

ДОПЪЛВАНЕ НА ИНВЕСТИЦИОННИЯ ПРОФИЛ С ФРАНЧИЗНАТА СТОЙНОСТ, АНАЛИЗ НА ДРУЖЕСТВА ОТ SOFIX

Доц. д-р Стефан Маринов Симеонов¹

Докторант Байрам Джемал Ламай

Стопанска Академия „Д. А. Ценов“, Свищов

Резюме

С настоящата студия обогатяваме концепцията за инвестиционния профил на борсово търгувани дружества с включване на франчизната стойност. Моделът за оценяване на франчизната стойност представлява логичен преход между фундаменталния финансов анализ на фирмата и борсовия анализ. Същевременно автономното приложение на който и да е от двата основни метода и модела на франчизната стойност не е достатъчно за формиране на пълноценен инвестиционен профил на акциите. В емпиричната част на това изследване последователно проиграваме комплекса от показатели за всеки един от посочените методи и модела на франчизната стойност за първите четири дружества с най-голяма пазарна капитализация от елитния индекс на Българска фондова борса – SOFIX. На тази основа показваме формирането на комплексни инвестиционни профили за „Софарма“, „Химимпорт“, „Еврохолд“ и „МС Хидравлик“. Инвестиционните профили на изследваните дружества показват съществени различия в ликвидността и рентабилността на фирмата, франчизната стойност, капитализационния доход, пазарния риск и пазарната ликвидност на акциите.

Ключови думи: *инвестиционен профил, борсов профил, франчизна стойност, микропазарна ликвидност, пазарен риск, борсов обем, пазарна капитализация, капитализационен доход.*

JEL: G12, G13.

¹ Участието на авторите в студията е следното: докторант Байрам Ламай – 1 точка „Финансов анализ на ..“, останалите части са написани от доц. д-р Стефан Симеонов.

COMPLEMENTING THE INVESTMENT PROFILE WITH THE FRENCHIS VALUE, ANALYSIS OF SOFIX COMPANIES

Assoc. prof. Stefan Marinov Simeonov, PhD

Bajram Xhemal Lamaj, PhD-fellow

Tsenov Academy of Economics, Svishtov

Summary

With the present study we are enriching the concept of the investment profile of listed companies by including the franchise value in it. The franchise valuation model is an intersection and logical transition between a firm's fundamental financial analysis and the stock market valuation. At the same time, the autonomous application of either of the two basic methods and the franchise value model is not sufficient to form a complete investment profile of the shares. In the empirical part of this study we consistently reproduce the set of indicators for each of the above methods and the franchise value model for the first four companies with the largest market capitalization from the elite index of the Bulgarian Stock Exchange - SOFIX. On this basis, we show the formation of complex investment profiles for Sopharma, Chimimport, Eurohold and MC Hydraulic. The investment profiles of the surveyed companies show significant differences in the firm's liquidity and profitability, franchise value, capitalization income, market risk and market liquidity of the shares.

Keywords: *investment profile, stock exchange profile, franchise value, market liquidity, market risk, stock exchange volume, market capitalization, capitalization income.*

Въведение

Според популярните разбирания инвестиционният профил се ограничава до фундаменталните икономически показатели на дружествата, като се пренебрегват техните борсови показатели, при което оценките остават едностранчиви и непълни. В предходна студия развихме комплексна методика за формирането на борсовия профил, като неотменима и съществена част от цялостния инвестиционен профил на дружествата (Simeonov & Todorov, 2018). Открито бе необходимостта от изследването на пазарната ликвидност на борсово търгуваните дружества паралелно с тяхната доходност и риск. Демонстрирано бе подробно емпирично формиране на борсов профил на селектирани дружества от четирите индекса на Българска фондова борса (БФБ). В настоящата студия допълваме фундаменталната оценка на дружествата с франчизната стойност, като компонент на техния инвестиционен профил. Обект на емпиричното изследване са първите четири дружества с най-голяма пазарна капитализация от индекса SOFIX: „Софарма АД“, „Химимпорт АД“, „Еврохолд АД“ и „МС Хидравлик АД“. Дружествата са от индустриален и холдингов тип, като от извадката ни тук са изключени банките поради различните изисквания и методи за тяхното фундаментално оценяване. Изследваният период обхваща девет години от 2008 до 2016 г.

Методологията на изследването включва двата генерални метода - фундаментален анализ и борсов анализ на микрониво. За фундаменталния анализ прилагаме основните групи показатели за ликвидност и рентабилност на фирмата, плюс модела на франчизната стойност. За борсовия анализ на дружествата сме подбрали необходимите първични индикатори с дневни данни за техните акции, на базата на които изчисляваме специализираните показатели за пазарна ликвидност. При анализа на пазарния риск на акциите

и техния капитализационен доход, ползваме измерителите на дескриптивната статистика и някои специализирани показатели.

На тази основа, целта ни с настоящото изследване е да демонстрираме формирането на инвестиционен профил за борсово търгувани дружества, разширен в неговата фундаментална финансово-аналитична част с франчизната стойност. Същевременно с този комплексен инвестиционен профил показваме необходимата връзка и паралел с борсово формираните резултати – капитализационен доход, пазарен риск и пазарна ликвидност.

1. Финансов анализ на селектираните дружества от индекса SOFIX - основа на техния инвестиционен профил

Формирането на инвестиционния профил започва логично с фундаменталния финансов анализ, при което последователно изследваме ликвидността, рентабилността и франчизната стойност на дружествата.

1.1. Анализ на ликвидността на дружествата, като компонент на техния инвестиционен профил

1.1.а. Анализ на ликвидността на „Софарма“ АД

Чистите оборотни капитали на „Софарма АД“ за изследвания период имат положителна стойност. Относителният дял на полето на сигурност спрямо общата сума на текущите активи е в интервала от 25% до 39%. Получените стойности са индикация за значителен превес на оборотните активи спрямо текущите пасиви.

Таблица 1.1. Коефициенти на ликвидност за „Софарма“ АД

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Обща ликвидност	1,63	1,39	1,41	1,37	1,38	1,33	1,31	1,38	1,38
Бърза ликвидност	0,90	0,89	0,97	0,92	0,92	0,85	0,83	0,86	0,85
Незабавна ликвидност	0,06	0,07	0,17	0,11	0,05	0,09	0,07	0,07	0,07
Абсолютна ликвидност	0,06	0,07	0,17	0,11	0,05	0,09	0,07	0,07	0,06
Чисти оборотни капитали	98400	88141	104406	105968	110964	100422	104096	119766	123667
ЧОК/ТА	0,39	0,28	0,29	0,27	0,28	0,25	0,25	0,28	0,28

Индексът на обща ликвидност е в рамките на нормалното за целият изследван период, като достига до своя пик от 1,63 през 2008 г. Това показва, че политиката по ликвидността, провеждана от мениджърския екип на компанията е доминирана от съображения за сигурност. *Показателят за бърза ликвидност* клони към оптималната стойност - единица, но както е видно от Таблица 1.1. той се движи в интервала от 0,83 - 0,97. Причина за противоположното състояние на двата показателя за ликвидност е големият относителен дял на материалните запаси в общата стойност на текущите активи. „Софарма“ е компания, специализирана в производството и дистрибуцията на лекарства и медикаменти, тоест производствена фирма, нуждаеща се от материални запаси за обезпечаването на производствения си процес. Синхронизацията в стойностите на двата статични измерителя на ликвидността - *незабавна и абсолютна*, са в резултат на инвестиционната политика на компания, която не изисква значителни краткосрочни финансови инструменти. По-значителна позиция в текущия баланс на фирмата заемат паричните средства. Притеснителен факт са ниските

стойности на двата индикатора за ликвидност, които се отклоняват чувствително от нормативно установените в практика. В ситуация на криза компанията може да претърпи ликвидни затруднения при невъзможността си да обслужва текущите си задължения. Макар и този сценарий да е малко вероятен за публично дружество от ранга на „Софарма“, мениджърският екип трябва да го има предвид при управлението на текущи активи и да осигури по-голяма гъвкавост, като увеличи стойността на краткосрочните си парични средства.

1.1.b. Анализ на ликвидността на „Химимпорт“ АД

Анализът на ликвидността логично започва с *чистите оборотни капитали (ЧОК)* на компанията. За деветте изследвани години „Химимпорт АД“ съумява да поддържа положителни стойности. За своето *поле на сигурност*. През 2012 г. равнището на чистите оборотни капитали достига близо до 1 млн. лв. (904776). Това е предпоставка за една стабилна и отговорна политика на фирмата по отношение на нейната ликвидност. Това становище се потвърждава и с *коефициента на обща ликвидност*. За пет от изследваните години (2010, 2011, 2012, 2013 и 2014 г.) индикаторът се движи в нормални стойности, което е гаранцията за възможността на „Химимпорт“ да покрива безпроблемно своите задължения с текущ характер.

