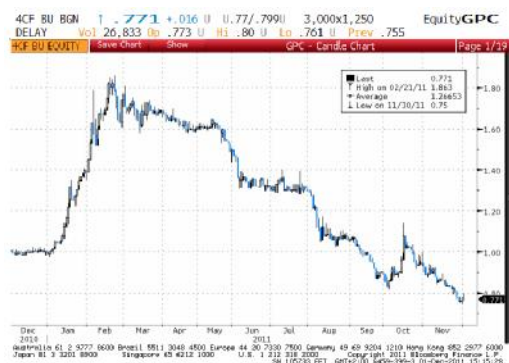


Цена на акцията на ЦКБ



- Третото тримесечие на 2011 г. може да се опише като добро продължение на текущия тренд за Централна кооперативна банка. Активите на банката се увеличават с 36% на годишна база, което е ускорение спрямо предходното тримесечие и е най-доброто представяне за последните пет години. Това има съществен ефект върху доходността на банката поради по-ниския ръст на кредитите. В същото време депозитите се увеличават до 89% от активите, оказвайки натиск на съотношението заеми към депозити до 0.57.
- Нетният лихвен доход като процент от активите падна под 0.5%. Съотношението беше над 1% в края на 2008 г. Още повече, нетният лихвен доход намалява в абсолютна стойност до най-ниското си ниво за последните пет години. През тримесечието е на стойност 12.6 млн. лв. Централна кооперативна банка отчете нетна печалба от 1.155 млн. лв. през тримесечието, 0.5 млн. лв. от които са от операции с ценни книжа. Банката обикновено обявява големи финансови печалби през четвъртото тримесечие.
- Тенденцията на бърз ръст на депозитите спрямо кредитите изпрати финансовите активи и паричните средства на абсолютен рекорд. Общо достигнаха 42.6% от активите, като само свободните парични средства представляваха 27.6% от активите. Това е основната причина за по-ниската доходност на банката. Ситуацията е без промяна към момента.
- Съотношението собствен капитал към активи падна до 0.10 преди текущото увеличение на капитала. Очакваме мажоритарният собственик да запише цялата емисия, с което капитала да се повиши с 45 млн. лв. и собственият капитал на банката да скочи до над 11.5% от активите. Възвращаемостта на капитала трябва да се подобри, когато ЦКБ разшири портфейла си със свободния кеш. Въпреки това, все още няма знак за промяна в агресивната политика на привличане на депозити или повишаване на кредитирането.
- Увеличението на капитала на ЦКБ имаше негативен ефект върху акцията. Цената ѝ отиде на много ниски нива под влиянието на малко, но стабилно предлагане от индивидуалните инвеститори и липса на търсене. Акцията е подценена, но инвеститорите искат да видят подобрене на печалбата от банкови операции. Считаме, че това ще се случи следващата година, тъй като ЦКБ се фокусира към ръст кредитния портфейл, докато големия приток на депозити в банковия сектор ще потисне лихвите в бъдеще.

Оценка

Използваме два показателя за оценка на ЦКБ, когато сравняваме банките в Източна Европа. Съотношението цена към печалба и цена към счетоводна стойност се изчисляват на база резултата за последните 12 месеца и са съобразени с увеличението на капитала. То е значително, но двете цени по този метод са доста над текущата пазарна цена.

Таблица 1
Оценка по
коефициенти

	Преди увеличение на капитала	След увеличение на капитала
Брой акции	83 155 092	113 155 092
Пазарна капитализация	64 029 421	87 129 421
Цена към печалба	11.83	11.83
Нетна печалба (ttm)	21 281 000	21 281 000
Цена	3.03	2.22
Цена към счетоводна ст/ст	0.84	0.84
Спбствен капитал	284 665 000	329 665 000
Цена	2.88	2.45
Справедлива цена	2.95	2.34
Текуща цена	0.77	0.77
Премия/Отбив	283.32%	203.38%

Източник: ЦКБ, Bloomberg
Изчисления: ЕЛЕНА Трейдинг

ЦКБ е най-подценената позиция сред българските публични банки. Сравняваме я с другите две ликвидни банки без да взимаме предвид увеличението на капитала. Корпоративна търговска банка (6С4) според модела се търгува с 15% отбив спрямо справедливата цена, докато справедливата цена на Първа инвестиционна банка (5F4) е 110% над пазарната. Увеличението на капитала на ЦКБ има негативно влияние върху пазара въпреки че се търгува на P/B от 0.26 и P/E от 4.09, с включен новия брой акции. Считаме, че този дисбаланс е следствие от ликвидността на акцията и големия дял на финансовата печалба в общия резултат.

