

Рекорд, но в червено

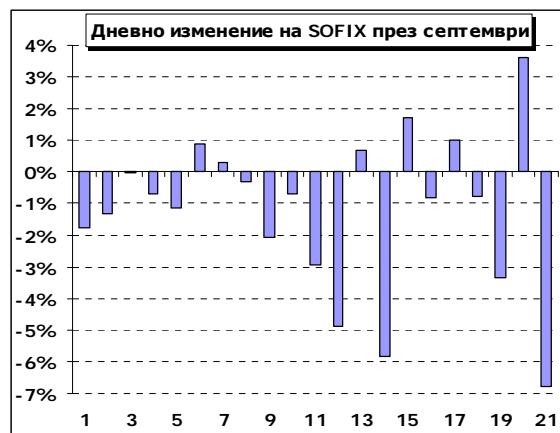
Септември е най-лошия месец в историята на българската фондова борса. Спадът на SOFIX е 22.91%, като почти толкова негативно представяне имаше през януари тази година, когато индексът загуби 20.65%. От началото на годината е натрупан значителния спад от 55.17%. Малко са акциите, които през септември да не са били засегнати силно. Дори стабилна позиция като Монбат, която се представяше по-добре от средното за пазара от началото на корекцията, приключи със спад от 25%. Това поевтиняване на пазара е следствие на загубите на фондовите борси по света и оттеглянето на чуждестранни инвеститори от България. Не може да се каже, че има икономически или конкретни корпоративни причини за разпродажбите у нас, но инвеститорите оценяват растящите рискове от рецесия в ЕС и в глобален мащаб.

Компоненти на SOFIX

Акция	Цена	Промяна
Албена	51.90	-21.36%
Българо-американска кредитна банка	39.89	-31.91%
Централна кооперативна банка	2.88	-20.44%
Химимпорт	5.40	-34.94%
Корпоративна търговска банка	86.00	-4.44%
Елана Фонд за земеделска земя	1.53	-18.83%
Енемона	13.47	-23.05%
Евроинс	4.50	-37.50%
Първа инвестиционна банка	4.87	-16.03%
Холдинг Пътища	14.90	-16.76%
Индустриален холдинг България	5.10	-16.39%
Каолин	5.15	-30.41%
Оловно-цинков комплекс	20.16	-27.37%
М+С Хидравлик	7.00	4.79%
Монбат	9.03	-24.88%
Неохим	75.00	-8.54%
Оргахим	132.99	-22.46%
Софарма	2.93	-32.70%
Спарки Елтос	6.00	-24.15%
Топливо	13.90	-15.60%

Неоснователно е да се счита, че българският пазар трябва да остане незасегнат от световните процеси, дори и растежа на реалната икономика у нас да се запази. Промяната в коефициентите на оценка на компаниите в чужбина ще ги направи по-атрактивни, ако на българския пазар няма намаление на коефициенти като цена/печалба. Една част от такава разлика би бил риска от рецесия и дори той да е много по-малък за българските компании, пак ще се отрази върху оценките на акци-

ите. Очевидно е, че такъв риск съществува и за България.



От 21 сесии на търговия през септември, SOFIX отчете повишение само през 6 от тях. Предходната графика показва значителната волатилност на дневна база за индекса. Тя е най-голяма по време на сесии, които последваха разпродажби на развитите пазари и новините за огромните фалити на банки и финансови институции.

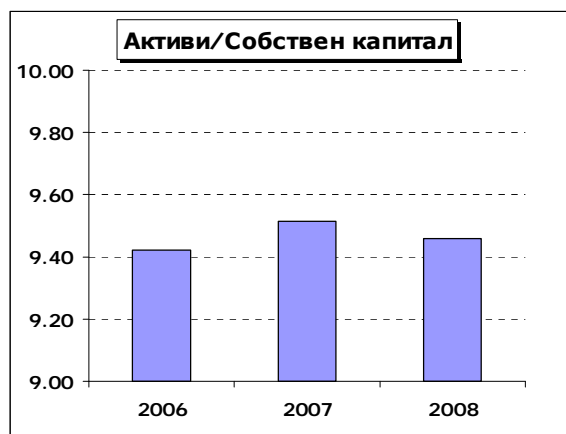
Новините, които разтърсиха света...

