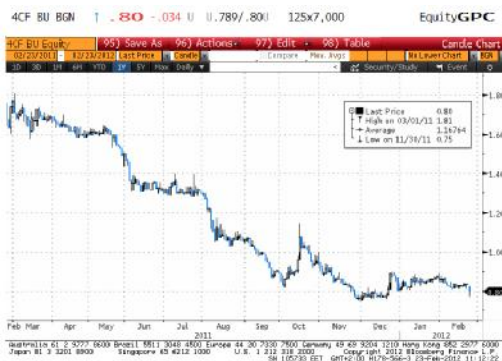


Цена на акцията на ЦКБ



- Четвъртото тримесечие поднесе неприятна изненада за пазара. Очакванията за нетната печалба на Централна кооперативна банка (4CF) бяха много позитивни заради традиционно по-високите печалби през този период в последните четири години. Освен това нетните приходи от финансови операции през тримесечието значително надвишават всички приходни. Нетната печалба падна с 42% до 13.41 млн. лв. или 0.1185 лв. за акция. След публикуването на отчета, цената на книгата се понижи.

- Все пак има обяснение за спада в доходността. Нетният лихвен марж е намалял значително от 7.31% до 6.24% през последното тримесечие. Кредитите са се повишили с 30% до 1.876 млрд. лв., но въпреки това приходите от лихви остават без промяна – около 40 млн. лв. на тримесечие. Зад рязкото покачване на заемите се крие дългогодишната тенденция за стабилен растеж на депозитите. За пето поредно тримесечие банката успя да задържи ръста на депозитите си от средно 30% на годишна база. Бяха привлечени голямо количество ресурси. Ръстът в депозитите на частни лица е 94% за последните две години, докато при корпоративните са се увеличили с 36%. Въпреки че депозитите на други финансови институции също са се увеличили, техният дял от общите е само 3%.

- Брутните кредити на банката към други финансови институции скачат четири пъти за последното тримесечие, превишавайки 422 млн. лв. Заемите на корпоративни клиенти се увеличиха с 14.6%, докато кредитите на дребно са се свили с 6%. Този ръст в заемите доведе и до много по-ниско ниво на паричните средства в баланса на предприятието – голям спад от 27.6% до 15.3% от всички активи. Въпреки това, финансовите активи са нараснали до 16% от общите. Заради консервативната кредитна политика, ЦКБ инвестира в ниско рискови активи. Банката увеличи капитала си до 11% от активите, като по този начин се създадоха възможности за допълнителен растеж. ЦКБ все още не е разкрила коефициента си на капиталова адекватност към края на 2011 г.

- Нетните приходи от финансови инструменти надвишиха 25.5 млн. лв., в сравнение с 21.5 млн. лв. през 4 тримесечия на 2010 г. Това, заедно със стабилното ниво на приходите от такси и комисионни, компенсират значителния спад на приходите от лихви като процент от активите.

- Увеличението на капитала на банката повлия негативно върху цената на акциите. Те определено са подценени, но инвеститорите биха искали да видят подобрение в печалбите от банкови операции. Смятаме, че това ще се случи не по-рано от второто полугодие, когато ЦКБ ще се фокусира върху увеличаването на своя кредитен портфейл.

Оценка

Използвахме два индикатора за оценка на ЦКБ спрямо други банки в Източна Европа. Цена към печалба и цена към счетоводна стойност се изчисляват на база предишните резултати, като се коригират с предстоящото увеличение на капитала. Допълнително представяме и оценките на другите две ликвидни български банки, които отчетоха печалба през 2011.

Таблица 1
Оценка чрез
коэффициенти

	ЦКБ	КТБ	ПИБ
Брой акции	113 155 092	6 000 000	110 000 000
Цена/Печалба	12.65	12.65	12.65
Нетна печалба (ttm)	13 409 000	60 951 000	36 503 000
Цена	1.50	128.50	4.20
Цена/Счетоводна стойност	0.86	0.86	0.86
Собствен капитал	333 566 000	383 098 000	477 044 000
Цена	2.54	55.07	3.74
Справедлива цена	2.02	91.79	3.97
Текуща цена	0.83	76.00	1.88
Премия (Отбив)	142.60%	20.77%	111.13%

Източник: банкови отчети, Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

ЦКБ е най-подценената от всички български банки, листнати на борсата. Според модела Корпоративна търговска банка (6С9) се търгува 20% под справедливата си стойност, докато справедливата стойност на Първа инвестиционна банка е със 110% над настоящата пазарната цена. Увеличението на капитала на ЦКБ се отрази негативно върху пазарните нагласи. Р/В в момента е 0.28, докато Р/Е е 7.03. Спадът на печалбите увеличи съотношението Р/Е, но очакваме подобрене на нетния лихвен марж. Считаме, че ниската цена е резултат от ликвидността на акциите и на големия дял на финансовите печалби в общия резултат на банката.

