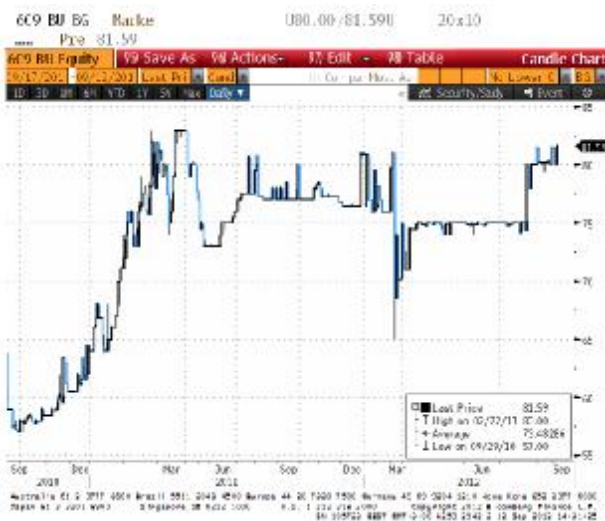


Корпоративна търговска банка (КТБ) е основана през 1994 г., а публичното предлагане на ценните ѝ книжа беше през 2007 г., когато банката предложи 1 000 000 обикновени акции с номинална стойност 10.00 лв. Дейността ѝ е насочена към предоставянето на професионални нестандартизирани банкови услуги с висока добавена стойност. КТБ работи предимно с корпоративни клиенти, следвайки индивидуален подход с всеки от тях, осигурявайки прозрачност в отношенията и предлагайки пакет от финансови решения, а не само на банкови услуги.

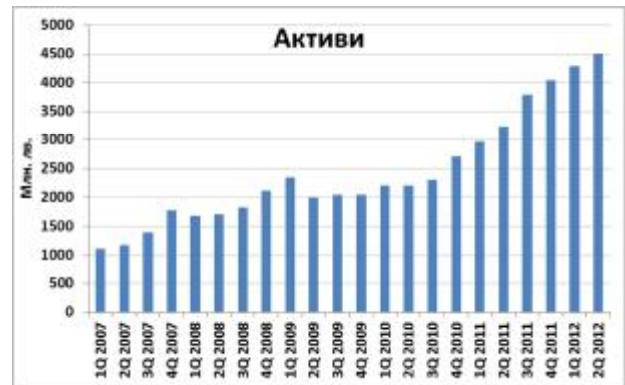


Акцията е спокойна, след силната волатилност през първото тримесечие. Нивото от 75 лв. се запази от април до средата на юли. От началото на годината книжата добавят около 4% към стойността си, като изтъргуваните обороти остават сравнително ниски.

Позицията отново бе изключена от изчисленията на SOFIX, тъй като не изпълнява критериите по отношение на среднодневен изтъргуван обем и брой сделки. Дългосрочният хоризонт на институционалните инвеститори е в основата на слабото присъствие на акцията на БФБ. Индивидуалните участници предпочитат останалите банки. Акцията е извън фокуса на спекулантите.

Като цяло количеството, което се предлага на пазара се абсорбира бързо и не води до резки изменения на цената.

КТБ е седмата по големина банка



Постоянният ръст на активите покачи КТБ до седмо място с дял от активите на банковата система от 5.50% при 5.26% към края на 2011 г. Сумата им към края на юни надхвърли 4.5 млрд. лв., което представлява 40% ръст спрямо година по-рано. Повишението за цялата банкова система е 12%.

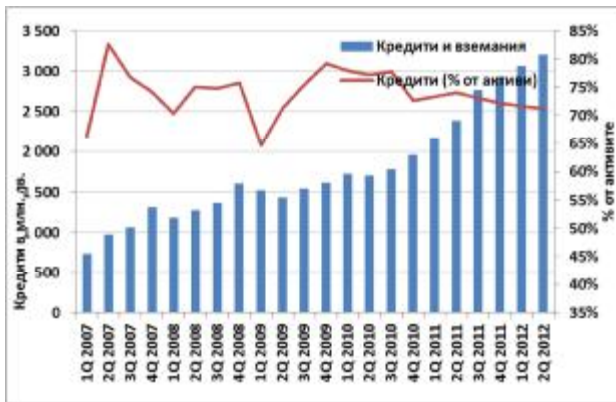
Печалбата увеличава капитала на банката



Капиталът на банката задържа нивото си от първото тримесечие на 2012 г. Това, както и продължаващия ръст на активите, доведе до спад на съотношението капитал/активи до 9.04%. ОСА гласува цялата печалба за 2011 г. да бъде отнесена към резервите.