Ипотечната криза взе още жертви, пред които фалитите на няколко регионални банки и поглъщането на Bear Sterns от JP Morgan изглеждат несъществени явления. Загубите от ипотечните облигации доведоха до на практика декапитализация на финансовите институции. Те са принудени да продават активите си на много ниска стойност, а кредиторите им ги притискат, за да не допуснат загуби от заемите си към тях. Държавната помощ се оказва недостатъчна за спасението на цялата индустрия - ипотечните гиганти Freddie Mac и Fannie May, заедно със застрахователната компания AIG получиха пари при условия, които де факто оставиха акционерите им без реални активи. Инвестиционната банка Lehman Brothers обяви фалит, защото се оказа, че по-големият конкурент Merrill Lynch трябва спешно да намери купувач. Номер две сред инвестиционните банки, Morgan Stanley, привлече капитал от чужбина, но заедно с Goldman Sachs ще станат банкови холдинги в опит да оцелеят от кризата. Покупката на банковите операции на Wa-

chovia от Citigroup пък показва, че и търговските банки не са застраховани от проблемите.

...се пренасят и в Европа

Fortis е европейската банка, която също получи държавна помощ и която може би поставя началото на подобни проблеми на Стария континент. Германската Hypo Real Estate и британската Bradford & Bingley са другите жертви на ипотечната криза, която вече заслужи мястото си в учебниците. Акциите на българските банки също поевтиняват чувствително. Дори книгата на Корпоративна търговска банка отстъпиха. Притесненията за българската банкова система са основно в чуждите инвеститори. В тях има известна доза основателност, защото кредитната криза ограничи достъпа до капитали от чужбина.



*Към август всяка година
Източник: БНБ

Българската банкова система има достатъчно възможности, за да преодолее ликвидната криза. Съотношението Активи/Собствен капитал се движи около 9.5 пъти за българските банки, като някои от по-големите институции имат дори по-нисък коефициент. Натрупаните през последните години печалби повишиха капитала на банките, а покачването на минималните задължителни резерви от 8% на 12% през миналата година представлява резерв, който може да бъде освободен от централната банка при необходимост. Банките в чужбина разполагат с чувствително по-малко капитал в сравнение с активите

им. Независимо от това, очакваме в средносрочен план достъпа до кредит на българските фирми да бъде по-труден, което ще се отрази и на инвестиционните им планове.

Корпоративните отчети

До края на октомври предстои публикуването на неконсолидираните отчети на публичните компании за третото тримесечие. При текущата пазарна ситуация фундаменталните новини нямат почти никакво отражение върху цените на акциите и едва ли това ще се промени до края на октомври. Все пак отчетите ще покажат дали подобриенето на резултатите през второто тримесечие ще остане и до края на годината. Очакваме резултатите на компаниите да се запазят като темпове на растеж на продажбите, като е възможна по-голяма волатилност в нормата на печалбата. Позитивни изненади не са изключени, но много доброто представяне на компаниите през четвъртото тримесечие на миналата година подсказва, че подобно подобриение в отчетите би имало по-скоро преди края на 2008 г. Поевтиняването с 20% на акциите през септември доведе до спад и на коефициентите цена/продажби и цена/печалба.

Преди корпоративните новини и оценката на акциите да има отражение върху пазара, е необходимо да се стабилизируют развитите борси. Въпреки че вероятността от поскъпване на щатските акции в средносрочен и дългосрочен план не е голяма, чувствителните разпродажби свалиха цените и се появиха инвеститори, които купуват в търсене на краткосрочно дъно. Септември и октомври са били много подходящ период за покупки на акции в САЩ пет пъти през последните седем години, с изключение на 2001 и 2007 г. Ако тази година потвърди правилото и в краткосрочен план се формира дъно на развитите пазари, инвеститорите у нас също ще обърнат внимание на отчетите. Времето за връщане на доверието към капиталовите пазари е прекалено малко, за да стане това. Така че отчетите и този път няма да доведат до съществена подкрепа на българските акции.

Акции на фокус:

Акциите, които бяха на фокус през миналия месец, остават едни от най-атраktivните по отношение на текущата им оценка и перспективите за развитие. Паниката на фондовата борса свали до такава степен акциите, че списъкът на подценени книжа се разраства значително.

Еврохолд България (4EH) отбеляза съществен спад от началото на корекцията. Акцията загуби 73% за една година и се търгува на равнищата, на които бяха пускани пакети акции на борсата. Еврохолд се търгува под стойността на капитала си, което не е изключение, а вече правило за холдинговите дружества. Трудно е да се каже дали застрахователния бизнес на компанията е в основата на корекцията или спадът на акцията се дължи на пазарния тренд.



Бизнесът на застрахователните компании не е засегнат от кризата и доколкото може да говорим за **Евроинс (5IC)**, негативните ефекти върху баланса на компанията се дължат на корекцията на борсата и обезценката на книжата в портфейла на дружеството. Двете дружества оперират на пазар, който отчита значителни темпове на растеж и имат възможности да продължат покачването си. Но като всички ликвидни акции към този момент, те се разпродават от чуждестранни инвеститори и от местни, които са принудени да затварят РЕПО-сделки.

