

## ПЪРВА ИНВЕСТИЦИОННА БАНКА - IPO

### Основна информация

IPO-то на Първа инвестиционна банка (ПИБ) ще стане най-голямото публично предлагане на акции досега в България. Капиталът ще се увеличи с 10 млн. акции, като акционерът и водещ мениджър на емисията Първа финансова брокерска къща ще предложи до 6.5 млн. акции. При цена в диапазона 8 лв.-11 лв., IPO-то може да надхвърли 150 млн. лв. Записването е между 7 май и 18 май, но това ще облекчи процедурата само за малките поръчки - големите инвеститори обичайно изчакват края на периода.

Банковият сектор е атрактивен за инвеститорите, тъй като е представителен за развитието на икономиката и потребителското търсене. След като презаписването при Корпоративна търговска банка (КТБ) е над 13 пъти за пазарните поръчки и 6 пъти за лимитираните на максимална цена, очакваме силно търсене на акциите на ПИБ.

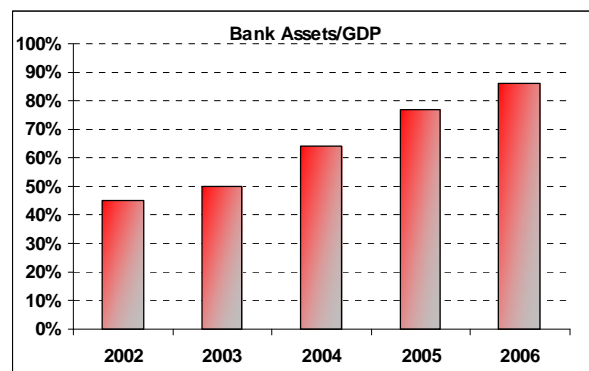
### Банковия сектор в България

Активите в банковия сектор нарастват по-бързо от номиналния БВП и достигат 86% от БВП през миналата година. Сравнен със страните от ЕС този коефициент е все още нисък, като това е основната причина за силния растеж в сектора.

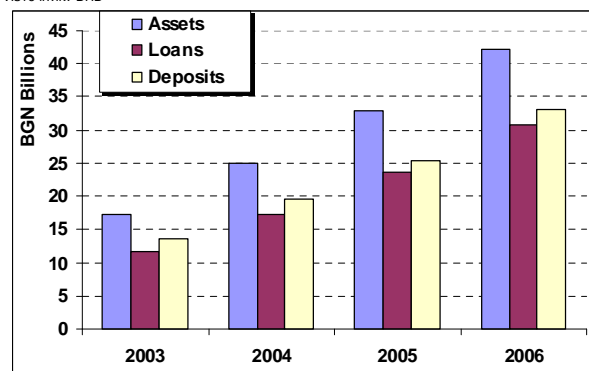
През 2006 г. се забелязват две интересни неща. Първото е намаляващия растеж на заемите от нефинансови институции (НФИ), който е по-слаб от темповете на нарастване на общия обем заеми, активи и депозити. В същото време, депозитите нарастват по-бързо от активите и което е по-важно – по-бързо от заемите на НФИ. Ръстът на кредитите през първото тримесечие на 2007 г. се ускорява, водено от корпоративните заеми.

Новата тенденция на по-бързо нарастване на депозитите променя банковата среда. Излишният ръст на депозитите оказва натиск надолу върху нормите на нетния лихвен доход от банкиране на дребно. Докато лошите кредити се задържат на ниското си равнище, Централната банка ще позволи по-бърз растеж на кредитите както през първото тримесечие. Банките с бърз кредитен ръст и популярност сред клиентите имат по-добри перспективи в средно срочен период.

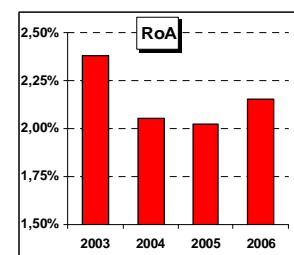
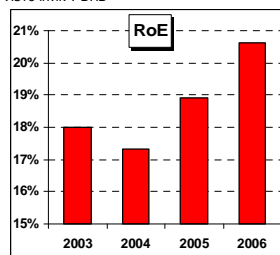
Банковият сектор се радва на дълъг период на нарастващи печалби и приходи от лихви и такси. Това обаче няма да продължи безкрайно. Средното RoE за българските банки е 20.61%, което е близо до средния показател за сектора в Централна и Източна Европа. Скокът на активите през 2004 г. (44%) се отразява в намаление на RoE, но последните години се забелязва значително подобрене.



