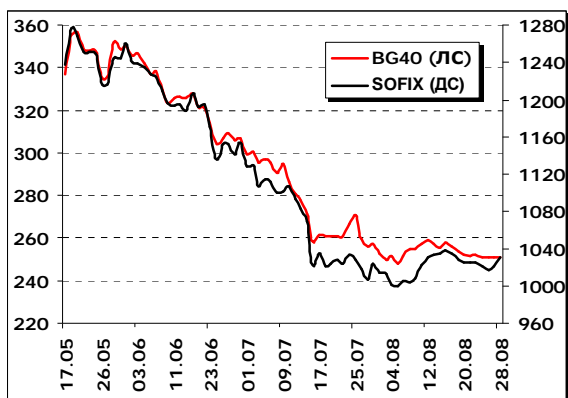


## Август не донесе добри новини...

Месецът на отпуските този път не позволи на инвеститорите да се възползват от намалялата ликвидност, за да изпратят цените на акциите нагоре. Такива индикации имаше в началото на месеца, когато някои от водещите позиции отчетоха поскъпване. Предпазливостта на пазара беше очевидна, но част от печалбите през първата половина на месеца се дължаха и на облекчението, че корпоративните отчети не са чак толкова лоши, колкото бяха по време на първото тримесечие.

Инвеститорите не се възползваха забележимо от спокойния месец, за да направят съществени промени в портфейлите си на базата на новата информация от отчетите. Това се дължеше и на факта, че сред публикуваните резултати отсъстваха големи изненади, които да не са вече отчетени от пазара.



Индексът SOFIX се възстанови с 4% през първата половина на август. Покупките в края на месеца, които често се асоциират с подкрепа на цените за по-добра преоценка от чуждестранни фондове, и този път позволиха на водещите акции да приключат малко по-добре от средното за последните сесии на август.

## ...но и лоши

Месецът не доведе до съществено движение на международните фондови пазари, въпреки че динамика в индексите не липсваше. Щатските книжа поскъпнаха през

първата половина на месеца. Корелацията с българския пазар е по-осезаема, когато има паника и разпродажби, но е възможно пози път позитивните настроения в световен мащаб да са дали малък принос и за движението нагоре през първата половина на август. Поевтиняването на суровините, особено на борсово търгуваните стоки, остана встрани от вниманието на инвеститорите. Броят на компаниите в добива и преработката им е сравнително малък и както стана очевидно при ОЦК – отчетът на компанията потвърди голямата обезценка на акциите на фирмата, която наблюдавахме през последните месеци. Спадът на цените на горивата обаче не се отрази върху цените на акциите. Една от причините за това е в умерения спад на цените на течните горива, а другата и може би най-важна е, че цените на природния газ ще продължават да се покачват.

## Политическият риск

Това е фактор, който пазарът обичайно оставя на заден план. Акциите на инфраструктурните компании се представят далеч по-добре от най-лошия сценарий, а притесненията за предсрочни избори засега не са фактор на борсата. Няма причини към този момент да се оценява политическият риск от предсрочни избори, но инвеститорите имат достатъчно други проблеми, които да взимат предвид при решенията си за българския пазар. Чуждестранните инвеститори разглеждат България (а и останалите страни в Източна Европа) като зависими от икономическото състояние на Запада. Много по-важно е, че БФБ е място за инвестиции, където динамиката на цените е в пъти по-силна от Западна Европа. Затова чуждите инвеститори увеличиха натиска си върху пазара през последните седмици, въпреки че август преклочи почти без промяна за щатските индекси. Техните очаквания за българската икономика са повлияни от случващото се вече в някои страни от Източна Европа. Забавянето на растежа в региона е забележимо и е нерелистично да се счита, че България няма да изпита негативното влияние на икономическото забавяне в ЕС и на ограничената кредитна активност.

## Икономическата несигурност

Това е факторът, който трябва да се поставя преди политическия риск и дори пред временните пикове и спадове в продажбите на акции от чуждите инвеститори. Дефицитът по текущата сметка и високата инфлация са задължителните акценти на всеки икономически коментар за България. И примерът, който се дава като следващ етап на развитие, е ситуацията в Прибалтика, където подобни проблеми доведоха до рязко свиване на икономиките с валутен борд и дори до навлизане в рецесия. Не споделяме най-песимистичните варианти, но определено има сериозни основания да се счита, че растежът ще се охладя.