Съотношението собствен капитал към активите е по-ниско от средното за българската банкова система – 13% през второто тримесечие. КТБ трябва да увеличи капитала си, за да може да поддържа темпа на ръст на активите.

КТБ е активна на кредитния пазар



Кредитният портфейл на банката се увеличава до 2.96 млрд. лв. за първата половина на годината и слиза до около 70% от размера на активите. От началото на годината повишението е 286 млн. лв. или с 9%.

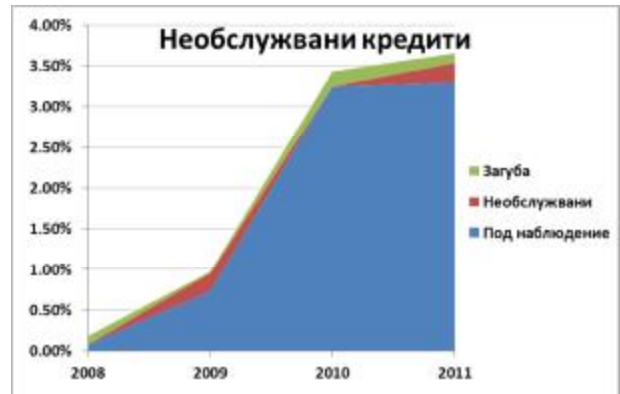
Кредити за корпоративни клиенти



Бизнес моделът на КТБ е към отпускане на кредити за фирми, като през последните три години те представляват около 90% от общите. Експозициите на дребно са незначителни, а банката намали и кредитите за други финансови институции, като залага на инвестициите във финансови инструменти. Това се дължи на спада на лихвите на междубанков пазар, тъй като ликвидността в системата е много висока. КТБ инвестира 12.5% от активите си във финансови инструменти, като това равнище се поддържа през последните 18 месеца. 57% от инвестициите са насочени към български държавни ценни книжа, а делът на чуждестранните правителствени облигации се поддържа много нисък през последните

12 месеца. 31% от инвестициите са в корпоративни облигации и 9% в акции.

Нередовните кредити се покачват слабо



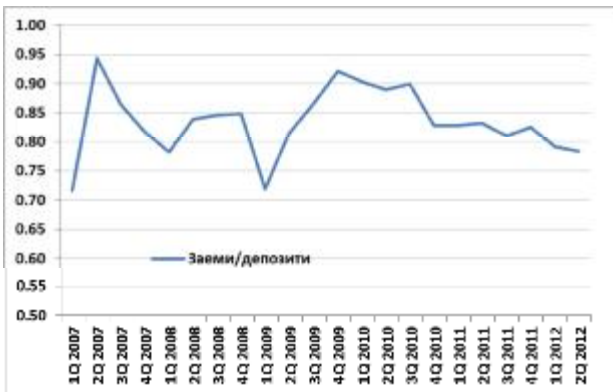
Към края на шестмесечието КТБ продължава да поддържа добро качество на кредитния си портфейл – много по-добре от банковата система. 4.8% от отпуснатите заеми са класифицирани извън групата „редовни“ при 3.65% в началото на 2012 г. Повишението беше основно през първото тримесечие. По-големият обем на класифицираните кредити се формира главно от нарастването на кредитите в понискорисковите групи, които със забавя до 180 дни. Заделените провизии за покриване на риска от загуби от обезценка на кредити са в размер на 46 млн. лв. и покриват 1.53% от обема на портфейла.

Стабилен ръст на депозитите



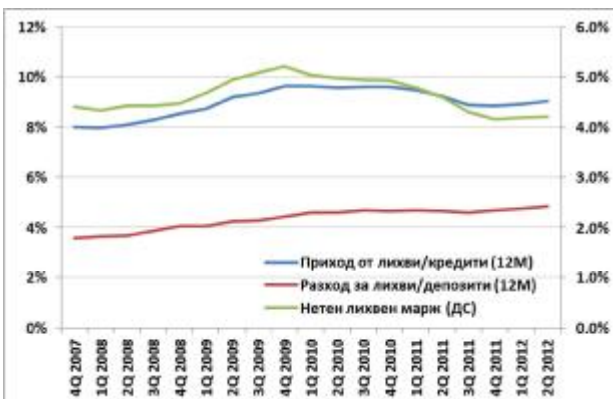
Повишаването на депозитите за последните две години е значително – те се удвоиха, като делът им отново е над 90% от активите. Депозитите на граждани и домакинства растат с много бързи темпове и изпреварват покачването на останалите

групи. Това доведе до изравняване на дела на двете групи с по 46% от общите депозити, като заемите от кредитни институции остават около 5%. КТБ има и подчинен срочен дълг, който през последните три тримесечия достига 58 млн. лв. или 1.44% от депозитите на банката.



