



Цена на акцията на Централна кооперативна банка



- Централна кооперативна банка не изненада пазара с неконсолидирания си отчет за второто тримесечие. Нетната печалба за тримесечието е 4.5 млн. лв. и надмина резултата за миналата година. Промяната на тримесечна база е незначителна, но по-голямата част от печалбата е от операции с ценни книжа за разлика от първото тримесечие на 2011 г. Въпреки това, стабилността и печалбата на годишна база са добри новини в сравнение със свиващите се резултати на банковата система и растящото равнище на необслужваните заеми.

- Финансовите активи на ЦКБ се задържаха около 14% от общите активи. Те продължиха да се покачват в следствие на растящите депозити и минаха 350 млн. лв. за пръв път. Въпреки това, нямаше значима промяна в портфейла. Държавните ценни книжа съставят 45% от финансовите инструменти.

- Банката планира да увеличи капитала като процент от общите активи, който продължава да клони към 10. Депозитите са 88.5% от активите в средата на 2011 г. ЦКБ привлича повече депозити, които нарастват по-бързо от заемите. Като резултат, съотношението заеми към депозити пада под 0.65, докато паричните средства скачат до над 25% от активите и банката инвестира в повече ценни книжа.

- Депозитите на домакинствата надвишават 60% от общите, докато корпоративните продължават да се увеличават с по-слаб темп. Привлечените средства на банката от други финансови институции са 3.3%. Заемите за корпоративни клиенти са 64%. Експозициите на дребно намаляват до тригодишен минимум. 80% от обезценките са по отношение на потребителски и ипотечни кредити.

- Тенденцията за бърз ръст на депозитите спрямо кредитите има негативен ефект на нетния приход от лихви спрямо активите. За последните три години пада от 1% от общите активи до 0.6%. Нетният приход от комисионни също се сви поради паралелното нарастване на активите и ниската кредитна активност. Нетният лихвен марж се подобри, благодарение на ниските разходи по привлечени средства.

- Предстоящото увеличение на капитала на ЦКБ ще промени добре познатото състояние на бърз ръст, следван от дълбока корекция. Въпреки това, виждаме разлика в сравнение с останалите сини чипове, които наскоро увеличиха капитала си. На първо място е стабилната подкрепа от компанията-майка - Химимпорт, която ще запише повечето акции, които миноритарните акционери не пожелаят. Втората разлика е по-високата емисионна цена на новите акции, спрямо пазарната, което няма да ги постави под натиск.

Оценка

Използваме два коефициента за оценка на ЦКБ при сравнение с други банки в Източна Европа. Цена към печалба и цена към счетоводна стойност са изчислени на текуща база, като е отчетено предстоящото увеличение на капитала.

Таблица 1
Оценка с
коефициенти

	Преди увеличение на капитала	След увеличение на капитала
Брой акции	83 155 092	113 155 093
Пазарна капитализация	106 438 518	144 838 519
Цена към печалба	15.04	15.04
Нетна печалба (ttm)	23 784 000	23 784 000
Цена	4.30	3.16
Цена към счетоводна ст/ст	1.01	1.01
Спбствен капитал	283 013 000	328 013 000
Цена	3.44	2.93
Справедлива цена	3.87	3.04
Текуща цена	1.28	1.28
Премия/Отбив	202.31%	137.85%

Източник: ЦКБ, Bloomberg
Изчисления: ЕЛЕНА Трейдинг

ЦКБ е най-подценената сред българските публични банки спрямо дъното на пазара. Това не се дължи на подобряването на финансовите резултати, колкото е следствие на големия дял на печалба от финансови инструменти в общата печалба. Смятаме, че пазарът ще реагира позитивно на повишения доход от лихви, но това изглежда невъзможно при текущото съотношение заеми към депозити. Справедливата цена ще се повлияе и ще остане значително над пазарната.

Таблица 2, Прогнози

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Общо активи	1 663 314	1 839 424	2 285 083	2 742 100	3 016 310	3 257 614	3 648 528	4 195 807
Заеми и вземания	1 047 549	1 216 543	1 316 797	1 448 477	1 701 960	1 957 254	2 309 560	2 713 733
Като % от активите	63.0%	66.1%	57.6%	52.8%	56.4%	60.1%	63.3%	64.7%
Общо пасиви	1 435 009	1 587 774	2 010 250	2 403 881	2 656 524	2 873 578	3 235 645	3 747 917
Като % от активите	86.3%	86.3%	88.0%	87.7%	88.1%	88.2%	88.7%	89.3%
Общо собствен капитал	228 305	251 650	274 833	338 219	359 786	384 037	412 883	447 891
Нетна печалба	21 453	22 342	23 245	26 050	30 163	34 205	40 134	48 252
Възвращаемост на капитала	9.40%	8.88%	8.46%	7.70%	8.38%	8.91%	9.72%	10.77%
Възвращаемост на активите	1.29%	1.21%	1.02%	0.95%	1.00%	1.05%	1.10%	1.15%

Изчисления: ЕЛЕНА Трейдинг

Понижаваме очакванията за доходност на ЦКБ поради нарастващите активи и предстоящото увеличение на капитала. Прогнозите ни остават консервативни по отношение на печалбата спрямо 2008 г. и 2009 г., но предпочитаме да ги поддържаме ниски, поради:

- По-ниското ниво на лоши кредити, което може да започне да се повишава, тъй като реалният доход на домакинствата намалява;
- Големия дял на нетния резултат от операции с ценни книжа в печалбата.

