

**РЕЦЕНЗИЯ**  
**на дисертационен труд „Проблеми при оценяването на**  
**справедливата стойност на публичните компании и насоки за**  
**повишаване на нейната обоснованост“**  
**с автор докт. Стефани Георгиева Андреева, Нов български**  
**университет**

**Изготвено** от проф. д-р Стоян Проданов с научна специалност 05.02.05 „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“, регистриран в НАЦИД от 01.12.2018 г.,

**Научен ръководител:** Проф. д-р Ренета Димитрова

**Докторска програма:** „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“ (Финанси)

Уважаеми колеги,

Темата на дисертацията на докторант Стефани Георгиева Андреева е „Проблеми при оценяването на справедливата стойност на публичните компании и насоки за повишаване на нейната обоснованост“. Рецензията е разработена в съответствие с изискванията на Закона за развитието на академичния състав в Република България - ЗРАСРБ, Правилника за неговото прилагане и Наредбата за развитието на академичния състав на НБУ.

**1. Обща информация за докторанта**

Докторант Стефани Георгиева Андреева притежава задълбочена и интердисциплинарна академична подготовка, съчетаваща знания в областта на правото и финансите. След завършване на средното си образование в ГПЧЕ „Никола Йонков Вапцаров“ – Шумен, тя продължава обучението си в Германия, а впоследствие придобива магистърски степени по право и финанси в Нов български университет.

Професионалният ѝ опит е тясно свързан с тематиката на

дисертационния труд. Като одит асистент в RSM България тя работи в сферата на финансовия анализ и корпоративната отчетност, а дейността ѝ като автор на аналитични публикации в международната инвестиционна платформа Seeking Alpha е пряко свързана с оценяването на публични компании и инвестиционния анализ.

Считам, че академичната подготовка и практическият опит на докторанта създават добра основа за разработването на изследване с подобна степен на методологична сложност и приложна насоченост.

## **2. Общо представяне на дисертационния труд, преценка на формата и структурата на дисертационния труд**

Дисертационният труд е разработен в обем от 231 страници и съдържа 54 таблици и 22 фигури. Библиографията включва 91 литературни източника и научни публикации, 24 интернет източника, 21 нормативни документа и 15 специализирани източника на финансови данни. Структурата на разработката включва увод, три глави, заключение и библиография. Изложението е логически последователно и вътрешно балансирано. Налице е добра съразмерност между теоретичната, методологичната и емпиричната част на изследването.

Темата е безспорно актуална. През последните години въпросът за оценяването на справедливата стойност придоби особено значение както във финансовата теория, така и в инвестиционната практика. Развитието на капиталовите пазари, нарастващият дял на високотехнологичните компании и засилената несигурност в икономическата среда поставят под съмнение приложимостта на част от традиционните оценителски модели и създават необходимост от усъвършенстване на съществуващия методологичен инструментариум. Основният изследователски проблем е формулиран ясно и е насочен към повишаване на обосноваността на оценките, базирани на метода на дисконтираните парични потоци (DCF), чрез интегриране на вероятностни подходи за моделиране на несигурността.

Структурата на дисертационния труд е логически издържана и съответства на поставените изследователски цели и задачи. Изложението следва стандартната научна рамка, започвайки с теоретичното осмисляне на проблема, през разработването на методологично решение, до неговото емпирично приложение и проверка.

Първата глава е посветена на теоретичните основи на концепцията за стойността и на развитието на понятието за справедлива стойност в съвременната финансова теория и счетоводна практика. Авторът проследява еволюцията на различните теоретични подходи към стойността, като успешно изгражда връзка между класическите постановки и съвременните регулаторни стандарти. Особено внимание е отделено на сравнителния анализ между IFRS 13 и ASC 820, който надхвърля чисто описателното представяне и демонстрира критично отношение към съществуващите регулаторни решения. Глава първа изпълнява успешно функцията на теоретична основа на изследването и показва много добро познаване на състоянието на научния дебат по разглежданата проблематика.

Втората глава предлага методологичната сърцевина на дисертационния труд. В нея авторът последователно идентифицира ограниченията на традиционния метод на дисконтираните парични потоци и аргументира необходимостта от въвеждане на вероятностен подход при моделирането на ключовите входни параметри. Разработената методология за интегриране на Монте Карло симулации посредством специализирания софтуер Oracle Crystal Ball в DCF оценяването е представена по структуриран и възпроизводим начин, което позволява теоретичното ѝ осмисляне и практическо приложение. Считаю, че именно тази глава съдържа най-съществения научен и методологичен принос на дисертацията.

