

## Първа инвестиционна банка (5F4)

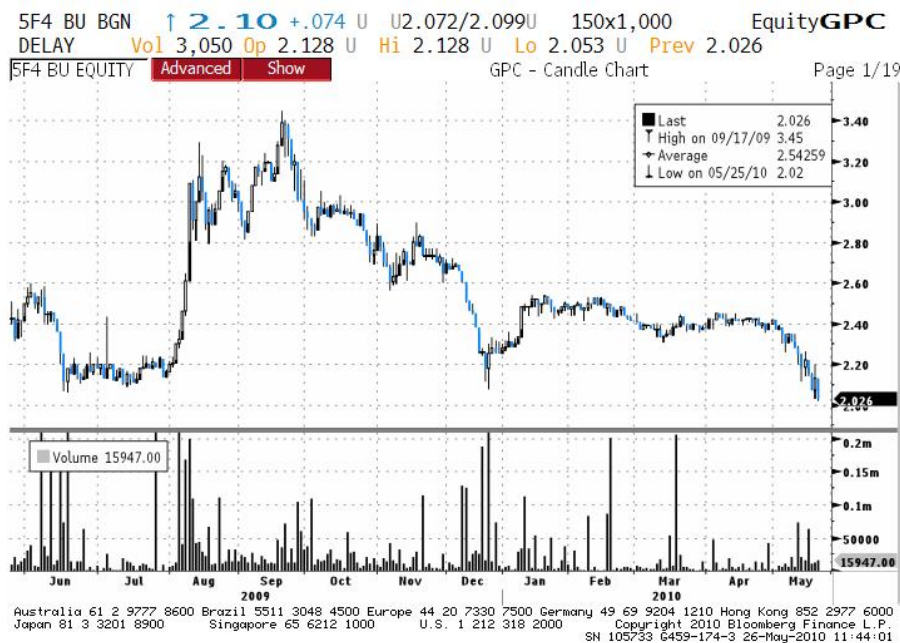
Първа инвестиционна банка (ПИБ) е основана през 1993 г. Първоначално специализира в предлагането на комплексни услуги на корпоративни клиенти, но през годините банката се утвърждава като универсална, предлагаща широк кръг от услуги на граждани и фирми. В последните години, фокусът на дейността на ПИБ е върху банкирането на дребно. Първичното предлагане на акции на банката беше през юни 2007 г. с емитирането на 16 500 000 акции. Сред стратегическите цели на банката са разширяване на кредитния портфейл и пазарния дял чрез експанзия в България и Балканите. С оглед разширяването на присъствието в страната и справяне с конкуренцията от вече присъстващи в страната банки и навлизащи нови, ПИБ планира да задържи съществуващите си клиенти и да привлече нови с разширяване на вида на предлаганите услуги, усъвършенстване на съществуващите и подобряване на обслужването.

**52-седмичен връх**  
3.45 лв.

**52- седмично дъно**  
2.06 лв.

**52- седмично изменение**  
-16.45%

**Промяна от началото на годината**  
-11.14%



Позицията остана в границите между 2.00-2.50 лв. за акция при волатилна търговия от началото на годината. Акцията на ПИБ продължи да е сред най-активно търгуваните на БФБ, въпреки, че обемите намаляха. Основни акционери на банката са физически лица.

Акцията се движи в съответствие с основния индекс SOFIX. От началото на годината ПИБ изгуби 11%, а SOFIX – 6%.



Източник: Българска народна банка

Активите на ПИБ нарастват слабо на тримесечна база до 4.3 млрд. лв. и основно са в евро. На годишна база активите се увеличават с 1.94%. Представянето на банката е близо до средното за банковата система.



Източник: Българска народна банка

Кредитният портфейл на банката продължи да нараства, но с по-слаб темп. Корпоративните клиенти съставят голяма част от портфейла и надхвърлят 70% от общите кредити. Физическите лица имат 25% дял, почти по равно разпределен между потребителски заеми и ипотечи. За 2009 г., банката държи 5.8% дял от кредитите в системата.



