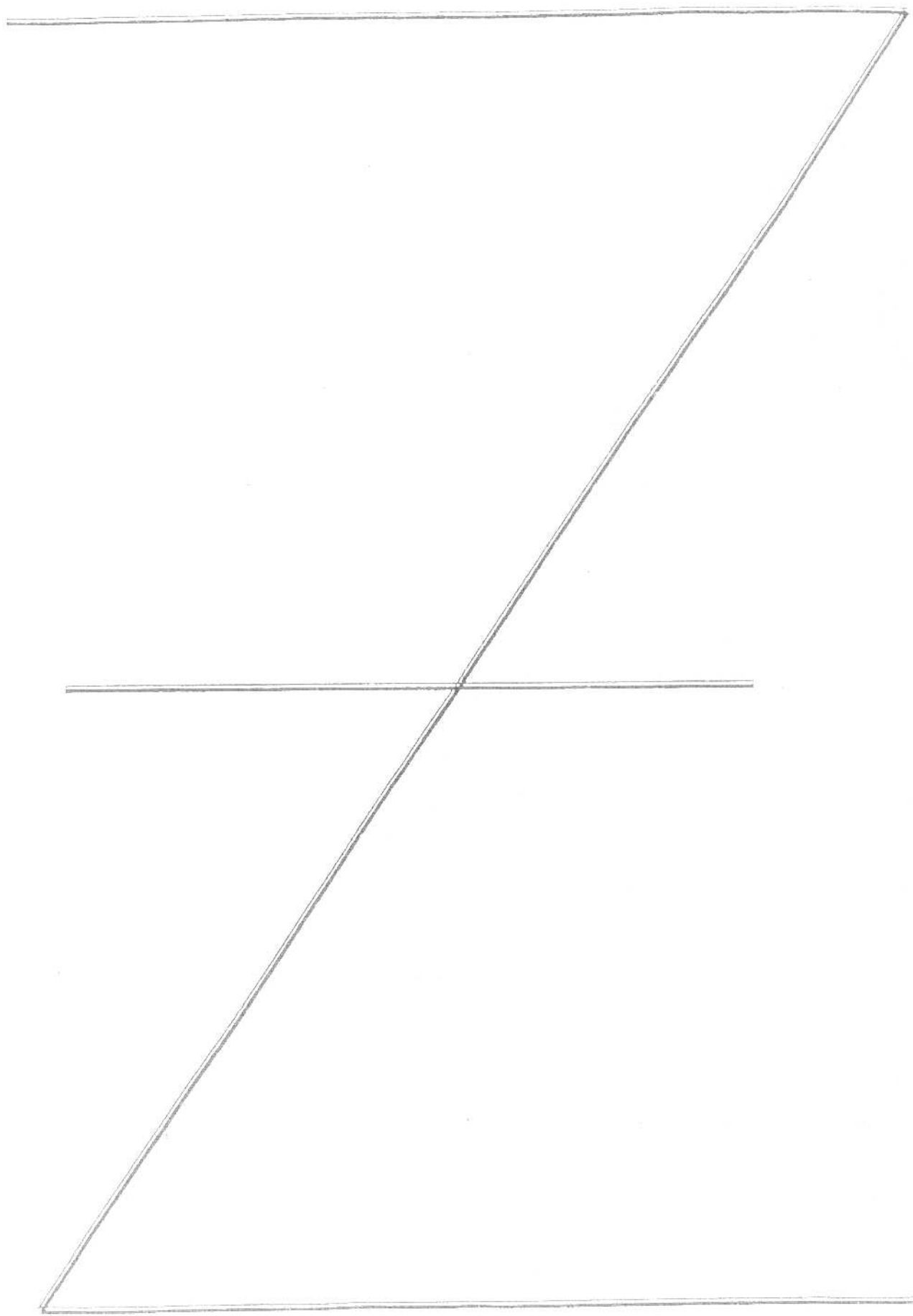
оптимистичен	отчетен период				прогнозен период					
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
ИЗМЕНЕНИЕ НА ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	2008	2009	2010	30.06.11 (2011 III)	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
Брутни записани премии (годишна база)	247285	235530	207927	197242	194447	211673	223710	232996	250186	266239
ТЕКУЩИ АКТИВИ										
Вземания по застрахователни и здравноосигурит. операции	62106	50350	38530	45205	45585	47636	48258	47478	51040	53439
Вземания по презастрахователни операции	1840	9091	9684	5627	5293	5762	6089	6342	6810	7247
Дял на презастрахователите в математическия резерв	106	114	129	138	143	155	164	171	183	195
Други вземания	16757	20529	21195	23753	22164	23412	24462	25624	24954	26127
ОБЩО ТЕКУЩИ АКТИВИ	80703	79970	69409	74585	73184	76965	78972	79615	82988	87008
дял от Брутни записани премии	0,33	0,34	0,33	0,38	0,38	0,36	0,35	0,34	0,33	0,33
ТЕКУЩИ ПАСИВИ										
Отсрочени данъчни пасиви	1747	2179	2057	2057	1871	2037	2152	2242	2512	2975
Депозити на презастрахователи	194	0	17216	22037	17829	19408	20512	21363	23936	28355
Задължения по застрахователни и презастрах. операции	11571	11806	6355	6156	7196	7834	8280	8623	9662	11445
Задължения по презастраховане	5979	9344	14240	12900	10857	11818	12491	13009	14576	17266
Други задължения	4606	5723	4578	5150	4597	5005	5289	5509	6172	7312
Предплатени премии	14635	10265	8434	1203	5956	6484	6853	7137	7997	9473
ОБЩО ТЕКУЩИ ПАСИВИ	34357	39317	52880	49503	48306	52586	55576	57883	64854	76826
дял от Брутни записани премии	0,139	0,167	0,254	0,251	0,248	0,248	0,248	0,248	0,259	0,289
НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	46346	40653	16529	25082	24878	24379	23396	21732	18134	10182
ИЗМЕНЕНИЕ НА НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	X	-5693	-24124	8553	-204	-499	-983	-1664	-3598	-7952



Нетните парични потоци по модела FCFE са изчислени, като нетната печалба за акционерите, след лихви и данъци върху печалбата, се увеличава с разходите за амортизация и с изменението на нетния дълг, и се намалява с изменението на оборотния капитал, с инвестициите в нефинансови активи, и с изменението на финансовите активи. Компанията не е емитирала привилегирани акции и не е изплащала дивиденди, поради което не се прогнозира такива позиции. Прогнозата за чистите парични потоци е представена, както следва:

реалистичен	отчетен период				прогнозен период					
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
ВХОДЯЩИ - ИЗХОДЯЩИ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ (Собствен капитал капитал)	2008	2009	2010	30.06.11 2011 H1	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
Приходи от дейността	194085	213318	200503	75504	159012	163043	178907	187218	198265	210609
Разходи за дейността	-195311	-212560	-220681	-76694	-154998	-157991	-170160	-176719	-185821	-194211
Доходи от дейността (данъци)	-1226	758	-20178	-1190	4014	5052	8748	10499	12443	16398
Данъчна ставка (%)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Данъци	-304	-901	-127	-234	401	505	875	1050	1244	1640
Печалба след данъци	-1530	-143	-20305	-1424	3612	4547	7873	9449	11199	14758
Нетна преоценка на активи	3823	53	-268	266	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба	2293	-90	-20573	-1158	3612	4547	7873	9449	11199	14758
Малцинствено участие	-138	-113	-251	2	92	119	142	150	156	165
Нетна печалба за акционерите	2431	23	-20322	-1160	3520	4427	7731	9299	11043	14593
Разходи за амортизация (+)	2159	3472	2747	2723	2998	3293	3610	3939	4290	4243
Изменение на нетен оборотен капитал (-)	X	-5693	-24124	8553	-204	-497	-993	-2160	-3182	-9322
Изменение на нетен дълг (+)	X	5511	1249	-2857	49	184	526	358	572	617
Изменение на финансови активи (-)	X	44830	-177	15890	-15229	7928	6730	5708	4952	4101
Инвестиции в нефинансови активи (-)	X	6435	5353	1650	3312	3656	3974	4194	4523	4843
Нетни парични потоци за собствен капитал	X	8264	2445	-11496	18689	-3182	2155	5854	9614	19832

