

## Българо-Американска кредитна банка (5BN)

Българо-Американска кредитна банка (БАКБ) е специализиран кредитор на малкия и среден бизнес в България чрез програми за финансиране на различни индустрии.

Банката е създадена през 1996 г., собственост на Българо-Американски инвестиционен фонд (БАИФ). Правителството на САЩ осигурява на корпорацията капитал в размер на 57 млн. долара. Управлението на БАИФ се поверява на Съвет на Директорите, назначен с личен указ от Президента на САЩ. Мисията на БАИФ е активно участие в развитието и разширяването на българската икономика чрез печелившо инвестиране и реинвестиране в иновативни пазарни проекти в частния сектор в страната.

**52-седмичен  
връх**  
10.50 лв.

**52-седмично  
дъно**  
21.75 лв.

**52-седмично  
изменение в  
цената**  
-12.94%

**Промяна от  
началото на  
годината**  
-32.71%



Текущата слабост на пазара изпрати позицията на най-ниските ѝ нива от началото на годината. Търгуваните обеми са умерени в сравнение с миналата година, а слабите оферти за покупка и продажба позволяват широко движение на цената, особено в посока надолу. Банката работи предимно с корпоративни клиенти и текущото забавяне на икономиката се отразява негативно на резултатите ѝ през 2009 г.



Източник: Българска народна банка

*Активите от-  
ново растат*

Общите активи на банката се увеличават с 11% за първото тримесечие, спрямо същия период на миналата година. Нормата на растеж значително се подобри в сравнение с минали тримесечия. Основен риск пред БАКБ е качеството на кредитния портфейл и риска за пазара на недвижими имоти, тъй като 90% от кредитите на банката са обезпечени с недвижими имоти.



Източник: Българо-Американска кредитна банка

За първите три месеца на годината, нетният кредитен портфейл на банката намаля с 3.5%. В съответствие с влошаващия се портфейл, БАКБ задели 5.5 млн. лв. като провизии. Към 31 март 2010 г., провизиите покриват 9.8% от брутния кредитен портфейл. Сумата на просрочените кредити, просрочени над 90 дни нарасна до 12.5% през 1 тримесечие 2010 г. в сравнение с 9.5% към края на 2009 г. Съществуващите провизии покриват 78.7% от експозициите над 90 дни.



Източник: Българска народна банка

Към средата на 2009 г. банката провежда агресивна маркетингова политика, особено по отношение на депозитите, която увеличава привлечените средства. Основният източник на финансиране за БАКБ са депозитите от клиенти, най-вече корпоративни. Депозитите от местни и чужди банки съставят 27% от общите депозити. Дълговите книжа са втория по големина източник на финансиране с 32% дял.



Източник: Българска народна банка

Голямото намаление на печалбата през 2009 г. се дължеше на свиване на лихвения марж. БАКБ отчете по-нисък приход от такси и комисионни, и спадът от 73.8% се дължеше основно на изплатени кредити преди падежа. Нетният лихвен приход също намален, но в по-слаба степен – 4.30% на годишна база. Нетният приход от такси и комисионни продължава да се свива и през първото тримесечие на 2010 г. и достигна най-ниското си ниво

от 2007 г. Това се дължеше основно на намаление на кредитите и очакваме тенденцията да се запази най-малко до края на годината. Нетният лихвен приход също намаля на годишна база. Въпреки това, банковата печалба скочи в сравнение с последното тримесечие на 2009 г.

**Корпоративни новини**

- 09 февруари 2010** С решение от 5 февруари 2010 г. Комисията за финансов надзор (КФН) издаде лиценз на „Имоти Директ“ АД СИЦ да извършва дейност като дружество със специална инвестиционна цел за секюритизация на недвижими имоти. КФН потвърди и проспекта за първоначално задължително увеличаване на капитала на Дружеството чрез публично предлагане на 60 000 броя обикновени акции с право на глас с номинална и емисионна стойност 10 лв. всяка. Учредители на Дружеството са Българо-Американска кредитна банка /70% от уставния капитал/ и нейното изцяло дъщерно дружество Капитал Директ /30% от уставния капитал/. БАКБ притежава пряко и непряко 100% от уставния капитал, който е в размер на 1 500 000 лева, разпределен в 150 000 акции с номинална стойност 10 лева всяка.
- 01 април 2010** Българо-Американска кредитна банка публикува отчета си за 2009 г.
- 20 април 2010** БАКБ издаде 15 000 облигации с номинал 1000 евро всяка, които се търгуват на БФБ.
- 30 април 2010** Българо-Американска кредитна банка публикува отчета си за 1 тримесечие на 2010 г.
-

