

Тъмночервеното още е тук

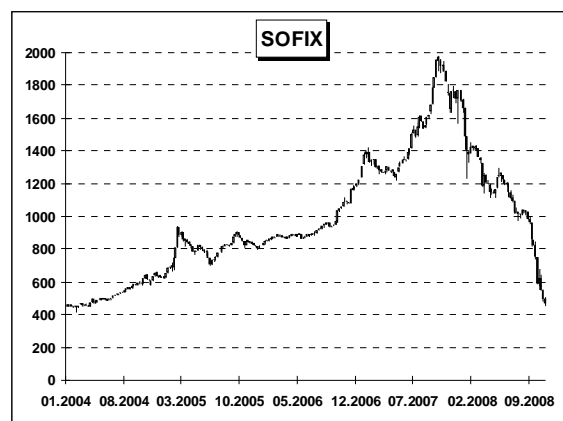
Октомври донесе поредния негативен рекорд. Основният индекс SOFIX изгуби 37.9%, а за два месеца 50%. Това е доказателство, че движението на пазара надхвърля разбирането за здравословна корекция. SOFIX падна до нивата от лятото на 2004 г. Рецесия в Европа от свеие износа на българските индустриални компании, а ограничаването на кредитирането ще увеличи разходите за лихви. Освен това, оценката не играе никаква роля при вземането на инвестиционно решение. Ликвидността е от голямо значение, тъй като акциите на големите компании могат да бъдат продадени по-лесно. Това трябва да е и причината за значително по-доброто представяне на М+С Хидравлик през месеца, както и на всички малки компании в БГ40.

Компоненти на SOFIX през октомври

Акция	Цена	Промяна
Албена	36.03	-30.58%
Българо-американска кредитна банка	18.30	-54.12%
Централна кооперативна банка	1.31	-54.51%
Химимпорт	2.76	-48.89%
Корпоративна търговска банка	65.50	-23.84%
Елана Фонд за земеделска земя	1.09	-28.57%
Енемона	7.80	-42.08%
Евроинс	3.05	-32.18%
Първа инвестиционна банка	3.84	-21.17%
Холдинг Пътища	8.00	-46.31%
Индустриален холдинг България	2.94	-42.35%
Каолин	4.00	-22.33%
Оловно-цинков комплекс	11.16	-44.63%
М+С Хидравлик	5.83	-16.76%
Монбат	6.00	-33.55%
Неохим	66.90	-10.80%
Оргакхим	93.01	-30.06%
Софарма	2.23	-23.79%
Спарки Елтос	3.50	-41.67%
Топливо	8.14	-41.42%

Банките бяха най-зле представящите се акции през октомври. Дори ниската ликвидност на Българо-Американска кредитна банка не помогна на акцията, която падна с 50% за един месец. Финансовите акции, включително големите холдинги с дъщерни фирми в застрахователния и банковия сектор, са под натиск от разпродажби и се влияят от всяка лоша новина от чужбина. SOFIX през 2008 г. е много по-различен от SOFIX през 2004 г. Въпреки това, компонентите на индекса не са много по-далече от нивата си през 2004 г. и спокойно мо-

жем да кажем че SOFIX представя в реална степен спада на пазара. Свивът му е три до четири пъти по-бърз от покачването, което е обичайно за падащи пазари.



Да се говори за дъно е твърде прибързано. Капитулацията на пазара още не е свършила, още повече че не се знае дали ще се случи по сходен начин с развитите пазари. Възможността за дълъг период на подценени акции нараства. Компаниите с добри баланси и диверсифицирани пазари би трябвало да се представят по-добре през следващите няколко тримесечия.

Периода на отчетите

Още през септември беше очевидно, че тримесечните отчети няма да променят ритъма на пазара през тримесечието. Всекидневните новини за финансовата криза, която ще прерасне в глобална икономическа рецесия, имаха своето влияние не само върху чуждестранните инвеститори, но и върху индивидуалните и институционалните инвеститори у нас. В тази пазарна конюнктура текущите показатели не са от значение за инвестиционните решения. Периодът на отчетите не доведе до сериозна промяна в резултатите на компаниите, тъй като само няколко сектора бяха ударени от падащите цени на металите или срещнаха спад в търсенето на продукцията си. Повечето от останалите компании се представиха добре по време на третото тримесечие и е възможно да обявят добри годишни резултати. Някои от поинтересните акции са споменати по-нататък в анализа.

Можем да направим няколко основни заключения за отчетите. Банките са с нарастващи активи и печалба. Най-големите български банки, основно чужда собственост, реализират големи печалби. Секторът е добре капитализиран и лошите заеми все още не дават сигнал за увеличение. Въпреки това, банките свиват отпуснатите заеми, особено за строителство, и фокусират вниманието си върху депозитите. Няма никакви причини да очакваме, че отпускането на кредити за големи компании ще бъде намалено, но малките и започващи бизнес фирми в България вече срещат затруднения при получаването на кредити.

По-високите лихвени нива не са основния проблем за българските компании, тъй като те успяха да подобрят балансите си през последните няколко години. Инфлацията нараства, а разходите за труд се увеличават дори по-бързо. Някои сектори и компании имат проблем при набирането на квалифицирани служители. Нарастващи разходи за труд с по 20% са обичайна картина за българските публични компании. Това едва ли ще продължи, тъй като някои сектори вече обявиха свиване на работните места.

Позитивните новини от отчетите дойдоха от компании, които инвестират в енергийна ефективност. Те имат по-ниски разходи и по-добра норма на печалбата. Повечето компании продължиха да обявяват нарастващи приходи. Забавянето в темпа на растеж ще е по-чувствително през първото тримесечие на 2009 г. Още повече, то е сезонно по-слабо поради зимата и тази година ще съвпадне с по-слабото търсене на индустриални стоки и цени на металите.