Източник: БНБ



Източник: БНБ



Средна стойност на Активи и Собствен капитал  
Източник: БНБ  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## ИРО процедура и времева рамка

ПИБ ще увеличи капитала си от 100 млн. акции на 110 млн. Акционерът и водещ мениджър на IPO-то Първа финансова брокерска къща ще предложи за продажба 5 млн. съществуващи акции и до 1.5 млн. акции допълнително в зависимост от презаписването. Няма установен ценови диапазон, но мениджърът на IPO-то очаква цена между 9 лв. и 10 лв. и два пъти презаписване, въз основа на обратната връзка с институционалните инвеститори.

Цената и алокацията ще се определят според условията на бук-билдинга и ще са еднакви за всички участници. Водещия мениджър ще осигури стабилизиране на цената в първите 30 дни от търговията. Периодът на lock-up е шест месеца след предлагането.

## Структура на акционерите

Акционерите с най-голям дял преди IPO-то са основателите на банката г-н Ивайло Мутафчиев и г-н Цеко Минев. Те притежават по 31.83%. ПФБК притежава 13.89%. През годините сред акционерите са били също инвестиционния фонд EPIC и Европейска банка за възстановяване и развитие. Последната продаде дела си от 20% през декември 2005 г. Сред останалите акционери са кипърската Легнано Ентърпрайсис (8.45%), Доменико Венчърс (7%) и Рафаела консултантс (7%).

## Бизнес описание

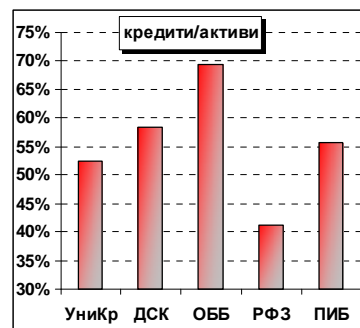
Първа инвестиционна банка е петата по големина банка в България по размер на активите и се конкурира с институциите, притежавани от чуждестранни банки, за да задържи пазарните си позиции. ПИБ е най-голямата банка с български капитал, която предлага универсални банкови услуги чрез широка клонова мрежа. Създадена е през 1993 г., а през 1997 г. получава лиценз от БНБ. Първоначално предлага услуги на корпоративни клиенти, но постепенно разширява дейността си и към физически лица.

ПИБ е третият по големина корпоративен заемодател с 9% пазарен дял на банковите кредити за нефинансови институции (НФИ). Това е повече, отколкото пазарния дял на активите от 7.5%, но позициите ѝ в други сегменти са по-слаби - делът на банката при потребителските кредити е 4.7%, а при ипотечните 6.7%. Кредитите представляват 55% от общите активи, което е близо до средното за петте най-големи банки в България.

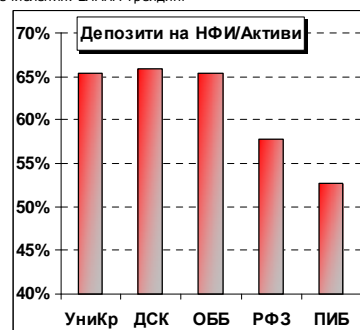
Структурата на кредитния портфейл на ПИБ показва, че банката е с най-ниско ниво на потребителски (12.38%) и ипотечни кредити (13.38%), в сравнение с общо заемите на петте банки. Търговските кредити представляват 70% от заемите за нефинансови институции. Тази специализация не е нещо уникално за първите 5 банки, в действителност Уникредит Булбанк (УниКр) и Райфайзен банк (РФЗ) също са насочили вниманието си към корпоративните кредити. Растежа на кредитите при ПИБ е над средния за банковата система.

Съотношението депозити на НФИ към активи на ПИБ е 53%, което е под средното за петте най-големи банки. Това показва значението на облигациите, синдикираните заеми и споразуменията за обратно изкупуване. Тези привлечени капитали имат по-висока цена от нормите на депозитите.

Депозитите за индивидуални клиенти са 61% от всички депозити и нарастват средно с 45% годишно за последните три години. Средната лихва платена по привлечените средства през 2006 г. е 4.31%. Зад по-ниските лихвени разходи



Източник: БНБ, края на 2006 г.  
Данните за Уникредит Булбанк са сумирани за Булбанк, НВБ Биохим и Хеброс банк  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг



Източник: БНБ, края на 2006 г.  
Данните за Уникредит Булбанк са сумирани за Булбанк, НВБ Биохим и Хеброс банк  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

стоят нарастващия дял на депозитите. Подобрената рискова премия на ПИБ допринася за намаление на лихвите по облигациите, въпреки високия EURIBOR.