Таблица 1.2. Коефициенти на ликвидност за „Химимпорт“ АД

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Обща ликвидност	1,09	1,09	1,41	1,22	1,32	1,26	1,24	1,10	1,16
Бърза ликвидност	1,03	1,06	1,38	1,20	1,31	1,24	1,23	1,08	1,15
Незабавна ликвидност	0,76	0,66	0,64	0,84	0,79	0,75	0,81	0,88	0,99
Абсолютна ликвидност	0,40	0,30	0,37	0,39	0,45	0,43	0,44	0,32	0,44
ЧОК	120131	133621	780475	562770	904776	810825	884041	373583	653115
ЧОК/ТА	0,09	0,08	0,29	0,18	0,25	0,21	0,20	0,09	0,14

През останалите години коефициентът на общата ликвидност се отклонява от препоръчителната минимална стойност, но тази ситуация не засяга сериозно финансовото състояние на дружеството. Следващият инструмент, който използваме за оценка на ликвидността е *коефициентът на бърза ликвидност (КБЛ)*, чиято оптимална стойност според специализираната литература е единица. За „Химимпорт“ през всички изследвани години *КБЛ* приема стойности над единица (Таблица 1.2). Това е явен знак за добре водена ликвидна политика от страна на „Химимпорт“. Близките стойности между коефициентите на обща и бърза ликвидност не бива да ни изненадват. Отговор за така установената близост в стойностите на двата коефициента дава холдинговия тип на „Химимпорт“, дружество което на практика контролира множество компании от различни сектори на икономиката и логично не използва внушителен размер материални запаси. Стойностите на *коефициента на незабавна ликвидност (КНЛ)* са два пъти по-високи от стандартните, което е най-силно изявено за 2015 и 2016 г. Причината за тези високи стойности на КНЛ са в резултат на високия

относителен дял на краткосрочните финансови инструменти в състава на оборотните активи на фирмата. Стойностите на *абсолютната ликвидност (АЛ)* потвърждават, че „Химимпорт“ през последните девет календарни години провежда изключително стабилна ликвидна политика. Стойностите на *индекса на абсолютна ликвидност* показват, че текущите парични средства са в състояние да покрият между 30-40 % от оборотните задължения на фирмата. Предвид това възниква логичният въпрос - не би ли могло този завишен размер парични средства на холдинга да се инвестират в ниско рискови активи, от които да се извличат поне минимални и доходи. Разбира се това е решение на финансовия мениджмънт на „Химимпорт“ за състоянието на паричните средства и ликвидната политика.

1.1.с. Анализ на ликвидността на „Еврохолд“ АД

От анализираната в динамика ликвидност на „Еврохолд“ можем да констатираме положителни стойности на чистите оборотни капитали за целия изследван период (Таблица 1.3.). Прави впечатление огромният ръст на нетните оборотни капитали (над единадесет пъти за периода) - индикация за поддържането на сериозен паричен ресурс, който може да се разглежда и като резерв за кризисни ситуации. Стойностите на *коэффициента на обща ликвидност* са в интервала от 1 до 1,23, като се наблюдава отклонение от препоръчителните стойности в четири от изследваните години.

Таблица 1.3. Коефициенти на ликвидност за „Еврохолд“ АД

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Обща ликвидност	1,00	1,23	1,16	1,20	1,08	1,09	1,20
Бърза ликвидност	0,88	1,04	1,03	1,07	0,98	1,01	1,14
Незабавна ликвидност	0,46	0,34	0,24	0,48	0,36	0,36	0,43
Абсолютна ликвидност	0,19	0,22	0,00	0,12	0,08	0,10	0,17
Чисти оборотни капитали	7189	48090	28060	45760	23408	35048	81732
ЧОК/ТА	0,03	0,19	0,14	0,17	0,08	0,09	0,17

Стойностите на показателя за *бърза ликвидност* за повечето години са над единица, причина за което са високите относителен дял на краткосрочните вземания и финансовите активи на фирмата. Такова състояние е разбираемо, предвид областите на дейност на „Еврохолд“ - финансов сектор, продажба на автомобили, лизинг и застраховки. За изследвания период показателят за *незабавна ликвидност* приема стойности от 0,24 до 0,43. Сравнително ниските му стойности спрямо средните за отрасъла се дължат на по-малкото тегло на паричните средства на компанията. Това обстоятелство има мултипликационен ефект, който засяга по идентичен начин и ниските стойности на *коефициента на абсолютна ликвидност*.

1.1.d. Анализ на ликвидността на „МС Хидравлик“ АД

Официално достъпната информация за финансовите показатели на „МС Хидравлик“ не покрива целия изследван период и въпреки, че това

няма да позволи пълна съпоставимост с другите три дружества, това не възпрепятства демонстрирането на методиката за формиране на инвестиционен профил.

Таблица 1.4. Коефициентите на ликвидност за „МС Хидравлик“ АД

	2012	2013	2014
Обща ликвидност	4,59	4,29	3,99
Бърза ликвидност	3,37	3,18	3,02
Незабавна ликвидност	1,76	1,34	1,52
Абсолютна ликвидност	1,58	1,17	1,36
Чисти оборотни капитали	30229	32133	32019
ЧОК/ТА	0,78	0,77	0,75

Чистите оборотни капитали и тук имат положителни стойности през целият изследван период. Техният относителен дял в общата стойност на текущите активи е значително висок, което е индикация за по-нисък дял на текущите задължения. От всичките изследвани дотук от нас дружества „МС Хидравлик“ генерира най-високи стойности за всеки от статичните измерители на ликвидност. Установява се, че „МС Хидравлик“ АД е свръхликвидно дружество за изследвания период, което поражда възможност за допълнителен анализ. Състоянието, при което балансовите позиции в текущата част на актива са със значително по-високи стойности спрямо текущите задължения не е оптимално. С най-голяма тежест са вземанията от клиенти и стоково-материалните запаси. Създава се представа, че посочените активи могат да се редуцират и пренасочат към инвестирането в други активи, които да осигурят по-висока доходност на фона на малката стойност на текущи пасиви. И четирите коефициента за

ликвидност са със стойности тройно по-високи от оптималните (Таблица 1.4). За нормализиране на фирмената ликвидност към рационални нива следва финансовият мениджмънт да приложи оперативна политика, насочена към по-ефективно разпределение на текущите активи.

Таблица 1.5.
Обобщение на показателите за ликвидност на дружествата

	Софарма	Химимпорт	Еврохолд	МС Хидравлик
Обща ликвидност	1,398	1,210	1,137	4,290
Бърза ликвидност	0,888	1,187	1,021	3,190
Незабавна ликвидност	0,084	0,791	0,381	1,540
Абсолютна ликвидност	0,083	0,393	0,126	1,370
ЧОК (лв.)	106.203,33	580.370,78	38.469,57	31.460,33
ЧОК/ТА	0,286	0,170	0,124	0,767

1.2. Показателите за рентабилност като компонент на инвестиционния профил на дружествата

При „Софарма АД“ показателите за рентабилност са положителни през целия изследван период (Таблица 2.1). Както е известно *оперативният марж* представя влиянието на оперативните приходи на фирмата върху формирането на печалбата преди лихви и данъци (ЕВІТ).

Таблица 2.1. Коефициенти за рентабилност на „Софарма АД“

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Оперативен марж (%)	7,44	9,57	8,92	7,87	6,96	7,17	5,58	5,22	4,63
Марж на фирмената печалба (%)	3,76	7,26	6,75	5,98	4,96	4,00	1,76	1,97	5,21
ROA (%)	3,80	6,78	6,57	5,68	4,56	3,92	1,85	2,11	5,43
ROE (%)	8,16	14,22	13,71	12,07	9,89	8,57	4,10	4,35	10,33
Ефективност на разходите	1,05	1,09	1,08	1,07	1,06	1,05	1,03	1,03	1,06
Ефективност на приходите	0,96	0,92	0,92	0,93	0,94	0,95	0,97	0,97	0,94

Маржът на фирмената печалба също е с положителна величина за последните девет години. Макар и през 2014 и 2015 г. той да се понижава до една четвърт от най-доброто си ниво (от 2009 г.), то през 2016 г. отново се възстановява с около 300%. Причината за ползотворните резултати през последната година е сериозното увеличение на нетната печалба на „Софарма АД“ в размер на 37,78%. ROA приема стойности от 1,85% до 6,78%, като се наблюдава прираст на собствени капитал. Най-важният показател за ефективността на бизнеса - показателят за рентабилност на собствения капитал е с най-добри резултати за 2009, 2010 и 2011 г. През следващите четири години са налице спадове в рентабилността на собствения капитал, което е продиктувано от спада в нетната печалба на фирмата. Показателите за ефективност на приходите и разходите са в нормалните рамки, което също потвърждава, че „Софарма АД“ генерира положителна доходност за своите акционери през изследвания период.

