

КОРПОРАТИВНА ТЪРГОВСКА БАНКА - IPO

Основна информация

Корпоративна търговска банка (КТБ) ще увеличи капитала си на 10 май тази година като ще стане първото банково IPO в България. От 7 май до 18 май е планирано и едно по-голямо IPO - на Първа инвестиционна банка. Банковият сектор е обект на голям инвестиционен интерес, тъй като е представителен за развитието на икономиката и потребителското търсене. Очакваме значително търсене на акциите на двете банки. Въпреки три пъти по-малкия си баланс, КТБ не бива да се пренебрегва, поради специализацията ѝ в обслужване на корпоративни клиенти, възможностите за ръст в сектора и потенциалните печалби.

IPO-то е планирано за 10 май и има няколко особености – акциите ще се разпределят чрез търг, който няма да е известният book-building, както при вече приключеното IPO на Каолин.

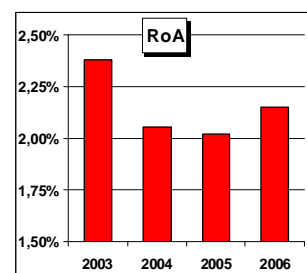
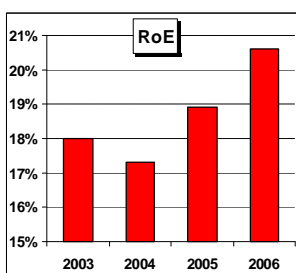
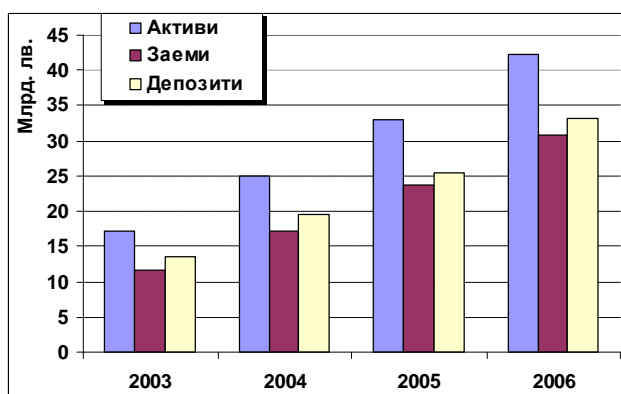
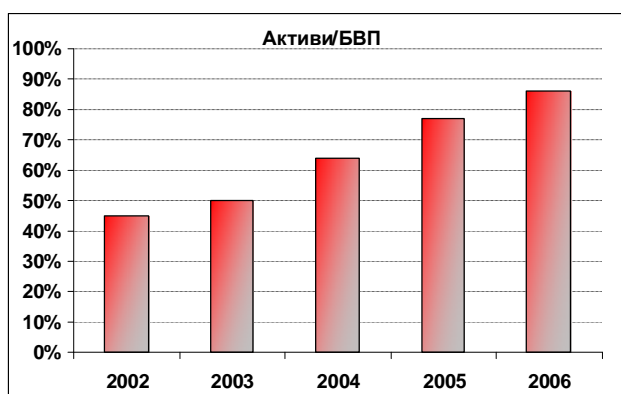
Банковият сектор в България

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, а това е основната причина за силния растеж в сектора.

През 2006 г. се забелязват две интересни неща. Първото е намаляващия темп на растеж на заемите от нефинансови институции (НФИ), който е по-слаб от нормите 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 за НФИ.

Новата тенденция на по-бързо нарастване на депозитите променя банковата среда. Кредитният бум се охлажда и банките трябва да търсят допълнителен начин да привличат клиенти и да поддържат нормите на печалбата си, като излишните депозити ще окажат натиск надолу върху нормите на нетния лихвен доход. Банките с бърз кредитен растеж и популярност сред нови клиенти имат подобри перспективи в средно-срочен период. В допълнение, банковата система може да срещне трудности, ако качеството на кредитите се влоши, поради усилената конкуренция и ниските изисквания към клиентите.

Банковият сектор се радва на голям 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 намаляване на RoE и RoA, но последните години се забелязва значително подобрение.



