

## Централна кооперативна банка (4CF)

Централна кооперативна банка (ЦКБ) е създадена 1991 г. и е публично търгувана от март 1999 г. В началото на 2002 г. делът на Банкова консолидационна компания от 32.77% беше придобит след търг от Химимпорт, като холдингът стана основен акционер. В момента, Химимпорт държи 75.8% от акциите на банката чрез дъщерното си дружество ЦКБ Груп асет мениджмънт.

ЦКБ е универсална търговска банка, лицензирана да предоставя всички банкови операции, включително е инвестиционен посредник и има разрешително от БНБ за първичен дилър на ценни книжа.

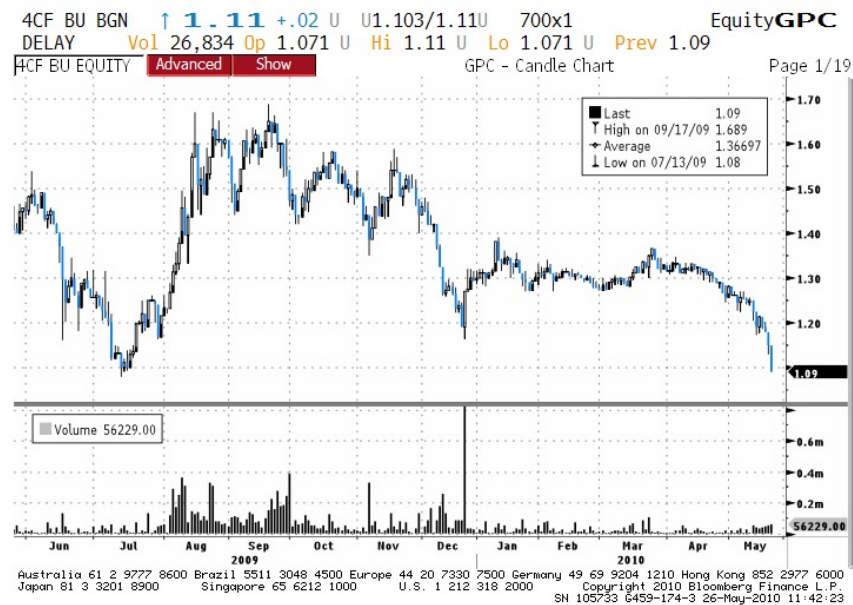
През последните три години ЦКБ придоби шест търговски банки в България, които са били в несъстоятелност, както и мажоритарни дялове в македонски банки.

**52-седмичен връх**  
1.69 лв.

**52-седмично дъно**  
1.08 лв.

**52-седмично изменение**  
-22.70%

**Промяна от началото на годината**  
-16.09%



Банката проби нивото на подкрепа от 1.30 лв. за акция в средата на април, след като се търгуваше на това равнище от началото на годината. Текущата слабост на пазара се отразява сериозно върху позицията и в момента е на дъната си от юли 2009 г. Акцията на банката е сред най-търгуваните на БФБ, поради ниските коефициенти и големия фрий-флоут.



Източник: Българска народна банка

*ЦКБ е на единадесето място в България по големина*

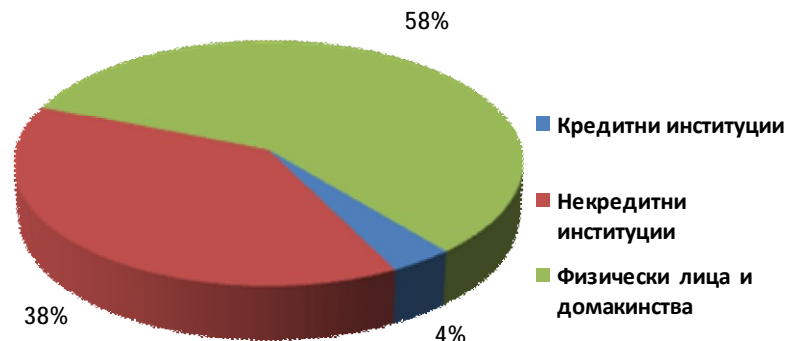
Общата сума на активите на банката достигна 1.744 млрд. лв. за първото тримесечие на 2010 г., което е 6.95% ръст в сравнение със същия период на миналата година. ЦКБ е на 11 място сред българските търговски банки по размер на активите. Коефициентът на ликвидност е 23.81%, докато средното за периода март 2009 г. – март 2010 г. беше 24.56%.



