

**„СТАРКОМ ХОЛДИНГ“ АД**

**Венцеслав Петров**, водещ финансов анализатор  
[v.petrov@bcra-bg.com](mailto:v.petrov@bcra-bg.com)

**Ивайло Чолаков**, финансов анализатор  
[i.cholakov@bcra-bg.com](mailto:i.cholakov@bcra-bg.com)

**Радостина Стаменова**, финансов анализатор  
[stamenova@bcra-bg.com](mailto:stamenova@bcra-bg.com)

КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ	Първоначален рейтинг
Дата на Рейтингов комитет:	15.03.2018
Дата на публикуване:	22.03.2018
Дългосрочен рейтинг :	<b>BBB-</b>
Перспектива :	<i>стабилна</i>
Краткосрочен рейтинг :	<b>A-3</b>
Дългосрочен рейтинг по национална скала:	<b>A (BG)</b>
Перспектива:	<i>стабилна</i>
Краткосрочен рейтинг по национална скала:	<b>A-1 (BG)</b>

**БАКР – АГЕНЦИЯ ЗА КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ АД** е третата пълноправна рейтингова агенция в ЕС, регистрирана съгласно Регламент № 1060/2009 на Европейския Парламент и на Съвета. Присъдените от БАКР кредитни рейтинги важат в целия ЕС и са изцяло равнопоставени с тези на останалите признати от Европейския орган за ценни книжа и пазари агенции, без териториални или други ограничения.

„БАКР – Агенция за кредитен рейтинг“ (БАКР) присъжда на „Старком Холдинг“ АД следните рейтинги:

- Дългосрочен кредитен рейтинг: **BBB-**, перспектива: „стабилна“, краткосрочен кредитен рейтинг: **A-3**;
- Дългосрочен рейтинг по национална скала: **A (BG)**, перспектива: „стабилна“, краткосрочен рейтинг по национална скала: **A-1 (BG)**.

Използвана е официално приетата от БАКР методология за изготвяне на кредитен доклад и присъждане на кредитен рейтинг на група от фирми и/или на отделни фирми от групата:

[https://www.bcra-bg.com/files/Holding\\_Methodology\\_2016\\_bg.pdf](https://www.bcra-bg.com/files/Holding_Methodology_2016_bg.pdf)

За изработването на кредитния доклад и присъждането на кредитен рейтинг е използвана информация от оценяваното дружество, Национален Статистически Институт, БНБ, база данни на БАКР,

консултанти и други източници на публична информация.

Политическата обстановка в България към момента на изготвяне на доклада може да се определи като относително стабилна.

През 2016г. ръстът на българската икономика се ускорява, като от 3.6% през 2015г., достига 3.9% през 2016г. През първата половина на 2017г. икономиката на страната нараства с 3.7% спрямо същия период на 2016г.

Затвърждава се започналата след 2013г. тенденция на нарастване в резервните активи на БНБ, което е солиден буфер за гарантиране на стабилността на валутния борд.

През 2016г. потокът на преките чуждестранни инвестиции се понижава до 1.4%, достигайки най-ниската стойност за последните 5 години. Предварителните данни отчитат, че спадът в инвестиционните потоци продължава и през първото полугодие на 2017г.

Данните за трудовия пазар през първото полугодие на 2017г. отбелязват рекордно високи показатели за икономическата активност и заетостта на населението. Възходящ остава и трендът при доходите от труд. Коефициентът на безработица достига до предкризисните си нива (6-7%).

От юни 2017г. общото средногодишно изменение на цените регистрира нарастващи положителни стойности и достига 0.6% към края на септември.

Салдото по държавния бюджет бележи подобрение. Дефицитът в размер на 2.3% от БВП през 2015г. се свива до 1.2% от БВП към края на 2016г. (заложен размер от 1.9% в ЗДБРБ).

Бюджетният баланс по КФП, заложен в проектобюджета за 2018г., е дефицит в размер на 1.0% от БВП. Правителството заявява намерение за продължаване на политиката за постепенна консолидация и достигане на балансиран бюджет през 2020г. През прогнозния период не са предвидени значими изменения в данъчната политика.

Нивото на държавния дълг (27.4% от БВП в края на 2016г., 23.6% от прогнозния БВП към края на септември 2017г.) продължава да бъде положителен фактор за България<sup>1</sup>. Министерство на финансите е заложило очакване за понижение на държавния дълг до 22.3% от БВП към края на 2018г. и достигане на 20.0% към края на 2020г.