## Корпоративните отчети

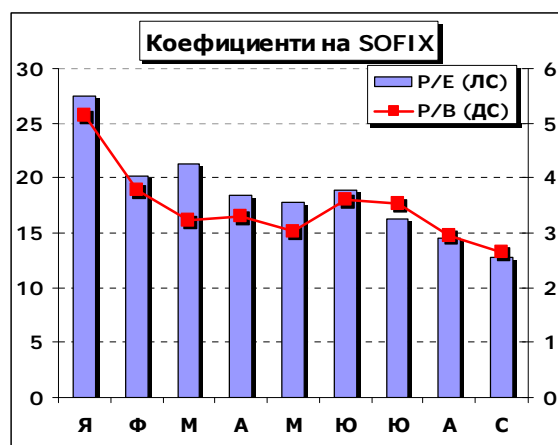
Консолидираните отчети не доведоха до съществени колебания на цените на акциите. Много е малък броят на холдингите, за които пазарът да не получи известна представа за консолидираните отчети на базата на публикуваните преди това неконсолидирани резултати на дъщерните дружества. Второто тримесечие се оказва много по-добро от първото, за което основна вина според информацията от компаниите носи суровата зима. Инфлационният шок, включващ почти всички разходи на фирмите, има влияние и през двете тримесечия. Той ще се усеща и през втората половина на годината, но очакваме постепенно забавяне на ръста на заплатите в повечето сектори на икономиката.

Силното четвърто тримесечие на миналата година е в известна степен и следствие на преследване на по-добри годишни резултати за сметка на последвалия период. Очакваме това да се повтори и през тази година. Преди това, отчетите за третото тримесечие ще са под влияние на политиката за оптимизиране на разходите, където има такава и повлияни още от прехвърлянето на инфлационния натиск върху крайните продукти. Инвеститорите ще наблюдават и кои компании отчетат намаление на търсенето на продукцията си на вътрешния или на външните пазари. Все още е рано да се изпита пълният ефект от икономическото забавяне в Европа, но първите признаци на по-ниски поръчки ще за-

почнат да се появяват в машиностроенето, химическата индустрия и свързаните със строителството сектори още през летните месеци.

## Оценка на акциите

Българските акции не са се търгували на толкова атрактивни равнища от години. Балансите на компаниите отчетат съществено подобрение в активите и задлъжнялостта, а повечето фирми инвестират в модернизирани на производството.



\*Източник: БФБ

Подобряването на коефициентите за оценка се дължи на корекцията в цените през тази година. Позитивен знак е, че печалбите на фирмите имат потенциал за подобрение, а слабостта през първото полугодие е с временен характер и се дължеше на инфлационните процеси в глобален мащаб.

## Краткосрочни перспективи

Атрактивните цени на акциите не означават непременно предстоящото им поскъпване. Дори напротив, възможността акциите да останат подценени дълго време, така както бяха надценени преди година, е вероятна. Това ще е така, докато корпоративните печалби не покажат рязко подобрение, което е възможно през четвъртото тримесечие, или докато Европа не се отърси от кризата, което е малко вероятно да стане тази година. Краткосрочните перспективи пред пазара са за движение на индекса SOFIX около равнището от 1000

пункта. В низходяща посока не очакваме загубите на индекса да продължат отвъд нивата между 900 и 920 пункта. Търговията с акциите от увеличението на капитала на Холдинг Пътища ще доведе до покачване на волатилността и до натиск върху SOFIX, но това няма да се пренесе върху целия пазар. Няма фундаментални и пазарни причини да се очаква нов етап на засилен спад на акциите, но посоката засега е надолу. Потенциалът за ръст на индекса също изглежда ограничен в рамките на 5-10% през месеца.

## Акции на фокус:

**Оргахим (5ORG)** беше едно от разочарованията на първото тримесечие, а реакцията на пазара през годината е доказателство, че това няма да се забрави бързо. Финансовият резултат на компанията пострада значително от студената зима, но през второто тримесечие беше запазен ръста на продажбите от 20% и беше реализирана 3.2 милиона лева печалба. Очакваме този резултат да се запази в подобни размери през третото тримесечие и евентуално да бъде между 2 и 3 милиона лева печалба четвъртото. Това трябва да свали коефициента P/E близо до 10 и да върне в известна степен доверието в компанията. Силен ръст на цената в този момент би бил изненада, въпреки значителната загуба досега.



Притеснение за пазара е разделянето на фирмата на две дружества и отделянето на производство на анхидрид. Засега разглеждаме позицията като привлекателна от гледна точка на добрия дългосрочен фундамент и големия спад досега, но липсва катализатор за поскъпване.

**Каолин (6K1)** също отчете влошаване на резултатите си през първото тримесечие, което в някаква степен беше компенсирано през следващия период. Сезонният ефект в дейността на компанията и суровата зима допринесоха за по-ниската печалба, заедно с високия инфлационен натиск.