Източник: Централна кооперативна банка

Физическите лица формират 30% от кредитите в края на 2009 г. ЦКБ е заемодател основно на компании в сектора на търговията и финансите, докато строителството е с 10% дял от общите заеми. Приходите от лихви са почти без промяна за последното тримесечие, но намаляват значително на годишна база.

### Привлечени средства - март 2010



Източник: Българска народна банка

Депозитите допринесоха за 95% от общите задължения и са на стойност 1.5 млрд. лв. В сравнение с първото тримесечие на 2009 г. е отбелязан ръст от 5.73%. Депозитите на домакинствата са основен източник за финансиране на ЦКБ, докато депозитите от кредитни институции са 4% от общите. Разходите за лихви се увеличават значително от началото на 2009 г., поради конкурентната пазарна среда.

### Нетна печалба



Източник: Българска народна банка

Централна кооперативна банка обяви 5.5 млн. лв. нетна печалба за първото тримесечие на 2010 г., което е 21.78% по-ниско от 1 тримесечие на 2009 г. (когато печалбата надвишава 7 млн. лв.). Нетният лихвен приход на банката намалява на годишна база от 16.8 млн. лв. до 15.1 млн. лв., докато приходите от такси и комисионни се увеличават с 10.62%. Административните разходи се свиват с 14% на годишна база, поради програмата за съкращаване на разходите на банката. Резултати за 2007 г. и 2009 г. бяха повлияни от печалби от финансови активи, но нетната загуба

от сделки с ценни книжа за първото тримесечие беше незначителна. Портфейлът на ЦКБ включва капиталови инструменти, но най-голяма част заемат български ДЦК.

**Корпоративни новини**

- 02 февруари 2010* Централна кооперативна банка публикува отчета си за 4 тримесечие на 2009 г.
- 04 март 2010* На 1 март 2010 г. Надзорния и Управителния съвет на Централна кооперативна банка взеха решение за придобиване на 100% от Статер банка - Македония.
- 06 април 2010* Търговото предложение от Централна кооперативна банка, отправено на 16 март 2010 г. към акционерите на Статер банка беше успешно. ЦКБ направи търгово предложение за придобиването на 339 178 акции на Статер банка с право на глас, на цена 1 070 динара за акция. В резултат, ЦКБ придоби 317 864 акции или 93.72% от капитала.
- 30 април 2010* Централна кооперативна банка публикува отчета си за 1 тримесечие на 2010 г.
- 18 май 2010* Управителният съвет на Централна кооперативна банка взе решение да предложи на общото събрание на акционерите, което ще се проведе на 13 май 2010 г., печалбата на банката за 2009 г. да бъде разпределена към резервите. Събранието е насрочено за 6 юни.
-

	2007	2008	2009
Парични средства в каса и по разплащателна сметка в БНБ	279 748	273 164	186 063
Финансови активи, държани за търговия	39 875	16 344	12 178
Финансови активи, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0
Финансови активи на разположение за продажба	95 902	77 954	80 882
Кредити и вземания (включително финансов лизинг)	1 316 299	1 597 270	1 612 080
Инвестиции държани до падеж	0	75 643	76 027
Деривати - Отчитане на хеджиране	0	0	0
Промени в справедливата стойност на хеджирани позиции в портфейл, хеджиран за лихвен риск	0	0	0
Материални активи	37 393	60 419	61 770
Нематериални активи	381	554	476
Инвестиции в асоциирани, дъщерни и съвместни предприятия (осчетоводени, прилагайки капиталовия метод - включително репутация)	161	161	165
Данъчни активи	1 126	3 277	5 193
Други активи	1 238	1 093	1 028
Нетекучи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	0	0	0
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>	<b>1 772 123</b>	<b>2 105 879</b>	<b>2 035 862</b>
Депозити от централни банки	0	0	0
Финансови пасиви държани за търгуване	0	0	0
Финансови пасиви, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0
Финансови пасиви оценявани по амортизирана стойност	1 608 728	1 881 902	1 748 612
Финансови пасиви, свързани с прехвърлени финансови активи	0	0	0
Деривати - отчитане на хеджиране	0	0	0
Промени в справедливата стойност на хеджирани позиции в портфейл, хеджиран за лихвен риск	0	0	0
Провизии	194	361	532
Данъчни пасиви	3 687	7 505	10 059
Други пасиви	3 402	1 498	763
Дялов капитал, платим при поискване (например кооперативни акции)	0	0	0
Пасиви включени в групи от пасиви за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	0	0	0
<b>ОБЩО ПАСИВИ</b>	<b>1 616 011</b>	<b>1 891 266</b>	<b>1 759 966</b>
Емитиран капитал	60 000	60 000	60 000
Премиен резерв	48 500	48 500	48 500
Друг капитал	0	0	0
Преоценъчни резерви и други оценъчни разлики от:	4 998	23 230	24 186
Резерви (включително неразпределени печалби)	19 437	42 585	82 828
Обратно изкупени (съкровищни акции)	0	0	0
Доход от текущата година	23 177	40 298	60 382
Междинни дивиденди	0	0	0
Малцинствено участие	0	0	0
<b>ОБЩО КАПИТАЛ</b>	<b>156 112</b>	<b>214 613</b>	<b>275 896</b>