оптимистичен	отчетен период				прогнозен период					
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
ВХОДЯЩИ - ИЗХОДЯЩИ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ (Собствен капитал капитал)	2008	2009	2010	30.06.11 2011 H1	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
Приходи от дейността	194085	213318	200503	75504	159012	163043	178907	187218	201032	213930
Разходи за дейността	-195311	-212560	-220681	-76694	-154998	-157991	-170160	-176719	-188334	-197004
Доходи от дейността (данъци)	-1226	758	-20178	-1190	4014	5052	8748	10499	12698	16926
Данъчна ставка (%)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Данъци	-304	-901	-127	-234	401	505	875	1050	1270	1693
Печалба след данъци	-1530	-143	-20305	-1424	3612	4547	7873	9449	11428	15234
Нетна преоценка на активи	3823	53	-268	266	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба	2293	-90	-20573	-1158	3612	4547	7873	9449	11428	15234
Малцинствено участие	-138	-113	-251	2	92	119	142	150	156	165
Нетна печалба за акционерите	2431	23	-20322	-1160	3520	4427	7731	9299	11272	15069
Разходи за амортизация (+)	2159	3472	2747	2723	2998	3293	3610	3939	4293	4254
Изменение на нетен оборотен капитал (-)	X	-5693	-24124	8553	-204	-499	-983	-1664	-3598	-7952
Изменение на нетен дълг (+)	x	5511	1249	-2857	49	184	526	358	662	818
Изменение на финансови активи (-)	X	44830	-177	15890	-15229	7928	6730	5708	5053	4162
Инвестиции в нефинансови активи (-)	9082	6435	5353	1650	3312	3656	3974	4194	4564	4928
Нетни парични потоци за собствен капитал	X	8264	2445	-11496	18689	-3180	2144	5359	10208	19003



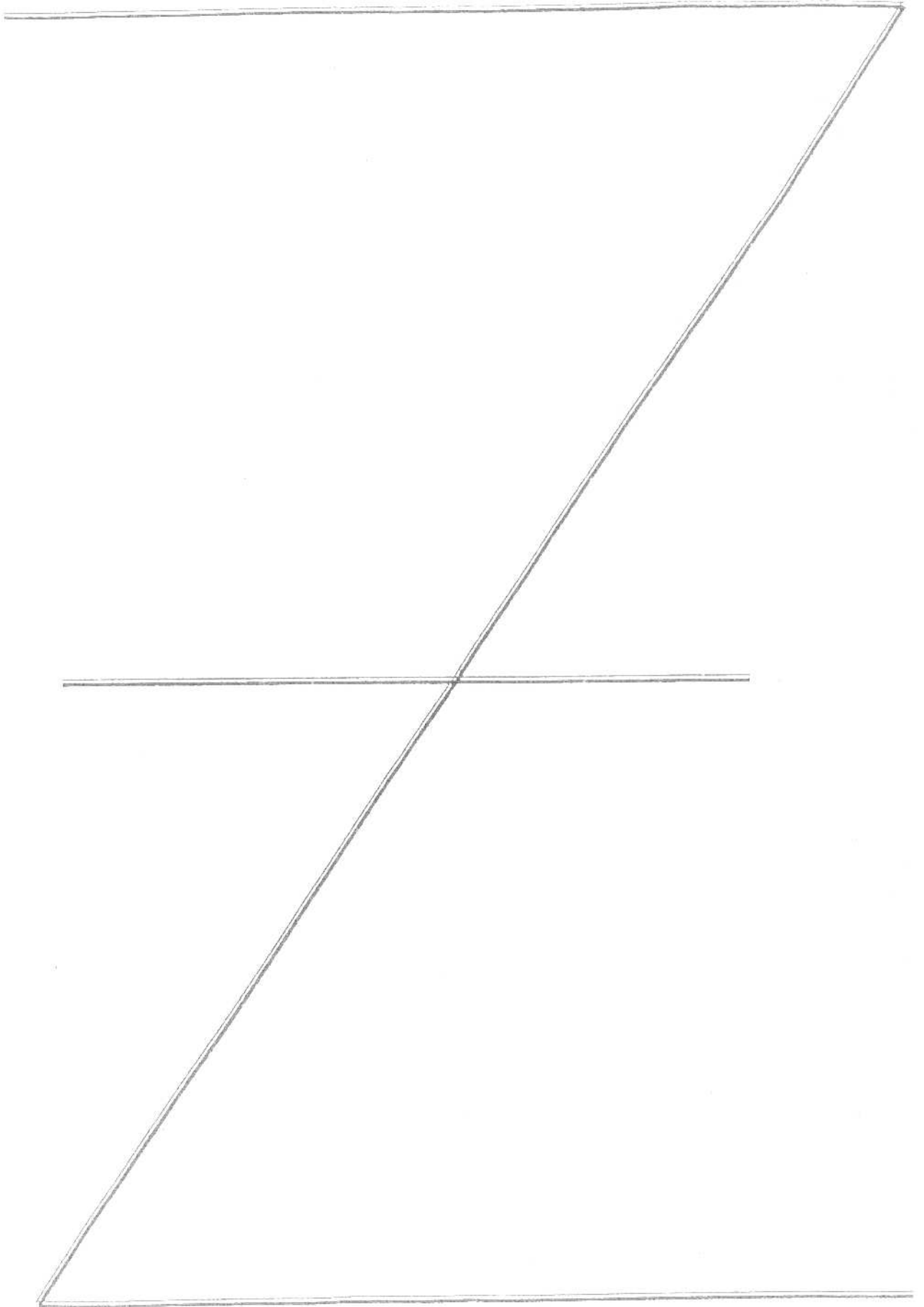
песимистичен	отчетен период				прогнозен период					
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
ИЗМЕНЕНИЕ НА ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	2008	2009	2010	30.06.11 (2011 H1)	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
Брутни записани премии (годишна база)	247285	235530	207927	197242	194447	211673	223710	232996	245526	256369
ТЕКУЩИ АКТИВИ										
Вземания по застрахователни и здравноосигурит. операции	62106	50350	38530	45205	45585	47638	48249	47480	49866	50568
Вземания по презастрахователни операции	1840	9091	9684	5627	5293	5762	6089	6342	6683	6978
Дял на презастрахователите в математическия резерв	106	114	129	138	143	155	164	171	180	188
Други вземания	16757	20529	21195	23753	22164	23412	24462	25624	24380	24723
ОБЩО ТЕКУЩИ АКТИВИ	80703	79970	69409	74585	73184	76967	78964	79617	81110	82458
<i>дял от Брутни записани премии</i>	<i>0.33</i>	<i>0.34</i>	<i>0.33</i>	<i>0.38</i>	<i>0.38</i>	<i>0.36</i>	<i>0.35</i>	<i>0.34</i>	<i>0.33</i>	<i>0.32</i>
ТЕКУЩИ ПАСИВИ										
Отсрочени данъчни пасиви	1747	2179	2057	2057	1871	2037	2152	2242	2465	2865
Депозити на презастрахователи	194	0	17216	22037	17829	19408	20512	21363	23490	27303
Задължения по застрахователни и презастрах. операции	11571	11806	6355	6156	7196	7834	8280	8623	9482	11021
Задължения по презастраховане	5979	9344	14240	12900	10857	11818	12491	13009	14304	16626
Други задължения	4606	5723	4578	5150	4597	5005	5289	5509	6057	7041
Предплатени премии	14635	10265	8434	1203	5956	6484	6853	7137	7848	9122
ОБЩО ТЕКУЩИ ПАСИВИ	34357	39317	52880	49503	48306	52586	55576	57883	63646	73978
<i>дял от Брутни записани премии</i>	<i>0.139</i>	<i>0.167</i>	<i>0.254</i>	<i>0.251</i>	<i>0.248</i>	<i>0.248</i>	<i>0.248</i>	<i>0.248</i>	<i>0.259</i>	<i>0.289</i>
НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	46346	40653	16529	25082	24878	24381	23388	21734	17464	8479
ИЗМЕНЕНИЕ НА НЕТЕН ОБОРОТЕН КАПИТАЛ	X	-5693	-24124	8553	-204	-497	-993	-1654	-4270	-8984