Съотношението заеми към депозити намалява, благодарение на стабилния растеж на привлечените средства. Поради тази причина има постоянно и по-бързо покачване на разходите за лихви.

Лихвеният марж се стабилизира



Привличането на депозити от домакинствата доведе до повишаването на разходите за лихви с по-бързи темпове, отколкото е

покачването на приходите. Нетният лихвен марж на КТБ се стабилизира на нивото над 4%, но остава най-ниско за последните пет години. Това доведе до осезаемо влошаване на нормата на печалба на банката, като процесът продължи плавно за две години и не доведе до рязка промяна в нормата на печалба.

Печалби от финансови инструменти компенсират загубите от обезценка



През последните две години има постепенно намаление на финансовия резултат на банката, поради спада на лихвения марж. КТБ освен това отчита и намалението на приходите от такси и комисиони като процент от активите. През последното тримесечие обаче има рязко повишение на разходите за обезценка и това доведе до влошаване на финансовия резултат. Печалбите от операции с ценни книжа ги компенсират и успяват да задържат резултата на позитивна територия, благодарение на поскъпването на българските ДЦК. Подобно развитие може да има и през третото тримесечие, но в по-малка степен по отношение на финансовите печалби.

Оценка

Сравняваме коефициентите на четирите български публични банки с медианата на показателите в Източна Европа. Използваме консолидираните резултати на банките, които имат известно разминаване с неконсолидираните, но представят по-добре реалната стойност на акциите.

Таблица 1
Оценка чрез
коефициенти

	БАКБ	ЦКБ	КТБ	ПИБ
Брой акции	12 624 725	113 155 092	6 000 000	110 000 000
Цена/Печалба	11.30	11.30	11.30	11.30
Нетна печалба (ttm)	-32 287 000	9 257 000	55 158 000	33 055 000
Цена	-28.90	0.92	103.89	3.40
Цена/Счетоводна стойност	0.78	0.78	0.78	0.78
Собствен капитал	190 484 000	354 671 000	407 814 000	486 029 000
Цена	11.84	2.46	53.35	3.47
Цена/Активи	0.09	0.09	0.09	0.09
Активи	832 596 000	3 312 420 000	4 501 450 000	6 659 262 000
Цена	6.21	2.76	70.66	5.70
Справедлива цена	-	1.91	77.03	3.89
Текуща цена	5.08	0.59	81.47	1.57
Премия (Отбив)	-	220.75%	-5.45%	147.04%

Източник: консолидирани отчети, Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Сравнението с показателите за оценка поставя текущата цена на акциите близо до справедливата им стойност. Разликата от 5% не е съществена, като има значително разминаване между получената оценка при сравнение с капитала и с нетната печалба. Корпоративна търговска банка има много висока норма на печалба, поради специфичния си бизнес модел и най-вече в следствие на ниското равнище на лошите кредити до второто тримесечие на тази година. Търговията с акции през последната година показва, че инвеститорите не се влияят съществено от ниският показател цена/печалба в размер на 8.9, като нямаше реакция на спада на финансовия резултат, който се дължеше на резкия скок на разходите за обезценка.

Таблица 2, Прогнози

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Общо активи	2 105 879	2 035 862	2 699 427	5 053 825	5 811 899	6 683 684	7 485 726	8 234 298
Заеми и вземания	1 597 270	1 612 080	1 961 897	3 561 274	4 202 303	4 832 649	5 412 567	5 953 823
<i>Като % от активите</i>	75.8%	79.2%	72.7%	70.5%	72.3%	72.3%	72.3%	72.3%
Общо пасиви	1 891 266	1 759 966	2 379 024	4 645 610	5 358 831	6 166 685	6 884 112	7 514 784
<i>Като % от активите</i>	89.8%	86.4%	88.1%	91.9%	92.2%	92.3%	92.0%	91.3%
Общо собствен капитал	214 613	275 896	320 403	408 215	453 067	516 998	601 614	719 514
Нетна печалба	40 298	60 382	74 367	55 592	72 649	100 255	134 743	185 272
Възвращаемост на капитала	18.78%	21.89%	23.21%	13.62%	16.03%	19.39%	22.40%	25.75%
Възвращаемост на активите	1.91%	2.97%	2.75%	1.10%	1.25%	1.50%	1.80%	2.25%