	2007	2008	2009
Парични средства в каса и по разплащателна сметка в БНБ	45 243	48 403	25 473
Финансови активи, държани за търговия	3 528	42	0
Финансови активи, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0
Финансови активи на разположение за продажба	6 358	7 307	6 775
Кредити и вземания (включително финансов лизинг)	623 562	743 325	762 400
Инвестиции държани до падеж	0	0	0
Деривати - Отчитане на хеджиране	54	3 655	3 174
Промени в справедливата стойност на хеджирани позиции в портфейл, хеджиран за лихвен риск	0	0	0
Материални активи	4 635	4 345	9 445
Нематериални активи	218	163	95
Инвестиции в асоциирани, дъщерни и съвместни предприятия (осчетоводени, прилагайки капиталовия метод - включително репутация)	3 000	3 000	4 050
Данъчни активи	208	859	1 178
Други активи	1 482	3 888	814
Нетекущи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	1 344	3 058	1 420
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>	<b>689 632</b>	<b>818 045</b>	<b>814 824</b>
Депозити от централни банки	0	0	0
Финансови пасиви държани за търгуване	0	5	0
Финансови пасиви, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0
Финансови пасиви оценявани по амортизирана стойност	528 639	627 852	603 991
Финансови пасиви, свързани с прехвърлени финансови активи	0	0	0
Деривати - отчитане на хеджиране	619	0	2
Промени в справедливата стойност на хеджирани позиции в портфейл, хеджиран за лихвен риск	0	0	0
Провизии	0	0	0
Данъчни пасиви	2 067	0	0
Други пасиви	5 138	3 295	1 998
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>536 463</b>	<b>631 152</b>	<b>605 991</b>
Емитиран капитал	12 625	12 625	12 625
Премиен резерв	315	315	850
Друг капитал	0	0	0
Преоценъчни резерви и други оценъчни разлики от:	177	-328	-155
Резерви (включително неразмесени печалби)	88 952	121 115	171 493
Обратно изкупени (съкровищни акции)	0	0	0
Доход от текущата година	51 100	53 166	24 020
Междинни дивиденди	0	0	0
Малцинствено участие	0	0	0
<b>ОБЩО КАПИТАЛ</b>	<b>153 169</b>	<b>186 893</b>	<b>208 833</b>

Източник: Българска народна банка

Продължаващи (непреустановени) дейности	2007	2008	2009
Финансови и оперативни приходи и разходи	74 214	83 274	77 322
Приход от лихви	84 895	109 183	104 385
Разход за лихви	18 273	30 449	28 811
Разходи за акционерен капитал, подлежащ на изплащане	0	0	0
Приход от дивиденди	138	185	163
Приходи от такси и комисионни	6 003	3 889	1 058
Разходи за такси и комисионни	101	76	62
Нетни реализирани печалби (загуби) от финансови активи и финансови пасиви, неоценявани по справедлива стойност в печалбата или загубата	-399	1	-262
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви държани за търговане	917	289	395
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	-454	-1 013	-27
Нетни валутни разлики	-463	-149	22
Нетни печалби (загуби) от отписани активи, различни от тези държани за продажба	-6	0	0
Други оперативни приходи	1 957	1 414	461
Други оперативни разходи	0	0	0
Административни разходи	11 270	11 129	12 855
Амортизация	657	680	680
Провизии	0	0	0
Обезценка	5 485	12 421	37 113
Отрицателна репутация, призната незабавно в печалбата 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 нетекучи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба и неопределени за преустановени дейности	0	0	0
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ ПРЕДИ ДАНЪЦИ</b>	<b>56 802</b>	<b>59 044</b>	<b>26 674</b>
Данъчен разход (приход) свързан с печалбата или загубата от продължаващи (непреустановени) дейности	5 702	5 878	2 654
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ СЛЕД ДАНЪЦИ</b>	<b>51 100</b>	<b>53 166</b>	<b>24 020</b>
Печалба или загуба след данъци от преустановени дейности	0	0	0
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА СЛЕД ДАНЪЦИ И ПРЕУСТАНОВЕНИ ДЕЙНОСТИ</b>	<b>51 100</b>	<b>53 166</b>	<b>24 020</b>
Печалба или загуба, принадлежаща на малцинственото участие	0	0	0
<b>ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА, ПРИНАДЛЕЖАЩА НА АКЦИОНЕРИТЕ НА МАЙКАТА</b>	<b>51 100</b>	<b>53 166</b>	<b>24 020</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%