Банковият сектор може да бъде определен като стабилен – с високи нива на ликвидност и капиталова адекватност. Депозитната база в сектора продължава да нараства, а при кредитирането се отбелязват позитивни тенденции – слабо положително изменение в размера на отпуснатите към нефинансовия сектор кредити и продължаващо намаление на необслужваните кредити. Обявените през август 2016г. резултати от извършените преглед на качеството на активите и стрес-тестове за устойчивост, потвърждават стабилността в системата, макар и за отделни участници да са необходими известни корекции (допълнителни капиталови буфери за три банки).

**„Старком Холдинг“ АД** е холдингово акционерно дружество, учредено през 2000г. (ф.д.773/2000 СОС) с първоначално наименование „Българска Холдингова Корпорация“ АД, преименувано през 2007г. (решение СОС по ф.д.5/01.08.2007г.).

Дружеството е публично по условията на Закона за публично предлагане на ценни

книжа, в качеството му на емитент на облигационна емисия ISIN BG2100010110 - **борсов код S28H**, за 30 млн.лв., издадена на 15.04.2011г. и с падеж 15.04.2021г. (след преговаряне на първоначалната му дата – 15.04.2016г.).

Акционерният капитал към крайната дата на анализирания период (30.09.2017г.) е 6.9 млн.лв., като извън него (13.12.2017г.) е регистрирано увеличението му с 60 млн.лв. (40 млн. от които внесени, а 20 млн.лв. записан, с двегодишен срок за внасяне), до 66.9 млн.лв., разпределени в 669 000 бр. налични, поименни непривилегировани акции, с номинал 100 лв.

Дружеството е с ЕИК 121610851, със седалище и адрес на управление: гр.Етрополе 2170, ул.Руски, №191.

Предметът на дейност на „Старком Холдинг“ АД включва придобиване, управление, оценка и продажба на: участия в български и чуждестранни дружества, облигации, патенти (вкл. отстъпване на лицензии за използването им от дружества, в които дружеството участва); финансиране на дружества, в които участва и всяка друга дейност, незабранена от закона.

Дружеството е с едностепенна система на управление, осъществявана от Общо събрание на акционерите (ОСА) и Съвет на директорите (СД), които към момента са едни и същи лица, както следва:

- Асен Милков Христов – член на СД и Изпълнителен директор;
- Кирил Иванов Бошов – Председател на СД;
- Велислав Милков Христов – член на СД;

Към дата на последно увеличаване на капитала акционерната структура на дружеството е следната:

Акционер	Брой акции	Дял %
Асен Милков Христов	34 119 000	51.0%
Кирил Иванов Бошов	22 746 000	34.0%
Велислав Милков Христов	10 035 000	15.0%
<b>ОБЩО</b>	<b>66 900 000</b>	<b>100.0%</b>

Структурата е без промяна в дяловете на собствениците за целият анализиран период.

„Старком Холдинг“ АД не развива дейност, различна от инвестиционна, а единствената му инвестиция в дъщерни предприятия се

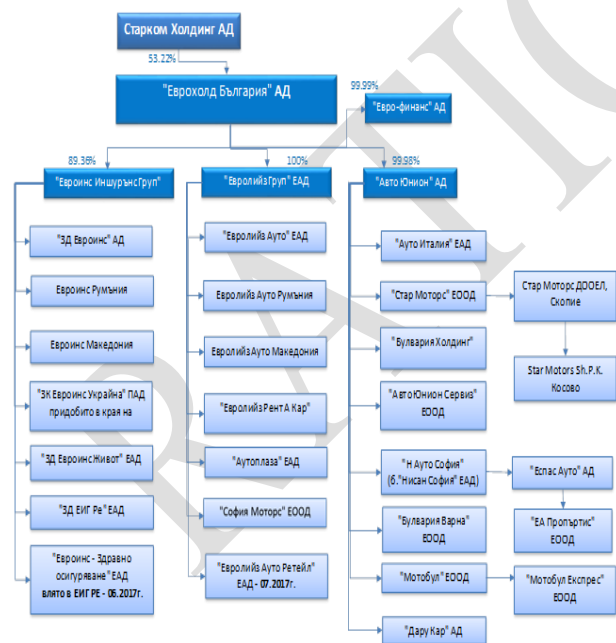
<sup>1</sup> Максимално допустимата референтна стойност на Маастрихтския критерий за конвергентност е 60%

ограничава с тази в „Еврохолд България“ АД (с дял към 30.09.2017г. от 53.22%), което определя дейността на дружеството пряко свързана с тази на „Еврохолд България“ АД.

