

До НБУ
Департамент „Икономика“

РЕЦЕНЗИЯ

От рецензент (име, академична длъжност и научна степен):

Проф. д-р Андрей Захариев от УЗФ

Научна специалност на рецензента:

„Финанси, парично обращение, кредит и застраховка” (Финанси)

Регистрация на рецензента в НАЦИД по реда на ЗРАСРБ и ППЗРАСРБ (Регистър на академичния състав и защитените дисертационни трудове в НАЦИД): от 01.12.2018 г.

Рецензиран автор на докторат:

Докторант Стефани Георгиева Андреева

Наименование на дисертационния труд:

**„ПРОБЛЕМИ ПРИ ОЦЕНЯВАНЕ НА СПРАВЕДЛИВАТА
СТОЙНОСТ НА ПУБЛИЧНИ КОМПАНИИ И ПОВИШАВАНЕ НА
НЕЙНАТА ОБОСНОВАНОСТ”**

Звено, където докторанта е зачислен:

Департамент „Икономика“

Научна специалност на докторанта и форма на обучение:

Докторска програма „Финанси, парично обръщание, кредит и застраховка“

Научен ръководител на докторанта:

проф. д-р Ренета Димитрова

Основание за написване на рецензията:

Решение от заседание на Научно жури и Заповед

Нормативна уредба:

Настоящето становище е разработено в съответствие с изискванията на Закона за развитие на академичния състав в Република България – ЗРАСРБ, Правилника за прилагане на ЗРАСРБ - ППЗРАСРБ и приложимата в НБУ вътрешна регулаторна уредба.

1. Информация за дисертанта

Стефани Георгиева Андреева е родена на 19.12.1995 г. в България. Притежава богата мултидисциплинарна академична подготовка. В периода септември 2009 – май 2014 г. завършва средно образование в ГПЧЕ „Никола Йонков Вапцаров” – Шумен. В периода септември 2014 – август 2015 г. се обучава по право в Кьолнски университет (Германия) на равнище магистър. Притежава диплома по немски език на ниво С1. В периода септември 2015 – февруари 2021 г. успешно придобива магистърска степен по две специалности в НБУ – основна специалност „Право“ и специалност „Финанси“. В периода октомври 2020 – юли 2022 г. завършва и втора магистратура по „Финанси“ в НБУ. Докторантурата на свободна подготовка по програма „Финанси, парично обръщане, кредит и застраховка” при Департамент „Икономика” в НБУ е логичното продължение на нейното научно развитие.

Трудовият стаж на докторанта е практически ориентиран и пряко свързан с темата на дисертационния труд. От декември 2021 г. до момента работи като одит асистент в РСМ БГ ООД. Паралелно, от септември 2020 г., е активен контрибутор към платформата Seeking Alpha, където публикува финансово-аналитични материали в областта на оценяването на публични компании. Между октомври 2017 и декември 2021 г. работи като анализатор в Елиткар ООД, занимавайки се с ценообразуване, пазарен анализ и проучване на нови брандове. Докторантът притежава езикова компетентност на ниво Експерт по немски и английски, Microsoft Office компетенции и свидетелство за управление на МПС категория В.

2. Общо представяне на дисертационния труд

Настоящата рецензия съответства на нормативните изисквания на Закона за развитието на академичния състав в РБългария, Правилника за прилагане на закона за развитието на академичния състав в РБългария и приложимата в НБУ вътрешна регулаторна уредба.

Дисертационният труд на Стефани Георгиева Андреева е с обем 231 страници и съдържа 54 таблици и 22 фигури. Библиографията обхваща 91 литературни източника и научни статии, 24 интернет източника, 21 нормативни документа и 15 допълнителни източника, включващи финансови данни на анализирани компании. Трудът е структуриран в увод, три глави и заключение.

Темата е актуална и научно обоснована. В условията на глобализиращи

се капиталови пазари и нарастваща сложност на публично търгуваните компании традиционните модели за оценяване на справедливата стойност демонстрират съществени ограничения. Основният изследователски въпрос – как може да се повиши обосноваването на оценките, базирани на DCF модели при несигурни входни данни – е формулиран прецизно и отговаря на реална практическа потребност. Тезата е, че интегрирането на Монте Карло симулации в метода DCF значително повишава обосноваването и надеждността на оценките чрез въвеждане на вероятностни разпределения вместо фиксирани допускания.