Източник: Българска народна банка

Депозитите на ПИБ представляват 7.6% от депозитите на банковата система. Най-голям дял имат домакинствата – 75% от общите депозити, което прави банката една от най-големите по отношение на банкирането на дребно. През първото тримесечие на 2010 г., депозитите продължават да нарастват, подкрепени от сегмента на дребно.

ПИБ също така разчита на подчинен дълг и хибридни инструменти и е една от малкото български банки, които използват този източник на финансиране. Те представляват 5% от привлечените средства.



Източник: Българска народна банка

Нетната печалба на банката продължи да намалява на годишна база и достигна 8 млн. лв. в сравнение с 12.6 млн. лв. за първото тримесечие на 2009 г. Волатилността на тримесечна база се дължеше на промени в разходите за обезценка и на негативния ефект от промени в лихвите в началото на 2009 г. Нетният приход от такси и комисионни също беше

---

волатилен на тримесечна база през 2008 г., но през 2009 г. се стабилизира.

**Корпоративни новини**

*01 март 2010* Първа инвестиционна банка публикува отчета си за 2009 г.

*13 април 2010* ПИБ свиква Общо събрание на 14 май 2010 г., при следния дневен ред:

- Отчет на Борда на директорите за дейността през 2009 г.
- Приемане на годишния отчет за 2009 г.
- Доклад на сертифицирания одитор
- Доклад на директора за връзки с инвеститорите
- Решение за разпределение на печалбата
- и др.

*30 април 2010* Първа инвестиционна банка публикува отчета си за първо тримесечие на 2010 г.

*15 май 2010* Общото събрание на акционерите гласува нетната печалба на банката за 2009 г. да бъде разпределена като резерви.

---

	2007	2008	2009
Парични средства в каса и по разплащателна сметка в БНБ	540 344	587 396	398 874
Финансови активи, държани за търговия	13 529	9 681	9 023
Финансови активи, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0
Финансови активи на разположение за продажба	374 203	286 624	285 110
Кредити и вземания (включително финансов лизинг)	3 019 043	3 103 821	3 163 298
Инвестиции държани до падеж	104 706	60 393	30 018
Деривати - Отчитане на хеджиране	823	274	0
Промени в справедливата стойност на хеджирани позиции в портфейл, хеджиран за лихвен риск	0	0	0
Материални активи	1 11 282	149 010	127 683
Нематериални активи	429	5 164	18 115
Инвестиции в асоциирани, дъщерни и съвместни предприятия (осчетоводени, прилагайки капиталовия метод - включително репутация)	22 965	24 920	28 876
Данъчни активи	862	2 047	3 270
Други активи	11 960	20 796	20 926
Нетекущи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	4 930	6 008	10 094
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>	<b>4 205 076</b>	<b>4 256 134</b>	<b>4 095 287</b>
Депозити от централни банки	0	0	0
Финансови пасиви държани за търгуване	0	0	0
Финансови пасиви, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0
Финансови пасиви оценявани по амортизирана стойност	3 870 326	3 877 460	3 677 884
Финансови пасиви, свързани с прехвърлени финансови активи	0	0	0
Деривати - отчитане на хеджиране	1 924	1 336	248
Промени в справедливата стойност на хеджирани позиции в портфейл, хеджиран за лихвен риск	0	0	0
Провизии	0	0	0
Данъчни пасиви	4 116	2 683	2 901
Други пасиви	3 396	4 185	5 444
Дялов капитал, платим при поискване (например кооперативни акции)	0	0	0
Пасиви включени в групи от пасиви за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	0	0	0
<b>ОБЩО ПАСИВИ</b>	<b>3 879 762</b>	<b>3 885 664</b>	<b>3 686 477</b>
Емитиран капитал	110 000	110 000	110 000
Премиен резерв	97 000	97 000	97 000
Друг капитал	0	0	0
Преоценъчни резерви и други оценъчни разлики от:	-350	-6 467	-146
Резерви (включително неразпределени печалби)	68 599	1 19 006	169 937
Обратно изкупени (съкровищни акции)	0	0	0
Доход от текущата година	50 065	50 931	32 019
Междинни дивиденди	0	0	0
Малцинствено участие	0	0	0
<b>ОБЩО КАПИТАЛ</b>	<b>325 314</b>	<b>370 470</b>	<b>408 810</b>