Последното дружество се явява ключово за оценка на „Старком Холдинг“ АД от гледна точка на Методологията за присъждане на кредитен рейтинг на група от фирми и/или отделни фирми от групата. От своя страна „Еврохолд България“ АД е също голяма холдингова структура, в която като ключови за присъждане на кредитен рейтинг дружества са определени „Евроинс Иншурънс Груп“ АД и „Авто Юнион“ АД.

На „Еврохолд България“ АД и отделни основни дружества от групата му, БАКР е присъдила самостоятелни рейтинги в отделни рейтингови доклади.

Във връзка с посочената значимост на дъщерното „Еврохолд България“ АД за кредитния рейтинг на „Старком Холдинг“ АД, по-долу е представена организационната структура на това дружество и описани отделните бизнес направления, в които то развива дейност.



Портфейлът обхваща четири икономически сектора:

- **Застрахователни услуги** – осъществявани от холдинга „Евроинс Иншурънс Груп“ АД;
- **Търговия с автомобили, мотоциклети и сервиз** – осъществявана, чрез дружествата в холдинга „Авто Юнион“ АД;
- **Лизингови услуги**, осъществявани чрез дружествата в холдинга „Евролийз Груп“ ЕАД;
- Дейност като **инвестиционен посредник**, осъществявана, чрез притежаваното дружество „Евро-Финанс“ АД;

Дружеството осъществява и дейност по **управление на недвижими имоти** - до м. май 2014г. чрез „Авто Юнион Пропъртис“ ЕООД (100% собственост на „Авто Юнион“ АД), а след продажбата на това дружество (от м. октомври 2014г.), чрез „ЕА Пропъртис“ ЕООД (100% дъщерно на „Еспас Ауто“ ООД, което се контролира от „Авто Юнион“ АД, чрез дъщерното му „Н-Ауто София“ ЕАД, притежаващо 51% от „Еспас Ауто“ ООД). В края на 2017г. „Авто Юнион“ АД придобива директно 51% от дяловете на „ЕА Пропъртис“ ООД.

Поставените в средносрочен план цели са фокусирани върху развитието на трите така обособени подхолдинга – застрахователен, автомобилен и лизингов, както и върху управление на инвестициите на групата, чрез инвестиционния посредник „Евро-Финанс“ АД.

Ръководството на дружеството заявява намерения за утвърждаване на пазарните позиции на компаниите и развитие на съществуващия бизнес в региона при основни стратегически цели:

- Стабилно нарастване на пазарните дялове във всички сектори и пазари, на които групата оперира;
- Поддържане на стратегия за разрастване на групата в региона на Източна Европа;
- Постигане на лоялна и диверсифицирана клиентска база.

За изпълнение на своята стратегия ръководството е разработило текущи цели и политики за развитие, фокусирани върху подобряване на интеграцията, рентабилността и финансовото състояние на групата.

Сумата на балансовото число по индивидуален отчет на „Старком Холдинг“ АД (Старком)

бележи трайно възходящо изменение в годините на анализа, с един по-значим ръст през 2016г. Нетният финансов резултат е негативен през последните две години и към 30.09.2017г., с нарастващ размер на загубите, след като в предхождащите ги две години са отчетени сравнително високи печалби. Формираният общо за периода 2013г. – 30.09.2017г. резултат е нетна печалба в размер на над десет милиона лв. Извън анализирания период, предоставените предварителни данни за 2017г. показват постигнат положителен финансов резултат, в размер на 687 хил.лв.

В структурата на активите на Старком основен дял през целият анализиран период (средно ~66%) заемат инвестициите в дъщерното дружество „Еврохолд България“ АД (Еврохолд), следвани от вземания по финансираня към свързани лица от групата на последното дружество (~22%). Тази структура обуславя висока степен на обвързаност на предприятието-майка със състоянието на предприятията от групата. През 2017г. абсолютният размер на инвестицията в Еврохолд нараства значително в резултат на участието на Старком в увеличения на капитала му (м.02. и м.12).