Размерът на **нетния дълг** отразява разликата между главницата по лихвоносния дълг и паричните средства отчитани по каса и по разплащателни сметки. Дружеството има несъществен по размери лихвоносен дълг от лизинг, чието погасяване е с матуритет през третия прогнозен период. Паричните наличности са прогнозираны като средно претеглена величина с постоянен дял (0,039) от предвидените брутни записани премии, еднакъв и за трите сценария. Прогнозата за изменението на нетния дълг е представена за всеки един от трите сценария, както следва:

реалистичен	отчетен период				прогнозен период					
-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	
Лена ве	2008	2009	2010	30.06.11 2011 H1	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
ИЗМЕНЕНИЕ НА НЕТЕН ЛИХВОНОСЕН ДЪЛГ										
Дългосрочен дълг (главница) в началото на периода	35	340	813	291	251	202	62	0	0	0
Промяна на дълга (главница)	305	473	-522	-40	-49	-140	-62	0	0	0
Дългосрочен дълг (главница) в края на периода	340	813	291	251	202	62	0	0	0	0
Парични средства (каса и РС)	4296	10280	11007	8110	8110	8155	8618	8976	9548	10166
<i>дял от Брутни записани премии</i>	<i>0.017</i>	<i>0.042</i>	<i>0.045</i>	<i>0.016</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>
Нетен дълг	3956	9467	10716	7859	7908	8093	8618	8976	9548	10166
изменение на нетен дълг	x	5511	1249	-2857	49	184	526	358	572	617

оптимистичен	отчетен период				прогнозен период					
-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	
Лена ве	2008	2009	2010	30.06.11 2011 H1	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
ИЗМЕНЕНИЕ НА НЕТЕН ЛИХВОНОСЕН ДЪЛГ										
Дългосрочен дълг (главница) в началото на периода	35	340	813	291	251	202	62	0	0	0
Промяна на дълга (главница)	305	473	-522	-40	-49	-140	-62	0	0	0
Дългосрочен дълг (главница) в края на периода	340	813	291	251	202	62	0	0	0	0
Парични средства (каса и РС)	4296	10280	11007	8110	8110	8155	8618	8976	9638	10457
<i>дял от Брутни записани премии</i>	<i>0.017</i>	<i>0.042</i>	<i>0.045</i>	<i>0.016</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>
Нетен дълг	3956	9467	10716	7859	7908	8093	8618	8976	9638	10457
изменение на нетен дълг	x	5511	1249	-2857	49	184	526	358	662	818

песимистичен	отчетен период				прогнозен период					
-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	
Лена ве	2008	2009	2010	30.06.11 2011 H1	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
ИЗМЕНЕНИЕ НА НЕТЕН ЛИХВОНОСЕН ДЪЛГ										
Дългосрочен дълг (главница) в началото на периода	35	340	813	291	251	202	62	0	0	0
Промяна на дълга (главница)	305	473	-522	-40	-49	-140	-62	0	0	0
Дългосрочен дълг (главница) в края на периода	340	813	291	251	202	62	0	0	0	0
Парични средства (каса и РС)	4296	10280	11007	8110	8110	8155	8618	8976	9459	9876
<i>дял от Брутни записани премии</i>	<i>0.017</i>	<i>0.042</i>	<i>0.045</i>	<i>0.016</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>	<i>0.039</i>
Нетен дълг	3956	9467	10716	7859	7908	8093	8618	8976	9459	9876
изменение на нетен дълг	x	5511	1249	-2857	49	184	526	358	483	418



песимистичен	отчетен период				прогнозен период					
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
ВХОДЯЩИ - ИЗХОДЯЩИ										
НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ (Собствен капитал капитал)	2008	2009	2010	30.06.11 2011 H1	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
Приходи от дейността	194085	213318	200503	75504	159012	163043	178907	187218	197285	205999
Разходи за дейността	-195311	-212560	-220681	-76694	-154998	-157991	-170160	-176719	-186204	-194354
Доходи от дейността (данъци)	-1226	758	-20178	-1190	4014	5052	8748	10499	11081	11645
Данъчна ставка (%)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Данъци	-304	-901	-127	-234	401	505	875	1050	1108	1164
Печалба след данъци	-1530	-143	-20305	-1424	3612	4547	7873	9449	9973	10480
Нетна преоценка на активи	3823	53	-268	266	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба	2293	-90	-20573	-1158	3612	4547	7873	9449	9973	10480
Малцинствено участие	-138	-113	-251	2	92	119	142	150	156	165
Нетна печалба за акционерите	2431	23	-20322	-1160	3520	4427	7731	9299	9817	10315
Разходи за амортизация (+)	2159	3472	2747	2723	2998	3293	3604	3921	4241	4152
Изменение на нетен оборотен капитал (-)	X	-5693	-24124	8553	-204	-497	-993	-1654	-4270	-8984
Изменение на нетен дълг (+)	x	5511	1249	-2857	49	184	526	358	483	418
Изменение на финансови активи (-)	X	44830	-177	15890	-15229	7928	6730	5708	4004	3010
Инвестиции в нефинансови активи (-)	9082	6435	5353	1650	3312	3656	3902	4043	4154	4330
Нетни парични потоци за собствен капитал	X	8264	2445	-11496	18689	-3182	2222	5481	10653	16529

Нормата на дисконтиране, за модела на дисконтираните нетни парични потоци за собствен капитал (FCFE) **е цената на финансиране със собствен капитал** определена по известния метод CAPM (Capital Asset Pricing Model) и представлява сбор между безрисковата норма на възвръщаемост (Rf) и произведението на бета коефициента (β) и разликата между прогнозната пазарна възвръщаемост (Rm) и безрисковата норма на възвръщаемост (Rf), изразено с математическа формула, както следва:

$$r = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Безрисковата норма на възвръщаемост (Rf) се идентифицира с доходността на съкровищните инструменти, като най-често се ползва ставката на възвръщаемостта на 7 или 10 годишните държавни ценни книжа. За целите на тази разработка, като безрискова норма на възвръщаемост е използвана доходността на десет годишните германски ДЦК¹, която в номинално изражение е в размер на 3,024%..

Извеждане на бета коефициент (β). ЗАД „Булстрад Виена иншурънс груп“ АД е регистрирано като публично дружество и акциите на дружеството се търгуват на Българската фондова борса. Акциите на дружеството не може да бъдат определени като „активно търгувани“, съгласно параграф 1, т.1 от Наредба №41 на КФН, поради което считаме, че използването на пазарна „бета“ изчислена по данни на българския фондов пазар, не е подходящо при определянето на нормата на дисконтиране.