Брутната печалба или оперативният марж на „Химимпорт АД“ за целият изследван период е отрицателна величина (Таблица 2.2).

Наблюдаващата се негативна тенденция в показателя за рентабилност се дължи на отрицателната стойност на оперативната печалба (ЕВІТ) на „Химимпорт АД“.

Таблица 2.2. Коефициенти за рентабилност на „Химимпорт АД“

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Оперативен марж (%)	-10,24	-12,31	-15,27	-10,17	-27,98	-18,20	-23,41	-32,38	-38,25
Марж на фирмената печалба (%)	17,46	20,21	21,11	19,63	19,10	15,00	13,23	9,80	10,14
ROA	4,03	3,65	2,91	2,04	1,76	1,31	1,02	0,73	0,63
ROE	18,37	13,31	12,09	9,13	8,43	6,61	5,66	4,45	3,90
Ефективност на разходите	1,03	1,03	1,03	1,02	1,02	1,02	1,01	1,01	1,01
Ефективност на приходите	0,97	0,97	0,97	0,98	0,98	0,98	0,99	0,99	0,99

Приходите от търговската дейност не са в състояние да покрият разходите по икономически елементи, чието превишение е в пъти. Това на пръв поглед би означавало, че най-големият холдинг в България е нерентабилен. След прилагането и на другите измерители за рентабилност, макар и нетипично, резултатът се променя. Положителните стойности на маржа на фирмената печалба показват, че „Химимпорт АД“ генерира положителна възвращаемост през изследвания период. Макар на оперативно ниво резултатът да е отрицателен, то с включването на финансовите приходи *чистата печалба преди разпределението (NI)* на холдинга приема положителни стойности. Причините за тази положителна промяна в

състоянието на холдинга са големите приходи от финансови източници, които той генерира през целия период. Въпреки това остава неблагоприятната тенденция на намаление на *нетната печалба* през последните четири години от периода (2011 - 2016), през които тя се редуцирана с 46,30 %. *Възвращаемостта на активите (ROA)* е с ниски, макар и положителни стойности за целия изследван период. Най-важният измерител на рентабилността - *възвращаемостта на собствения капитал (ROE)* за „Химимпорт АД” има положителни стойности. В съчетанието си собственият и привлеченият капитал генерират положителна възвращаемост, но тук (за показателя ROE) отново се наблюдава силно негативна тенденция за анализирания период. Източник на проблема е намаляващият размер на *нетната печалба*. Измерителите на ефективността са добавъчен инструмент към показателите за рентабилност. Ефективността на разходите за целият анализиран период е над единица, което означава, че приходите на „Химимпорт АД” превишават сумата на разходите.

По-отношение на рентабилността „Еврохолд АД” е с най-лоши резултати сред четирите изследвани дружества (Таблица 2.3). Единствено през 2008 г. компанията е формирала положителна рентабилност. За тези негативни резултати могат да се посочат няколко основни причини. На първо място, оперативните приходи са значително по-малки от оперативните разходи, видно от индикатора *оперативен марж*, който е отрицателен за целия период. Паралелно с това през 2011, 2012 и 2014 години финансовият резултат е отрицателен (загуба). Това от своя страна генерира отрицателни стойности на *възвращаемостта на активите и на собствения капитал (ROA и ROE)*. Такава ситуация създава предпоставки за липсата на доверие от страна на акционерите към управленските решения на финансовия мениджмънт.

Таблица 2.3. Коефициенти за рентабилност на „Еврохолд АД“

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Оперативен марж (%)	-7,16	-5,60	-4,88	-10,08	-2,13	-0,47	-1,76
Марж на фирмената печалба (%)	2,49	0,37	0,67	-0,07	-1,63	0,20	-0,32
ROA (%)	1,20	0,19	0,44	-0,04	-1,15	0,15	-0,21
ROE (%)	4,81	0,74	1,61	-0,14	-4,25	0,60	-0,88
Ефективност на разходите	1,01	1,00	1,00	0,97	0,99	1,01	1,00
Ефективност на приходите	0,99	1,00	1,00	1,04	1,01	0,99	1,00

Таблица 2.4. Коефициенти за рентабилност на „МС Хидравлик“

	2012	2013	2014
Оперативен марж (%)	14,67	12,54	13,54
Марж на фирмената печалба (%)	13,56	11,39	12,07
ROA (%)	15,44	13,38	14,32
ROE (%)	18,04	15,90	16,88
Ефективност на разходите	1,18	1,15	1,15
Ефективност на приходите	0,85	0,87	0,87

За годините, в които са налице официално достъпни данни за „МС Хидравлик АД“ дружеството е с най-високи стойности на коефициентите за рентабилност (Таблица 2.4). От първите два показателя - *оперативен марж* и *марж на фирмената печалба*, можем да констатираме, че на оперативното ниво генерираните приходи на компанията превишават оперативните

разходи. С всяка следваща година оперативните приходи бележат ръст като за 2013 той е в размер на 6,98%, а за 2014 е в размер на 5,39%. Показателите за *възвращаемост на собствения капитал и възвращаемост на активите* през трите изследвани години са по-високи от тези на предходните анализирани дружества („Химимпорт АД” и „Софарма АД”) водещи по *пазарна капитализация* на българския капиталов пазар. Основната причина за високите стойности на показателите за рентабилност на „МС Хидравлик АД“ е високият дял на нетната печалба. От отчета за приходите и разходите на „МС Хидравлик АД” се вижда, че чистата печалба след данъчно облагане и преди разпределение за 2012 г. възлиза на 10.827.000 лв., за 2013 г. търпи малка редукция в размер на 9.743.000 лв., а за 2014 г. постига най-голям размер от 10.869.000 лв.

Таблица 2.5.

Обобщение на показателите за рентабилност на дружествата

	Софарма	Химимпорт	Еврохолд	МС Хидравлик
Оперативен марж (%)	7,040	- 20,912	- 4,583	13,583
Марж на фирмената печалба (%)	4,628	16,187	0,244	12,340
ROA (%)	4,522	2,009	0,083	14,380
ROE (%)	9,489	9,106	0,356	16,940
Ефективност на разходите	1,058	1,020	0,997	1,160
Ефективност на приходите	0,944	0,980	1,004	0,863

2. Франчизната стойност като компонент на инвестиционния профил на дружествата

2.1. Методологична основа на франчизната стойност

По своята същност моделът на франчизната стойност има за цел да оцени собствения капитал на една компания, като го разглеждат в два компонента: 1) Материална стойност „*tangible value*” (TV) т.е. стойността, която се очаква да бъде генерирана от компанията при настоящите условия, като се изключват бъдещото развитие и промени в нормата на печалбата, и 2) Франчизна стойност „*franchise value*“ (FV) обичайно се определя като „допълнителна“ очаквана да се генерира от компанията в бъдеще спрямо настоящата пазарна стойност. Т.е. франчизна стойност може да се разглежда като израз на потенциала за формиране на допълнителна печалба, при което не следва да се изключва и възможността този потенциал да намалява спрямо текущия. Методиката на модела е разгледана от Пътев, Пл. и Петков, К. (Petkov & Patev, 2018) и нейно умело приложение откриваме в изследване на Николаев, Д. при анализ и оценяване на търговски банки (Nikolaev, 2018):

- 1) Франчизната стойност се разглежда като резултат от франчизния фактор и фактора на растежа:

$$(1) \quad FV = FF * GF * BVsh$$

където:

FV – франчизна стойност;

FF – франчизен фактор;

GF – фактор на растежа;

BVsh – номинална стойност на акциите.

2) Изчисляване на франчизния фактор и фактора на растежа:

$$(2) \quad FF = \frac{ROE - k_e}{k_e}$$

където:

ROE – възвръщаемост на собствения капитал;

k_e – пазарната възвръщаемост.

$$(3) \quad GF = \frac{g}{g - k_e}$$

където:

GF, основано на Модела за растежа на Гордан (Gordon, 1962);

g – процент на растежа на активите;

k_e – пазарната възвръщаемост.

При определяне на пазарната възвръщаемост ползваме като бенчмарк доходността на SOFIX. Използваната стойност представлява средната възвръщаемост на индекса за изследвания период на акциите.

За изчисляване на втория компонент на модела – материалната стойност „tangible value” (TV), наричан още „terminal value“, Николаев прилага следната формула (Nikolaev, 2018).

$$(6) \quad TV = \frac{EPS}{k_e}$$

където:

EPS – възвращаемост за акция;

k_e пазарната възвращаемост.