Средна стойност за активи и собствен капитал

IPO процедура и времева рамка

КТБ ще предложи 1 млн. акции на цена между 45 лв. и 58.50 лв. Номиналната стойност на всяка акция е 10 лв., а капиталът ще бъде увеличен от 50 млн. лв. на 60 млн. лв. Акциите ще се разпределят чрез търг в съотношение 70% и 30%, съответно за пазарни и лимитирани поръчки. Презаписването ще доведе до различни съотношения в изпълнението на пазарни и лимитирани поръчки. Ако заявленията, получени на минималната цена на изпълнение превишат останалия брой акции на това ниво, ще има и процентно изпълнение за лимитираните поръчки. Заявките за покупка над тази цена ще се изпълняват изцяло. Ако презаписването стане на максималната цена, всички поръчки на нея ще се изпълнят пропорционално, а останалите ще бъдат неудовлетворени. Цената на пазарните поръчки ще бъде средната за всички изпълнени лимитирани. На всеки участник е позволено не повече от една пазарна и десет лимитирани поръчки, но общо за не повече от 250 000 акции. Съществува изискване за минимално закупуване на 25 акции. Това означава, че ако след презаписването броят акции падне под 25, поръчката се счита за отхвърлена. Датата за поръчките е 10 май 2007 г. , между 9:00 ч и 16:00 ч местно време. IPO- то на КТБ ще е първото голямо публично предлагане с различни цени на изпълнение на лимитираните поръчки в кратката пазарна история на България.

Бизнес описание

КТБ е тринадесетата по големина българска банка по размер на активите. Създадена е през 1994 г. и успява да оцелее по време на финансовата криза през 1996 г.–1997 г. Главно е фокусирана към корпоративни клиенти, но банката няма голяма експозиция към един или няколко клиента. Като резултат, поддържа относително малък брой офиси, в сравнение с други търговски банки.

- Структурата на депозити на клиентите: 30% индивидуални, 30% частни компании и 35 % държавни компании. Делът на депозитите на държавните компании е голям, но намалява с увеличаване клиентската база на банката. През 2006 г. нарастването на депозитите е 93.50%.
- Структура на депозитите, според падежа и валутата: с падеж под една година – 80%. Половината от депозитите са в лева, една трета са в евро и останалите са в щатски долари.
- Средна цена, платена на депозитите – 3.99%. Средната лихва за срочни депозити в банковата система за 2006 г. е 3.47.
- Структура на активите: Заеми за финансови институции – 42.7%, Търговски заеми – 37.8%, Потребителски и жилищни ипотечни заеми на индивидуални клиенти – по-малко от 1%, Ценни книжа – 5%, Ликвидни средства – 12%.
- Структура на заемите за клиенти: 88.9% частни фирми, 2% индивидуални.
- Структура на заемите по сектори: търговия на дребно – 44.7%, промишленост – 21.6%, строителство – 12.8%, недвижими имоти – 5%.
- Структура на заемите според падежа и валутата: По-малко от 1 година – 49%, между 1 и 5 години - 48%, повече от 5 години – 3%. В лева 60%, в евро 32%, в щатски долари 8%.
- 91.5% от заемите имат обезпечение.
- Средна годишна доходност от заеми – 6.94%. Средно за банковата система през 2006 г. е 9.65% за дългосрочните и 8.82% за краткосрочните заеми. Доходността от кредитния портфейл на банката за 2006 г. е 10.24% и 10.58 % за 2005 г.

Бързото нарастване на депозитите и по-слабото увеличение на търговските заеми през 2006 г. се отразяват в необичайно структуриране на активите и ниска лихвена норма. Нетната печалба и Възвращаемостта на капитала бяха на много ниски нива, в сравнение със средните за банковата система на България. 90 % от депозитите на КТБ са в чуждестранни финансови институции с инвестиционен кредитен рейтинг.

Структура на акционерите

Мажоритарният собственик на КТБ е Бромек АД с 69.34% от капитала. Мажоритарният акционер не предвижда да намали своя дял с увеличението на капитала. В договора няма включено lock-up споразумение, но и не е дискутирано или планирано по-нататъшно предлагане на акции. Вторият по големина акционер е Технологичен център „Институт по микроелектроника“ с 29.06%.

