



Цена на акцията на Корпоративна търговска банка



• Нетната печалба на Корпоративна търговска банка за второто тримесечие се подобри на тримесечна база, но все още остава под резултата за миналата година. Въпреки това, банката отчете негативен резултат от търговия с ценни книжа, което прави приносът на обичайната банкова дейност по-голям спрямо година назад. Данните са от публикувания неконсолидиран отчет.

• Административните разходи остават на ниско ниво като процент от активите, въпреки 15%-ния ръст на годишна база до 9 млн. лв. през второто тримесечие.

• Корпоративна търговска банка обяви 5% повишение на нетния приход от лихви спрямо година назад. Въпреки това, активите се повишиха значително и нетния приход от лихви към активите падна до най-ниското си ниво за последните четири години. Активите се повишиха с 40%. Банката обикновено е много консервативна по отношение на кредитната си политика и това ще подобри доходността, когато активите започнат да се увеличават с по-слаб темп.

• В същото време финансовите активи растат значително до 14.45% от общите. Банката инвестира повече в чужди корпоративни и държавни облигации, докато българските ДЦК в портфейла намаляват до 44%. Корпоративна търговска банка също така повишава инвестициите си в акции до 7% от портфейла или 32.5 млн. лв.

• Собственият капитал скочи с 25% за последните 12 месеца. Това е под ръста на активите и оказва натиск върху съотношението собствен капитал към активи до 11%. Цифрата е близо до средното от началото на 2007 г. и не е сигнал за необходимост от увеличение на капитала. Капиталовата адекватност от първи ред се задържа на 11.86%.

• Банката обяви 16.8% ръст на лошите заеми от началото на 2011 г., което е по-слабо от повишението при заемите от 18% и поддържа съотношението на лоши кредити към редовни експозиции на 3.4%. Основното увеличение идва от кредитите под наблюдение и необслужваните заеми между 30 и 180 дни.

• Слабата промяна в структурата на депозитите продължава – корпоративните клиенти губят дял поради бързия ръст на депозити на домакинствата и почти удвояването на привлечените средства от други финансови институции.

• Ликвидността на акцията на Корпоративна търговска банка намаля, след пика през март. Корекцията се дължеше на разпродажби при малък обем. Виждаме потенциал за умерен ръст до края на 2011 г. ако пазарът се повиши отново.

Оценка

Използваме два показателя за оценка на българските банки, когато ги сравняваме с банките в Източна Европа.

Таблица 1
Коефициенти

	БАКБ	ЦКБ	КТБ	ПИБ
Последна цена	4.65	1.21	77.25	2.95
Брой акции	12 624 725	83 155 092	6 000 000	110 000 000
Паз. Капитализация	58 704 971	100 617 661	463 506 000	324 500 000
Нетна печалба (ttm)	-44 672 000	23 784 000	66 900 000	36 046 000
P/E	-1.31	4.23	6.93	9.00
Активи (ttm)	723 025 000	2 583 565 000	3 227 339 000	5 478 364 000
Цена/Активи	0.08	0.04	0.14	0.06
Собствен капитал	172 329 000	283 013 000	354 076 000	459 846 000
P/B	0.34	0.36	1.31	0.71
RoE	-25.92%	8.40%	18.89%	7.84%
RoA	-6.18%	0.92%	2.07%	0.66%

Данните изключват предстоящото увеличение на капитала на Българо-Американска кредитна банка и Централна кооперативна банка.

Съотношението цена към печалба и цена към счетоводна стойност са изчислени на база резултатите от последните 12 месеца. Текущите данни са по-слаби от преди година, но P/E на Корпоративна банка все още е много ниско. Акцията се търгува над счетоводната стойност и има стабилна възвращаемост на капитала.

Таблица 2
Сравнение
със сходни
банки

	Оценка
Брой акции	6 000 000
Текуща цена	77.25
Пазарна капитализация	463 500 000
P/E на сходни банки	15.04
Нетна печалба (ttm) на КТБ	66 900 000
Цена на база P/E на сходни банки	167.70
P/B на сходни банки	1.01
Собствен капитал	354 076 000
Цена на база P/B на сходни банки	59.60
Справедлива цена	113.65
Текуща цена	77.25
Премия/Отбив	47.12%

Източник: Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Сравнението на медианата на показателите на сходни банки в Източна Европа (P/E от 15.04 и P/B от 1.01) дава добра премия на справедливата цена спрямо текущата пазарна. Това основно се дължи на голямата печалба на Корпоративна търговска банка, тъй като се търгува над счетоводната си стойност. Въпреки това, стабилната печалба и намеренията за бъдеща кредитна експанзия на кредитите създават ниско-рискова среда, която е комбинирана с добра възвращаемост на капитала.

Таблица 3, Прогнози

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Общо активи	2 105 879	2 035 862	2 699 427	3 374 284	4 049 141	4 656 512	5 354 988	5 997 587
Заеми и вземания	1 597 270	1 612 080	1 961 897	2 354 276	2 942 846	3 472 558	4 097 618	4 589 332
<i>Като % от активите</i>	75.8%	79.2%	72.7%	69.8%	72.7%	74.6%	76.5%	76.5%
Общо пасиви	1 891 266	1 759 966	2 379 024	2 964 462	3 561 710	4 079 393	4 671 236	5 198 167
<i>Като % от активите</i>	89.8%	86.4%	88.1%	87.9%	88.0%	87.6%	87.2%	86.7%
Общо собствен капитал	214 613	275 896	320 403	409 822	487 430	577 119	683 753	799 420
Нетна печалба	40 298	60 382	74 367	89 419	113 376	135 039	160 650	179 928
Възвращаемост на капитала	18.78%	21.89%	23.21%	21.82%	23.26%	23.40%	23.50%	22.51%
Възвращаемост на активите	1.91%	2.97%	2.75%	2.65%	2.80%	2.90%	3.00%	3.00%

Изчисления: ЕЛЕНА Трейдинг

Понижаваме очакванията си за доходността на банката, поради нарастващите активи, които надминават ръста на кредитите. Нашите прогнози остават консервативни по отношение на доходността в сравнение с 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 инвестициите в ценни книжа и парични средства, които са по-малко доходноосни в сравнение с кредитите. Въпреки това, очакваме ситуацията да се промени.