Съществен дял в структурата на пасивите на „Старком Холдинг“ АД през целия период на анализ, заемат задълженията по облигационни заеми. Техният относителен дял намалява в последните две години (от средно ~50% до ~30%), в резултат на значително увеличение на отчитаните търговски и други задължения, включващи предоставени на дружеството финансираня под форма на заеми от нефинансови институции и по репо-сделки. В края на 2017г. дружеството намалява значително размера на на ползваните банкови заеми (стойност под 8 млн.лв.).

Задължението по облигационен заем възниква през Април 2011г., в резултат на емитирана емисия за 30 млн.лв. Първоначалният ѝ падеж през 2016г. е предоговорен с облигационерите за Април 2021г., при което е намален на 4.15% размера на дължимата лихва (преди това 6.50%). Дружеството обслужва редовно лихвените задължения по емисията, като спазва коректни стойностите на показатели, за чието поддържане е поел задължение – 0.95 максимална стойност на съотношение

„Пасиви/Активи“ и 1.05 минимална стойност на коефициент „Покритие на разходите за лихви“, изчислими по консолидирани финансови отчети на предприятието. Регистрирано е едно изключение – през 2015г., получено като резултат от високият размер на загуба, отчетена в застрахователната група дружества. Облигационната емисия е необезпечена.

Получените по нея средства са вложени изцяло в увеличение на капитала на дъщерното дружество „Еврохолд България“ АД през 2011г. По този начин, вземайки предвид структурирането на дейността на Старком, качествено обслужването на емисията е поставено в голяма зависимост от дъщерното дружество.

Целият анализиран период се характеризира с постоянно увеличение на приходите от лихви, което заедно с ръста в разходите за такива, е получено като следствие от увеличените обеми в предоставените и получените заеми. По-голямата част от предоставени финансираня са насочени към дъщерното и свързани дружества.

Приходите от дивиденди са поддържани в относително малки обеми и дял от общите приходи. След спад в размера им през 2015г. и 2016г., в последната 2017г. се наблюдава известен ръст, при който са отчетени приходи от 655 хил.лв.

Приходите от финансови операции с активи се появяват спорадично, но са със значими стойности и определящо за крайния финансов резултат влияние (2013г., 2014г. и 2017г.)

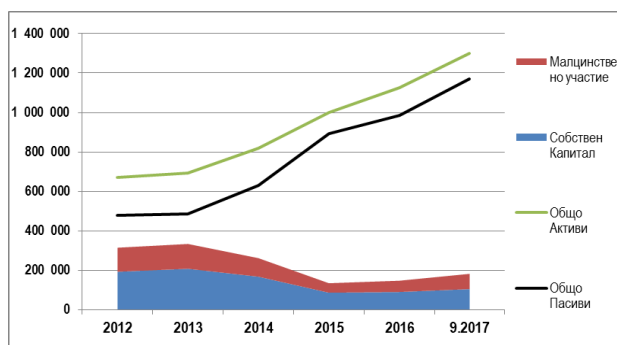
На консолидирана база отчетите на „Старком Холдинг“ АД обединяват индивидуалните отчети на дружеството и консолидираните на дъщерното „Еврохолд България“ АД, в които от своя страна, са консолидирани отчетите на трите холдинга: застрахователният „Евроинс Иншурънс Груп“ АД; автомобилният „Авто Юнион“ АД и лизинговият „Евролийз Груп“ ЕАД, както и на финансово-инвестиционния посредник „Евро-финанс“ АД.

При ниския обем на формираните от самостоятелна дейност приходи (под 0.2% в последните три години) и разходи (под 0.1%), отчетите и съответно състоянието на Еврохолд,

се явяват изцяло определящи за оценката на Старком.

На „Еврохолд България“ АД и част от дружествата в групата му са присъдени отделни кредитни рейтинги, поради което в настоящето резюме са маркирани само някои ключови особености и изменения във финансовото им състояние.

Общата сума на консолидираните активи на предприятията в оценяваното „Старком Холдинг“ АД нараства с постоянен темп през целият анализиран период, надхвърляйки 1.3 млрд.лв. към края на септември 2017г., формирайки общ ръст за периода с начало 01.01.2013г. от 93.5%, показвайки сериозен темп на развитие на компанията.