Оценката

Както споменахме по-горе, бъдещите показатели са от по-голямо значение, поради икономическата несигурност. Нашият най-негативен сценарий се основава на намаляващи приходи през следващото тримесечие и най-вече през 2009. Нормата на печалба също ще пострада, но се очаква да остане над нивата си от 2004 г. – 2005 г. Коефициентите за оценка на тези компании са по-малко атрактивни от текущите показатели. Въпреки това, те остават мно-

го ниски когато ги сравним със средното за предходните няколко години.

Нашият най-негативен сценарий за отделни сини чипове е представен в следващата таблица:

	P/E	P/S	P/B
Албена	8.74	1.47	0.50
Спарки Елтос	9.11	0.82	0.54
Индустриален холдинг БГ	12.56	0.81	0.64
Каолин	10.99	0.75	0.68
М+С Хидравлик	27.19	0.96	1.61
Монбат	8.77	1.39	1.79
Неохим	9.08	0.59	1.42
Одесос	18.59	2.42	1.53
Оргахим	10.17	0.38	0.59
ОЦК	neg.	0.56	1.47
Софарма	11.48	0.62	1.08
Топливо	8.56	0.14	0.39

*изчисления спрямо прогнозите ни за 2009 г.
Цени на акции към 11 ноември

Големите инвеститори влезнаха в България през 2004 г. на ценови нива много близки до сегашните. Техният инвестиционен хоризонт беше от три до пет години. Коефициентите бяха подобни на текущите, но печалбата на акция на много от компанията е далеч по-добра. Същото се отнася за приходите и баланса – българските акции струват много повече днес, отколкото последните четири-пет години.

Перспективите преди влизането в ЕС бяха основната причина за интереса на чуждите инвеститори, които бяха с дългосрочен хоризонт. Вероятно и перспективите пред глобалната икономика да се подобрят след три години. Това е и причината за позитивна дългосрочна перспектива, тъй като оценката все още е добра, финансовото състояние на България е стабилно и местните, както и експортно ориентирани компании, ще възстановят своя ръст догодина или в началото на 2010 г.

Акции на фокус:

Силният спад на цените на акциите изпрати коефициентите за оценка на исторически ниски нива. Вече бяха коментирани финансовите отчети и предстоящото намаление на продажбите и печалбите на компанията.

Оргахим (5ORG) се споменава в предишни бюлетини като компания с много

ниска пазарна капитализация спрямо активите и продажбите си. Отчетът за третото тримесечие беше малко под очакванията ни за подобно представяне като предишния период. Пазарната реакция на отчета беше негативна, което е повече следствие на лошите очаквания за строителството, отколкото на понижението на ръста на продажбите и по-ниската печалба за периода. Финансовият резултат през деветмесечието на миналата година беше повлияно в значителна степен от еднократни печалби. Поради това коефициентът цена/печалба на Орграхим става отрицателен, въпреки че от началото на годината има печалба в размер на 4.4 милиона лева, което отговаря на P/E от 10. Показателят е по-висок от средното за пазара, но пък позицията се търгува на EV/EBITDA от 6 и 4 пъти над печалбата преди данъци, лихви и амортизация. Тези нива са атрактивни в дългосрочна перспектива, но е възможно акцията да продължи да отчита слабост.



Неконсолидираният отчет показва по-високи приходи спрямо второто тримесечие. Разходите за материали нараства и заедно с отписването на активи води до по-ниска норма на печалба. Орграхим използва периода за увеличение на запасите си от готова продукция, докато материалите в баланса намаляват.

Одесос (5ODE) отново е сред акциите, които заслужават засилено внимание, заедно с **Индустриален холдинг България (4ID)**. Двете компании работят в много трудна пазарна конюнктура на намаляващи транспортни услуги по море. Одесос ремонтира кораби, докато основен актив на Индуриален холдинг България е корабостроителницата във Варна. Досега проблемите в транспорта нямаха изражение върху отчетите на двете фирми. Сливът на цената за транспорт е в рамките на няколко месеца, като **Baltic Dry Index** слезе на най-ниските нива от 2001 година, което е доказателство за намалението на обеми за транспорт и от там на приходите на транспортните компании. По-ниските цени на материалите може да подкрепят печалбите на двете български дружества през четвъртото тримесечие, но се очертава една много тежка 2009 година.

Индустриален холдинг България



Друг сектор под заплаха от свиване на приходите е производството на хидравлични цилиндри и части за електрокари и машини. Две компании произвеждат хидравлични цилиндри **М+С Хидравлик (5МН)** и **Хидравлични Елемент и Системи (4НЕ)**. Много други фирми произвеждат части за машини и също ще бъдат засегнати сериозно от намалението на търсенето на капиталово оборудване.

М+С Хидравлик, на графиката, също поевтиня със 70% от върха на цената на акциите си. Въпреки това тя се търгува на най-висок форуърд Р/Е в сравнение с останалите сини чипове.



Рисковете от глобална рецесия изискват предпазливост към компаниите в сектори като производството на метали и химически продукти. Те също биха се представяли по-зле през следващите две или три тримесечия.

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 Трејдинг може да търгува или притежава акции на анализирани компании. ЕЛАНА Трејдинг 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 Трејдинг, 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 Трејдинг 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 Трејдинг, освен ако не е споменато друго. ЕЛАНА Трејдинг 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 Трејдинг за период от 12 месеца след публикацията и са представени от гледна точка на инвеститори, които имат дълги позиции. ЕЛАНА Трејдинг 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 Трејдинг:

http://www.elana.net/analysis/reports/bul_f_pazar_7/LIST_Preporaki.pdf

За повече информация:

Анализатор
Цветослав Цачев
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