Изчисления и прогнози: ЕЛАНА Трейдинг

Ръстът на активите не показва признаци на забавяне, но в прогнозите си залагаме по-ниски темпове на покачване, тъй като капиталът вече е 9% от активите и това ограничава възможността за кредитиране. Влошаването на нормата на печалба се дължи на възможността от увеличение на лошите кредити, която не бива да се игнорира предвид новото забавяне на българската икономика и увеличението на разходите за обезценка на банката. Възвращаемостта на капитала ще се възстанови, но очакваме тя да остане по-ниска от предишни години спрямо активите.

Дисконтирани парични потоци:	
ННС за 5-годишен период	179 386
ННС на остатъчна стойност	800 597
Стойност на капитала	979 983
Емитирани акции в хил.	6 000
Стойност на акция	163.33
Цена на акция	81.47
Премия/(отстъпка)	100.48%

Метод на остатъчната стойност:	
Първоначален капитал	408 215
НС за 5-годишен период	141 589
НС остатъчна стойност (без ръст на инвестиции)	430 179
НС остатъчна стойност (с ръст на инвестиции)	0
Стойност на капитала	979 983
Емитирани акции в хил.	6 000
Стойност на акция	163.33
Цена на акция	81.47
Премия/(отстъпка)	100.48%

Препоръка и ценова цел

Препоръка: Високата норма на печалба води до значително по-голяма справедлива стойност на акция според паричните потоци за акционерите, спрямо метода **ЗАПАЗИ** за оценка чрез сравнение с показателите на сектора. Инвеститорите обаче не се стремят към тази цена, предвид средногодишния растеж на позицията от 16% за изминалите три години. Не очакваме евентуален спад във финансовия резултат да има съществено отражение върху цената на акция, тъй като рисковете от влошаване на кредитния портфейл са отчетени в голяма степен. Всеки спад в цената ще представлява възможност за покупки в средно-срочен план, като дори консервативните ни очаквания за представянето на банката през следващите пет години показват справедлива стойност за акционерите от 163 лв.

Ценова цел: Даваме препоръка **запази**, тъй като на пазара в момента няма и не очакваме да има съществен интерес за покупки от индивидуални инвеститори или български фондове, които да покачат цената на акция. Растежът на цената ще остане ограничен от рисковете и високото за сектора съотношение цена/собствен капитал.

Повишение: 27%

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН
Финансови отчети

	2008	2009	2010	2011	6М 2012
Парични средства в каса и по разплащателна сметка в БНБ	303 183	310 524	339 764	507 710	624 026
Финансови активи, държани за търговия	21 719	26 971	61 773	321 565	372 637
Финансови активи, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0	0	0
Финансови активи на разположение за продажба	40 943	55 380	176 290	148 704	115 385
Кредити и вземания (включително финансов лизинг)	1 047 549	1 216 543	1 961 897	2 919 077	3 205 749
Инвестиции държани до падеж	101 598	91 720	76 425	76 844	77 023
Деривати - Отчитане на хеджиране	0	0	0	0	0
Промени в справедливата стойност на хеджирани позиции в портфейл, хеджиран за лихвен риск	0	0	0	0	0
Материални активи	52 340	56 844	64 257	62 446	85 912
Нематериални активи	9 999	371	365	370	334
Инвестиции в асоциирани, дъщерни и съвместни предприятия (осчетоводени, прилагайки капиталовия метод - включително репутация)	34 881	34 881	8 984	165	3 156
Данъчни активи	181	355	7 948	2 213	2 442
Други активи	50 586	45 500	1 724	3 966	13 721
Нетекучи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	335	335	0	0	0
ОБЩО АКТИВИ	1 663 314	1 839 424	2 699 427	4 043 060	4 500 385
Депозити от централни банки	0	0	0	0	0
Финансови пасиви държани за търгуване	9 252	12 106	324	214	0
Финансови пасиви, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0	0	0
Финансови пасиви оценявани по амортизирана стойност	1 421 383	1 567 824	2 366 331	3 535 993	4 089 932
Финансови пасиви, свързани с прехвърлени финансови активи	0	0	0	120 299	0
Деривати - отчитане на хеджиране	0	0	0	0	0
Промени в справедливата стойност на хеджирани позиции в портфейл, хеджиран за лихвен риск	0	0	0	0	0
Провизии	0	0	384	276	463
Данъчни пасиви	12	1 013	11 482	2 845	2 827
Други пасиви	4 362	6 831	503	335	205
Дялов капитал, платим при поискване (например кооперативни акции)	0	0	0	0	0
Пасиви включени в групи от пасиви за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	0	0	0	0	0
ОБЩО ПАСИВИ	1 435 009	1 587 774	2 379 024	3 659 962	4 093 427
Емитиран капитал	83 155	83 155	60 000	60 000	60 000
Премиен резерв	64 445	64 445	48 500	48 500	48 500
Друг капитал	0	0	0	0	0
Преоценъчни резерви и други оценъчни разлики от:	-5 257	-4 445	24 358	25 932	25 123
Резерви (включително неразпределени печалби)	64 509	86 153	113 178	187 715	248 666
Обратно изкупени (съкровищни акции)	0	0	0	0	0
Доход от текущата година	21 453	22 342	74 367	60 951	24 669
Междинни дивиденди	0	0	0	0	0
Малцинствено участие	0	0	0	0	0
ОБЩО КАПИТАЛ	228 305	251 650	320 403	383 098	406 958