Дисконтирани парични потоци:	
ННС за 5-годишен период	37 913
ННС на остатъчна стойност	165 529
Стойност на капитала	203 441
Емитирани акции в хил.	113 155
Стойност на акция	1.80
Цена на акция	1.28
Премия/(отстъпка)	40.46%

Метод на остатъчната стойност:	
Първоначален капитал	338 219
НС за 5-годишен период	(72 591)
НС остатъчна стойност (без ръст на инвестиции)	(62 187)
НС остатъчна стойност (с ръст на инвестиции)	0
Стойност на капитала	203 441
Емитирани акции в хил.	113 155
Стойност на акция	1.80
Цена на акция	1.28
Премия/(отстъпка)	40.46%

Препоръка и ценова цел

Препоръка: Методите за оценка показват цена от 2.42 лв. на акция, което е 89% над пазарната цена и корекцията през лятото. Не изключваме позитивни изненади, тъй като операциите с ценни книжа са голям процент от печалбата.

КУПУВАЙ

Ценова цел: Въпреки това, е малко вероятно да видим значително подобрене на финансовите резултати тази година. Банката е в добра позиция за ръст на кредитите към корпоративни клиенти, което през следващите години ще е източник на растеж.

2.42 лв.

Повишение: Използваме средната цена от двата подхода да определим едногодишната ценова цел.

89%

Финансови данни:

	2007	2008	2009	2010	6М 2011
Парични средства в каса и по разплащателна сметка в БНБ	244 048	303 183	310 524	486 644	669 698
Финансови активи, държани за търговия	34 776	21 719	26 971	49 127	52 795
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	180 245
Кредити и вземания (включително финансов лизинг)	1 063 794	1 047 549	1 216 543	1 316 797	1 370 117
Инвестиции държани до падеж	84 458	101 598	91 720	138 969	131 637
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	46 589
Нематериални активи	5 997	9 999	371	1 122	875
Инвестиции в асоциирани, дъщерни и съвместни предприятия (осчетоводени, прилагайки капиталовия метод - включително репутация)	0	34 881	34 881	46 217	46 216
Данъчни активи	172	181	355	323	438
Други активи	6 311	50 586	45 500	63 823	83 322
Нетекучи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	0	335	335	1 034	1 633
ОБЩО АКТИВИ	1 565 351	1 663 314	1 839 424	2 285 083	2 583 565
Депозити от централни банки	0	0	0	0	0
Финансови пасиви държани за търгуване	0	9 252	12 106	6 916	12 318
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	2 285 879
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	2 146
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	2 300 552
Емитиран капитал	83 155	83 155	83 155	83 155	83 155
Премиен резерв	64 445	64 445	64 445	64 445	64 445
Друг капитал	0	0	0	0	0
Преоценъчни резерви и други оценъчни разлики от:	-764	-5 257	-4 445	-4 259	-4 289
Резерви (включително неразпределени печалби)	44 415	64 509	86 153	108 247	130 633
Обратно изкупени (съкровищни акции)	0	0	0	0	0
Доход от текущата година	20 321	21 453	22 342	23 245	9 069
Междинни дивиденди	0	0	0	0	0
Малцинствено участие	0	0	0	0	0
ОБЩО КАПИТАЛ	211 572	228 305	251 650	274 833	283 013

Продължаващи (непреустановени) дейности	2007	2008	2009	2010	1Н 2011
Финансови и оперативни приходи и разходи	94 889	1 12 465	123 577	120 557	47 813
Приход от лихви	90 982	107 922	136 738	143 610	76 303
Разход за лихви	34 099	42 707	68 826	74 829	46 573
Разход за акционерен капитал, подлежащ на изплащане	0	0	0	0	0
Приход от дивиденди	685	227	45	20	2
Приходи от такси и комисионни	23 764	26 163	28 088	28 525	14 915
Разход за такси и комисионни	3 362	3 337	3 785	3 769	1 954
Нетни реализирани печалби (загуби) от финансови активи и финансови пасиви, не оценявани по справедлива стойност в печалбата или загубата	1 774	24 823	9 889	8 314	1 263
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви държани за търгуване	17 385	-1 720	7 447	14 675	3 562
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	-913
Нетни печалби (загуби) от отписани активи, различни от тези държани за продажба	14	-63	13 507	-172	-43
Други оперативни приходи	447	566	912	2 776	1 251
Други оперативни разходи	0	0	0	0	0
Административни разходи	56 959	73 843	80 464	78 789	36 694
Амортизация	6 204	7 891	9 285	9 419	4 515
Провизии	0	0	0	0	0
Обезценка	9 147	6 895	9 005	6 521	-3 473
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	22 579	23 836	24 823	25 828	10 077
Данъчен разход (приход) свързан с печалбата или загубата от продължаващи (непреустановени) дейности	2 258	2 383	2 481	2 583	1 008
ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ СЛЕД ДАНЪЦИ	20 321	21 453	22 342	23 245	9 069
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	9 069
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	9 069

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 подсигури 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: Оценка 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