Може да обобщим, че моделът на франчизната стойност свързва анализа от фундаменталните финансови показатели на дружеството с борсовата цена на неговите акции и капитализационния доход, който те формират.

2.2. Емпиричен анализ на франчизната стойност за изследваните акции

С Таблица 3.1 представяме очакваната стойност на изследваните акции, изведена посредством модела на франчизната стойност. Ползваните борсови цени (EP) са тези, формирани на борсата в последния търгуван ден за дружеството за съответната финансова година.

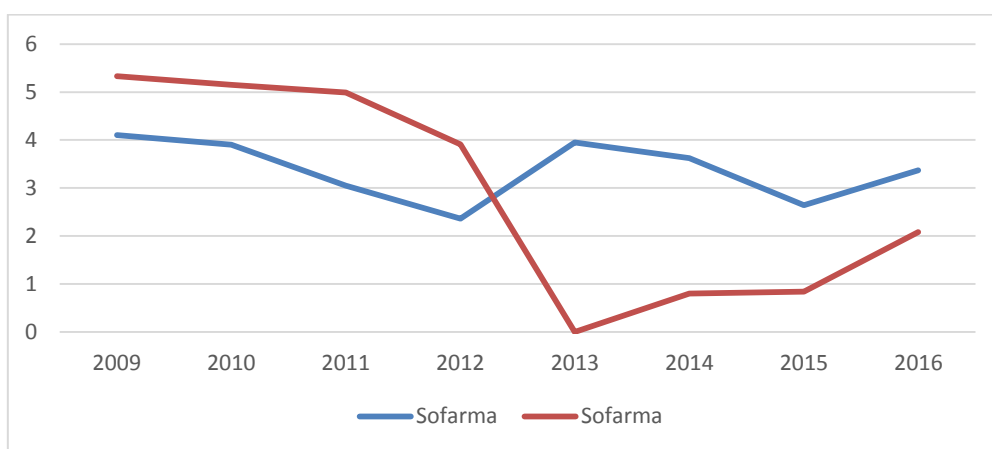
Таблица 3.1. Франчизна стойност на изследваните акции

	Year	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Sofarma	EP	4,10	3,90	3,05	2,36	3,95	3,62	2,64	3,37
	FV	5,33	5,15	4,99	3,91	n/a	0,80	0,84	2,08
Himimport	EP	2,8	2,78	1,46	1,62	2,03	1,67	1,34	1,64
	FV	5,47	3,92	2,77	2,93	1,85	1,27	1,23	0,76
Eurohold	EP	1,33	0,90	1,10	1,06	1,00	0,90	0,65	0,64
	FV	0,19	0,40	n/a	0,90	0,35	0,35	n/a	n/a
Hidravlik	EP	1,83	2,12	2,40	2,43	3,77	5,38	4,99	6,57
	FV	n/a	n/a	n/a	n/a	3,25	3,46	n/a	n/a

При три от дружествата, с изключение на „Химимпорт“ за някои от годините не са публикувани официално всички данни, необходими за изчисляване на франчизната стойност. Това е отразено с нулеви нива на франчизната стойност за съответните години, което възпрепятства пълноценния паралелен анализ за целия период. Въпреки това показваме значението на франчизната стойност, като компонент на инвестиционния профил. През повечето години от изследвания период се наблюдава съществена разлика между борсовите цени на акциите и тяхната потенциална (франчизна) стойност. Такъв резултат ни навежда на мисълта, че капиталовият пазар не проявява достатъчна чувствителност към бизнес

результатите на изследваните дружества. Въпреки, че четирите изследвани дружества са с най-голяма пазарна капитализация и сравнително най-добра пазарна ликвидност, както ще покаже последващият анализ, причините за установените големи отклонения може да се търсят и в ниската пазарна ликвидност за фондовата борса като цяло.

Графика 1.1. Франчизна стойност и борсов курс на „Софарма АД“

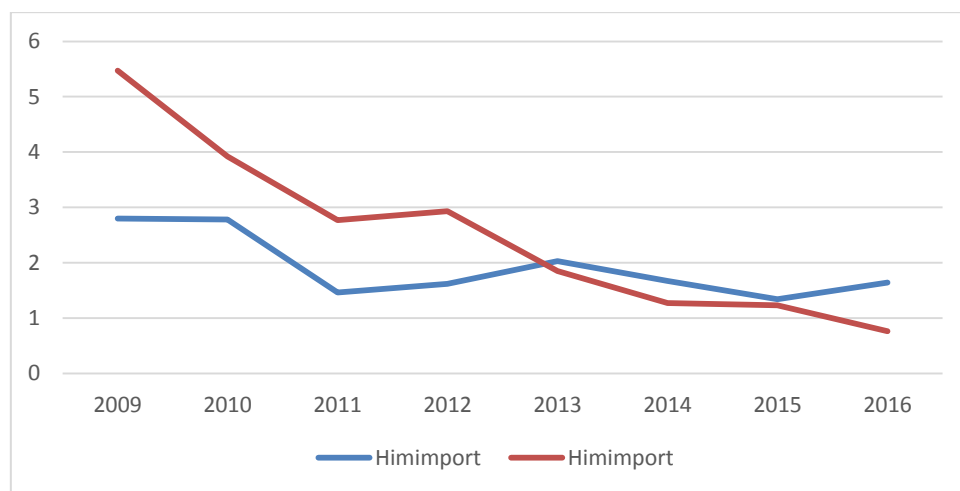


При разглеждане на резултатите за отделните дружества, при „Химимпорт“, „Еврохолд“ и „МС Хидравлик“ превесът между двете стойности, т.е. надценяването и подценяването, се балансира по години. При „Софарма“ наблюдаваме сериозно надценяване от 2009 до 2012 г., след което през последните 3 години е налице силно подценяване. Такава информация може да бъде показател за ненормално формиране на цените на акциите и/или наличието на допълнителни силни фактори, освен финансовите резултати и преките бизнес условия в сектора.

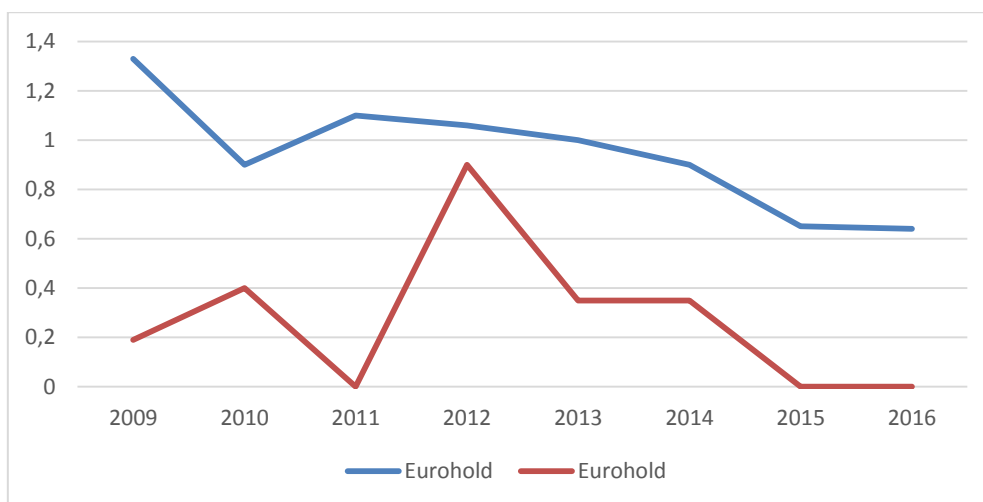
Данните за „Химимпорт“ са пълни за всички години от периода и тук можем да си позволим по-категорични коментари за акциите на дружеството. Ситуацията със съотношението между франчизната стойност и

борсовата цена е сходна с тази при „Софарма“. През първите четири години очакванията на база потенциал надвишават съществено пазарната оценка. През 2013 двете стойности се сближават до минималната разлика от 9 %, след което курсът на акциите остава над франчизната стойност.