Източник: Българска народна банка

<b>Продължаващи (непреустановени) дейности</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Финансови и оперативни приходи и разходи	51 452	76 752	104 585
Приход от лихви	81 061	115 618	147 102
Разход за лихви	43 509	66 153	81 455
Разходи за акционерен капитал, подлежащ на изплащане	0	0	0
Приход от дивиденди	5	14	2
Приходи от такси и комисионни	7 181	9 881	14 768
Разходи за такси и комисионни	952	1 353	1 172
Нетни реализирани печалби (загуби) от финансови активи и финансови пасиви, неоценявани по справедлива стойност в печалбата или загубата	-88	2 462	8 228
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви държани за търгуване	4 762	5 712	9 889
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0
Нетни печалби (загуби) от отчитане на хеджиране	0	0	0
Нетни валутни разлики	2 851	7 540	6 194
Нетни печалби (загуби) от отписани активи, различни от тези държани за продажба	299	98	26
Други оперативни приходи	514	3 887	2 300
Други оперативни разходи	672	954	1 297
Административни разходи	20 975	26 984	28 429
Амортизация	2 310	3 355	4 346
Провизии	0	0	397
Обезценка	2 344	1 584	4 197
Отрицателна репутация, призната незабавно в печалбата или загубата	0	0	0
Дял от печалбата или загубата в асоциирани и съвместни предприятия осчетоводен, прилагайки капиталовия метод	0	0	0
Печалба или загуба от нетекущи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба и неопределени за преустановени дейности	0	0	0
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ ПРЕДИ ДАНЪЦИ</b>	<b>25 823</b>	<b>44 829</b>	<b>67 216</b>
Данъчен разход (приход) свързан с печалбата или загубата от продължаващи (непреустановени) дейности	2 646	4 531	6 834
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ СЛЕД ДАНЪЦИ</b>	<b>23 177</b>	<b>40 298</b>	<b>60 382</b>
Печалба или загуба след данъци от преустановени дейности	0	0	0
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА СЛЕД ДАНЪЦИ И ПРЕУСТАНОВЕНИ ДЕЙНОСТИ</b>	<b>23 177</b>	<b>40 298</b>	<b>60 382</b>
Печалба или загуба, принадлежаща на малцинственото участие	0	0	0
<b>ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА, ПРИНАДЛЕЖАЩА НА АКЦИОНЕРИТЕ НА МАЙКАТА</b>	<b>23 177</b>	<b>40 298</b>	<b>60 382</b>