Източник: Българска народна банка

<b>Продължаващи (непреустановени) дейности</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Финансови и оперативни приходи и разходи	192 478	209 635	192 987
Приход от лихви	269 669	333 421	359 724
Разход за лихви	138 918	189 069	234 823
Разход за акционерен капитал, подлежаща на изплащане	0	0	0
Приход от дивиденди	32	69	386
Приходи от такси и комисионни	59 253	69 656	55 993
Разход за такси и комисионни	9 637	9 046	7 174
Нетни реализирани печалби (загуби) от финансови активи и финансови пасиви, не оценявани по справедлива стойност в печалбата или загубата	-231	-1 581	600
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви държани за търговане	2 762	-3 773	8 365
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0
Нетни печалби (загуби) от отчитане на хеджиране	0	0	0
Нетни валутни разлики	7 626	5 619	-565
Нетни печалби (загуби) от отписани активи, различни от тези държани за продажба	0	0	0
Други оперативни приходи	2 770	4 710	10 613
Други оперативни разходи	848	371	132
Административни разходи	98 922	139 556	130 267
Амортизация	11 541	16 796	17 822
Провизии	0	0	0
Обезценка	26 408	-2 742	8 615
Отрицателна репутация, призната незабавно печалба или загубата	0	0	0
Дял от печалбата или загубата в асоциирани и съвместни предприятия осчетоводен прилагайки капиталовия метод	0	0	0
Печалба или загуба от не текущи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба и <b>неопределени за преустановени дейности</b>	0	0	0
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ ПРЕДИ ДАНЪЦИ</b>	<b>55 607</b>	<b>56 025</b>	<b>36 283</b>
Данъчен разход (приход) свързан с печалбата или загубата от продължаващи (непреустановени) дейности	5 542	5 094	4 264
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ СЛЕД ДАНЪЦИ</b>	<b>50 065</b>	<b>50 931</b>	<b>32 019</b>
Печалба или загуба след данъци от преустановени дейности	0	0	0
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА СЛЕД ДАНЪЦИ И ПРЕУСТАНОВЕНИ ДЕЙНОСТИ</b>	<b>50 065</b>	<b>50 931</b>	<b>32 019</b>
Печалба или загуба, принадлежаща на малцинственото участие	0	0	0
<b>ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА, ПРИНАДЛЕЖАЩА НА АКЦИОНЕРИТЕ НА МАЙКАТА</b>	<b>50 065</b>	<b>50 931</b>	<b>32 019</b>