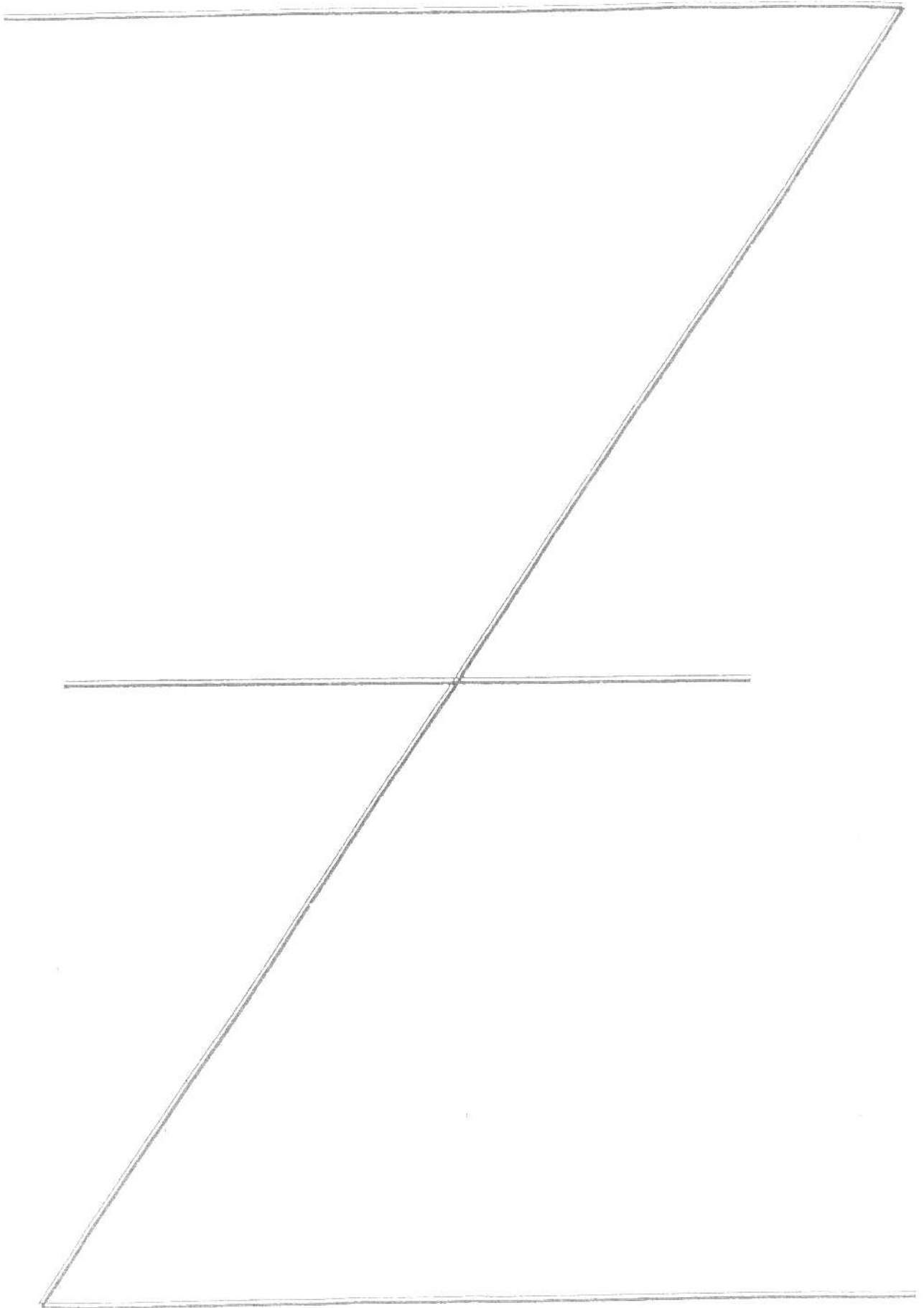
Вместо това, използваме средната „бета“ за отрасъла, в който оперира „Булстрад Виена иншурънс груп“ АД, коригирана с нивото на финансов ливъридж на дружеството, чрез използване на съотношението дълг/собствен капитал. За целта, първо се изчислява т.нар. „бета без дълг“ (unlevered beta), която отчита пазарния риск на една компания с нулево ниво на дълг. За целта, средната за отрасъла бета се коригира със средните за отрасъла съотношение „дълг/собствен капитал“ и средна данъчна ставка, чрез следната формула:

$$\beta_u = \beta_a / (1 + (1 - t) * (D_a / E_a))$$

Където :

β_u бета без дълг (unlevered beta);

¹ Вж.: http://online.wsj.com/mdc/public/page/2_3022-govtbonds-20110630.html?mod=mdc_pastcalendar



- β_a средна бета за отрасъла (levered beta);
 t средна данъчна ставка за индустрията;
 D_a/E_a средно за отрасъла съотношение дълг/собствен капитал;

При прилагането на формулата са използвани изходни данни от интернет страницата <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> на световно известния в теорията на оценяването проф. Асват Дамодаран от Университета в Ню Йорк - автор на многобройни изследвания по проблемите на оценяването, включително и за оценяването на компании от т. нар „развиващи“ се пазари, и в частност изведени за отрасъл застраховане, валидни за Европа, а именно:

- β_a средна бета за отрасъла – 0.86131
 t средна данъчна ставка за индустрията - 21,15%;
 D/E средно за отрасъла съотношение дълг/собствен капитал – 59,42%;

В резултат на направените изчисления, получената „бета без дълг“ възлиза на 0,58653.

Формулата за „бета с дълг“ отчита влиянието на дълга, който Дружеството е поело. По този начин, „бета без дълг“, която отчита единствено бизнес риска се актуализира със съотношението „дълг/собствен капитал“, за да се получи бета на самата компания. Формулата за „бета с дълг“ е следната:

$$\beta_l = \beta_u \cdot (1 + (1-t) \cdot (D/E))$$

Където :

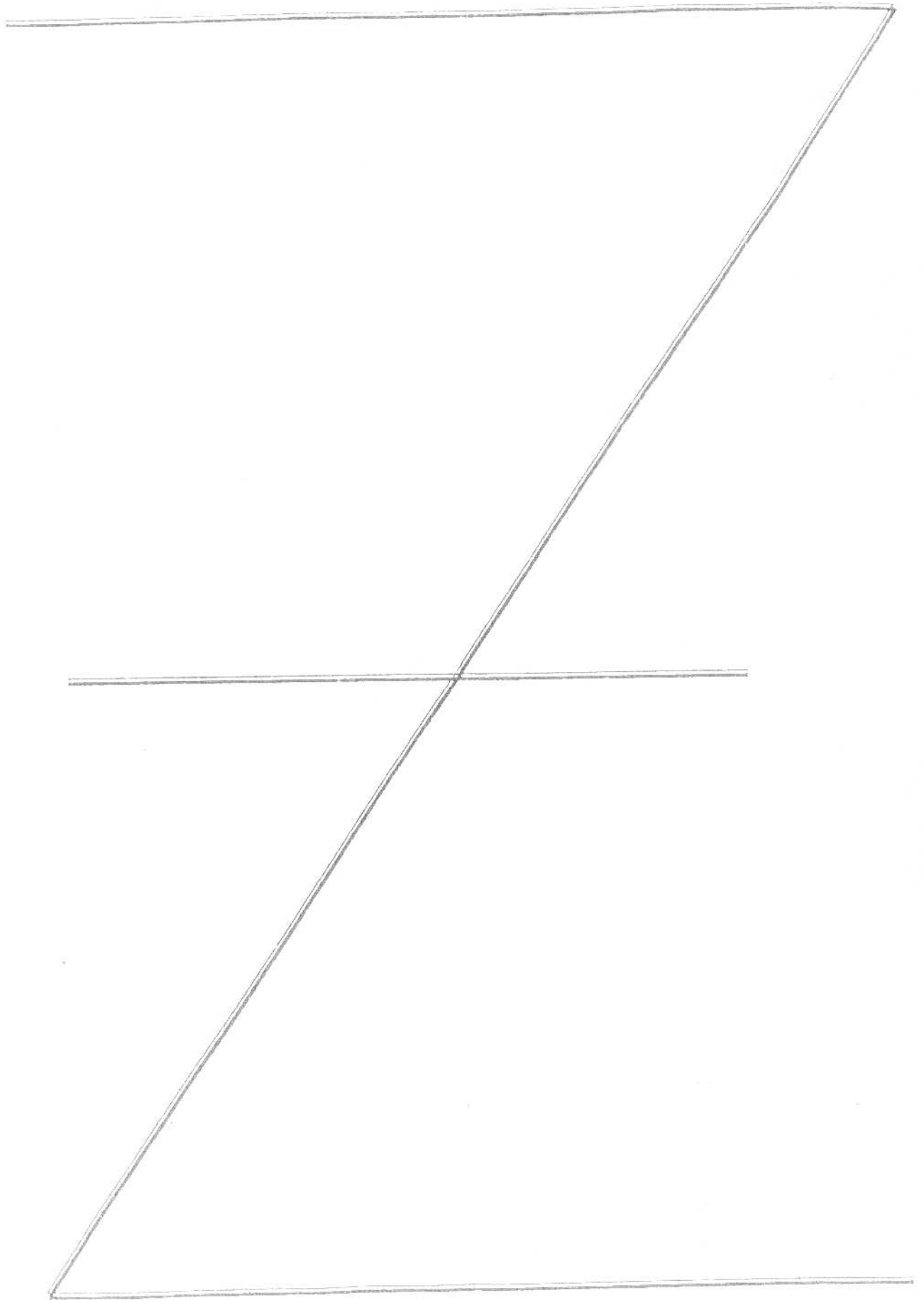
- β_l бета с дълг за ЗАД „Булстрад Виена иншурънс груп“ АД;
 β_u бета без дълг;
 t данъчна ставка валидна за Дружеството;
 D/E съотношение дълг/собствен капитал за дружеството;