Няколко рефинансиращи операции през 2008 г. ще подобрят в бъдеще средната лихва, плащана по привлечените средства. Общите разходи към приходите намаляват поради икономии от мащаба.

## Бизнес описание

ПИБ поддържа силен ръст на активите. Удивителните 52.80% през 2005 г. са последвани от 25.05% през 2006 г. Ограниченията на кредитната експанзия, наложени от БНБ се отразиха отрицателно върху заемите. В следствие, ръстът намален под средното за банковата система през 2006 г. (28.44%).

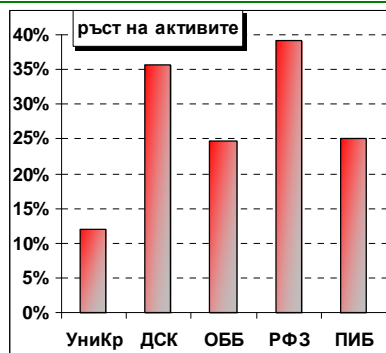
Това има позитивен ефект върху доходните коефициенти. Възвращаемостта на осреднения собствен капитал се подобри на 19.69% през 2006 г., спрямо 17.43% година по-рано. Възвращаемостта на осреднените активи нарасна на 1.05% през 2006 г. от 0.90% през 2005 г., но все още е под 1.32% през 2004 г.

Необходимостта от нов капитал също намален. Ръстът на депозитите (40.9% през 2006 г.) беше достатъчен да поддържа нарастването на активите. Депозитите имат по-ниски разходи в сравнение с други източници на капитал.

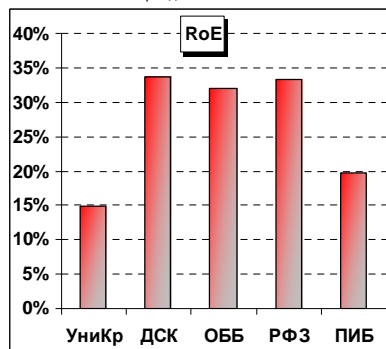
Банката използва подчинен дълг и хибридни капиталови инструменти, за да повишава собствения си капитал, заедно с неразпределената печалба. Подчиненият дълг и хибридните капиталови инструменти се използват при оценка на капиталовата адекватност и са основните инструменти за поддържане на ръста на активите.

2006 г. доказа, че стратегията „растеж на всяка цена“ не е най-добрата за ПИБ. Увеличаването на капитала ще осигури по-евтино финансиране в сравнение с облигациите и хибридните капиталови инструменти. Банката предвижда да задържи позицията си на петата по големина с 8% пазарен дял през 2008 г. Очакваните RoA и RoE са над 2% и 23% през 2009 г. Това изисква не само по-добро съотношение на приходите към разходите, а и намаляване на средната лихва плащана по дългови инструменти.

Кредитният рейтинг на банката от Moody's е Ba3 /положителна перспектива/, а от Fitch е BB - /положителна перспектива/.



Източник: БНБ, края на 2006 г.  
Данните за Уникредит Булбанк са сумирани за Булбанк, НВБ Биохим и Хеброс банк  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг



Източник: БНБ, края на 2006 г.  
Данните за Уникредит Булбанк са сумирани за Булбанк, НВБ Биохим и Хеброс банк  
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

## Капиталова адекватност

Коефициентът на капиталова адекватност за 2006 г. е 13.05% спрямо 13.96% през 2005 г. Средното за банковата система през 2006 г. е 14.50%, а минималният за българските банки коефициент е 12%.

Рисковата експозиция е близо до средното за банковата система. Кредитите под наблюдение са 1.26% от общото количество кредити, докато нестандартните и необслужвани заеми са 3.6%. Част от кредитите под наблюдение през 2005 г. (4.87%) са преминали към други категории, като намаляват до 1.89% през 2006 г.

## Финансова ситуация и прогнози

Хил. лв.	2004	2005	2006	2007п	2008п	2009п
Активи - края на периода	1 651 119	2 522 983	3 155 046	3 734 000	4 377 000	5 382 000
Активи - средно	1 336 723	2 330 928	2 733 118	3 444 523	4 055 500	4 879 500
Собствен капитал - края на периода	108 429	129 628	168 350	300 400	379 026	473 148
Собствен капитал - средно	102 603	120 610	145 975	234 375	339 713	426 087
Нетна печалба	17 620	21 018	28 747	45 000	71 000	98 000
RoE	17,17%	17,43%	19,69%	19,20%	20,90%	23,00%
RoA	1,32%	0,90%	1,05%	1,31%	1,75%	2,01%

Прогнози на ПИБ и ПФБК

## Оценка

Цената за IPO-то ще зависи от получените поръчки, а в проспекта не се предвижда минимална или максимална цена. Водещият мениджър очаква цена **между 9 лв. и 10 лв.** за акция. Отчетът за първото тримесечие е позитивна стъпка за осъществяването на прогнозните цели за активите, RoA и нетната печалба. Активите намаляват, но нетния лихвен доход се подобрява в сравнение с предходната година и с миналото тримесечие.