Графика 1.2. Франчизна стойност и борсов курс на „Химимпорт“

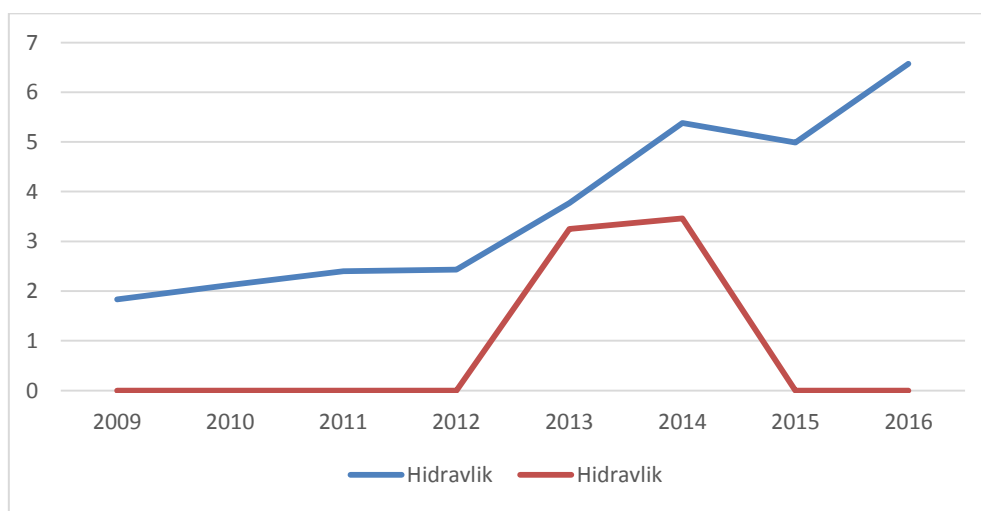


Графика 1.3. Франчизна стойност и борсов курс на „Еврохолд“



Трябва да отбележим, че само „МС Хидравлик“ реализира капитализация за периода, при това с над 300 %, За сметка на „Софарма“, „Еврохолд“ и „Химимпорт“.

Графика 1.4. Франчизна стойност и борсов курс на „МС Хидравлик“



За целите на последващия паралелен анализ представяме обобщение на изчислените франчизни стойности чрез техните средни аритметични величини за периода, заедно с борсовите цени и техните разлики (Таблица 3.2). От осредняването сме изключили годините, в които поради липсата на всички необходими данни не е изчислена франчизната стойност.

Таблица 3.2. Обобщение на франчизните стойности

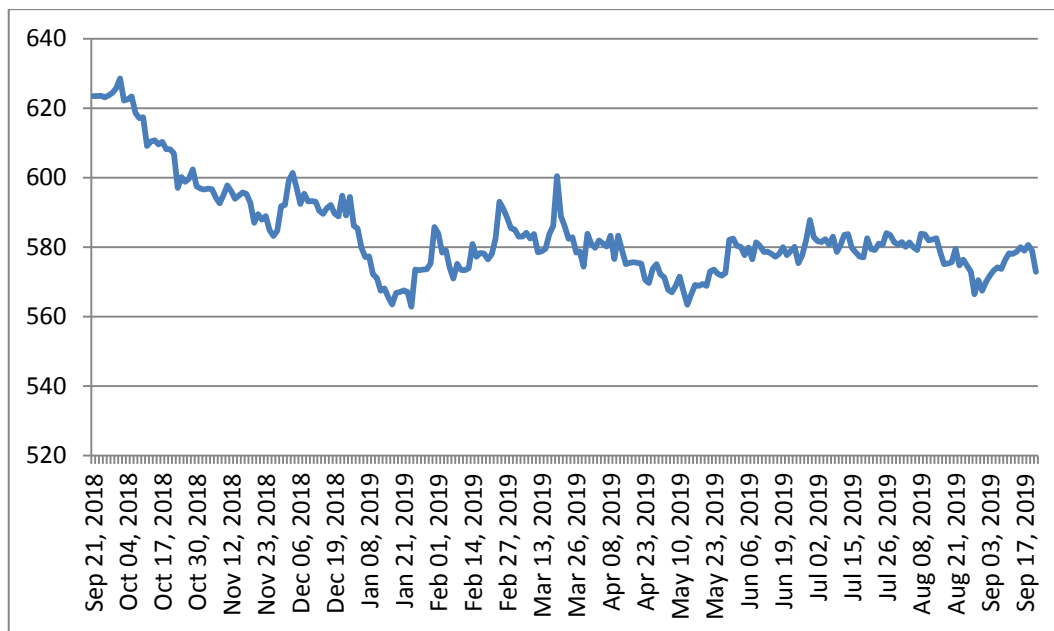
Дружество	$\overline{FV}$	$\overline{FV} - \overline{MP}$
Софарма	5,377	2,09
Химимпорт	2,525	0,61
Еврохолд	0,438	- 0,60
МС Хидравлик	3,355	- 1,22

Обобщението на франчизните стойности представя най-голям потенциал отново за „Софарма“, след която се нареждат „МС Хидравлик“, „Химимпорт“ и „Еврохолд“. Отклонението на франчизната стойност от фактическия борсов курс на акциите показва, че франчизните стойности за „Софарма“ и „Химимпорт“ са дали надценена оценка за техните акции спрямо реално постигната цена. За разлика от тях, при „Еврохолд“ и „МС Хидравлик“ франчизните стойности са формирали занижена оценка спрямо фактическата капитализация на техните акции (Таблица 3.2).

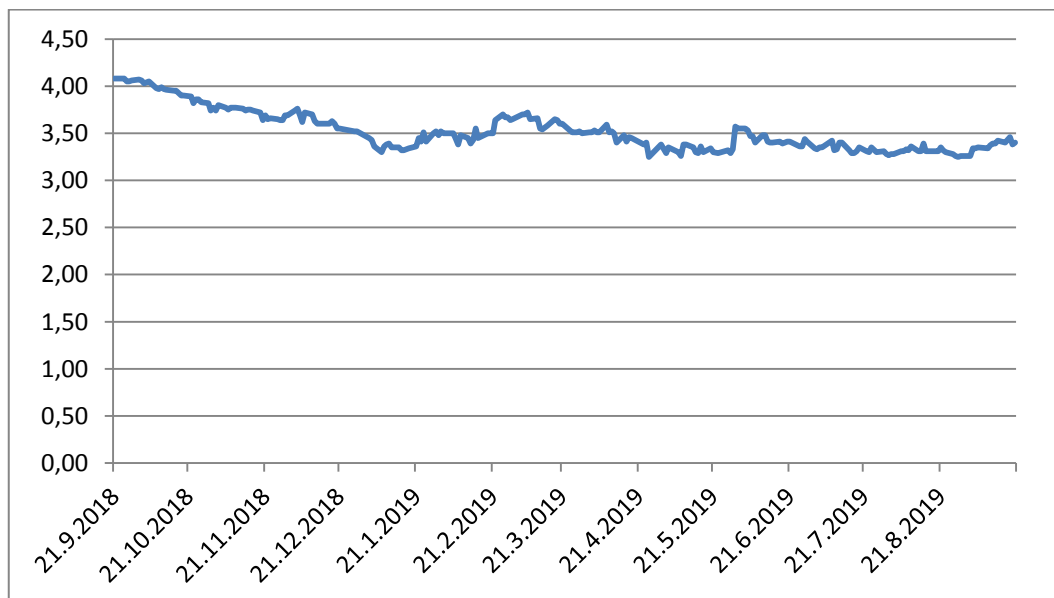
3. Анализ на доходността и пазарния риск

Като референтен борсов индикатор при анализа на доходността и пазарния риск на изследваните дружества поставяме тесния индекс, в чийто обхват те участват. Развитието на SOFIX за изследвания период е представено с Фигура 2.1.

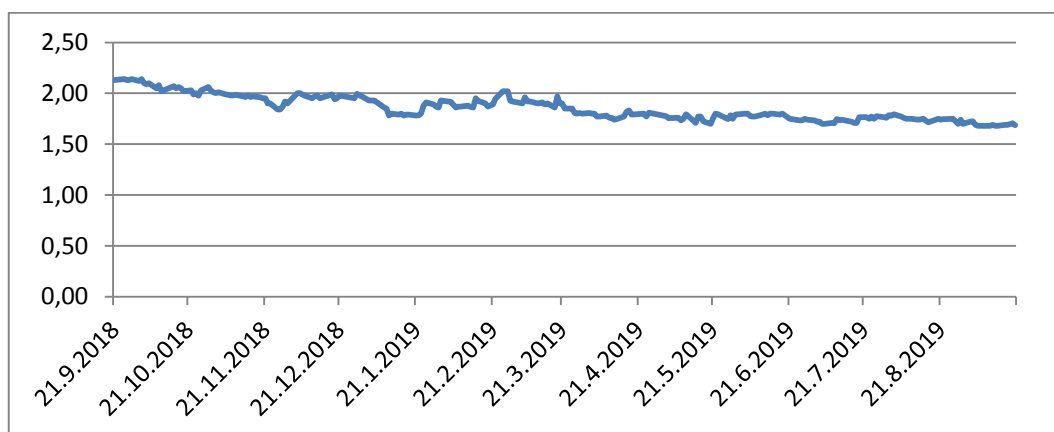
Графика 2.1. Стойности на SOFIX (21.IX.2018 – 20.IX.2019)