Третата глава е с ясно изразен приложен и емпиричен характер. Чрез апробиране на разработения модел върху реални публични компании авторът демонстрира неговата приложимост в условията на висока пазарна несигурност и ограничена предвидимост на бъдещите парични потоци.

Изборът на Rivian Automotive и Vera Therapeutics е добре аргументиран и позволява да бъдат изведени практически значими изводи относно предимствата на симулационно-базирания подход спрямо традиционните модели за оценяване. Анализът е детайлен, а интерпретацията на резултатите показва способност за съчетаване на количествените методи с адекватна финансова и икономическа аргументация.

Като цяло структурата на дисертационния труд е добре балансирана, отделните глави са логически свързани помежду си и последователно надграждат аргументацията в подкрепа на изследователската теза. Налице е добра пропорционалност между теоретичната, методологичната и емпиричната част, което позволява постигането на завършеност и вътрешна цялост на научното изследване.

### **3. Научни и научно-приложни приноси в дисертационния труд**

Авторът демонстрира много добро познаване на съществуващите научни постановки в областта на корпоративното оценяване и концепцията за справедливата стойност. Получените научни и научно-приложни резултати са пряко свързани с поставената цел на изследването и в значителна степен потвърждават формулираната от автора теза, че интегрирането на Монте Карло симулации в метода на дисконтираните парични потоци повишава обосноваността на оценката на справедливата стойност на публичните компании. Извършеният анализ позволява да се приеме, че формулираните от докторанта приноси са реално постигнати и намират достатъчна аргументация както в теоретичната, така и в емпиричната част на дисертационния труд.

На първо място, приемам като обосновани и защитени формулираните теоретични приноси. В дисертацията е извършена задълбочена систематизация на развитието на концепцията за справедливата стойност в икономическата и финансовата теория и е проследено нейното пренасяне в счетоводната и оценителската практика. Авторът успешно свързва класическите и неокласическите теории за

стойността със съвременните концепции за справедлива стойност и по този начин изгражда цялостна теоретична рамка на изследването. Особено положително следва да бъде оценен извършеният сравнителен анализ между международната и американската нормативна рамка (IFRS 13 и ASC 820), чрез който са идентифицирани както съществуващите сходства, така и различията между двете регулации и са формулирани аргументирани насоки за бъдеща хармонизация.

На второ място, считам че най-същественният принос на разработката е от методологичен характер. Авторът разработва последователна и възпроизводима методология за интегриране на Монте Карло симулации в оценяването по метода на дисконтираните парични потоци. Проведеният литературен преглед убедително показва, че макар симулационните техники да са познати във финансовата литература, липсва достатъчно ясно структурирана методология, която да описва последователно отделните етапи на процеса. В този смисъл разработената от автора рамка представлява действително надграждане на съществуващите изследвания и има самостоятелна научна стойност. Друг принос с методологичен характер приемам още дефинирането на алгоритмичните стъпки на симулационно-базирания модел, както и формулирането на критерии за избор на подходящи вероятностни разпределения и количествено измерване на влиянието на ключовите фактори върху крайната оценка. Тези резултати придават на предложения модел висока степен на прозрачност, последователност и практическа възпроизводимост.

На трето място, приемам като доказани и приложните приноси на дисертацията. Разработената методология е апробирана върху две публично търгувани компании – Rivian Automotive и Vera Therapeutics – които се характеризират с висока степен на несигурност, ограничена историческа информация и отрицателни парични потоци. Именно при такива компании ограниченията на традиционните DCF модели се проявяват най-ясно. Получените резултати показват, че използването на Монте Карло

симулации позволява оценката да бъде представена не като единична точкова стойност, а като вероятностен диапазон с ясно дефинирани доверителни интервали. По този начин рискът и несигурността се превръщат в интегрална част от оценителния процес, преодолявайки слабостта на фиксирани допускания.

Особено важно е, че емпиричната апробация е реална и със съпоставяне на симулационните резултати с реалното пазарно развитие на анализирани компании. В резултат на този тест авторът достига до извода, че симулационно-базираният подход осигурява по-реалистична и аналитично по-надеждна оценка на справедливата стойност в сравнение с традиционните точкови модели. Това ми дава основание да приема като доказан и приносът, свързан с практическата приложимост на разработената методология при инвестиционен анализ, сделки по сливания и придобивания, тестове за обезценка и управление на риска.