Източник: Българска народна банка

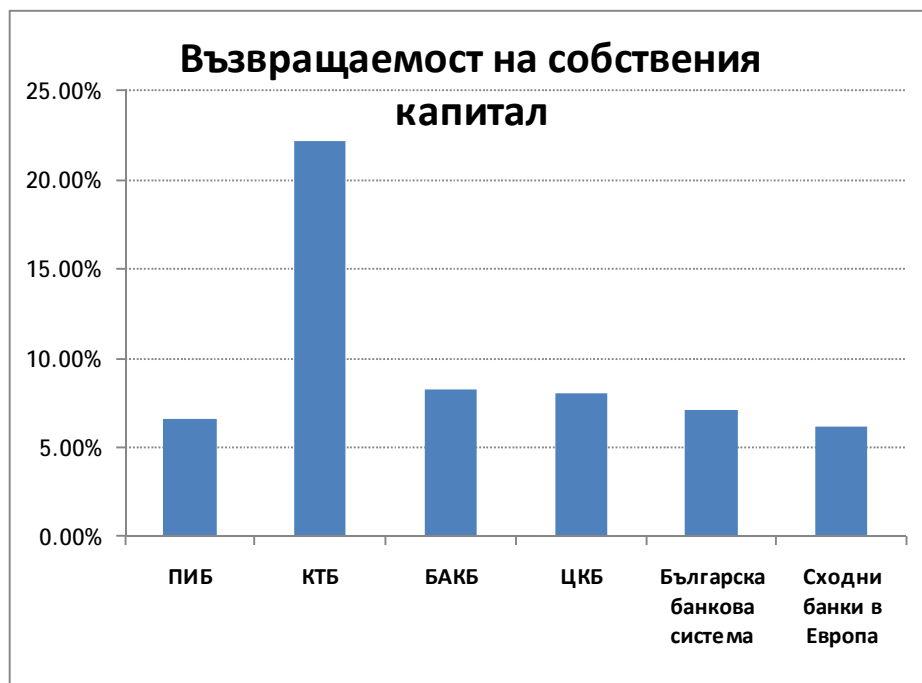
## ОЦЕНКА

Публичните банки в България се търгуват при ниски коефициенти за оценка. Считаме, че всички четири банки са подценени в сравнение със средните коефициенти за банките в Източна Европа. Всички негативни новини са отчетени и слабостта на цените на акциите през май се дължи на всеобщия спад на пазара при много ниски обеми.

### Сравнение по показатели

Българските банки се търгуват на ниски коефициенти. Всички четири банки отчитат печалба и имат позитивно съотношение цена/печалба. Въпреки че, спадът на банковите печалби беше незначителен, коефициентите бяха подкрепени от спада в цените на акциите. Считаме, че банките са на атрактивни нива и очакваме, че техните акции ще поскъпват с висок двуцифрен годишен процент през следващите няколко години.

Графика 26



Изчисления: ЕЛЕНА Трейдинг

*RoE на банките е близо до средното за сектора*

Две от банките имат широка клонова мрежа и са ориентирани към потребителите на дребно – Централна кооперативна банка (**ЦКБ**) и Първа инвестиционна банка (**ПИБ**). Двете акции се търгуват на най-ниското съотношение цена към активи от 0.05, поради калкулирания риск за неизпълнение на потребителските и корпоративните заеми. Останалите две банки имат по-високи съотношения. Българо-Американска кредитна банка (**БАКБ**) и Корпоративна търговска банка (**КТБ**) са специализирани в корпоративни заеми и имат малка клонова мрежа. Възвръщаемостта на капитала (RoE) на КТБ надвишава 20%, докато БАКБ имаше дори по-висок коефициент преди спада на печалбата през 2009 г. В сравнение със средните коефициенти на банковата система и сходните банки в Източна Европа, българските публични банки имат по-добра възвръщаемост, с изключение на ПИБ, която е под влияние на разходите за обезценка.

Сравнение на  
коэффициентите  
за оценка

	БАКБ	ЦКБ	КТБ	ПИБ
Последна цена	12.60	1.15	62.45	2.13
Брой акции	12 624 725	83 155 092	6 000 000	110 000 000
Паз. Капитализация	159 071 535	95 545 201	374 700 000	234 300 000
Нетна печалба (ttm)	17 554 000	20 811 000	65 974 000	27 400 000
P/E	9.06	4.59	5.68	8.55
Активи (ttm)	898 375 000	1 865 322 000	2 210 492 000	4 310 678 000
Цена/Активи	0.18	0.05	0.17	0.05
Собствен капитал	212 049 000	257 202 000	296 643 000	417 217 000
P/B	0.75	0.37	1.26	0.56
RoE	8.28%	8.09%	22.24%	6.57%
RoA	1.95%	1.12%	2.98%	0.64%

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Цена/печалба  
на банките е  
под 10

Публично търгуваните банки се различават значително по отношение на активите и пазарната капитализация. Всички банки имат съотношение цена/печалба под 10. Съотношението цена/счетоводна стойност само при КТБ надвишава 1, поради високата възвращаемост на капитала и слабата търговия с акцията. Печалбите на банките са от обичайните им банкови операции и не са повлияни от еднократни ефекти.

Сравняваме българските банки с коефициентите на банките в Източна Европа, използвайки медианата на техните показатели, за да елиминираме екстремумите. Данните за съотношението цена/печалба изключват ефекта на загубите при част от разглежданите банки. Поради това получената справедлива цена на акцията, която се сравнява с групата, е по-ниска. Медианата на цена/печалба е 13.91, докато на цена/счетоводна стойност е 1.05.