Графика 2.2. Борсов курс на „Софарма“ (21.IX.2018 – 20.IX.2019)

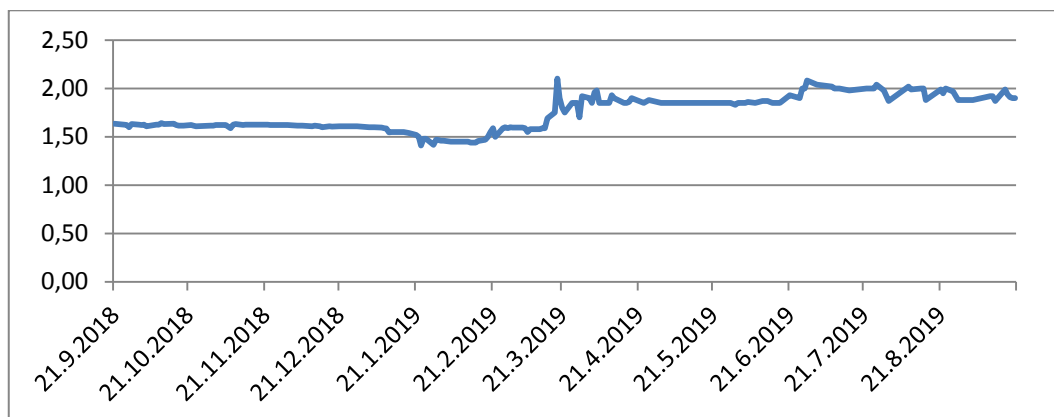


Графика 2.3. Борсов курс на „Химимпорт“ (21.IX.2018 – 20.IX.2019)



Приложените графики (от 2.1. до 2.5.) онагледяват изменението на пазарния курс на четирите акции, от което може да се придобие обща представа за техния капитализационен доход, както и визуална съпоставка с референтния индекс.

Графика 2.4. Борсов курс на „Еврохолд“ (21.IX.2018 – 20.IX.2019)



Графика 2.5. Борсов курс на „МС Хидравлик“ (21.IX.2018 – 20.IX.2019)

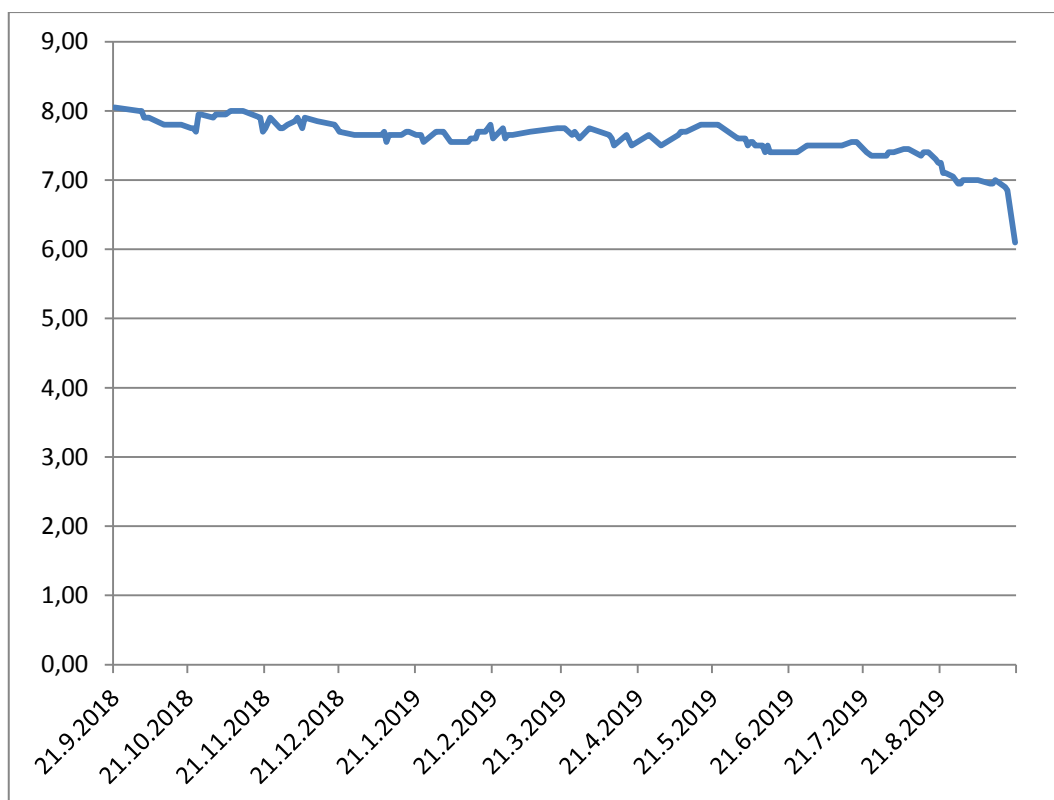


Таблица 4.1.
Показатели за борсовата доходност и пазарния риск на акциите

	SOFIX	Софарма	Химимпорт	Еврохолд	МС Хидравлик
MP_{Begin}	623,48	4,08	2,13	1,64	8,05
MP_{Last}	572,86	3,40	1,69	1,90	6,10
$CapM_T$	- 50,62 (пункта)	- 0,68	- 0,45	0,27	- 1,95
$CInc(\%P)$	- 8,12	- 16,67	- 20,89	16,21	- 24,22
$Inc_{Rel.Index}$	x	- 8,55	- 12,77	24,33	- 16,1
MP_{Min}	562,86	3,25	1,68	1,41	6,10
MP_{Max}	628,49	4,08	2,14	2,10	8,05
K_{Var}	2,31%	5,93%	6,48%	10,44%	3,89%
K	1,80	0,18	- 0,75	- 1,28	3,94
S	1,37	0,96	0,56	0,14	- 1,51

MP_{Begin}	Цена в първия ден от периода;
MP_{Last}	Цена в последния ден от периода;
$CapM_T$	Капитализация за периода в лв.;
$CInc(\%P)$	Доходност в % към началната цена;
$Inc_{Rel.Index}$	Относителна доходност спрямо SOFIX;
MP_{Min}	Най-нисък борсов курс за периода;
MP_{Max}	Най-висок борсов курс за периода;
K_{Var}	Коефициент на вариация;
S	Асиметрия;
K	Ексцес.

От графиките и Таблица 4.1 е видно, че единствено акциите на „Еврохолд“ реализират *капитализационен доход* за периода. Интерес представлява и обстоятелството, че този добър борсов ръст от 16,2% се формира в сравнително кратък период – от средата на февруари до края на март 2019 г. Същевременно акциите на другите три дружества и SOFIX понасят чувствителна декапитализация, като за „Софарма“ тя е с 16,7%; за „Химимпорт“ 21% и за „МС Хидравлик“ 24,2%. Загубата за SOFIX е над 8 %.

За **оценка на пазарния риск** на разглежданите акции тук изчисляваме най-важните показатели от дескриптивната статистика: коефициента на вариация, асиметрия и ексцес (Таблица 4.1). В настоящото изследване умишлено не отделяме внимание на допълнителни модели за оценяване на риска, каквото бе направено в посочената по-горе студия от 2018 г. (Simeonov & Todorov, 2018). Там приложихме популярния модел VaR (Value-at-Risk), негови модификации и FAVT (Честотен анализ на променливостта и тренда). Като базов измерител за пазарния риск на акциите поставяме *коефициента на вариация*. Предпочитанието към коефициента на вариация не е случайно предвид директната му информационна изразност в процент към цената, за разлика от абстрактната стойност на широко ползваното стандартно отклонение. С най-високи стойности на коефициента на вариация е „Еврохолд“, като следва обективно да оценяваме това, че за едногодишен период на анализ $10,4 K_{Var}$ не е притеснителна стойност. На второ място по този показател е „Химимпорт“ с 6,5; на трето „Софарма“ с 5,9 и последен „МС Хидравлик“ с 3,9 (Таблица 4.1.).

По отношение на *ексцеса* (K) „МС Хидравлик“ и „Софарма“ проявяват положителен, а „Химимпорт“ и „Еврохолд“ са с отрицателен

ексцес, като само стойността за „МС Хидравлик“ е сравнително висока – наднормален ексцес. *Асиметрията* (*S*) за първите три дружества и SOFIX е положителна (дясна), единствено за „МС Хидравлик“ се показва лява (отрицателна).

Таблица 4.2.
Класиране на акциите според обобщените показатели за
борсовата доходност и пазарния риск

Дружество	Капитализационен доход	Пазарен риск (нисък)
Софарма	2	3
Химимпорт	3	2
Еврохолд	1	1
МС Хидравлик	4	4

Следва да подчертаем, че резултатите от приложените различни показатели за риск не са еднозначни и класирането в Таблица 4.2 се основава на тяхното обобщение за целите на последващия паралелен анализ. Констатираната почти паралелна (еднопосочна) поредност на акциите по отношение на техния капитализационен доход и риск в низходящ ред е типична за финансовите инструменти.