Таблица 2, Прогнози

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Общо активи	1 663 314	1 839 424	2 285 083	3 084 862	3 701 834	4 257 110	4 767 963	5 244 759
Заеми и вземания	1 047 549	1 216 543	1 316 797	1 580 156	1 975 196	2 330 731	2 680 340	3 001 981
Като % от активите	63.0%	66.1%	57.6%	51.2%	53.4%	54.7%	56.2%	57.2%
Общо пасиви	1 435 009	1 587 774	2 010 250	2 751 099	3 341 881	3 863 451	4 336 607	4 770 397
Като % от активите	86.3%	86.3%	88.0%	89.2%	90.3%	90.8%	91.0%	91.0%
Общо собствен капитал	228 305	251 650	274 833	333 763	359 954	393 659	431 356	474 363
Нетна печалба	21 453	22 342	23 245	21 594	33 317	44 700	52 448	60 315
Възвращаемост на капитала	9.40%	8.88%	8.46%	6.47%	9.26%	11.35%	12.16%	12.71%
Възвращаемост на активите	1.29%	1.21%	1.02%	0.70%	0.90%	1.05%	1.10%	1.15%

Изчисления: ЕЛЕНА Трейдинг

Отново понижаваме очакванията си за нормата на печалба на ЦКБ, поради растящите активи и предстоящото увеличение на капитала. Тази промяна в прогнозите е съществена. Също така използваме модела за извеждане на предположението, че пикът на растежа е през 2011 г. и ще бъде последван от охлаждане в ръста на активите и кредитите като процент от активите.

Прогнозите ни остават консервативни по отношение на доходността в сравнение с 2008 г. и 2009 г., но предпочитаме да останат ниски, поради:

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

Дисконтирани парични потоци:	
ННС за 5-годишен период	44 000
ННС на остатъчна стойност	206 911
Стойност на капитала	250 911
Емитирани акции в хил.	113 155
Стойност на акция	2.22
Цена на акция	0.77
<i>Премия/(отстъпка)</i>	<i>187.98%</i>

Метод на остатъчната стойност:	
Първоначален капитал	333 763
НС за 5-годишен период	(53 080)
НС остатъчна стойност (без ръст на инвестиции)	(29 771)
НС остатъчна стойност (с ръст на инвестиции)	0
Стойност на капитала	250 911
Емитирани акции в хил.	113 155
Стойност на акция	2.22
Цена на акция	0.77
<i>Премия/(отстъпка)</i>	<i>187.98%</i>

Препоръки и ценова цел

Препоръка: Оценката показва справедлива цена от 2.22 лв. за акция, което е близо до оценката на база коефициенти. Промените в предположенията имат относително слабо влияние върху резултатите от модела и се запазва основният постулат, че банката може да повиши печалбата си чувствително, когато ръстът на кредитите изпревари този на активите. Въпреки това, малко вероятно е да видим значително подобрене на финансовия резултат тази година. Банката е в добри позиции да увеличи кредитите си към корпоративни клиенти, което ще е източника на растеж през следващата година. Използваме по-ниската цена от двата метода, за да определим едногодишната ценова цел, но не виждаме катализатор на големи печалби при текущата пазарна активност.

КУПУВАЙ

Ценова цел: **2.22 лв.**

Повишение: **188%**

Финансови данни

	2007	2008	2009	2010	9М 2011
Парични средства в каса и по разплащателна сметка в БНБ	244 048	303 183	310 524	486 644	777 856
Финансови активи, държани за търговия	34 776	21 719	26 971	49 127	42 431
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	231 781
Кредити и вземания (включително финансов лизинг)	1 063 794	1 047 549	1 216 543	1 316 797	1 437 449
Инвестиции държани до падеж	84 458	101 598	91 720	138 969	146 612
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	46 181
Нематериални активи	5 997	9 999	371	1 122	809
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	952
Други активи	6 311	50 586	45 500	63 823	82 286
Нетекущи 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	2 814 206
Депозити от централни банки	0	0	0	0	0
Финансови пасиви държани за търгуване	0	9 252	12 106	6 916	9 048
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	2 518 022
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	2 262
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	2 529 541
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	-3 792
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	10 224
Междинни дивиденди	0	0	0	0	0
Малцинствено участие	0	0	0	0	0
ОБЩО КАПИТАЛ	211 572	228 305	251 650	274 833	284 665

Централна кооперативна банка 3 тримесечие 2011

6 декември 2011

Продължаващи (непреустановени) дейности	2007	2008	2009	2010	9М 2011
Финансови и оперативни приходи и разходи	94 889	1 12 465	123 577	120 557	68 411
Приход от лихви	90 982	107 922	136 738	143 610	116 234
Разход за лихви	34 099	42 707	68 826	74 829	73 830
Разход за акционерен капитал, подлежащ на изплащане	0	0	0	0	0
Приход от дивиденди	685	227	45	20	278
Приходи от такси и комисионни	23 764	26 163	28 088	28 525	21 878
Разход за такси и комисионни	3 362	3 337	3 785	3 769	3 061
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	1 610
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви държани за търгуване	17 385	-1 720	7 447	14 675	3 710
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	254
Нетни печалби (загуби) от отписани активи, различни от тези държани за продажба	14	-63	13 507	-172	-107
Други оперативни приходи	447	566	912	2 776	1 445
Други оперативни разходи	0	0	0	0	0
Административни разходи	56 959	73 843	80 464	78 789	53 585
Амортизация	6 204	7 891	9 285	9 419	6 695
Провизии	0	0	0	0	0
Обезценка	9 147	6 895	9 005	6 521	-3 229
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 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	11 360
Данъчен разход (приход) свързан с печалбата или загубата от продължаващи (непреустановени) дейности	2 258	2 383	2 481	2 583	1 136
ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ СЛЕД ДАНЪЦИ	20 321	21 453	22 342	23 245	10 224
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	10 224
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	10 224

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 анализиранията 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: 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