Източник: Българска народна банка

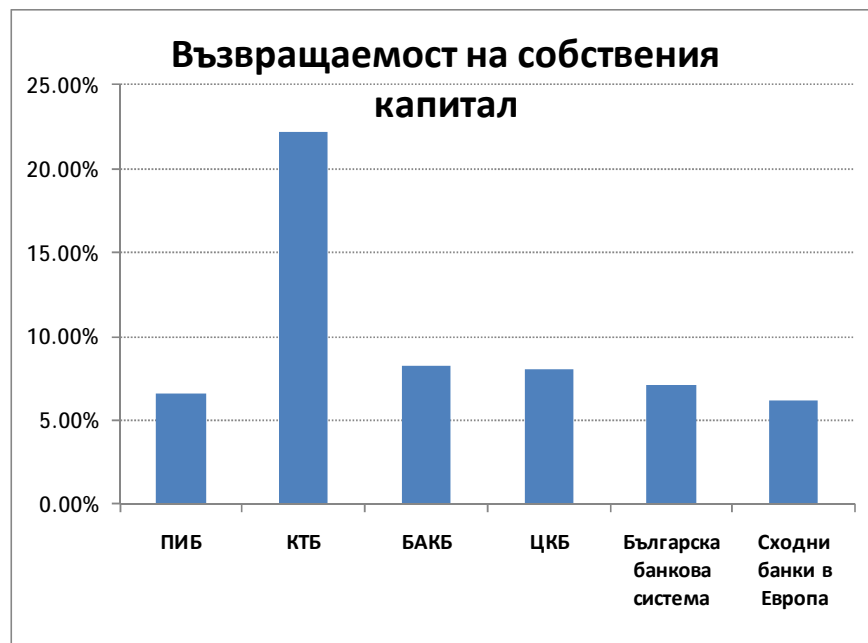
## ОЦЕНКА

Публичните банки в България се търгуват при ниски коефициенти за оценка. Считаме, че всички четири банки са подценени в сравнение със средните коефициенти за банките в Източна Европа. Всички негативни новини са отчетени и слабостта на цените на акциите през май се дължи на всеобщия спад на пазара при много ниски обеми.

### Сравнение по показатели

Българските банки се търгуват на ниски коефициенти. Всички четири банки отчетат печалба и имат позитивно съотношение цена/печалба. Въпреки че, спадът на банковите печалби беше незначителен, коефициентите бяха подкрепени от спада в цените на акциите. Считаме, че банките са на атрактивни нива и очакваме, че техните акции ще поскъпват с висок двуцифрен годишен процент през следващите няколко години.

Графика 26



Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

*RoE на банките е близо до средното за сектора*

Две от банките имат широка клонова мрежа и са ориентирани към потребителите на дребно – Централна кооперативна банка (**ЦКБ**) и Първа инвестиционна банка (**ПИБ**). Двете акции се търгуват на най-ниското съотношение цена към активи от 0.05, поради калкулирания риск за неизпълнение на потребителските и корпоративните заеми. Останалите две банки имат по-високи съотношения. Българо-Американска кредитна банка (**БАКБ**) и Корпоративна търговска банка (**КТБ**) са специализирани в корпоративни заеми и имат малка клонова мрежа. Възвръщаемостта на капитала (RoE) на КТБ надвишава 20%, докато БАКБ имаше дори по-висок коефициент преди спада на печалбата през 2009 г. В сравнение със средните коефициенти на банковата система и сходните банки в Източна Европа, българските публични банки имат по-добра възвръщаемост, с изключение на ПИБ, която е под влияние на разходите за обезценка.

Сравнение на  
коэффициентите  
за оценка

	БАКБ	ЦКБ	КТБ	ПИБ
Последна цена	12.60	1.15	62.45	2.13
Брой акции	12 624 725	83 155 092	6 000 000	110 000 000
Паз. Капитализация	159 071 535	95 545 201	374 700 000	234 300 000
Нетна печалба (ttm)	17 554 000	20 811 000	65 974 000	27 400 000
P/E	9.06	4.59	5.68	8.55
Активи (ttm)	898 375 000	1 865 322 000	2 210 492 000	4 310 678 000
Цена/Активи	0.18	0.05	0.17	0.05
Собствен капитал	212 049 000	257 202 000	296 643 000	417 217 000
P/B	0.75	0.37	1.26	0.56
RoE	8.28%	8.09%	22.24%	6.57%
RoA	1.95%	1.12%	2.98%	0.64%

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Цена/печалба  
на банките е  
под 10

Публично търгуваните банки се различават значително по отношение на активите и пазарната капитализация. Всички банки имат съотношение цена/печалба под 10. Съотношението цена/счетоводна стойност само при КТБ надвишава 1, поради високата възвращаемост на капитала и слабата търговия с акцията. Печалбите на банките са от обичайните им банкови операции и не са повлияни от еднократни ефекти.

Сравняваме българските банки с коефициентите на банките в Източна Европа, използвайки медианата на техните показатели, за да елиминираме екстремумите. Данните за съотношението цена/печалба изключват ефекта на загубите при част от разглежданите банки. Поради това получената справедлива цена на акцията, която се сравнява с групата, е по-ниска. Медианата на цена/печалба е 13.91, докато на цена/счетоводна стойност е 1.05.