4. Анализ на пазарната ликвидност на акциите

Както посочихме в началото, борсовият профил е съществена и неизбежна част от инвестиционния профил на публичните дружества. Анализът на пазарната ликвидност от своя страна е основен компонент на борсовия анализ и за тях са необходими ежедневни борсови данни. Известно

е, че фундаменталните показатели се основават на годишни данни от финансовите отчети, при което разглеждането на показателите в динамика изисква няколко годишни наблюдения. За разлика от това, предвид дневния характер на борсовите данни, за надежден борсов анализ са достатъчни няколко месеца. За настоящия борсов анализ обхващаме период от дванадесет месеца от 21.09.2018 г. до 20.09.2019 г.

В актуално изследване Диаз и Ескрибано разглеждат факторите за ликвидността на облигации и изследват влиянието на ликвидността върху цената и спреда на облигации издадени от Федералния резерв на САЩ (Díaz & Escribano, 2017). Някои от ключовите измерители откриваме в изследване на Местел, Марг и Тийзен за влиянието на алгоритмичната търговия върху пазарната ликвидност на акции, търгувани на Виенската фондова борса (Mestel, Murg, & Theissen, 2018). Купер, Грот и Авера анализират различни измерители на пазарната ликвидност на акциите, при което акцентират на Bid-Ask спреда, коефициента на ликвидност и размера на фирмата (Cooper, Groth, & Avera, 1985). Тук следваме информационната значимост на измерителите, систематизирани в тематична монография (Симеонов, 2016) и прилагаме част от методиката за анализ на пазарната ликвидност на акции, развита подробно в предходна студия (Simeonov & Todorov, 2018). В настоящия анализ включваме и коефициента за „неликвидност“ на Амихуд (Amihud, 2002).

Преди анализа на първичните борсови индикатори представяме пазарната капитализация на дружествата, която е и критерият за селекцията на изследваните тук дружества. Според обосновавания в началото на студията критерий за подбор на извадката, първите четири дружества от SOFIX с търговско индустриален тип имат пазарна капитализация между 240,6 и

458,3 милиона лева, чиято поредност и конкретни стойности са представени в Таблица 5.1.

Таблица 5.1.
Борсов курс на акциите и пазарна капитализация на дружествата
в последния търгуван ден за периода (20.IX.2019)²

Дружество	Борсова цена	Пазарна Капитализация (лв.)
Софарма	3,40	458.312.856,60
Химимпорт	1,69	403.803.959,90
Еврохолд	1,90	375.298.640,00
МС Хидравлик	6,10	240.615.720,00
Сегмент „Основен пазар“ ³		8.796.911.952,00

Базовите индикатори за пазарна ликвидност на дружествата разменят поредността на първите три дружества, което е съвсем закономерно обстоятелство (Таблица 5.2). С най-голям брой акции е „Химимпорт“ (над 239,6 млн. бр.), с най-голям процент на Free-float (36,4) – „Софарма“, а с най-голям фрий-флоут в брой акции отново е „Химимпорт“ (почти 66,17 млн. бр.).

² Използваните пазарни данни в настоящото изследване обхващат периода от 21.09.2018 г. до 20.09.2019 г. и са събрани от <https://www.bse-sofia.bg/bg/indices> и <https://www.investor.bg/indexes/index/235/17/>

³ Според пазарната статистика на БФБ агрегираната пазарна капитализация е отчетена в края на м. септември 2019.

Таблица 5.2. Базови индикатори за пазарна ликвидност на акциите

Дружество	Брой акции	Free-float в %	Free-float в брой акции
Софарма	134.797.899	36,43	49.106.875
Химимпорт	239.646.267	27,61	66.166.334
Еврохолд	197.525.600	30,58	60.403.328
МС Хидравлик	39.445.200	23,38	9.222.288

Докато базовите индикатори са доста статични и представляват предпоставка и потенциал за пазарната ликвидност, то търговските индикатори са много по-динамични (променливи) и отразяват фактическата ликвидност. Спрямо броя търговски дни и броя сделки лидер е „Софарма“, а според борсовия обем и борсовия оборот водещата позиция е за „Еврохолд“ (Таблица 5.3).

**Таблица 5.3.
Търговски индикатори за пазарна ликвидност на акциите**

Дружество	Брой търговски дни	Брой сделки	Борсов обем	Борсов оборот
Софарма	238	3.205	2.644.952	9.377.003,24
Химимпорт	235	2.925	5.341.905	10.226.246,38
Еврохолд	189	1.151	6.163.717	10.455.751,00
МС Хидравлик	147	659	437.272	3.224.393,00

Таблица 5.4. Търговски показатели за пазарна ликвидност акциите

Дружество	Среднодневен брой сделки	Среднодневен търгуван обем (брой акции)
Софарма	13,03	10.751,84
Химимпорт	11,89	21.715,06
Еврохолд	4,68	25.055,76
МС Хидравлик	2,68	1.777,53

Среднодневният брой сделки е: 13,3 за „Софарма“; 11,9 за „Химимпорт“; 4,7 за „Еврохолд“ и 2,7 за „МС Хидравлик“. Среднодневният търгуван обем съответно е: 25055 акции за „Еврохолд“; 21715 за „Химимпорт“; 10752 за „Софарма“ и 1777 за „МС Хидравлик“ (Таблица 5.4).

Таблица 5.5. Коефициент на търговските дни⁴

Дружество	Коефициент на търговските дни (%)
Софарма	96,75
Химимпорт	95,53
Еврохолд	76,83
МС Хидравлик	59,76

Коефициентът на търговските дни, който изразява търгуваните дни за дадено дружество в процент от борсовите дни за периода⁵, е доста добър за първите две дружества: 97% за „Софарма“; почти 96% за „Химимпорт“; 77% за „Еврохолд“ и „МС Хидравлик“ и не така добър за „МС Хидравлик“ с почти 60% (Таблица 5.5).

⁴ Броят на борсовите дни за периода от 21.09.2018 до 20.09.2019 г. според борсовия календар на БФБ е 246 дни.

⁵ Въведохме и приложихме този показател в цитираната по-горе студия (Simeonov & Todorov, 2018).

Таблица 5.6. Коефициент на търгувания обем

Дружество	Борсов обем	Брой акции в емисията	Коефициент на търгувания обем (%)
Софарма	2.644.952	134.797.899	1,96
Химимпорт	5.341.905	239.646.267	2,23
Еврохолд	6.163.717	197.525.600	3,12
МС Хидравлик	437.272	39.445.200	1,11

Стойностите за коефициента на търгувания обем⁶ и за четирите дружества са доста ниски предвид 12 месечния период на изчисление тук. Според коефициента на търгувания обем, водещ е отново „Еврохолд“ с 3,12; следван от „Химимпорт“ с 2,23; „Софарма“ с 1,96 и „МС Хидравлик“ с 1,11 (Таблица 5.6).

Таблица 5.7. Коефициент за пазарна неликвидност на Амихуд

Дружество	Amihud ILLIQ
Софарма	0,0000033
Химимпорт	0,0000049
Еврохолд	0,0000236
МС Хидравлик	0,0000315

Коефициентът на „неликвидност“ на Амихуд е единственият показател, от приложените тук за пазарна ликвидност, който включва цената на акциите. Предвид изчислителната формула на коефициента на „неликвидност“ на Амихуд, която представлява съотношение между

⁶ Въведохме и приложихме този показател в цитираната по-горе студия (Simeonov & Todorov, 2018).

търгуемостта на акцията и изменението на цената, в неговото информационно съдържание може да се разчита и пазарния риск. Според изчислените стойности за коефициента на „неликвидност“, дружествата запазват последователността от критерия за тяхната селекция - пазарната капитализация. Разликата в ликвидността на акциите между първото дружество („Софарма“) и последното – най-неликвидното („МС Хидравлик“) е близо десет пъти (Таблица 5.7).

