



- Централна кооперативна банка (4CF) постигна ново повишение на активите си до най-високото в историята си равнище от 3.25 млрд. лв. Това обаче не е в плюс за инвеститорите, тъй като финансовият резултат и нормата на печалба се влошават. Резултатът от операции с финансови инструменти е много висок и определящ за това банката да има положителна печалба за тримесечието.



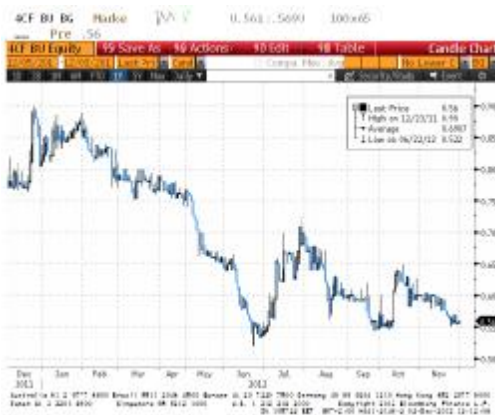
- Повишаването на цените на българските ДЦК през годината и големият им дял в портфейла на банката са причините за високата печалба през третото тримесечие, което не се характеризира със сезонното им покачване. Много е вероятно финансовият резултат в края на годината да бъде значително по-слаб спрямо предишната, тъй като поскъпването на ценните книжа има ограничен потенциал.



- ЦКБ отчита значително намаление на нетния лихвен марж през последните 12 месеца, като основна причина за това е спадът на приходите от лихви като процент от отпуснатите кредити. Тенденцията обаче показва признаци на промяна през третото тримесечие на 2012 г., като има лек ръст на нетния резултат от лихви и повишение на приходите от такси и комисиони. Това би трябвало да допринесе за подобряване на нормата на печалба на ЦКБ през следващата година, като все още е рано да се говори за устойчив тренд на подобрене.

- Банката има много ниско равнище на кредитите спрямо активите си, като те заемат дял от 55% към края на тримесечието. 25% от активите са парични средства, а 13% са инвестирани във финансови инструменти. Това определя и сравнително ниската доходност от лихви на банката, която води до слаба норма на печалба и до голямо значение на преоценката на портфейла от ценни книжа.

## Цена на акцията на ЦКБ



- Собственият капитал задържа нивото си като процент от активите, поради по-слабия ръст на балансовото число на банката и натрупването на положителния резултат. ЦКБ увеличи капитала си в края на миналата година, но това не беше последвано от съществено нарастване на кредитите и до подобрене на възвръщаемостта. Дори напротив, кредитният портфейл на банката намалява с 4% от началото на 2012 г. и има ръст единствено през четвъртото тримесечие на 2011 г. Това създава усещането в инвеститорите, че банката е планирала увеличението на капитала, за да покрива капиталовите изисквания при отпускането на конкретни кредити, а не за предстояща експанзия на кредитния пазар. Това намаление на печалбата на акция се отразява негативно на позицията, която отново се търгува на исторически минимума.

## Оценка

Сравняваме коефициентите на трите големи български публични банки със средното за Източна Европа. Съотношенията цена на трите български банки с положителна печалба са изчислени на база неконсолидираните резултати за последните 12 месеца. Справедливата цена на акция е получена при тежест от 40% на печалбата и капитала, а на активите е дадена тежест от 20%, с което да се отрази по-малкото значение на големината на финансовата институция спрямо вложените средства и възвръщаемостта.

Таблица 1  
Оценка чрез  
коефициенти

	ЦКБ	КТБ	ПИБ
Брой акции	113 155 092	6 000 000	110 000 000
Цена/Печалба на сектора	9.31	9.31	9.31
Нетна печалба (ttm)	10 413 000	45 545 000	28 837 000
Цена	0.86	70.68	2.44
Цена/Капитал на сектора	0.58	0.58	0.58
Собствен капитал	343 424 000	414 939 000	499 034 000
Цена	1.76	40.10	2.63
Цена/Активи на сектора	0.07	0.07	0.07
Активи	3 250 417 000	5 069 752 000	6 772 376 000
Цена	1.87	55.11	4.02
Справедлива цена	1.42	55.34	2.83
Текуща цена	0.56	80.00	1.33
Премия (Отбив)	153.83%	-30.83%	112.93%

Източник: неконсолидирани отчети, Bloomberg  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

ЦКБ обичайно е силно подценена позиция, когато се сравнява с банки от Източна Европа. Последният отчет запазва значителната разлика между текущата стойност и справедливата цена на акция. Най-ниска е оценката според съотношението цена/печалба, което се дължи на влошаването на възвръщаемостта на банката. Значително по-висока е справедливата цена при сравнение с капитала и активите на банката. Очевидно е, че инвеститорите обръщат по-голямо внимание на възвръщаемостта на банката, отколкото на нейната стойност според другите два показателя.

