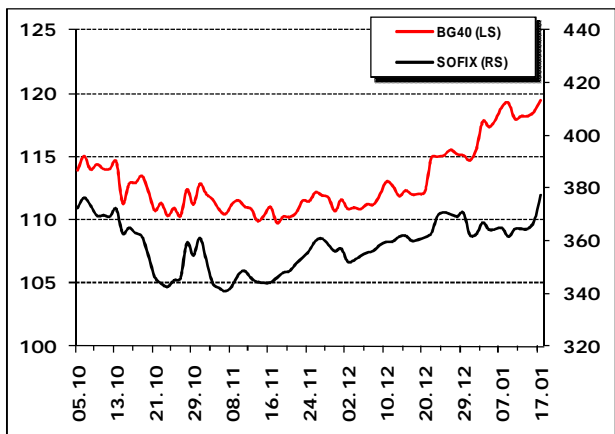


### Позитивен старт след година на червено

Годината беше негативна за българския капиталов пазар въпреки позитивния тренд по света. Индексът, основан на пазарната капитализация на компаниите – SOFIX, приключи годината с понижение от 15%, докато ценово претегленият BG40 падна само с 2.10%. Това беше в контраст с предишната година, когато SOFIX се представи по-добре от BG40 и скочи с 19%. Въпреки че промените в основния индекс омаловажават спада, широките индекси се представиха по-добре и считаме, че пазарът не показва толкова лоша форма.



Основна причина за доброто представяне на компаниите с малка капитализация беше липсата на чуждестранни инвеститори. Данни от централната банка показват два периода на големи изменения в чуждестранните вливания в акции – спад през март и подобен по размер ръст през август. Вторият период съвпадна с големите печалби за 2010 г. и чуждестранният капитал може да се възприеме като основен източник на търсенето през август, като засегна големите акции като Химимпорт и банките.

### Черният лебед на БФБ

Основна причина да няма ясно формирано дъно на пазара в началото на лятото беше решението на правителството да прехвърли партидите от професионалните пенсионни фондове към обща сметка в НОИ. Па-

зарът очакваше солидно предлагане на акции, но по-късно стана ясно, че книгата няма да бъдат продадени. Новината не успя да повиши цените до нивата им от предишния месец.

Обещаната приватизация през борсата така и не се случи през 2010 г. Местните инвеститори очакваха приватизацията на тютюневите компании и дружества за комунални услуги да подобрят притока на капитали от чужбина. Това изглежда малко нереалистично в момента поради ниската ликвидност и се съмняваме, че акциите ще създадат търсене, освен при изключително ниска оценка. От друга страна свежото предлагане ще постави цените на акциите под допълнителен натиск и това ще допринесе за спад и допълнителен отлив на местни участници.

### Макро картина

Капиталовият пазар зависи основно от местни инвеститори за първоначален тласък на цените и ликвидността. Склонността им към инвестиции ще зависи от икономическия ръст и ръста на доходите през годината са основен фактор за доверие и апетит към риск.



Към момента депозитите на домакинствата нарастват стабилно поради високите лихви и ниското ниво на капиталови разходи от населението, включително недвижими имоти. Капиталовите потоци към банките ще засилят натиска върху лихвите тази година и ще станем свидетели на интерес към инвестициите в акции.

Очакваме, че ръстът на БВП ще е около 2% тази година. В същото време, инфлационният натиск ще е по-силен и по-обхватен спрямо 2010 г. Това ще има умерен ефект върху доверието на инвеститорите, но вероятно ще подкрепи апетита към риск.

## Сектори и акции за 2011

По-добрите инвестиции през 2011 г. ще са компаниите с малка капитализация и значим фундамент. Тези акции са ограничен брой, тъй като повечето компании в момента изпитват затруднения или коефициентите им за оценка са високи. Банките ще привлекат вниманието на пазара, основно на чужди инвеститори, но и местните спекуланти също ще зложат на финансовия сектор. Причината е в добрата оценка на три от четирите публични банки. Те отчитат печалба и ниско съотношение цена към печалба, докато необслужваните кредитите не се увеличават или поне се задържат непроменени. Икономиката достига точката, в която кредитната активност започва да се увеличава. Банките нямат много високодоходни алтернативи и ще са принудени да понижат лихвите по депозити.