Таблица 2, Прогнози

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Общо активи	1 839 424	2 285 083	3 003 354	3 453 857	4 144 629	4 766 323	5 338 282	5 872 110
Заеми и вземания	1 216 543	1 316 797	1 875 860	2 438 618	3 170 203	3 962 754	4 557 167	5 104 027
Като % от активите	66.1%	57.6%	62.5%	70.6%	76.5%	83.1%	85.4%	86.9%
Общо пасиви	1 587 774	2 010 250	2 669 788	3 103 992	3 768 445	4 353 418	4 882 384	5 368 061
Като % от активите	86.3%	88.0%	88.9%	89.9%	90.9%	91.3%	91.5%	91.4%
Общо собствен капитал	251 650	274 833	333 566	349 865	376 184	412 905	455 897	504 049
Нетна печалба	22 342	23 245	13 409	20 723	33 157	47 663	58 721	67 529
Възвращаемост на капитала	8.88%	8.46%	4.02%	5.92%	8.81%	11.54%	12.88%	13.40%
Възвращаемост на активите	1.21%	1.02%	0.45%	0.60%	0.80%	1.00%	1.10%	1.15%

Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

Основният ни сценарий е бързо нарастване на съотношението заеми към активи до 87%. Това ще увеличи доходността на ЦКБ, но въпреки това оставаме консервативни и понижихме предишните си очаквания, тъй като финансовите приходи продължават да носят значителна част от общата печалба. Освен това в модела приехме, че пикът на ръста в нивото на активите ще бъде през 2013 г.

Прогнозите ни за доходността в сравнение с 2009 и 2010 остават консервативни, а това се дължи на:

- По-ниското ниво на лоши заеми, което може да започне да се увеличава, тъй като реалният доход на домакинствата намалява;
- Големият дял на нетния резултат от операции с ценни книжа в общата печалба;

Дисконтирани парични потоци:	
ННС за 5-годишен период	46 721
ННС на остатъчна стойност	231 660
Стойност на капитала	278 381
Емитирани акции в хил.	113 155
Стойност на акция	2.46
Цена на акция	0.84
Премия/(отстъпка)	194.63%

Метод на остатъчната стойност:	
Първоначален капитал	349 865
НС за 5-годишен период	(53 319)
НС остатъчна стойност (без ръст на инвестиции)	(18 164)
НС остатъчна стойност (с ръст на инвестиции)	0
Стойност на капитала	278 381
Емитирани акции в хил.	113 155
Стойност на акция	2.46
Цена на акция	0.84
Премия/(отстъпка)	194.63%

Препоръки и ценова цел

Препоръка: Оценката по метода на остатъчната печалба показва справедлива цена на акция от 2.46 лв., което е над равнището, получено чрез сравняване на коефициентите. Това е подобрение, в сравнение с предишния отчет. Очаква се ръстът на заемите да има положителен ефект върху доходността, въпреки че прогнозите ни за възвръщаемостта от активите остават консервативни. Банката е предразположена към увеличаване на кредитите за корпоративни клиенти, което ще бъде и основният източник за растеж. Използваме по-ниската цена от двата метода, за да определим ценовата цел в едногодишен хоризонт, но за момента не виждаме катализатор за големи печалби в текущата пазарна среда.

КУПУВАЙ

Ценова цел: 2.02 лв.