За изчисляване „бета с дълг“ на ЗАД „Булстрад Виена иншурънс груп“ АД, са използвани следните данни:

- β_u бета без дълг (вече бе определена) - 0,58653;
 t данъчна ставка валидна за Дружеството – 10%;
 D/E съотношение лихвоносен дълг/собствен капитал за дружеството (различно за различните периоди);

Изчислението по периоди е представено таблично както следва:

Определяне на бета коефициент (β)	0	1	2	3	4	5	6
	30.06.2011 2011 H1	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
$\beta_l = \beta_u \cdot (1 + (1-t) \cdot (D/E))$							
Коефициент бета с дълг за оценяваната компания (levered beta) β_l	0,5885	0,5884	0,5880	0,5869	0,5865	0,5865	0,5865
Съотношение дълг/собствен капитал (D/E) за оценявана компания	0,376%	0,358%	0,271%	0,075%	0,000%	0,000%	0,000%
Данъчна ставка валидна за оценяваната компания (t)	0,1000	0,1000	0,1000	0,1000	0,1000	0,1000	0,1000
Бета без дълг за отрасъла (unlevered beta) (β_u) определя се по формула:	0,5865	0,5865	0,5865	0,5865	0,5865	0,5865	0,5865
$\beta_u = \beta_a / (1 + (1-t) \cdot (D/E))$							
средна бета за отрасъла (levered beta) (β_a)	0,8613	0,8613	0,8613	0,8613	0,8613	0,8613	0,8613
средна данъчна ставка за индустрията (отрасъла) (t)	21.15%	21.15%	21.15%	21.15%	21.15%	21.15%	21.15%
средно за отрасъла съотношение дълг/собствен капитал (D_a/E_a):	59.42%	59.42%	59.42%	59.42%	59.42%	59.42%	59.42%



Прогнозната пазарна възвращаемост (R_m) се дефинира като възвращаемостта на капиталовия пазар за всички рискови активи, а изразът в скоби ($R_m - R_f$) представлява пазарната рискова премия (Market Risk Premium).

За изчислението на Пазарната рискова премия ($R_m - R_f$) за акциите на ЗАД „Булстрад Виена иншурънс груп“ АД, е използвана базисната рискова пазарна премия, която се изисква за „развит“ пазар на акции и към нея е прибавена рискова премия за странови риск.

Базисната пазарна премия е определена като средногеометрична между разликите в доходността на акциите и дългосрочните ДЦК на американския пазар за периода 1928 г. - 2009 г. Американският пазар на акции и облигации има всички характеристики на развит пазар – достатъчно дълга история, достатъчен брой търгувани инструменти и ликвидност. Използваните данни са от вече цитираната интернет страницата на проф. Асват Дамодаран, където той публикува актуални оценки на премията за риск, базирани на историческите данни за рисковата премия за акциите на развитите пазари и кредитния рейтинг на съответния развиващ се пазар. Тези оценки са използвани от широк кръг инвеститори и институции, сред които Световната банка и Международния валутен фонд. Базисна рискова премия за развит пазар на акции, съгласно цитирания уеб сайт е в размер на 5,20%

Премията за странови риск (риск на съответната държава) е определена на база разликата в доходността на актив с рейтинг Ваа2, (какъвто е рейтинга на България според Moody's,) и безрисковата норма на възвращаемост. Според данните на Reuters, правителствените облигации с рейтинг Ваа2 се търгуват с рискова премия от 175 пункта (1,75 %) над тези с рейтинг ААА. Така получената надбавка (спред) може да се използва като премия за странови риск на дълговия пазар. За да се получи премията за странови риск за пазар на акции, тази надбавка следва да се умножи по коефициента на волатилност на съответния пазар на акции (стандартното отклонение на пазара на акции като цяло/стандартното отклонение на пазара на облигации като цяло). Тъй като българския пазар няма достатъчно история за директно изчисляване на този коефициент, за целите на настоящата оценка е прието допускането (потвърдено от множество изследвания), че средния размер на този коефициент за развиващите се пазари е 1,5. След умножаване на двете стойности, премията за странови риск за пазара на български акции се определя на 2.63 %.

Сумирането на получените стойности за базисната пазарна премия и премията за странови риск дават индикацията за пазарната рискова премия ($R_m - R_f$) за акциите на ЗАД „Булстрад Виена иншурънс груп“ АД, която е възприета в размер на 7,825%

Финализирането на изчислението на цената на финансиране със собствен капитал определена по метод САРМ, е различна за всеки период и е таблично представено както следва:

НОРМА НА ДИСКОНТИРАНЕ	отчетен период		прогнозен период					
	-1	0	1	2	3	4	5	6
Цена на финансиране със собствен капитал $r = R_f + \beta * (R_m - R_f)$	2010	30.06.2011 2011 H1	2011H2 2012H1	2012H2 2013H1	2013H2 2014H1	2014H2 2015H1	2015H2 2016H1	2016H2 2017H1
Цена на финансиране със собствен капитал (r)	7,64%	7,63%	7,63%	7,62%	7,62%	7,61%	7,61%	7,61%
безрискова норма на възвръщаемост R_f	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%	3,02%
бета коефициент (β) на компанията	0,5905	0,5885	0,5884	0,5880	0,5869	0,5865	0,5865	0,5865
прогнозната пазарна възвръщаемост (R_m)	10,85%	10,85%	10,85%	10,85%	10,85%	10,85%	10,85%	10,85%
рискова премия за "развит" пазар ($R_m - R_f$)	7,825%	7,825%	7,825%	7,825%	7,825%	7,825%	7,825%	7,825%