В обобщение считам, че формулираните от автора научни и научно-приложни приноси са коректно дефинирани, аргументирани и подкрепени с необходимите теоретични и емпирични доказателства. Най-същественният принос на дисертационния труд е разработването на методологично обоснована, последователна и практически приложима рамка за интегриране на Монте Карло симулации в DCF оценяването, която допринася за повишаване на надеждността и аналитичната стойност на оценките на публични компании в условията на висока несигурност.

#### **4. Оценка на публикациите по дисертацията**

Докторантът е представил пет научни публикации, свързани с тематиката на дисертационния труд. Публикациите са публикувани в научни издания и сборници от международни конференции и отразяват основните направления на изследването.

Считам, че публикационната активност е достатъчна както по количество, така и по качество и съответства на нормативните изисквания за присъждане на образователната и научна степен „доктор“.

## **5. Оценка на автореферата**

Авторефератът представя коректно съдържанието на дисертационния труд. В него са отразени актуалността на изследването, обектът и предметът, целта, задачите, използваната методология, основните резултати и приносите.

Считам, че авторефератът изпълнява своето предназначение и дава достатъчно пълна представа за разработката.

## **6. Критични бележки, препоръки и въпроси**

Нямам съществени критични бележки към дисертационния труд. Разработката е добре структурирана, методологично последователна и аргументирано защитава поставената изследователска теза. Въпреки това могат да бъдат направени някои препоръки, насочени към бъдещо развитие на изследването. Емпиричната апробация е ограничена до две публични компании, функциониращи в сектори с висока степен на технологична и пазарна несигурност. Разширяването на анализа с компании от различни отрасли и различна степен на зрялост би позволило по-пълна проверка на приложимостта и устойчивостта на предложения модел.

Също така би било полезно в бъдещи разработки да се обърне по-голямо внимание на приложението на методологията при непублични компании, където достъпът до пазарна информация е значително по-ограничен и редица входни параметри следва да бъдат оценявани при по-висока степен на експертна преценка. Посочените бележки имат характер на препоръки за надграждане на изследването и не променят по никакъв начин моята положителна оценка за качеството и научната стойност на дисертационния труд.

Бих формулирал следния въпрос, насочени към задълбочаване на научния принос и проверка на приложимостта на разработения модел: Разработената методология е апробирана върху компании с висока степен на растеж и несигурност. Според Вас при кои типове компании използването на Монте Карло симулации би донесло най-голяма добавена стойност спрямо традиционния DCF модел и съществуват ли случаи, в които допълнителната сложност на симулационния подход не е оправдана от гледна точка на качеството на крайната оценка?

## **7. Обобщено заключение и оценка**

Дисертационният труд на Стефани Георгиева Андреева представлява завършено и самостоятелно научно изследване, посветено на актуален и значим проблем от теорията и практиката на корпоративните финанси и бизнес оценяването. Разработката се отличава с ясно формулирана изследователска теза, последователна логическа структура, добре аргументирана методология и убедителна емпирична апробация на предложените решения. В труда са налице както научни, така и научно-приложни резултати, които допринасят за развитието на методологията за оценяване на справедливата стойност на публичните компании в условията на несигурност.

Докторантът демонстрира задълбочени теоретични познания в областта на финансите, финансовия анализ и бизнес оценяването, умения за критично осмисляне на съществуващите научни постановки и способност за самостоятелно разработване и прилагане на научноизследователски подходи. Особено положителна оценка заслужава разработената методология за интегриране на Монте Карло симулации в метода на дисконтираните парични потоци, която представлява съществен методологичен принос и притежава реален потенциал за приложение в оценителската и инвестиционната практика.

Представеният дисертационен труд отговаря на изискванията на Закона за развитието на академичния състав в Република България, Правилника за неговото прилагане и Наредбата за развитието на академичния състав на НБУ. Налице са необходимите научни публикации, свързани с темата на дисертацията, а авторефератът коректно и обективно отразява съдържанието и резултатите от проведеното изследване.

Въз основа на изложеното давам своята положителна оценка на дисертационния труд на Стефани Георгиева Андреева на тема „Проблеми при оценяването на справедливата стойност на публичните компании и насоки за повишаване на нейната обосновааност“ и убедено препоръчвам на уважаемото Научно жури да присъди на кандидата образователната и научна степен „доктор“ по област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки, професионално направление 3.8. Икономика, докторска програма „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“.

06.06.2026 г.

Рецензент: .....

/Проф. д-р Стоян Проданов/