В предишните коментари за пазара наблегнахме на промяната във възвращаемостта на капитала през миналата година. Трите компании с най-висока възвращаемост са Монбат, Софарма и Химимпорт. Техните коефициенти не се промениха много през 2010 г. Пазарът ще иска да види подобрене едновременно с по-големи парични потоци от дейността преди да определи дадена позиция за атрактивна. Трите компании имат големи инвестиционни програми. Перспективата за растеж ще доминира в решенията на пазарните участници, когато рискът от двойна рецесия ще отmine и погледите ще се обърнат към растящите приходи. Но това едва ли ще се случи в първата половина на годината.

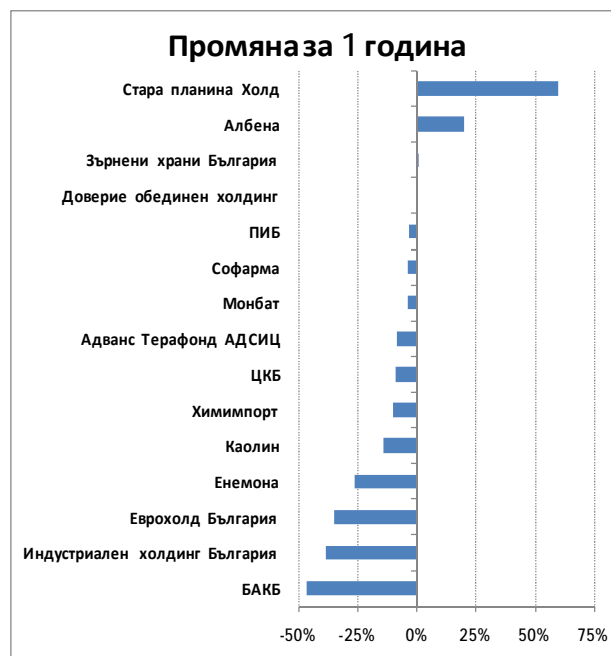
## Политически фактори

Годината започна със сериозно политическо напрежение. Медиите разпространиха записи на обаждания между високопоставени лица, които обсъждат корупцията и политическата подкрепа за частни компа-

нии. Това имаше влияние върху доверието в правителството, но не се очаква да доведе до парламентарна криза, тъй като кабинетът има солидна подкрепа. Въпреки това сме в изборна година и са вероятни промени в кабинета преди изборите за президент и местна власт. Пазарът игнорира тези новини и считаме риска като незначителен.

## Акции на фокус

Годината започна с умерен ръст на SOFIX. Въпреки това, индексът е 13.4% надолу за последните 12 месеца като една-трета от компонентите му се представят по-зле.



Можем да видим малко „риболов на дъното“ от спекулантите, относно акции с големи загуби. Еврохолд България и Индустиален холдинг България планират увеличение на капитала, което ще има негативно влияние върху цените на акциите поради голямото предлагане. Енемона е под натиск поради същата причина след януари 2010 г. Сред акциите, които не носят товара на големите загуби през 2010 г. са Монбат, Софарма и Първа инвестиционна банка. Те са добри кандидати за привличане на средства от институционални инвеститори през първата част на годината.

**Пояснения**

**Гаранции:** Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документ, гарантират, че: (1) изразеното мнение отразява точно негово или нейно лично виждане за споменатите ценни книжа или емитенти; (2) никаква част от заплащането на анализатор е, е било или ще бъде обвързано по пряк или непряк начин с изразената препоръка или мнения в този документ.

**Финансов интерес:** ЕЛАНА Трейдинг може да търгува или притежава акции на анализирани компании. ЕЛАНА Трейдинг не притежава по-голям дял от 5% от акциите в обращение на компанията, обект на анализ или коментар в този документ. Анализаторът(ите) не притежават акции на компанията, освен ако не е изрично споменато.