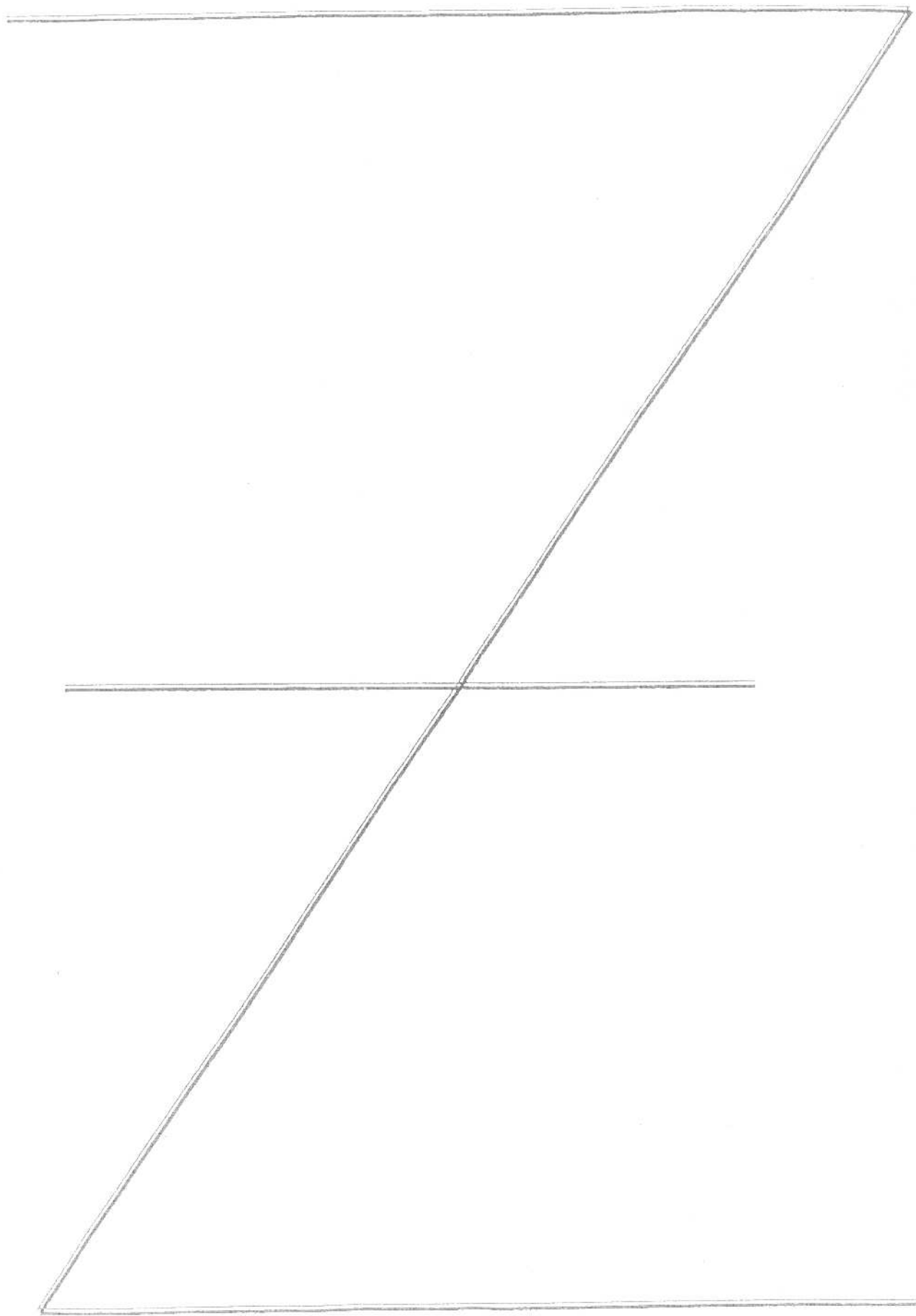
Извеждането на стойността на собствения капитал по трите сценария е постигнато като сума на прогнозната стойност и терминалната стойност. Прогнозната стойност е получена като чистите парични потоци за всеки прогнозен период са дисконтирани със съответно определения дисконтов фактор. Терминалната стойност е изведена, като е приложена по-горе разгледаната формула. Изведената индикация за стойността на собствения капитал е представена по сценарии както следва:

реалистичен		прогнозен период					
ИЗВЕЖДАНЕ НА ИНДИКАЦИЯ ЗА СТОЙНОСТТА		1	2	3	4	5	6
		2011H2 - 2012H1	2012H2 - 2013H1	2013H2 - 2014H1	2014H2 - 2015H1	2015H2 - 2016H1	2016H2 - 2017H1
Чисти парични потоци за собствения капитал		18689	-3182	2155	5854	9614	19832
Норма на дисконтиране		7,628%	7,625%	7,617%	7,614%	7,614%	7,614%
Фактор настояща стойност		0,9291	0,8633	0,8023	0,7456	0,6929	0,6439
Дисконтирани чисти парични потоци		17364	-2747	1729	4365	6661	12769
Прогнозна стойност (хил. лв.)	40141						
Терминална стойност							
Ръст в следпрогнозния период	2,5%						
Норма на дисконтиране	7,614%						
Дисконтов фактор	0,6439						
Терминална стойност (хил.лв.)	255946						
Собствен капитал за акционерите (хил. лв.)	296087						
Брой акции	2743542						
Стойност на 1 акция (в лева)	107,92						

оптимистичен		прогнозен период					
ИЗВЕЖДАНЕ НА ИНДИКАЦИЯ ЗА СТОЙНОСТТА		1	2	3	4	5	6
		2011H2 - 2012H1	2012H2 - 2013H1	2013H2 - 2014H1	2014H2 - 2015H1	2015H2 - 2016H1	2016H2 - 2017H1
"Чисти парични потоци за собствения капитал"		18689	-3180	2144	5359	10208	19003
Норма на дисконтиране		7,628%	7,625%	7,617%	7,614%	7,614%	7,614%
Фактор настояща стойност		0,9291	0,8633	0,8023	0,7456	0,6929	0,6439
Дисконтирани чисти парични потоци		17364	-2745	1721	3996	7073	12235
Прогнозна стойност (хил. лв.)	39644						
Терминална стойност							
Ръст в следпрогнозния период	3,5%						
Норма на дисконтиране	7,614%						
Дисконтов фактор	0,6439						
Терминална стойност (хил.лв.)	307843						
Собствен капитал за акционерите (хил. лв.)	347487						
Брой акции	2743542						
Стойност на 1 акция (в лева)	126,66						

песимистичен		прогнозен период					
ИЗВЕЖДАНЕ НА ИНДИКАЦИЯ ЗА СТОЙНОСТТА		1	2	3	4	5	6
		2011H2 - 2012H1	2012H2 - 2013H1	2013H2 - 2014H1	2014H2 - 2015H1	2015H2 - 2016H1	2016H2 - 2017H1
"Чисти парични потоци за собствения капитал"		18689	-3182	2222	5481	10653	16529
Норма на дисконтиране		7,624%	7,621%	7,613%	7,610%	7,610%	7,610%
Фактор настояща стойност		0,9292	0,8634	0,8024	0,7458	0,6930	0,6440
Дисконтирани чисти парични потоци		17365	-2748	1783	4087	7383	10645
Прогнозна стойност (хил. лв.)	38514						
Терминална стойност							
Ръст в следпрогнозния период	1,5%						
Норма на дисконтиране	7,610%						
Дисконтов фактор	0,6440						
Терминална стойност (хил.лв.)	176846						
Собствен капитал за акционерите (хил. лв.)	215360						
Брой акции	2743542						
Стойност на 1 акция (в лева)	78,50						

При **извеждане на индикацията за стойността на собствения капитал, по метода Дисконтирани нетни парични потоци** е направено допускане, че вероятността за сбъждане на оптимистичния и песимистичния сценарий е значително по-малка от тази за реалистичния сценарий. Получените резултати по съответните сценарии са претеглени с направеното допускане и резултатът е таблично представен, както следва:



Сценарий	Стойност	Тегло	Претеглена
	х. лв.	%	стойност
Реалистичен сценарий	296 087	60%	177 652
Оптимистичен сценарий	347 487	20%	69 497
Песимистичен сценарий	215 360	20%	43 072
ПРЕТЕГЛЕНА СТОЙНОСТ	х	100%	290 222

4.2. МЕТОД „НЕТНА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ”

Методът на нетната стойност на активите е подход за определяне стойността на собствения капитал на една компания или на неговите акции с използване на модели, основаващи се на стойността на активите на дружеството, намалена със задълженията му. Методът на нетната стойност на активите включва група оценителски модели за извеждане на индикация на стойността. За целите на тази оценка е използван модела на нетната балансова стойност на активите.