Одесос (5ODE) е сред акциите, които се представят по-добре от останалите на пазара, благодарение на изкупуванията, които качваха цената над нивото от 200 лв. Това прави позицията все по-малко атраktivна в сравнение с другите индустриални компании, които имат ниски коефициенти цена/печалба или цена/продажби.



На нива около 180 лв. съотношението цена/печалба на Одесос е 11.8, което е над средното за индустриалните компании у нас. Повечето други акции имат предимство в това отношение. Перспективите пред бизнеса на Одесос са добри, като повишението на курса на долара ще подобри приходите от продажби и евентуално печалбите от основна дейност.

Отчетът за тримесечието на Одесос е малко вероятно да покаже влошаване на основната дейност, тъй като компанията има достатъчно поръчки към този момент и едва ли икономическото забавяне в региона е довело до промяната им. Липсата на достатъчно свободен капацитет в сектора ще подсили поръчките до края на годината, като е необходим силен спад в приходите от морски транспорт, за да се отрази това на дейността на Одесос. Но тъй като дейността на фирмата зависи от цикличността в транспорта, намаляване на натоварването на мощностите ще даде знак за по-дълъг период на слабост.

Монбат (5MB) доскоро се представяше значително по-добре от целия пазар. Акцията стана една от най-губещите позиции през септември и началото на октомври. Обратното изкупуване също не помогна за

стабилизиране на цената, като няма да бъде учудващ факта, ако инвеститорите са увеличавали предлаганото количество през септември, за да успеят да освободят парични средства.



Монбат заслужава повече внимание, защото последните разпродажби представляват отлична възможност за покупки. Притесненията на пазара в момента са свързани с икономическата криза в Европа и негативния ефект върху продажбите от спада на цената на оловото. В тях има известни основания, но Монбат не произвежда за автомобилните компании, които са най-засегнати от кризата, а за вторичния пазар на акумулатори. Кризата удари продажбите на нови автомобили, но употребата на старите е много по-малко засегната. Така че кризата е фактор без съществено значение за търсенето на продукцията на Монбат. Оловото е много по-различен фактор – металът е в основата на ценообразуването на акумулаторите и перспективите пред него не са добри на фона на кризата. Цените на акумулаторите на вътрешния пазар не са паднали с такъв процент като оловото, включително и вносните продукти. Това най-вероятно се случва и на основните пазари на Монбат. Нормата на печалба ще бъде засегната, тъй като компанията рециклира стари акумулатори. Не смятаме, че това ще доведе до драстични разлики във финансовия резултат, като Монбат засега успява да покрие заложените прогнози. Корекцията на цената свали

P/E под 10, а отчитайки прогнозирания резултат за 2008 съотношението е под 8.

Оргахим (5ORG), Топливо (3TV), Каолин (6K1), Фазерлес (4F6) и Енемона (Е4А) бяха посочени в предишния бюлетин като акции с атрактивни коефициенти и стабилен фундамент. Това не се е променило през месеца, освен че загубите на акциите направиха книгата на тези компании още по-евтини в исторически план. **Оргахим (5ORG) и Топливо (3TV)**, например, струват почти толкова, колкото и **Билборд (5BP)**.

Към тях може да добавим и други дружества с подобряване на оценката, които имат възможност да отчетат добри резултати до края на годината. Поевтиняването на **Албена (6AB)** до 40 лв. свали текущото P/E под 8, а пазарната капитализация на курорта е 60% от стойността на капитала на дружеството. Отчетът за третото тримесечие ще покаже дали ще има изненади тази година, но ако компанията успее да задържи нетната си печалба над 20 милиона за тази година, ще се превърне в една от отличните възможности за инвестиции към този момент.

Неохим (3NB) притеснява инвеститорите само по отношение на поскъпването на природния газ. И с основание, защото ценовият шок е значителен. Това, което трябва да се има предвид, е значителната печалба през първото полугодие, позволяваща на дружеството да поеме натиска върху разходите си, ако продължи да работи на по-високо натоварване на мощностите в близките месеци. Неохим има свободен капацитет в индустрия, която ще преживее кризата по различен начин от останалите сектори. Доказателство за това е по-доброто представяне на акцията спрямо пазара през септември, но компанията и сектора си струват да се наблюдава внимателно за признаци на влошаване на печалбата.

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 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:

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 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

За повече информация:

Анализатор
Цветослав Чачев
Тамара Бечева

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

E-mail:
tsachev@elana.net
becheva@elana.net

Интернет:
www.elana.net
www.elana.net