Оценка

	БАКБ	ЦКБ	КТБ	ПИБ
Брой акции	12 624 725	83 155 092	6 000 000	110 000 000
Цена/Печалба	13.91	13.91	13.91	13.91
Нетна печалба (ttm)	17 554 000	20 811 000	65 974 000	27 400 000
Цена	19.34	3.48	152.97	3.47
Цена/Счетоводна стойност	1.05	1.05	1.05	1.05
Собствен капитал	212 049 000	257 202 000	296 643 000	417 217 000
Цена	17.62	3.24	51.86	3.98
Справедлива цена	18.48	3.36	102.42	3.72
Премия (Отбив)	46.68%	192.71%	64.00%	74.75%

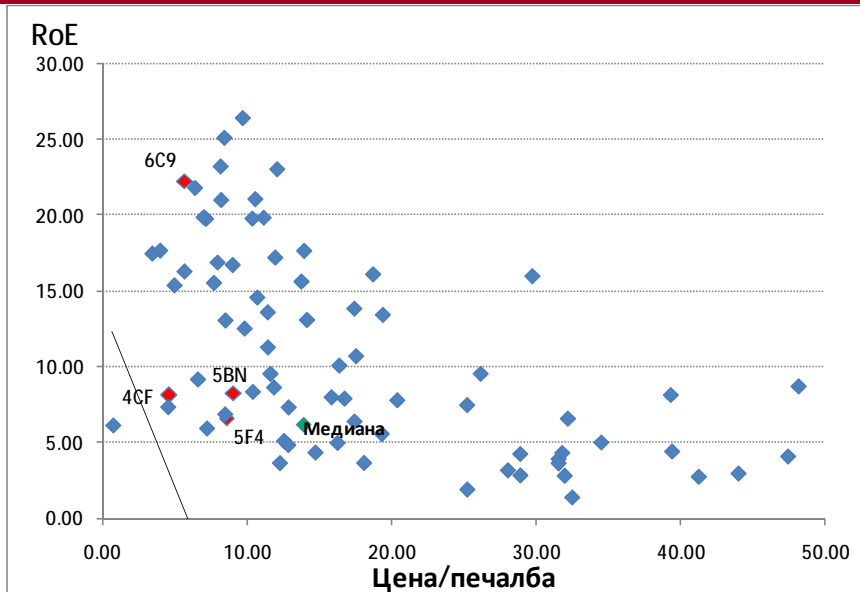
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Според сравнението с регионалните банки, всички български банкови акции са подценени. ЦКБ в момента се търгува над 200% под справедливата цена, изчислена чрез сравнение на P/E и P/B с равни тегла. Двата показателя имат справедливи цени, които са близки една до друга при ЦКБ, ПИБ и БАКБ. Голямата печалба на КТБ допринася за по-високата цена, докато счетоводната стойност на банката е негативен фактор за оценката.

Не очакваме българските публично търгувани банки да са обект на сделки за придобиване при текущите ниски нива на цените. Съотношението цена към активи потвърждава атрактивната оценка, но предлагането е основна пречка пред подобни сделки – малко вероятно е мажоритарните собственици да продават на текущите цени.



Графика 27



Източник: Bloomberg

Българските банки са разположени основно в ниските нива на Р/Е и възвръщаемост на капитала (RoE). видимо изключение е КТБ, поради високата възвръщаемост на капитала. Повечето от позициите имат ниско Р/Е и високо RoE. Данните не са изненадващи, тъй като българският капиталов пазар изостава от възстановяването, започнало септември 2009 г., което обяснява ниското Р/Е на местните банки. Още повече, че загубите от лошите кредити се увеличават през 2009 г., което също има негативен ефект върху печалбата със закъснение спрямо други европейски държави. Тези фактори са основна причина банкните акции да са подценени.

Петгодишната средна възвръщаемостта на капитала за четирите банки е 16.7%. Ще използваме тази стойност като дисконтов фактор при метода на остатъчния доход на банкните. Очакваме дългосрочна норма на растеж от 3.5%, докато процентът на разпределяне на печалбата е 33.