Оценка

	БАКБ	ЦКБ	КТБ	ПИБ
Брой акции	12 624 725	83 155 092	6 000 000	110 000 000
Цена/Печалба	13.91	13.91	13.91	13.91
Нетна печалба (ttm)	17 554 000	20 811 000	65 974 000	27 400 000
Цена	19.34	3.48	152.97	3.47
Цена/Счетоводна стойност	1.05	1.05	1.05	1.05
Собствен капитал	212 049 000	257 202 000	296 643 000	417 217 000
Цена	17.62	3.24	51.86	3.98
Справедлива цена	18.48	3.36	102.42	3.72
Премия (Отбив)	46.68%	192.71%	64.00%	74.75%

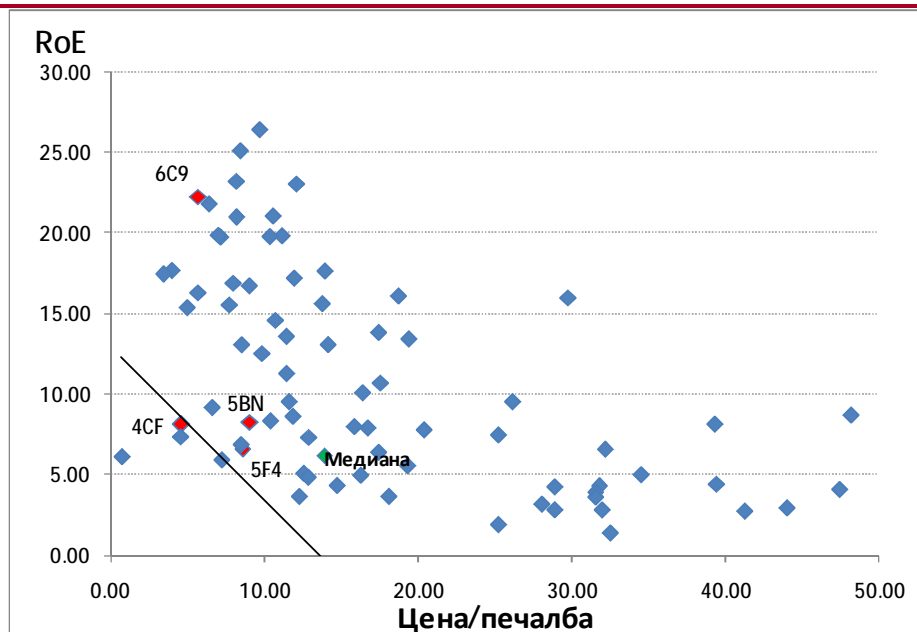
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Според сравнението с регионалните банки, всички български банкови акции са подценени. ЦКБ в момента се търгува над 200% под справедливата цена, изчислена чрез сравнение на P/E и P/B с равни тегла. Двата показателя имат справедливи цени, които са близки една до друга при ЦКБ, ПИБ и БАКБ. Голямата печалба на КТБ допринася за по-високата цена, докато счетоводната стойност на банката е негативен фактор за оценката.

Не очакваме българските публично търгувани банки да са обект на сделки за придобиване при текущите ниски нива на цените. Съотношението цена към активи потвърждава атрактивната оценка, но предлагането е основна пречка пред подобни сделки – малко вероятно е мажоритарните собственици да продават на текущите цени.



Графика 27



Източник: Bloomberg

Българските банки са разположени основно в ниските нива на P/E и възвръщаемост на капитала (RoE). видимо изключение е КТБ, поради високата възвръщаемост на капитала. Повечето от позициите имат ниско P/E и високо RoE. Данните не са изненадващи, тъй като българският капиталов пазар изостава от възстановяването, започнало септември 2009 г., което обяснява ниското P/E на местните банки. Още повече, че загубите от лошите кредити се увеличават през 2009 г., което също има негативен ефект върху печалбата със закъснение спрямо други европейски държави. Тези фактори са основна причина банковите акции да са подценени.