3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати

Изследването е методологично зряло и демонстрира задълбочено владение на материята. В Глава I е извършен обстоен сравнителен анализ на класическата, неокласическата и съвременните теории за стойността и тяхното пренасяне в счетоводните и оценителските стандарти. Проследено е развитието на концепцията за справедливата стойност в МСФО 13 и ASC 820, като е аргументирана позицията за по-нататъшна хармонизация между двата стандарта.

Глава II очертава ограниченията на традиционните DCF модели и разработва нова методология за интегриране на Монте Карло симулации, структурирана в последователни и възпроизводими алгоритмични стъпки – от идентифициране на ключови входни променливи, определяне на вероятностни разпределения, задаване на корелационни зависимости до конфигуриране на модела чрез Oracle Crystal Ball и интерпретация на резултатите.

Глава III представлява емпиричната апробация върху две реални публично търгувани компании – Rivian Automotive Inc. и Vera Therapeutics Inc. При Rivian Automotive базовият DCF модел дава справедлива стойност от 6,93 долара на акция, а 90%-ият доверителен интервал е от -2,71 до 24,04 долара при пазарна цена 13,30 долара, позиционирана около 80-ия перцентил. При Vera Therapeutics базовата оценка е 19,85 долара при пазарна цена 41,41 долара, а към август 2025 г. цената е спаднала до 21,64 долара – изключително близо до получената оценка, което потвърждава прогностичната валидност на методологията.

4. Оценка на формулираните приноси и постигнати теоретични, теоретико-приложни и емпирични резултати

Дисертацията формулира ясни и обосновани приноси в три направления.

Теоретичните приноси се изразяват в систематизиране на развитието на концепцията за справедливата стойност и сравнителен анализ между МСФО 13 и ASC 820 с аргументирани насоки за хармонизация. Методологичният принос е разработването на нова, последователна и възпроизводима методология за симулационно-базирано DCF оценяване, чиято оригиналност е подкрепена с обстоен преглед на литературата. Приложните приноси са демонстрирани емпирично: резултатите от симулациите показват практическа стойност при инвестиционен анализ, сделки по сливания и придобивания, одиторски тестове за обезценка и управление на риска.

5. Оценка на публикациите по дисертацията

Докторантът е публикувал пет научни разработки, пряко свързани с темата, в периода 2023–2024 г.: в реферирания Годишник „Икономика и бизнес“ на Департамент „Икономика“ на НБУ и в сборници от четири международни конференции. Публикациите обхващат методологичните аспекти на симулационно-базираните модели, рисковете при платформи за финансова информация, влиянието на ESG факторите и устойчивите финанси. Броят и качеството на публикациите отговарят на изискванията за присъждане на ОНС „Доктор“.

6. Оценка на автореферата

Авторефератът представя структурирано и изчерпателно съдържанието на дисертационния труд. Документът е изграден методически издържано и включва актуалност, обект и предмет, цел и задачи, теза, методи, ограничения, практическа значимост, кратко изложение по глави, приносни моменти и списък с публикации. Изложението е ясно, академично коректно и позволява на читателя да придобие пълна представа за изследването. Авторефератът покрива нормативните изисквания.

7. Критични бележки, препоръки и въпроси

Дисертационният труд е висококачествен. Критичните бележки са насочени към разширяване на изследователския хоризонт в бъдещи разработки, а не към ограничаване на научната стойност на настоящия труд:

1. Изследването е ограничено до две компании от американския пазар. Препоръчително е бъдещо разширяване на емпиричната база с компании от европейски пазари, включително от БФБ, където информационната асиметрия е дори по-изразена.

2. Анализът на чувствителността е извършен чрез функционалността „Data Table“ в Microsoft Excel. Бъдещи изследвания биха могли да изследват по-автоматизирани и с по-голям мащаб решения за провеждане на анализа.

Въпрос за уточняване в рамките на публичната защита: Как се предлага методологията да бъде адаптирана при оценяване на непублични компании, при които липсва публично достъпна информация за бета коефициент и отраслови аналози?

8. Заключение

Налице е **успешна докторантура** довела до **дисертабилно изследване с висока иконометрична сложност, публикации и научни изяви**. Подкрепата от научния ръководител е видима и позитивна във всички разрези и насоки.

Върху основата на всичко гореизложено, изразявам позитивно заключение – „ЗА“ присъждането на ОНС „Доктор“ по икономика на докт. Стефани Георгиева Андреева.

05.08.2026 г.
София



.....
/Проф. д-р Андрей Захариев/