Характерни особености, включително и разпределение на активите по направления дейност, са следните:


- Активите от група *Имоти, машини, съоръжения и оборудване* (с дял в общата стойност на активите през анализирания период от 4.2% до 4.8%) са съсредоточени основно в дейностите по Търговия и сервиз на автомобили (Авто Юнион) и Лизингова дейност (Евролийз Груп), а стойността на *Материалните запаси* (3-3.8%) се формира основно в направление Търговия и сервиз на автомобили;
- В общият размер на *Дългосрочните (нетекучи) вземания по заеми и гаранции*, формиращи дял от 7.4% от общата стойност на активите и 23.9% от нетекучите активи, към 30.09.2017г. основен е делът на вземанията по финансов лизинг (45.0%). Относителният му дял намалява в края на анализирания период (след като се движи в диапазон от 57.0% до 52.1% в периода

2013-2016г.). Останалите дългосрочни вземания са от свързани лица;

- По всички други групи активи, с водеща роля и подчертано доминиращ характер са тези, притежавани от застрахователните дружества, като самостоятелно отчетаните активи на предприятието-майка в последните три години на анализирания период не надвишават 2%;
- Общите размери на търговските вземания нарастват през целия разглеждан период, като следва да се обърне внимание на високия техен процент спрямо отчетените годишни приходи от продажби по съответен вид дейност. Съответно, за направление Застраховане този процент е 47.4% през 2016г. и 54.5% през 2015г., а за Лизингова дейност - 50.0% за 2016г. и 44.5% за 2015г. Текущите вземания отчетани в групата на застрахователите формират дял спрямо общата стойност на активите от 35.5% към края на септември 2017г.;
- В общата стойност на активите голям относителен дял, намаляващ от 28% на 15%, заема отчетаната, като нетекуч актив *Търговска репутация*. Последната е формирана при първоначално придобиване на отделни предприятия от структурата на холдинга и не е била обект на обезценки през целия период на анализ;
- Общата стойност на текущите активи надвишава тази на нетекучите константно след 2013г. (включително), като особено изразено е това през 2016г. и 2017г. (по данни до 30.09.2017г.), когато превишението става вече повече от два пъти.

За структурата на пасива е характерно значимото нарастване на финансирането, чрез облигационни заеми и обвързаното с него, също значително, намаление в размерите на банковото кредитиране. Ключово за оценка на предприятието е и извършеното предоговаряне на всички излизаци на падеж през 2016г. и 2017г. облигационни емисии на дъщерните дружества за нов пет годишен период, при намаление на лихвения купон.

Висок дял и значение в структурата на пасива имат поддържаните застрахователни резерви.

	<p><b>КРЕДИТЕН РЕЙТИНГ</b>  <b>„СТАРКОМ ХОЛДИНГ“ АД</b>  Дългосрочен / краткосрочен кредитен рейтинг:  <b>BBB- / A-3</b> (перспектива: <b>стабилна</b>);  Дългосрочен/ краткосрочен рейтинг по национална скала:  <b>A (BG) / A-1 (BG)</b> (перспектива: <b>стабилна</b>);  <b>март 2018г.</b></p>
<p><b>Евлоги Георгиев 95, ет. 1</b>  гр. София 1142</p>	<p><b>тел.:(+359-2) 987 6363</b>  <b>www.bcra-bg.com</b></p>

Общо приходите в Групата нарастват постоянно през анализирания период, формирайки увеличение от над два пъти в периода 2012-2016г., като най-значителен е ръстът, отчетен през 2015г. (51.4%), следван от този за 2016г. (15.4%).

Най-значимо влияние върху размера и изменението на приходите на „Старком Холдинг“ АД оказва застрахователната дейност, която в последните три години формира между 79 и 81% от приходите и между 83 и 84% от разходите на дружествата от групата. В това бизнес направление е отчетен и най-високият ръст за анализирания период, формиран основно от разрастването на бизнеса извън територията на България (основно от разширение на румънския пазар). Генерираният ръст в доходите от застрахователна дейност е много висок през 2015г. - 71.6%. През 2016г. формираното увеличение е 16.4%, а към на деветмесечието на 2017г. е 20.7%.