Разширихме очаквания ценови диапазон на 7.50 лв.–12.00 лв., за да изведем показателите P/E и P/B. Сравнението с банките в Централна и Източна Европа показва средно P/B 4. Средното P/E е под 25 за Полша, Унгария и Чехия, но бързо-развиващите се пазари подобно на България, Румъния и Хърватска търгуват при по-високи показатели.

Ниските нива на рейнджа (9 лв.) са приемливи с факта, че P/E е 30, но счетоводната стойност от 3.70 изглежда атрактивна в сравнение с други български банки.

При изчисленията, базирани на forward P/E допускаме 20% ръст на активите през 2007 г. и RoA от 1.30%. Изчислената нетна печалба за 2007 г. е почти равна на определената от мениджмънта. Използваме P/E 20, за да включим и негативните изненади, от които се получава цена 8.20 лв. Анализът на чувствителността разширява изчисленията до forward P/E 24 и по-добра възвращаемост на активите.

Пазарът толерира по-високо P/E в замяна на P/B 4. Това е и причината да очакваме цена между 9.50 лв. и 10 лв. за IPO-то. Източникът на евтин капитал би трябвало да подобри доходността на банката в средно-срочен и дългосрочен период.

### Оценка според P/E и P/B

Цена	P/E	P/B	Цена	P/E	P/B
7,50	24,65	3,26	10,00	32,87	3,95
8,00	26,29	3,41	10,50	34,51	4,08
8,50	27,94	3,55	11,00	36,15	4,20
9,00	29,58	3,69	11,50	37,80	4,31
9,50	31,22	3,83	12,00	39,44	4,43

Данните за първото тримесечие на 2007 при изчисление на P/E и P/B with с презумпция на изцяло записване на IPO-то.

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

### Оценка според Forward P/E

Хил. лв.	
Ръст на активите	20,00%
Активи - края на периода	3 786 055
Активи - средно	3 470 551
RoA	1,30%
Очаквана нетна печалба	45 117
Очакван Forward P/E	20,00
Изчислена пазарна капитализация	902 343
Брой акции	110 000 000
Цена на акция (лв.)	8,20

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

### Анализ на чувствителността

	RoA					
	1,20%	1,25%	1,30%	1,35%	1,40%	
Forward P/E	17	6,44	6,70	6,97	7,24	7,51
	18	6,81	7,10	7,38	7,67	7,95
	19	7,19	7,49	7,79	8,09	8,39
	20	7,57	7,89	8,20	8,52	8,83
	21	7,95	8,28	8,61	8,94	9,28
	22	8,33	8,68	9,02	9,37	9,72
	23	8,71	9,07	9,43	9,80	10,16
	24	9,09	9,47	9,84	10,22	10,60

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

**Цена на цен в едногодишен период**

Ценовата цел в едногодишен период е изчислена чрез P/E 25 и очакваната нетна печалба, както и чрез P/B 4 и собствен капитал 300 млн. лв. Двете стойности са над ценовия диапазон на IPO-то. P/E 25 и P/B 4 са по-ниски от показателите на публичните български банки. Не даваме по-високи стойности на ПИБ, тъй като тя е голяма банка и ще има по-добра ликвидност и по-голям free float.

Ликвидните български акции се търгуват при P/E 25 или по-високо за последните няколко тримесечия и ние очакваме, че подобни стойности на показателите ще са характерни за пазара в средно-срочна перспектива.

Хил. лв.	
Нетна печалба	45 117
P/E	25,00
Изчислена пазарна капитализация	1 127 929
<b>Цена на акция (лв.)</b>	<b>10,25</b>
Собствен капитал	300 400
P/B	4,00
Изчислена пазарна капитализация	1 201 600
<b>Цена на акция (лв.)</b>	<b>10,92</b>

Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

**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 подсури 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 инвестициите 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:

---

**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 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

**Телефон:**  
+ 359 2 810 00 23

**E-mail:**  
[tsachev@elana.net](mailto:tsachev@elana.net)

**Интернет:**  
[www.elana.net](http://www.elana.net)