Движението на акцията и при Каолин почти не отчита възстановяване от началото на годината. Това се дължи най-вече на липсата на еднократни и финансови приходи тази година, което увеличи разликата в представянето спрямо първото полугодие на 2007 г. Текущото P/E на акцията е 15, което не я прави по-атрактивна от средното за пазара, но пък коефициентът се покачи, поради високата нетна печалба за второто тримесечие на миналата година. Това доведе до спад на акцията, въпреки че запазването на нормата на печалба през годината изглежда постижимо, като тя е формирана само от основната дейност на дружеството. Положителните перспективи за разрастване на бизнеса в региона и евентуалното поевтиняване на горивата правят акцията добра дългосрочна инвестиция. Засега не очакваме засилване на натиска за продажби под 7 лв., но докато текущото P/E не слезе под средното за пазара рисковете са в низходяща посока.

**Енемона (E4A)** още няма година като публична компания. Акциите се задържат над нивото, на което беше направено публичното предлагане през миналата година. Стартът на строителството на втората атомна централа нямаше отражение върху книгата на Енемона, въпреки че компанията е едно от дружествата, които ще изпълняват част от дейността по разрушава-

не и строителство. Инвестиционната програма на дружеството е доста агресивна и ще се отрази на бъдещите финансови резултати. Компанията очаква значително подобрене на нормата на печалба през следващите няколко години.

Може да се очаква някаква реакция на пазара при по-конкретни новини за строителството на АЕЦ „Белене“ или други проекти на компанията, но засега акцията се търгува около минимумите си при умерен натиск от продажби.

**Синергон холдинг (6S7)** изненада неприятно пазара с незначителната си консолидирана печалба, въпреки че Топливо показва двоен ръст на финансовия си резултат за полугодieto.



Акцията се търгува на изключително ниско съотношение към собствения капитал, който е близо три пъти над пазарната капитализация. В същото време пазарът обръща внимание най-вече на нормата на възвръщаемост и на инвестициите, които се правят в дружества на холдинга. Новините за покупките на недвижими имоти не се възприеха добре тази година от пазара, като инвеститорите предпочитат вложения в модернизирани на основната дейност на предприятията. Спадът на акцията ще приключи, когато се намери баланса между ниското Р/В и риска от влошаване на печалбата. **Топливо (3TV)** също се търгува на нисък коефициент спрямо собствения капитал. Третото тримесечие е традиционно по-силно за компанията, поради специфичния характер на дейността ѝ. Компанията среща значителни предизви-

кателства пред развитието си, най-вече при по-малките складови бази на дружеството. И двете акции може да продължат да се търгуват на много ниски Р/В. Катализатор за ръст би бил подобряване на нормата на печалба и значително по-амбициозна инвестиционна програма в модернизирани на газостанциите на Топливо, заедно с реструктуриране на търговските бази.

**Фазерлес (4F6)** се търгува на изключително ниски нива, основно поради спада след обявяването на консервативните прогнози за 2008 г., които досега не са се сбъднали. Компанията реализира с 15% по-висока печалба за полугодieto при 3% спад в продажбите, но пък работи на пълно натоварване на мощностите. По отношение на коефициента цена/печалба Фазерлес е една от най-подценените компании на борсата, но това не означава, че Р/Е не може да продължи да намалява. Ликвидността и големината на тази акция е определяща за търговията, независимо че фундаментът е атрактивен и че консервативните прогнози още нямат доказателство в отчета на компанията. При възходящ пазар акцията има потенциал да направи по-голям ръст от средното за пазара. Засега тя е една от малкото компании, които се търгуват на по-атрактивни коефициенти спрямо сините чипове. Такова е правилото в развитите пазари, но в България е по-скоро изключение.

**Капитан Дядо Никола (3KN)** е акция с ниска ликвидност. По отношение на оценката на акцията се вижда голямото разминаване между Р/Е и останалите коефициенти. Това се дължи на много ниската нетна печалба, защото компанията има големи плащания за лихви и за амортизация. Показателят EV/EBITDA, който показва стойността на предприятието заедно с дълга спрямо печалбата преди лихвите и амортизацията, е много атрактивен – 4.5. Този показател е основната оценка при придобиване или сливания на компании. КДН е пример, че акциите с малка ликвидност ще се търгуват с премия спрямо пазара.

**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 подсигури 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 конфликти на 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 публикуване на препоръката за български акции е следното:

---

<b>Позитивна</b>	Повече от 5% по-добро представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода
------------------	---

---

<b>Неутрална</b>	Пазарно представяне, +/-5% в сравнение със SOFIX и BG40
------------------	---

---

<b>Негативна</b>	Повече от 5% по-слабо представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода
------------------	---

---

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

Повече информация за текущите препоръки на сайта на ЕЛАНА Трейдинг:

[http://www.elana.net/analysis/reports/bul\\_f\\_pazar\\_7/LIST\\_Preporaki.pdf](http://www.elana.net/analysis/reports/bul_f_pazar_7/LIST_Preporaki.pdf)

**За повече информация:**

**Анализатор**  
**Цветослав Чачев**  
**Тамара Бечева**

**Телефон:**  
+359 2 810 00 23  
+359 2 810 07 23

**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)