**Регулаторен орган:** Комисия за финансов надзор, София 1303, улица Шар Планина 33

**Разкриване на информация:** Положена е дължимата грижа, за да се подsigури точност на цитираните факти, надеждност на източниците на информация и ясно определяне на направените допускания, предвиждания, прогнози и очаквани цени в този документ. Препоръките се базират на публично достъпна информация, която се счита за благонадеждна, но за която не се поема отговорност за пълнотата и точността. Нито на ЕЛАНА Трейдинг, нито на служителите на компанията, трябва да се търси отговорност за използваната публично достъпна информация. Изразеното мнение в този документ може да се различава от оповестено виждане в други отдели и направления в ЕЛАНА Трейдинг или от други служители. Допълнителна информация по този документ е налична при поискване. Източниците на информация в таблиците и графиките в този документ са изчисления на ЕЛАНА Трейдинг, освен ако не е споменато друго. ЕЛАНА Трейдинг предприема необходимите организационни и административни мерки за предотвратяване и избягване на конфликтни интереси във връзка с изготвяните препоръки.

**Рискове за инвеститорите:** Информацията в този документ не трябва да се разглежда като предложение за покупки или продажби на финансови инструменти. Инвестиционните възможности, дискутирани в този документ, може да не са подходящи за определени инвеститори в зависимост от техните инвестиционни цели и времеви хоризонт или в контекста на цялостното им финансово състояние. Рисковете свързани с инвестиции във финансовите инструменти, споменати в този документ, не са обяснени в тяхната цялост. Цената или стойността на инвестициите може да се понижи или покачи. Ценните книжа или инвестициите може да доведат до загуби за инвеститора. Предходно постижение не е гаранция за бъдещо представяне. Промени във валутните курсове може да имат неблагоприятен ефект върху стойността, цената или дохода от инвестиции в ценни книжа.

**Методи за оценка:** Оценките на стойността на компанията са базирани на следните методи: съотношения (цена/печалба, цена/счетоводна стойност, стойност на предприятието/печалба без данъци, амортизация и лихви), историческа оценка, сравнение с конкуренти, дисконтиране (дисконтиране на парични потоци или дивиденди) и методи за оценка на активите. Оценката зависи от макроикономически фактори, включително лихвени проценти, валутни курсове, цени на суровини, очакванията за икономиката и за движенията на пазара. Тя е базирана на очаквания, които може да бъдат променени значително и без предупреждение в зависимост от специфични фактори за компания, индустрия или държава. Поради това препоръките получени чрез тези модели може да бъдат своевременно променени. Прилагането на моделите зависи от прогнозите за редица икономически променливи и поради тази причина е налице диапазон на изменение в самия модел. Оценката, получена чрез модели, зависи от входящите данни, които от своя страна са базирани на субективното мнение на анализатор(и), отговорни за създаването ѝ.

**Препоръки:** Препоръките от анализатор(и) са базирани на специфични фактори за компанията, сектора, страната и глобалното развитие, като са сравнени с пазарните индекси. Препоръките и мненията отговарят на очакванията на ЕЛАНА Трейдинг за период от 12 месеца след публикацията и са представени от гледна точка на инвеститори, които имат дълги позиции. ЕЛАНА Трейдинг си запазва правото да изрази различно или противоречиво мнение и препоръка за различни времеви скали или различни типове инвеститори. Освен изрично оповестено, очакваното представяне за период от 12 месеца след публикуването на препоръката за български акции е следното

---

**Позитивна** Повече от 5% по-добро представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода

---

**Неутрална** Пазарно представяне, +/-5% в сравнение със SOFIX и BG40

---

**Негативна** Повече от 5% по-слабо представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода

---

**Честота на препоръките:** Няма предварително разписания за публикуването на препоръки. Честотата им зависи от специфични фактори за индивидуалните компании и мнението на анализатор(и) за нуждата от малки или големи промени.

**За повече информация:**

**Анализатор**  
Цветослав Цачев  
Тамара Бечева

**Телефон:**  
+359 2 810 00 23  
+359 2 810 00 27

**E-mail:**  
[tsachev@elana.net](mailto:tsachev@elana.net)  
[becheva@elana.net](mailto:becheva@elana.net)

**Интернет:**  
[www.elana.net](http://www.elana.net)  
[www.elana.net](http://www.elana.net)