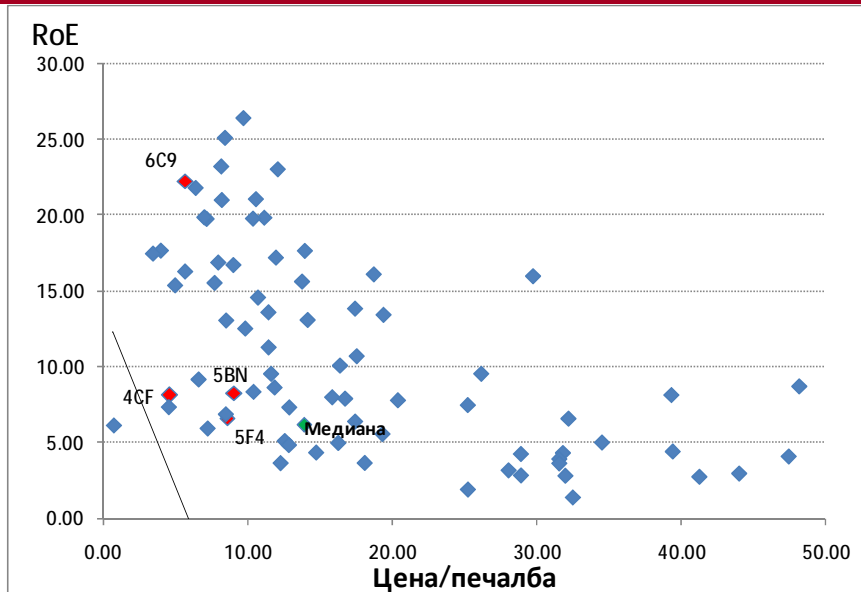
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

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.

#### Българо-Американска кредитна банка (5BN)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Общо активи	689 632	818 045	814 824	825 417	858 433	927 108	1 066 174	1 279 409
Заеми и вземания	623 562	743 325	762 400	777 648	800 977	841 026	941 949	1 083 242
Като % от активите	90.4%	90.9%	93.6%	94.2%	93.3%	90.7%	88.3%	84.7%
Общо пасиви	536 463	631 152	605 991	595 948	605 729	642 599	731 463	882 646
Като % от пасивите	77.8%	77.2%	74.4%	72.2%	70.6%	69.3%	68.6%	69.0%
Общо собствен капитал	153 169	186 893	208 833	229 468	252 704	284 509	334 712	396 763
Нетна печалба	51 100	53 166	24 020	20 635	30 045	41 720	63 970	83 162
Възвръщаемост на капитала	33.36%	28.45%	11.50%	8.99%	11.89%	14.66%	19.11%	20.96%
Възвръщаемост на активите	7.41%	6.50%	2.95%	2.50%	3.50%	4.50%	6.00%	6.50%

Очаквания: ЕЛАНА Трейдинг

Бавно възстановяване до предкризисните нива през 2014 г.

Очакванията ни са, че през следващите пет години ще има бавно възстановяване на строителството и пазара на недвижими имоти в България. Това е сферата на дейност на БАКБ, тъй като три-четвърти от кредитите й в са тези сектори или са обезпечени с ипотека. Отчитайки възможността за бъдещи загуби от лоши кредити, очакваме, че доходността на БАКБ ще се подобри най-рано през следващата година и ще достигне нивата от преди кризата през 2014 г. Очаква се възвръщаемостта на капитала да е пониска, поради по-голямата капиталова база, тъй като кредитната експан-

зия ще е по-слаба в сравнение с периода 2004 г.-2008 г.

<b>Дисконтирани парични потоци:</b>	
ННС за 5-годишен период	39 991
ННС на остатъчна стойност	237 874
<b>Стойност на капитала</b>	<b>277 864</b>
Емитирани акции в хил.	12 625
<b>Стойност на акция</b>	<b>22.01</b>
Цена на акция	12.60
Премия/(отстъпка)	74.68%

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

<b>Метод на остатъчната стойност:</b>	
Първоначален капитал	229 468
НС за 5-годишен период	(6 249)
НС остатъчна стойност (без ръст на инвестиции)	54 645
НС остатъчна стойност (с ръст на инвестиции)	0
<b>Стойност на капитала</b>	<b>277 864</b>
Емитирани акции в хил.	12 625
<b>Стойност на акция</b>	<b>22.01</b>
Цена на акция	12.60
Премия/(отстъпка)	74.68%

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

Рейтинг:  
**КУПУВАЙ**  
Ценова цел:  
**20.24 лв.**  
Нагоре:  
**60%**

Методите ни на оценка изчисляват справедлива стойност от 22.01 лв. на акция. Премията е 75% над текущата пазарна цена. Предпочитаме да използваме по-консервативни очаквания за развитие на пазара на недвижими имоти, поради експанзията на туризма, която в момента е ниво на застой. Въпреки това, рисковете са големи и няма да е изненада да видим по-бързо възстановяване на кредитния пазар от очакваното, което ще има голямо влияние върху пазарната цена на БАКБ.

Справедливата стойност на акцията е по-висока от цената, получена при сравнение на коефициенти. Средната цена по двата метода е 20.24 лв. Даваме препоръка „купувай“ с ценова цел 20.24 лв., което е 60% над текущата цена.

#### 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. Преходно 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)