Дисконтирани парични потоци:	
ННС за 5-годишен период	142 331
ННС на остатъчна стойност	617 245
Стойност на капитала	759 576
Емитирани акции в хил.	6 000
Стойност на акция	126.60
Цена на акция	75.00
<i>Премия/(отстъпка)</i>	<i>68.79%</i>

Метод на остатъчната стойност:	
Първоначален капитал	409 822
НС за 5-годишен период	156 419
НС остатъчна стойност (без ръст на инвестиции)	193 335
НС остатъчна стойност (с ръст на инвестиции)	0
Стойност на капитала	759 576
Емитирани акции в хил.	6 000
Стойност на акция	126.60
Цена на акция	75.00
<i>Премия/(отстъпка)</i>	<i>68.79%</i>

Препоръка и ценова цел

Препоръка: Методите за оценка показват средна цена от 120.12 лв. за акция, което е над 55% ръст спрямо пазарната цена. Банката е в добра позиция за ръст на кредитите към корпоративни клиенти и не се нуждае от допълнителен капитал. Това е голям плюс при сравнение с други публични банки. Въпреки това, ликвидността остава най-голяма пречка за дълга позиция, тъй като големите инвеститори не предлагат малки обеми.

КУПУВАЙ

Ценова цел: 120.12 лв.

Повишение: 55%

Финансови данни:

	2007	2008	2009	2010	1Н 2011
Парични средства в каса и по разплащателна сметка в БНБ	244 048	303 183	310 524	339 764	298 658
Финансови активи, държани за търговия	34 776	21 719	26 971	61 773	132 302
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	176 290	257 563
Кредити и вземания (включително финансов лизинг)	1 063 794	1 047 549	1 216 543	1 961 897	2 389 152
Инвестиции държани до падеж	84 458	101 598	91 720	76 425	76 596
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	64 257	63 212
Нематериални активи	5 997	9 999	371	365	339
Инвестиции в асоциирани, дъщерни и съвместни предприятия (осчетоводени, прилагайки капиталовия метод - включително репутация)	0	34 881	34 881	8 984	165
Данъчни активи	172	181	355	7 948	826
Други активи	6 311	50 586	45 500	1 724	8 526
Нетекучи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	0	335	335	0	0
ОБЩО АКТИВИ	1 565 351	1 663 314	1 839 424	2 699 427	3 227 339
Депозити от централни банки	0	0	0	0	0
Финансови пасиви държани за търгуване	0	9 252	12 106	324	24
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	2 366 331	2 869 469
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	384	532
Данъчни пасиви	1 624	12	1 013	11 482	2 819
Други пасиви	3 264	4 362	6 831	503	419
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	2 379 024	2 873 263
Емитиран капитал	83 155	83 155	83 155	60 000	60 000
Премиен резерв	64 445	64 445	64 445	48 500	48 500
Друг капитал	0	0	0	0	0
Преоценъчни резерви и други оценъчни разлики от:	-764	-5 257	-4 445	24 358	27 331
Резерви (включително неразпределени печалби)	44 415	64 509	86 153	113 178	187 715
Обратно изкупени (съкровищни акции)	0	0	0	0	0
Доход от текущата година	20 321	21 453	22 342	74 367	30 530
Междинни дивиденди	0	0	0	0	0
Малцинствено участие	0	0	0	0	0
ОБЩО КАПИТАЛ	211 572	228 305	251 650	320 403	354 076

Продължаващи (непреустановени) дейности	2007	2008	2009	2010	1Н 2011
Финансови и оперативни приходи и разходи	94 889	112 465	123 577	121 356	57 151
Приход от лихви	90 982	107 922	136 738	172 146	101 539
Разход за лихви	34 099	42 707	68 826	95 332	63 280
Разход за акционерен капитал, подлежащ на изплащане	0	0	0	0	0
Приход от дивиденди	685	227	45	2 972	1 221
Приходи от такси и комисионни	23 764	26 163	28 088	15 338	6 457
Разход за такси и комисионни	3 362	3 337	3 785	927	470
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	1 300	3 547
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви държани за търгуване	17 385	-1 720	7 447	19 715	-3 529
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	6 698	11 695
Нетни печалби (загуби) от отписани активи, различни от тези държани за продажба	14	-63	13 507	-223	5
Други оперативни приходи	447	566	912	920	480
Други оперативни разходи	0	0	0	1 251	514
Административни разходи	56 959	73 843	80 464	31 430	16 528
Амортизация	6 204	7 891	9 285	4 318	2 115
Провизии	0	0	0	127	253
Обезценка	9 147	6 895	9 005	3 052	4 409
Отрицателна репутация, призната незабавно в 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 текущи 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	82 429	33 846
Данъчен разход (приход) свързан с печалбата или загубата от продължаващи (непреустановени) дейности	2 258	2 383	2 481	8 062	3 316
ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ СЛЕД ДАНЪЦИ	20 321	21 453	22 342	74 367	30 530
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	74 367	30 530
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	74 367	30 530

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