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН

Продължаващи (непреустановени) дейности	2008	2009	2010	2011	6М 2012
Финансови и оперативни приходи и разходи	112 465	123 577	121 356	116 864	74 639
Приход от лихви	107 922	136 738	172 146	227 188	145 240
Разход за лихви	42 707	68 826	95 332	146 425	97 420
Разходи за акционерен капитал, подлежащ на изплащане	0	0	0	0	0
Приход от дивиденди	227	45	2 972	3 503	2 037
Приходи от такси и комисионни	26 163	28 088	15 338	13 188	6 878
Разходи за такси и комисионни	3 337	3 785	927	1 048	1 143
Нетни реализирани печалби (загуби) от финансови активи и финансови пасиви, неоценявани по справедлива стойност в печалбата или загубата	24 823	9 889	1 300	4 332	12 546
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви държани за търгуване	-1 720	7 447	19 715	2 948	-815
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0	0	0
Нетни печалби (загуби) от отчитане на хеджиране	0	0	0	0	0
Нетни валутни разлики	591	-438	6 698	13 433	7 086
Нетни печалби (загуби) от отписани активи, различни от тези държани за продажба	-63	13 507	-223	5	73
Други оперативни приходи	566	912	920	1 070	1 071
Други оперативни разходи	0	0	1 251	1 330	914
Административни разходи	73 843	80 464	31 430	36 293	22 448
Амортизация	7 891	9 285	4 318	4 242	2 100
Провизии	0	0	127	48	228
Обезценка	6 895	9 005	3 052	8 806	23 789
Отрицателна репутация, призната незабавно в печалбата или загубата	0	0	0	0	0
Дял от печалбата или загубата в асоциирани и съвместни предприятия осчетоводен, прилагайки капиталовия метод	0	0	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	0	0
ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ ПРЕДИ ДАНЪЦИ	23 836	24 823	82 429	67 475	26 074
Данъчен разход (приход) свързан с печалбата или загубата от продължаващи (непреустановени) дейности	2 383	2 481	8 062	6 524	1 405
ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ СЛЕД ДАНЪЦИ	21 453	22 342	74 367	60 951	24 669
Печалба или загуба след данъци от преустановени дейности	0	0	0	0	0
ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА СЛЕД ДАНЪЦИ И ПРЕУСТАНОВЕНИ ДЕЙНОСТИ	21 453	22 342	74 367	60 951	24 669
Печалба или загуба, принадлежаща на малцинственото участие	0	0	0	0	0
ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА, ПРИНАДЛЕЖАЩА НА АКЦИОНЕРИТЕ НА МАЙКАТА	21 453	22 342	74 367	60 951	24 669

Пояснения:

Гаранции: Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документи, 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 анализиранията компани. ЕЛАНА Трейдинг не притежава по-голям дял от 5% от акциите в обращение на компаниите, обект на анализ или коментар в този документ. Анализаторът(ите) не притежават акции на компаниите, 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 компаниите 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 компаниите, 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 компани 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
becheva@elana.net

Интернет:
www.elana.net
www.elana.net