Ръст: 142%

Централна кооперативна банка

2011

22 февруари 2012

Финансови данни

	2007	2008	2009	2010	2011
Парични средства в каса и по разплащателна сметка в БНБ	244 048	303 183	310 524	486 644	460 036
Финансови активи, държани за търговия	34 776	21 719	26 971	49 127	71 777
Финансови активи, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0	0	0
Финансови активи на разположение за продажба	76 520	40 943	55 380	131 825	261 088
Кредити и вземания (включително финансов лизинг)	1 063 794	1 047 549	1 216 543	1 316 797	1 875 860
Инвестиции държани до падеж	84 458	101 598	91 720	138 969	148 246
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	49 275	52 340	56 844	49 202	59 132
Нематериални активи	5 997	9 999	371	1 122	767
Инвестиции в асоциирани, дъщерни и съвместни предприятия (осчетоводени, прилагайки капиталовия метод - включително репутация)	0	34 881	34 881	46 217	49 416
Данъчни активи	172	181	355	323	1 239
Други активи	6 311	50 586	45 500	63 823	73 967
Нетекучи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	0	335	335	1 034	1 826
ОБЩО АКТИВИ	1 565 351	1 663 314	1 839 424	2 285 083	3 003 354
Депозити от централни банки	0	0	0	0	0
Финансови пасиви държани за търгуване	0	9 252	12 106	6 916	6 098
Финансови пасиви, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0	0	0
Финансови пасиви оценявани по амортизирана стойност	1 348 891	1 421 383	1 567 824	2 000 245	2 660 347
Финансови пасиви, свързани с прехвърлени финансови активи	0	0	0	0	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	0	0	0
Данъчни пасиви	1 624	12	1 013	0	209
Други пасиви	3 264	4 362	6 831	3 089	3 134
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	1 353 779	1 435 009	1 587 774	2 010 250	2 669 788
Емитиран капитал	83 155	83 155	83 155	83 155	113 155
Премиен резерв	64 445	64 445	64 445	64 445	79 444
Друг капитал	0	0	0	0	0
Преоценъчни резерви и други оценъчни разлики от:	-764	-5 257	-4 445	-4 259	-3 074
Резерви (включително неразпределени печалби)	44 415	64 509	86 153	108 247	130 633
Обратно изкупени (съкровищни акции)	0	0	0	0	0
Доходот от текущата година	20 321	21 453	22 342	23 245	13 409
Междинни дивиденди	0	0	0	0	0
Малцинствено участие	0	0	0	0	0
ОБЩО КАПИТАЛ	211 572	228 305	251 650	274 833	333 566

Централна кооперативна банка

2011

22 февруари 2012

Продължаващи (непреустановени) дейности	2007	2008	2009	2010	2011
Финансови и оперативни приходи и разходи	94 889	1 12 465	123 577	120 557	1 17 069
Приходот лихви	90 982	107 922	136 738	143 610	156 130
Разходза лихви	34 099	42 707	68 826	74 829	103 054
Разходиза акционерен капитал, подлежащ на изплащане	0	0	0	0	0
Приходот дивиденди	685	227	45	20	283
Приходи от такси и комисионни	23 764	26 163	28 088	28 525	29 068
Разходиза такси и комисионни	3 362	3 337	3 785	3 769	4 214
Нетни реализирани печалби (загуби) от финансови активи и финансови пасиви, неоценявани по справедлива стойност в печалбата или загубата	1 774	24 823	9 889	8 314	15 142
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви държани за търгуване	17 385	-1 720	7 447	14 675	15 731
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	-600	0	0	0	0
Нетни печалби (загуби) от отчитане на хеджиране	0	0	0	0	0
Нетни валутни разлики	-2 101	591	-438	1 407	769
Нетни печалби (загуби) от отписани активи, различни от тези държани за продажба	14	-63	13 507	-172	4 278
Други оперативни приходи	447	566	912	2 776	2 936
Други оперативни разходи	0	0	0	0	0
Административни разходи	56 959	73 843	80 464	78 789	83 376
Амортизация	6 204	7 891	9 285	9 419	8 766
Провизии	0	0	0	0	0
Обезценка	9 147	6 895	9 005	6 521	10 028
Отрицателна репутация, призната незабавно печалбата или загубата	0	0	0	0	0
Дял от печалбата или загубата в асоциирани и съвместни предприятия осчетоводеж, 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	22 579	23 836	24 823	25 828	14 899
Данъчен разход (приход) свързан с печалбата или загубата от продължаващи (непреустановени) дейности	2 258	2 383	2 481	2 583	1 490
ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ СЛЕД ДАНЪЦИ	20 321	21 453	22 342	23 245	13 409
Печалба или загуба след данъци от преустановени дейности	0	0	0	0	0
ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА СЛЕД ДАНЪЦИ И ПРЕУСТАНОВЕНИ ДЕЙНОСТИ	20 321	21 453	22 342	23 245	13 409
Печалба или загуба, принадлежаща на малцинственото участие	0	0	0	0	0
ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА, ПРИНАДЛЕЖАЩА НА АКЦИОНЕРИТЕ НА МАЙКАТА	20 321	21 453	22 342	23 245	13 409

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 необходими организационни и административни мерки за предотвратяване и избягване на конфликтни 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 публикуването 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 публикуването 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 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