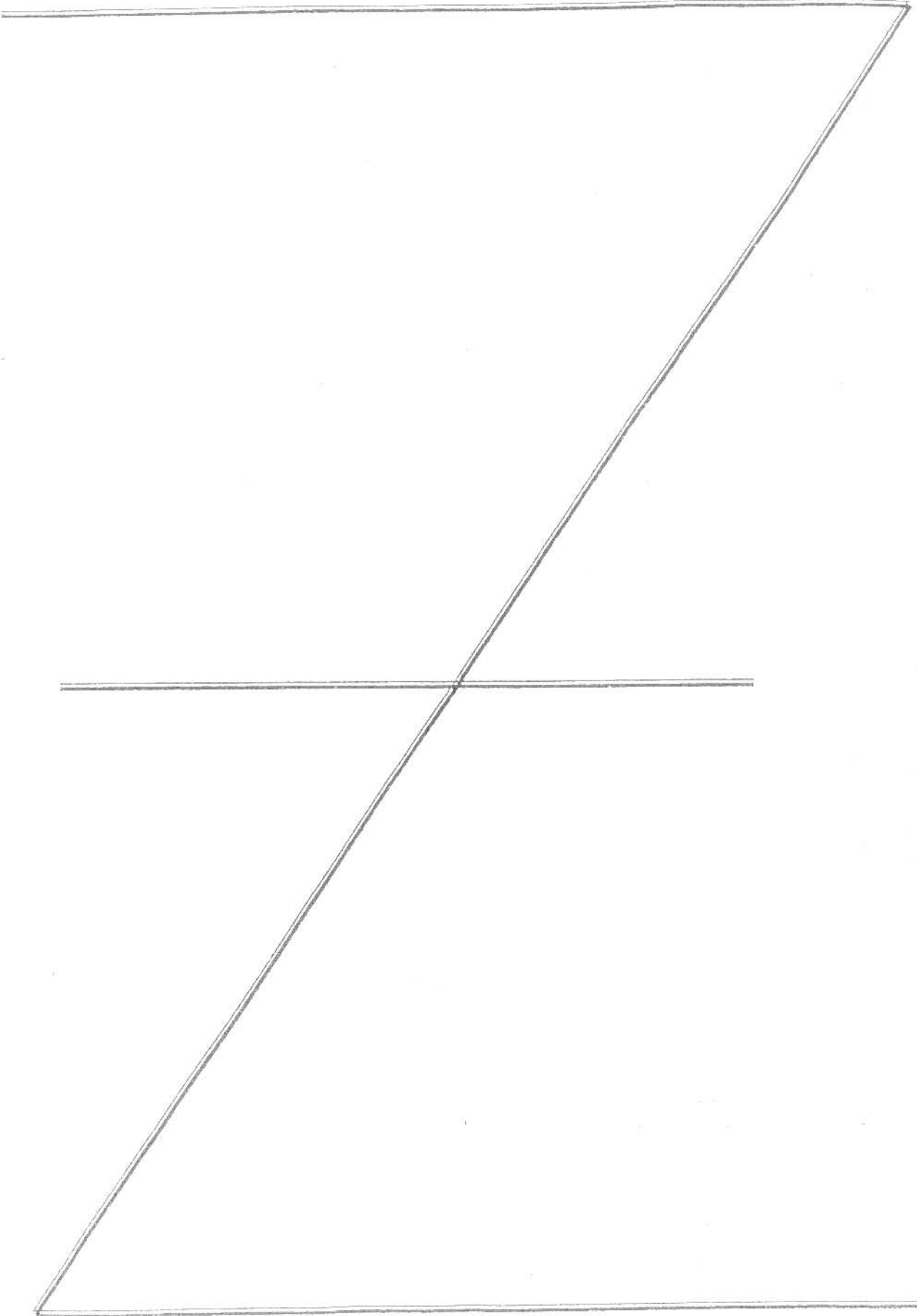
Моделът е приложен, като е използван последния публикуван консолидиран счетоводен баланс на компанията, към 30.06.2011 г. За целите на настоящата оценка не се извършват оценителски корекции в актива и пасива на баланса.

Собственият капитал на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп” АД, определен по метода „Нетна стойност на активите” въз основа на данни към 30.06.2011 г. е:

Показател	Стойност хил.лв.
АКТИВИ	
хил. лв.	
Материални и нематериални активи	39 677
Финансови активи	108 640
Дял на презастрахователите	69 687
Вземания по застрахователни здравноосигурителни и презастрахователни операции	50 832
Други вземания	23 753
Отсрочени аквизиционни разходи	22 151
Пари и парични еквиваленти	41 674
СУМА НА АКТИВИТЕ	356 414
ПАСИВ	
Брутни застрахователни резерви	239 814
Отсрочени данъчни пасиви	2 057
Депозити на презастрахователи	22 037
Задължения по застрахователни и презастрахователни операции	19 056
Други задължения	5 150
Предплатени премии	1 203
ОБЩО ПАСИВИ:	289 317
Собствен капитал	67 097
Малцинствено участие	422
Нетна стойност на активите (собствен капитал за акционерите на компанията майка)	66 675

4.3. ЗАКЛЮЧЕНИЕ ЗА СТОЙНОСТТА

Предпоставките, при които е извършена оценката са свързани с подразбирането, че компанията ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп” АД е действащо предприятие, което ще запази дейността си и е предпоставка да се направят допускания за определяне на тежестта на използваните методи за определяне на справедливата стойност на собствения му капитал и справедливата цена на акциите.



Методът „Нетна балансова стойност на активите” е построен на разходния принцип на оценяване, който се преценява, че за финансови институции и в частност за застрахователни компании не отчита достатъчно справедливо техния бизнес потенциал, като действащото предприятие. Този метод е показателен за моментната ликвидност на компанията и е верен измерител за регулаторни цели, но не дава добра представа за нейната доходност, от което се интересуват акционерите и потенциалните инвеститори. Методът не е в състояние да отчете стойността на такива нематериални активи като клиентска база и бранд, а активи като имоти, машини съоръжения и оборудване, се преоценяват на интервали и не отчитат в достатъчна степен настоящата справедливата пазарна стойност. В случай, че инвеститорите вярват, че Дружеството има значителни възможности за растеж в бъдеще, те ще бъдат готови да платят за неговите акции, стойност, която надвишава определената по този метод. Поради посоченото се счита, че неговата тежест следва да се определени в размер не по-голям от 85%.

Методът „Дисконтирани нетни парични потоци”, почива на хипотезата, че стойността на едно предприятие зависи от размера на неговите бъдещи доходи, които то е в състояние да генерира за своите собственици и инвеститори. Той дефинира, че справедливата стойност на собствения капитал на дружеството е дисконтираната стойност на разумно очакваните бъдещи доходи, които собствениците действително ще получат, ако се сбъдне бизнес прогнозата за развитие, на основата на която тези доходи са определени. Като се отчита, че прогнозата е направена в условията на криза и обхваща прогнозен период на постепенно излизане от кризата, съдържащ висока степен на неопределеност на развитие на световната и националната икономика на този метод е определена тежест от 15%.

Извеждането на индикацията за справедливата стойност е таблично представена, както следва:

БУЛСТРАД ВИГ АД	Стойност	Тегло	Претеглена стойност
	х. лв.	%	х. лв.
МЕТОД ДИСКОНТИРАНИ НЕТНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ	290 221 819	15%	43 533 273
МЕТОД НЕТНА БАЛАНСОВА СТОЙНОСТ НА АКТИВИТЕ	66 675 000	85%	56 673 750
СПРАВЕДЛИВА СТОЙНОСТ ЗА СОБСТВЕН КАПИТАЛ	х	100%	100 207 023
Брой акции	бр.		2 743 542
Справедлива цена на една акция	лв.		36,52

Така справедливата стойност на собствения капитал на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп” АД, определена въз основа на данни към 30.06.2011 г. е:

100 207 хил. лв.
(сто милиона двеста и седем хиляди лева)

Справедливата цена на една акция от собствения капитал на ЗАД „Булстрад Виена Иншурънс Груп” АД, определена въз основа на данни към 30.06.2011 г. е:

36,52лв.
(тридесет и шест лева и 52 стотинки)

Изпълнителен директор:


Румен Янчев

Изпълнителен директор:

Клаус Мюледер

На 27.02.2012 година Женя Джикова, Нотариус в район – Р.С. София, рег. № 328 на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от: 1. Румен Иванов Янчев, с ЕГН 5609156680, с л.к. № 186200154, издадена на 04.02.2003 г. от МВР, град София, и 2. Клаус Мюледер, гражданин на Австрия, роден на 04.01.1969 г. в град Рид, Област Инкрайс, Австрия, с паспорт № Р 1456086, изд. на 29.12.2006 г. от Магистрата на град Виена, Австрия, с постоянен адрес в град Виена, Австрия, за който се уверих, че разбира, говори и чете български език.
Рег. № 524/2012 г.