Таблица 2, Прогнози

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Общо активи	1 839 424	2 285 083	3 003 354	3 303 689	3 634 058	4 179 167	4 680 667	5 148 734
Заеми и вземания	1 216 543	1 316 797	1 875 860	1 932 136	2 125 349	2 550 419	2 932 982	3 284 940
Като % от активите	66.1%	57.6%	62.5%	58.5%	58.5%	61.0%	62.7%	63.8%
Общо пасиви	1 587 774	2 010 250	2 669 788	2 965 297	3 280 548	3 798 220	4 263 946	4 690 823
Като % от активите	86.3%	88.0%	88.9%	89.8%	90.3%	90.9%	91.1%	91.1%
Общо собствен капитал	251 650	274 833	333 566	338 392	353 510	380 947	416 721	457 911
Нетна печалба	22 342	23 245	13 409	9 250	18 170	33 433	46 807	56 636
Възвращаемост на капитала	8.88%	8.46%	4.02%	2.73%	5.14%	8.78%	11.23%	12.37%
Възвращаемост на активите	1.21%	1.02%	0.45%	0.28%	0.50%	0.80%	1.00%	1.10%

Изчисления и прогнози: ЕЛАНА Трейдинг

Ръстът на активите на банката продължава да е по-висок, отколкото има повишение на кредитите. Обяснението, че кредитната политика на банката е консервативна и това ѝ спестява загуби от обезценка, всъщност води до стабилно влошаване на нормата на печалба и до оттегляне на доверието

на инвеститорите.

Лихвите в България постепенно се адаптират спрямо стабилното покачване на депозитите и ниското търсене на кредити. Тенденцията се запазва и поради кризата в Европа, като ревизираме надолу прогнозите за растеж на кредитирането и подобрене на нормата на печалба на банката. Активите на ЦКБ продължават да растат бързо спрямо увеличението на кредитите.

Оценката на акция според прогнозираните печалби показват също значително по-висока справедлива цена, отколкото е пазарната в момента. Предвид консервативните ни очаквания за развитието на банката през следващите години, това е основателна причина да считаме, че позицията е подценена. Липсата на положителен тренд в показателите на банката обаче е причина да няма дългосрочен интерес от страна на инвеститорите и фундаментално подценената позиция може да остане такава още дълго време, както показва търговията през последните няколко години.

<b>Дисконтирани парични потоци:</b>	
ННС за 5-годишен период	34 661
ННС на остатъчна стойност	244 736
<b>Стойност на капитала</b>	<b>279 397</b>
Емитирани акции в хил.	113 155
<b>Стойност на акция</b>	<b>2.47</b>
Цена на акция	0.56
<i>Премия/(отстъпка)</i>	<i>340.92%</i>

<b>Метод на остатъчната стойност:</b>	
Първоначален капитал	338 392
НС за 5-годишен период	(60 319)
НС остатъчна стойност (без ръст на инвестиции)	1 324
НС остатъчна стойност (с ръст на инвестиции)	0
<b>Стойност на капитала</b>	<b>279 397</b>
Емитирани акции в хил.	113 155
<b>Стойност на акция</b>	<b>2.47</b>
Цена на акция	0.56
<i>Премия/(отстъпка)</i>	<i>340.92%</i>

### **Препоръка и ценова цел**

**Препоръка:** ЦКБ е подценена позиция според използваните методи на оценка. Въпреки това акцията не е предпочитана от инвеститорите, тъй като пазарът очаква **НЕУТРАЛНА** предлагането на големи пакети от книгата да продължи да оказва натиск.

**Ценова цел:** Влошаването на резултатите също има негативен ефект върху настроени-

**1.42 лв.**

**Повишение:** та за позицията. Това прави ЦКБ трудна за препоръчване инвестиция, за която дори в дългосрочен период има съмнения кога да се закупи.

**153%**

Справедливата стойност на акция е много висока спрямо текущата, но началото на дългосрочен ръст трябва да бъде потвърдено не само от пробив нагоре, но и от фундаментални фактори – ръст на кредитирането и подобрене на нормата на печалба, заедно с прехвърлянето на големи дялове, което да премахне постоянното предлагане.

# Централна кооперативна банка

Трето тримесечие 2012 г.