Приходите от търговия с автомобили, резервни части и сервизна дейност, отчитат също постоянна тенденция на увеличение след 2012г. (когато е единствения отчетен спад), като достигат най-високата си стойност през 2016г., формирайки 15.7% дял от общо груповите приходи. Поради по-високият темп на нарастване на приходите от застраховане, този дял намалява постепенно през разглеждания период (от 21.0% през 2013г.).

Приходите от лизингова дейност са с колебаещи се по посока стойности, в относително тесен диапазон от 18.5-22.0 млн.лв., при достигнати и поддържани в последните две години най-високи нива. Средният им дял в приходите на оценяваното дружество е 3.0% за периода 2012-2016г. и 2.1% към 30.09.2017г. (намаленият дял е

получен също като резултат нарастването на приходите в застрахователния сектор). В това бизнес направление се формира най-високата норма на оперативна печалба и най-високите нива на риск по събираемостта на вземанията.

Също волатилни са и приходите от финансово-инвестиционна дейност – с колебания в по-широк диапазон 9.3-13.5 млн.лв. годишно, без трайно формиран тренд. Средният им дял в общите приходи в периода 2012-2016г. е 1.6% (намаляващ до 0.5% за деветмесечието на 2017г.).

Приходите, реализирани от дъщерното дружество „Еврохолд България“ АД, са също волатилни, като нивата им зависят главно от наличието на инвестиционни сделки в отделен финансов период.

Като ключови дружества в холдинга, от гледна точка на Методологията за присъждане на кредитен рейтинг на група от фирми и/или отделни групи от фирми, са определени „Евроинс Иншурънс Груп“ АД и „Авто Юнион“ АД, като състоянието на първото от тях е със основна роля при присъждането на кредитен рейтинг на „Старком Холдинг“ АД. Влошените му икономически и финансови резултати за 2014г. и 2015г. (получени главно от дейността на „Евроинс Румъния Застраховане-Презастраховане“ АД), оказват съществено негативно влияние върху общата оценка на кредитния рейтинг. Същевременно, значителното подобряване на резултатите от дейността му в две поредни години, както и успешното му излизане от наложена програма по оздравяване, са със сериозен положителен ефект.

Изменението в основните икономически показатели на „Старком Холдинг“ АД са представени в следващите две таблици:

**Основни финансови данни**

*На база индивидуален отчет*

<i>Показател</i>	<b>9.2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Активи	143 786	135 998	111 925	105 257	97 592
Приходи	2 899	2 267	2 417	13 640	20 221
Нетен финансов резултат	-2 846	-2 395	-2 104	9 307	8 624
Нетна рентабилност	- %	- %	- %	68.23%	42.65%
Рентабилност на собствения капитал	- %	- %	- %	18.41%	20.91%
Кредитна зависимост (финансова задлъжнялост)	0.81	0.76	0.72	0.53	0.72
Коефициент на платежоспособност (финансова автономност)	0.42	0.51	0.75	0.92	0.73
Покритие на лихвените плащания	-0.80	-0.59	-0.54	2.52	2.49
Текуща ликвидност	0.52	0.87	0.77	0.92	0.80
Незабавна ликвидност	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
Ливъридж	0.72	0.66	0.57	0.52	0.58

*На консолидирана база*

<i>Показател</i>	<b>9.2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Активи	1 300 527	1 125 589	1 000 440	818 586	693 356
Приходи (вкл. финансови)	881 804	1 059 243	918 920	608 352	607 780
Нетен финансов резултат	7 741	7 040	-84 007	972	13 114
Нетна рентабилност	0.88%	0.66%	-9.15%	0.16%	2.16%
Рентабилност на собствения капитал	7.38%	7.80%	-97.10%	0.58%	6.31%
Кредитна зависимост (финансова задлъжнялост)*	2.60	2.69	1.97	0.93	0.61
Коефициент на платежоспособност (финансова автономност)	0.09	0.09	0.09	0.26	0.43
Покритие на лихвените плащания	2.01	0.42	-6.88	0.13	1.80
Текуща ликвидност	1.04	1.04	0.95	1.16	1.07
Незабавна ликвидност	0.11	0.14	0.11	0.16	0.12
Ливъридж	0.92	0.92	0.91	0.80	0.70

\* към външни кредитори (банкови кредити и облигационни заеми)