Нотариус:



Женя
Джикова
Район на действие
Р.С. СОФИЯ

Нотариус № 328
Република България

30.00 лева (без ДДС)

Нотариус
Район на действие
Р.С. СОФИЯ
Република България

Нотариус
Женя
ДЖИКОВА
Район на действие
Р.С. СОФИЯ
Република България



Предварителен проект за разпределение на новите акции в капитала на Приемното дружество сред акционерите в Преобразуващото се дружество

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Брой акционери в ЗК „Български имоти“ АД	Брой присъпаващи акции от този акционер	Точен брой акции, на които всеки акционер на ЗК „Български имоти“ има право от капитала на ЗАД „Булстрад“	Закрепен брой акции, на които всеки акционер на ЗК „Български имоти“ има право от капитала на ЗАД „Булстрад“	Номинална стойност на акциите, които акционерите на ЗК „Български имоти“ АД ще получат от капитала на ЗАД „Булстрад“	Общ брой акции, на които акционерите на ЗК „Български имоти“ АД от съответния ред имат право от капитала на ЗАД „Булстрад“	Допълнителна стойност на акциите, които акционерите на ЗК „Български имоти“ АД са получили от капитала на ЗАД „Булстрад“	Разлика от изчисленията на акциите от капитала на ЗАД „Булстрад“	Дължими парични компенсации от ЗК „Булстрад“ на акционерите на ЗК „Булстрад“	Дължими парични компенсации от ЗК „Булстрад“ на акционерите на ЗК „Булстрад“	Дължими парични компенсации от ЗК „Булстрад“ на акционерите на ЗК „Булстрад“	Вземания на ЗАД „Булстрад“ от акционерите на ЗК „Булстрад“	Вземания на ЗК „Булстрад“ от акционерите на ЗК „Булстрад“	Дължими парични компенсации от ЗК „Булстрад“ на акционерите на ЗК „Булстрад“	Дължими парични компенсации от ЗК „Булстрад“ на акционерите на ЗК „Булстрад“
1	3	0.1041131	1	10.00	1	10.00	-0.8958869	-	-	32.72	32.72	3.80	3.80	
126	5	0.1735218	1	10.00	126	1 260.00	-0.8264782	-	-	30.18	3 803.06	6.34	798.46	
16	10	0.3470435	1	10.00	16	160.00	-0.6529565	-	-	23.85	381.54	12.67	202.78	
2	15	0.5205653	1	10.00	2	20.00	-0.4794347	-	-	17.51	35.02	19.01	38.02	
2	20	0.6940870	1	10.00	2	20.00	-0.3059130	-	-	11.17	22.34	25.35	50.70	
30	30	1.0411306	1	10.00	30	300.00	0.0411306	1.50	45.06	-	-	-	-	
2	33	1.1452436	1	10.00	2	20.00	0.1452436	5.30	10.61	-	-	-	-	
1	35	1.2146523	1	10.00	1	10.00	0.2146523	7.84	7.84	-	-	-	-	
2	40	1.3881741	1	10.00	2	20.00	0.3881741	14.18	28.35	-	-	-	-	
1	45	1.5616958	1	10.00	1	10.00	0.5616958	20.51	20.51	-	-	-	-	
2	50	1.7352176	1	10.00	2	20.00	0.7352176	26.85	53.70	-	-	-	-	
3	60	2.0822611	2	20.00	6	60.00	0.0822611	3.00	9.01	-	-	-	-	
12	100	3.4704352	3	30.00	36	360.00	0.4704352	17.18	206.16	-	-	-	-	
3	105	3.5745482	3	30.00	6	60.00	0.5745482	20.98	41.97	-	-	-	-	
1	131	4.5462701	4	40.00	4	40.00	0.5462701	19.95	19.95	-	-	-	-	
1	140	4.8586093	4	40.00	4	40.00	0.8586093	31.36	31.36	-	-	-	-	
1	195	6.7073486	6	60.00	6	60.00	0.7673486	28.02	28.02	-	-	-	-	
2	200	6.9408704	6	60.00	12	120.00	0.9408704	34.36	68.72	-	-	-	-	
1	210	7.2879139	7	70.00	7	70.00	0.2879139	10.51	10.51	-	-	-	-	
2	300	10.4113056	10	100.00	20	200.00	0.4113056	15.02	30.04	-	-	-	-	
1	335	11.6259579	11	110.00	11	110.00	0.6259579	22.86	22.86	-	-	-	-	
1	500	17.3521759	17	170.00	17	170.00	0.3521759	12.86	12.86	-	-	-	-	
1	2262	78.5012440	78	780.00	78	780.00	0.5012440	18.31	18.31	-	-	-	-	
1	11 640 213	403 672 865 673 7	403 672	4 036 720 00	403 672	4 036 720 00	0.8656737	31.61	31.61	-	-	-	-	
TOTAL		403 840	403 834	4 036 720 00	403 672	4 040 640			697 47		4 274 67		1 093 77	

*Почетен брой акции е изчислен, като брой присъпаващи акции от всеки акционер на ЗК „Български имоти“ АД (чл. 2) на съответния ред е разположен на 28.87483, съгласно последното съответствие на записки.

**Изчисляването на акциите в милиони е базирано на общия брой акции, които имат право на по-малко от една акция, изчисляването е да се вземе предвид.

***Дружени компетентно се възползват от ЗК „Булстрад“ при условие, че разликата от изчисленията/Аколяна БГ е положителна величина. Сумата на паричната компенсация, дължима от ЗК „Булстрад“ на всеки акционер е съответно като разликата от изчисленията/чл. 38 от условията по преобразуването/или на всеки акционер от капитала на ЗК „Булстрад“/Глъбочина чл. 3.12 от Договора/.

****Величине на ЗК „Булстрад“ в милиони при условие, че разликата от изчисленията/Аколяна БГ е отрицателна величина. Сумата на вземанията на ЗК „Булстрад“ от всеки акционер е съответно като разликата от изчисленията/чл. 38 от условията по преобразуването/или на всеки акционер от капитала на ЗК „Булстрад“/Глъбочина чл. 3.12 от Договора/.

*****Възможно е в последствие да се предприемат действия за изменение на по-малко от една акция от капитала на ЗК „Булстрад“/Глъбочина чл. 3.12 от Договора/.

Ипълнителен директор:
Румен Янчев

Ипълнителен директор:

Красимир Младенов

На 27.02.2012 година Жена Джикова, Нотариус в район – Р.С. София, рег. № 328 на Нотариалната камара, удостоверявам подписите върху този документ, положени от: 1. Румен Иванов Янчев, с ЕГН 5609156680, с л.к. № 186200154, издадена на 04.02.2003 г. от МВР, град София, и 2. Кларе Моледер, гражданин на Австрия, роден на 04.01.1969 г. в град Рид, Област Инкрайс, Австрия, с паспорт № Р 1456086, изд. на 29.12.2006 г. от Мазингър, град Виена, Австрия, с постоянен адрес в град Виена, Австрия, за които се уверих, че разбира, говори и чете български език.

Нотариус:



Събрана такса: 30.00 лева (без ДДС)