Петгодишната средна възвръщаемостта на капитала за четирите банки е 16.7%. Ще използваме тази стойност като дисконтов фактор при метода на остатъчния доход на банките. Очакваме дългосрочна норма на растеж от 3.5%, докато процентът на разпределяне на печалбата е 33.

#### Първа инвестиционна банка (5F4 BU)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>Общо активи</b>	4 205 076	4 256 134	4 095 287	4 197 669	4 407 553	4 760 157	5 331 376	6 131 082
<b>Заеми и вземания</b>	3 019 043	3 103 821	3 163 298	3 226 564	3 371 759	3 590 924	3 950 016	4 443 768
<i>Като % от активите</i>	71.8%	72.9%	77.2%	76.9%	76.5%	75.4%	74.1%	72.5%
<b>Общо пасиви</b>	3 879 762	3 885 664	3 686 477	3 774 239	3 952 766	4 261 339	4 782 100	5 518 843
<i>Като % от пасивите</i>	92.3%	91.3%	90.0%	89.9%	89.7%	89.5%	89.7%	90.0%
<b>Общо собствен капитал</b>	325 314	370 470	408 810	423 430	454 786	498 818	549 275	612 239
<b>Нетна печалба</b>	50 065	50 931	32 019	25 186	39 668	57 122	69 308	85 835
<b>Възвръщаемост на капитала</b>	15.39%	13.75%	7.83%	5.95%	8.72%	11.45%	12.62%	14.02%
<b>Възвръщаемост на активите</b>	1.19%	1.20%	0.78%	0.60%	0.90%	1.20%	1.30%	1.40%

Очаквания: ЕЛЕНА Трейдинг

Нетната печалба на ПИБ беше под натиск от лошите кредити. Очакваме тази тенденция да се запази през 2010 г. и вероятно в началото на 2011 г. Преструктуриране на провизиите може да повиши финансовия резултат за следващата година, но очакваме, че банката ще функционира при нормални условия едва през 2012 г. ПИБ има отлични услуги за обслужване на дребно и широка клонова мрежа, която ще подкрепи растеж през следващата фаза на експанзия на банковата система. Банката ще се позиционира на по-добро ниво по отношение на депозитите. Постепенната промяна в

пасивите към депозитите на по-ниски лихвени нива, отколкото хибридните капиталови инструменти ще подобри възвращаемостта на активите.

<b>Дисконтирани парични потоци:</b>	
ННС за 5-годишен период	53 997
ННС на остатъчна стойност	245 521
<b>Стойност на капитала</b>	<b>299 518</b>
Емитирани акции в хил.	110 000
<b>Стойност на акция</b>	<b>2.72</b>
Цена на акция	2.13
<i>Премия/(отстъпка)</i>	<i>27.84%</i>

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

<b>Метод на остатъчната стойност:</b>	
Първоначален капитал	423 430
НС за 5-годишен период	(88 147)
НС остатъчна стойност (без ръст на инвестиции)	(35 765)
НС остатъчна стойност (с ръст на инвестиции)	0
<b>Стойност на капитала</b>	<b>299 518</b>
Емитирани акции в хил.	110 000
<b>Стойност на акция</b>	<b>2.72</b>
Цена на акция	2.13
<i>Премия/(отстъпка)</i>	<i>27.84%</i>

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

**Рейтинг:** ПИБ в момента се търгува 30% под стойността на акциите по нашия модел  
**КУПУВАЙ** на оценка. Това е значително по-ниско, отколкото 75% под справедливата  
**Цена цел:** цена, която е изчислена чрез коефициенти на банки в Източна Европа.  
**3.22 лв.** Двете ценови нива са съответно 2.72 лв. и 3.72 лв. за акция. Средната це-  
**Нагоре:** на от двата метода е 3.22 лв. и е нашата едногодишна цел. Това е 50% над  
**51%** текущата пазарна цена и е определящо за препоръката „купувай“ на акци-  
 ята на банката.

#### Пояснения

**Гарантии:** 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 спомената.

**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 конфликтна 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

---

<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 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](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)