Наличието на множество първични индикатори и аналитични показатели заедно с обективното обстоятелство, че акциите на отделните дружества имат различно класиране по отделните показатели, налага прилагането на комплексен измерител, който да позволява коректно сравнимостта между повече акции. Такъв модел въведохме при „формирането на инвестиционен профил за акции“ (Simeonov & Todorov, 2018, стр. 102-105) с наименованието **Коефициент на комплексната пазарна ликвидност (CML_K)**. Оригиналният коефициент съдържа девет компонента, за един от които – броят на миноритарните акционери, няма практика да се публикува официална информация.⁷ Поради това в настоящия анализ прилагаме формулата с останалите осем компонента, което не ощетява проблемно обективността на паралелния анализ тук поради малкото тегло на индикатора „брой на миноритарните акционери“ в оригиналната формула. Формулата за **коефициента на комплексната пазарна ликвидност** на акциите с осем компонента приема следният израз и тегла:

$$CML_K = TD_{(K)} * 0,26 + TN_{DA(K)} * 0,24 + TV_{DA} * 0,11 + TV_{(K)} * 0,11 + Ff_{NS} * 0,08 + Ff_{(\%)} * 0,08 + MC_{RW} * 0,06 + S_{N(K)} * 0,06$$

⁷ При анализа в предходната студия, данните бяха осигурени от Българска фондова борса.

където:

TD_K	Коефициент на търговските дни;
$TN_{DA(K)}$	Среднодневен брой сделки (в коефициент за съпоставимост);
$TV_{DA(K)}$	Среднодневен търгуван обем (коефициент съпоставимост);
$TV_{K(K)}$	Коефициент на търгувания обем (в коеф. съпоставимост);
$Ff_{NS(K)}$	Фрий-флоут в брой акции (коефициент съпоставимост);
$Ff_{(%)}$	Фрий-флоут в процент;
MC_{RW}	Пазарна капитализация процентно тегло в агрегираната;
$S_{N(K)}$	Брой акции в цялата емисия (коефициент съпоставимост).

Преди изчисляване на теглата и сумирането на компонентите във финалната формула на *коефициента на комплексната пазарна ликвидност*, показателите се трансформират в съпоставими коефициенти, чиито изчислени стойности са показани в Таблица 5.8.⁸

Таблица 5.8. Показатели на обобщената формула за пазарна ликвидност в съпоставими коефициенти

	$TD_{(K)}$	$TN_{DA(K)}$	$TV_{DA(K)}$	$TV_{K(K)}$	$Ff_{NS(K)}$	$Ff_{(%)}$	MC_{RW}	$SN_{(K)}$
Софарма	0,968	1,000	0,429	0,196	0,742	0,364	1,000	0,563
Химимпорт	0,955	0,913	0,867	0,223	1,000	0,276	0,881	1,000
Еврохолд	0,768	0,359	1,000	0,312	0,913	0,306	0,819	0,824
МС Хидравлик	0,598	0,206	0,071	0,111	0,139	0,234	0,525	0,165

⁸ Цялостната методика, включваща аргументацията за селекцията на индикаторите и показателите, обосновка на поставените тегла и трансформирането им в съпоставими коефициенти може да бъде проследена в посочената студия от 2018 г.

От Таблица 5.8 е видно още, че „Софарма“ е с най-добри стойности за четири от осемте показателя, изграждащи коефициента на комплексната пазарна ликвидност на акциите. С лидерство по два от другите четири коефициента са „Химимпорт“ и „Еврохолд“, а „МС Хидравлик“ е с най-ниски стойности и за осемте показателя.

След изчисляването на **коефициента на комплексната пазарна ликвидност**, четирите изследвани дружества се класират окончателно в следната последователност: „Химимпорт“; „Софарма“; „Еврохолд“ и „МС Хидравлик“. Видно е, че „Химимпорт“ изпреварва „Софарма“ в комплексната оценка, въпреки по-големият брой лидерство по показатели, поради високите стойности с втора позиция по пет от осемте показателя (Таблица 5.9).

**Таблица 5.9. Класиране на акциите според
Коефициента на комплексната пазарна ликвидност**

Класиране	Дружество	$CML_{(K)}$
1	Химимпорт	0,78014
2	Софарма	0,72317
3	Еврохолд	0,59546
4	МС Хидравлик	0,28497

5. Обобщение на инвестиционните профили и паралел между изследваните дружества

Различията между фундаменталните и борсовите показатели не са изненадващи, въпреки принципните очаквания пазарът да оцени правилно фундаменталните данни. За поредността на дружествата по обобщените инвестиционни характеристики следва да се има предвид и различния срок

на отчитане на фундаменталните и борсовите данни (Таблица 6). Въпреки установените относителни различия на четирите дружества, инвестиционният профил, който те формират, отразява преимуществено спекулативен потенциал и наличието на риск, неблагоприятстващ позиционно (по-дългосрочно) задържане на дълги позиции. Липсата на устойчива капитализация и противоречивите фундаментални показатели, заедно с добрата пазарна ликвидност за „Софарма“ и „Химимпорт“ аргументират това становище. По-ниската пазарна ликвидност на „Еврохолд“ и „МС Хидравлик“ увеличава риска в техните профили и ги прави непрепоръчителни за краткосрочно спекулиране (Таблица 6).

Таблица 6. Класиране на дружествата според обобщените инвестиционни характеристики

	Софарма	Химимпорт	Еврохолд	МС Хидравлик
Ликвидност на дружеството	2	3	4	1
Рентабилност на дружест.	2	3	4	1
Франчизна стойност	1	3	4	2
Пазарен риск	3	2	1	4
Капитализационен доход	2	3	1	4
Пазарна ликвидност на акциите	2	1	3	4

Заклучение

С настоящата студия развихме и представихме комплексна методика за инвестиционен анализ на борсово търгувани дружества. Демонстрирана бе различната и допълваща се аналитична значимост на фундаменталните показатели, извлечени на основата на балансовите данни и тази на борсовите индикатори и показатели. Специално внимание бе отделено на франчизната стойност, която свързва фундаменталните данни с борсовата оценка на акциите и оценява потенциала за генериране на допълнителен капитализационен доход. Демонстрирано бе формирането на пълноценен инвестиционен профил за акции на основата на ликвидността и рентабилността на дружеството, франчизната стойност, пазарната ликвидност на акциите, пазарния риск и капитализационния доход. Комплексът от модели бе приложен в емпиричен анализ за първите четири дружества с най-голяма пазарна капитализация от SOFIX. На тази основа бяха формирани подробни и комплексни инвестиционни профили за „Софарма“, „Химимпорт“, „Еврохолд“ и „МС Хидравлик“. Въпреки различията по конкретните показатели на отделните дружества, тук установяваме сходни характеристики в техните обобщени профили. Наличието на капитализационен доход само при „Еврохолд“ и корпоративната политика на нулеви или символични дивиденди не представляват препоръка за дългосрочно поддържане на дълги позиции. Същевременно добрата пазарна ликвидност на „Софарма“ и „Химимпорт“ благоприятства реализирането на краткосрочни спекулативни стратегии, но това не е валидно в същата степен за акциите на „Еврохолд“ и „МС Хидравлик“, където пазарната ликвидност не е така добра и пазарният риск е по-голям.

По този начин аргументираме необходимостта от изследване както на вътрешните финансови показатели, заедно с фактическите борсови индикатори, така и връзката между тези различни методи. Поставянето на превес в полза на фундаменталния или борсовия анализ зависи от инвестиционния хоризонт и инвестиционните мотиви, но надеждната инвестиционна оценка следва да обхваща комплексно както вътрешните финансови показатели, така и външните – борсовите индикатори.

Литература

- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects. *Journal of Financial Markets*, 5, Pp 32-34.
- Cooper, S., Groth, J., & Avera, W. (February 1985 r.). Liquidity, exchange listing, and common stock performance. *Journal of Economics and Business*, 37(1), 19-33.
- Díaz, A., & Escribano, A. (March 2017 r.). Liquidity measures throughout the lifetime of the U.S. Treasury bond. *Journal of Financial Markets*, 33. Pp 42-74.
- Gordon, M. (1962). The investment, financing, and valuation of the corporation. *Homewood, Ill., R.D. Irwin*.
- Mestel, R., Murg, M., & Theissen, E. (September 2018 r.). Algorithmic trading and liquidity: Long term evidence from Austria. *Finance Research Letters*, 26, Pp. 198-203.
- Nikolaev, D. (2018). Changes in the Franchise Value of the European International Banks due to Basel III. *Scientific Studies of PhD-students, comp.* 147-161.
- Petkov, K., & Patev, P. (7 June 2018 r.). Simple valuation methods: Franchise value approach. *Извлечено от ABIR Analytics: <http://abiranalytics.com/img/files/125161087.pdf>*

- Simeonov, S., & Todorov, T. (2018). Designing The Investment Profile of the Shares Traded on The Bulgarian Stock Exchange, in the period from august 2016 to December 2017. *Economics* 21, 1, 70-100.
- Симеонов, С. (2016). ИЗМЕРИТЕЛИ НА БОРСОВАТА АКТИВНОСТ – изследване на индикаторите и анализ на пазарния тренд. *Бр. 131*, Свищов, България: Академично издателство "Ценов".