#### Централна кооперативна банка (4CF)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>Общо активи</b>	1 565 351	1 663 314	1 839 424	1 913 001	2 008 651	2 169 343	2 494 745	2 993 693
<b>Заеми и вземания</b>	1 063 794	1 047 549	1 216 543	1 259 122	1 315 782	1 407 887	1 604 991	1 893 890
<i>Като % от активите</i>	68.0%	63.0%	66.1%	65.8%	65.5%	64.9%	64.3%	63.3%
<b>Общо пасиви</b>	1 353 779	1 435 009	1 587 774	1 645 768	1 722 881	1 862 904	2 163 043	2 630 109
<i>Като % от пасивите</i>	86.5%	86.3%	86.3%	86.0%	85.8%	85.9%	86.7%	87.9%
<b>Общо собствен капитал</b>	211 572	228 305	251 650	267 233	285 770	306 439	331 701	363 584
<b>Нетна печалба</b>	20 321	21 453	22 342	22 956	26 112	29 286	34 926	43 409
<b>Възвръщаемост на капитала</b>	9.60%	9.40%	8.88%	8.59%	9.14%	9.56%	10.53%	11.94%
<b>Възвръщаемост на активите</b>	1.30%	1.29%	1.21%	1.20%	1.30%	1.35%	1.40%	1.45%

Очаквания: ЕЛЕНА Трейдинг

Възвръщаемостта на капитала на ЦКБ отчете слаба промяна в последните две години, тъй като разходите за обезценка през 2009 г. не надвишиха нивото си от 2007 г. Банката има ниско ниво на разходи за обезценка през първото тримесечие на 2010 г., което е основна причина да очакваме стабилна печалба за годината. Очакваме и по-бърз растеж на активите и заемите за ЦКБ в сравнение с БАКБ, тъй като банката е ориентирана към банкиране на дребно и е кредитор за широк кръг индустрии. Също така считаме, че ЦКБ ще подобри коефициентите си на доходност през следващите

две години, поради очакваната умерена експанзия в сравнение с 2007 г.-2008 г.

<b>Дисконтирани парични потоци:</b>	
ННС за 5-годишен период	31 724
ННС на остатъчна стойност	124 165
<b>Стойност на капитала</b>	<b>155 889</b>
Емитирани акции в хил.	83 155
<b>Стойност на акция</b>	<b>1.87</b>
Цена на акция	1.15
<b>Премия/(отстъпка)</b>	<b>63.16%</b>

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

<b>Метод на остатъчната стойност:</b>	
Първоначален капитал	267 233
НС за 5-годишен период	(63 618)
НС остатъчна стойност (без ръст на инвестиции)	(47 726)
НС остатъчна стойност (с ръст на инвестиции)	0
<b>Стойност на капитала</b>	<b>155 889</b>
Емитирани акции в хил.	83 155
<b>Стойност на акция</b>	<b>1.87</b>
Цена на акция	1.15
<b>Премия/(отстъпка)</b>	<b>63.16%</b>

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

**Рейтинг:**  
**КУПУВАЙ**  
**Ценова цел:**  
**2.62 лв.**  
**Нагоре:**  
**130%**

Справедливата цена на ЦКБ е 1.87 лв. за акция. Това е почти 70% по-високо ниво от текущата пазарна цена. Средната петгодишна възвращаемост на собствения капитал на ЦКБ е най-ниска сред четирите банки. Тя е 10.25% и изчислената цена с тази стойност е близо до справедливата цена, получена след сравнение с подобни банки в Европа. Възможно е пазарът да изиска по-ниска норма на възвращаемост в бъдеще, но предпочитаме да използваме по-консервативен подход.

Ценовата цел е 2.62 лв. или средното по двата метода. Това е 130% над текущата пазарна цена. ЦКБ е най-подценената банка, основно заради ниските коефициенти Р/Е и Р/В. даваме препоръка „купувай“, въпреки че голямата разлика между справедливата и пазарната цена може да определи и по-агресивна позиция.

Всяка негативна новина, относно загубите от лоши кредити са вече включени в цената и ниските коефициенти са по-скоро следствие от ликвидността на акцията, отколкото от негативни очаквания. Въпреки това, ликвидността ще ограничи ръста на цената и е причина за препоръката „купувай“ вместо „купувай агресивно“.

#### 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 движението 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, очакването 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.

#### **За повече информация:**

**Анализатор**  
**Цветослав Чачев**  
**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)**