04 декември 2012

## Финансови данни

	2008	2009	2010	2011	9М 2012
Парични средства в каса и по разплащателна сметка в БНБ	303 183	310 524	486 644	460 036	815 296
Финансови активи, държани за търговия	21 719	26 971	49 127	71 777	72 184
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	131 825	261 088	209 021
Кредити и вземания (включително финансов лизинг)	1 047 549	1 216 543	1 316 797	1 875 860	1 795 156
Инвестиции държани до падеж	101 598	91 720	138 969	148 246	146 519
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	49 202	59 132	64 135
Нематериални активи	9 999	371	1 122	767	702
Инвестиции в асоциирани, дъщерни и съвместни предприятия (осчетоводени, прилагайки капиталовия метод - включително репутация)	34 881	34 881	46 217	49 416	59 716
Данъчни активи	181	355	323	1 239	1 063
Други активи	50 586	45 500	63 823	73 967	83 966
Нетекучи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	335	335	1 034	1 826	2 659
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>	<b>1 663 314</b>	<b>1 839 424</b>	<b>2 285 083</b>	<b>3 003 354</b>	<b>3 250 417</b>
Депозити от централни банки	0	0	0	0	0
Финансови пасиви държани за търгуване	9 252	12 106	6 916	6 098	6 167
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	2 000 245	2 660 347	2 897 796
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	12	1 013	0	209	209
Други пасиви	4 362	6 831	3 089	3 134	2 821
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
<b>ОБЩО ПАСИВИ</b>	<b>1 435 009</b>	<b>1 587 774</b>	<b>2 010 250</b>	<b>2 669 788</b>	<b>2 906 993</b>
Емитиран капитал	83 155	83 155	83 155	113 155	113 154
Премиен резерв	64 445	64 445	64 445	79 444	79 444
Друг капитал	0	0	0	0	0
Преоценъчни резерви и други оценъчни разлики от:	-5 257	-4 445	-4 259	-3 074	341
Резерви (включително неразпределени печалби)	64 509	86 153	108 247	130 633	143 257
Обратно изкупени (съкровищни акции)	0	0	0	0	0
Доход от текущата година	21 453	22 342	23 245	13 409	7 228
Междинни дивиденди	0	0	0	0	0
Малцинствено участие	0	0	0	0	0
<b>ОБЩО КАПИТАЛ</b>	<b>228 305</b>	<b>251 650</b>	<b>274 833</b>	<b>333 566</b>	<b>343 424</b>

## Централна кооперативна банка

Трето тримесечие 2012 г.

04 декември 2012

Продължаващи (непреустановени) дейности	2008	2009	2010	2011	9М 2012
Финансови и оперативни приходи и разходи	112 465	123 577	120 557	117 069	67 521
Приход от лихви	107 922	136 738	143 610	156 130	121 477
Разход за лихви	42 707	68 826	74 829	103 054	86 026
Разходи за акционерен капитал, подлежащ на изплащане	0	0	0	0	0
Приход от дивиденди	227	45	20	283	796
Приходи от такси и комисионни	26 163	28 088	28 525	29 068	22 167
Разходи за такси и комисионни	3 337	3 785	3 769	4 214	3 221
Нетни реализирани печалби (загуби) от финансови активи и финансови пасиви, неоценявани по справедлива стойност в печалбата или загубата	24 823	9 889	8 314	15 142	8 126
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви държани за търгуване	-1 720	7 447	14 675	15 731	3 887
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	1 407	769	-167
Нетни печалби (загуби) от отписани активи, различни от тези държани за продажба	-63	13 507	-172	4 278	12
Други оперативни приходи	566	912	2 776	2 936	470
Други оперативни разходи	0	0	0	0	0
Административни разходи	73 843	80 464	78 789	83 376	52 815
Амортизация	7 891	9 285	9 419	8 766	5 935
Провизии	0	0	0	0	0
Обезценка	6 895	9 005	6 521	10 028	740
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
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ ПРЕДИ ДАНЪЦИ</b>	<b>23 836</b>	<b>24 823</b>	<b>25 828</b>	<b>14 899</b>	<b>8 031</b>
Данъчен разход (приход) свързан с печалбата или загубата от продължаващи (непреустановени) дейности	2 383	2 481	2 583	1 490	803
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ СЛЕД ДАНЪЦИ</b>	<b>21 453</b>	<b>22 342</b>	<b>23 245</b>	<b>13 409</b>	<b>7 228</b>
Печалба или загуба след данъци от преустановени дейности	0	0	0	0	0
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА СЛЕД ДАНЪЦИ И ПРЕУСТАНОВЕНИ ДЕЙНОСТИ</b>	<b>21 453</b>	<b>22 342</b>	<b>23 245</b>	<b>13 409</b>	<b>7 228</b>
Печалба или загуба, принадлежаща на малцинственото участие	0	0	0	0	0
<b>ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА, ПРИНАДЛЕЖАЩА НА АКЦИОНЕРИТЕ НА МАЙКАТА</b>	<b>21 453</b>	<b>22 342</b>	<b>23 245</b>	<b>13 409</b>	<b>7 228</b>

**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:

---

<b>Позитивна</b>	Повече от 5% по-добро представяне в сравнение със SOFIX и BG40 за периода
------------------	---

---

<b>Неутрална</b>	Пазарно представяне, +/-5% в сравнение със SOFIX и BG40
------------------	---

---

<b>Негативна</b>	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 Цачев**  
**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)