Ликвидност

Ликвидността и платежоспособността на банката изискват специално внимание. Ликвидните активи покриват над 45 % от общите депозити и 65% от депозитите на виждане. КТБ има само 1% лоши кредити и качеството на кредитният ѝ портфейл е по-добро спрямо Първа инвестиционна банка или от средното за банковия сектор. КТБ поддържа консервативна кредитна политика за нови кредити и поради това е нисък броя на необслужваните заеми. Освен това, повечето кредити са краткосрочни със съответното обезпечение.

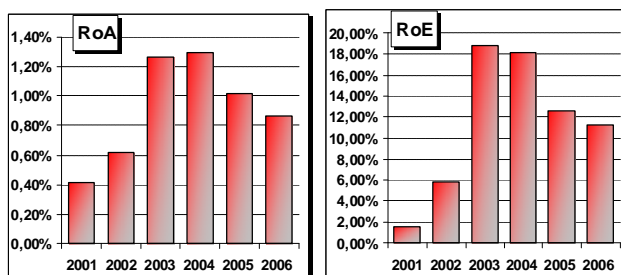
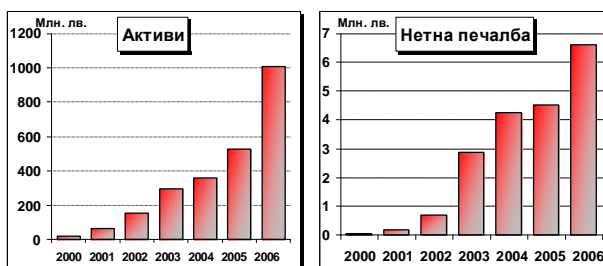
Капиталовата адекватност за 2006 г. е 13.27% или е нараснала в сравнение с 12.30% през 2005 г. Средното за банковата система през 2006 г. е 14.50%.

Финансово състояние и възможности за растеж

Нетната печалба за 2006 г. е далеч от атрактивното, но перспективите за растеж оправдават участието в IPO-то, като дори очакваме силно представяне на акциите тази година. Банковите активи нарастват по-бързо от средното за сектора, а нетната печалба продължава да е под натиска от високите лихви, платени по депозити и ниските приходи от заеми за финансови институции.

Това ще се промени през 2007 г., за когато е предвидено съотношение от 48-50% между търговските заеми и общия размер на активите (съотношението през 2006 г. е 38%). Освен това предварителните финансови резултати показват и подобряване спрямо ситуацията миналата година (очакваме пълният доклад преди IPO-то). Нетната печалба за първото тримесечие на 2007 г. е 5.25 млн. лв. или почти колкото печалбата за цялата 2006 г. след облагането ѝ с данъци.

Мениджмънтът очаква по-бавно нарастване на активите и нетна печалба от 20 млн. лв. за 2007 г. Това трябва да сложи край на периода на намаляваща възвращаемост на активите и собствения капитал. КТБ работи в много специализирана и доходоносна ниша и ще разшири фокуса си към малки и средни предприятия. Банката не предвижда никакви значими разраствания на клоновете, което би оказало натиск върху нормата на печалба като ще инвестира в интернет банкиране за малки и средни предприятия.



Средна стойност за активи и собствен капитал

Прогнозираният финансов резултат за 2007 г. изглежда достижим след стабилното представяне през първото тримесечие. Основната движеща сила е ниското нарастване на активите (въпреки, че може да се ускори) и 50% кредити/активи, което ще изпрати RoA и RoE към средното за банковата система за 2006 г. Дори консервативния подход (базиран на бърз растеж на активите, високи лихвени плащания по депозити и конкурентен натиск над лихвените нива) поддържа очакванията за нетна печалба от 21 млн. лв.

Хил. лв.	2004	2005	2006	2007п	2008п	2009п
Активи - края на периода	359 498	523 860	1 005 555	1 171 069	1 698 050	2 207 465
Активи - средно	341 787	463 903	810 197	1 086 357	1 520 901	2 053 217
Собствен капитал - края на периода	28 544	43 012	74 894	146 893	184 830	239 331
Собствен капитал - средно	26 257	39 087	56 952	126 201	175 346	225 706
Нетна печалба	4 251	4 497	6 607	21 733	37 937	54 500
RoE	16,19%	11,51%	11,60%	17,22%	21,64%	24,15%
RoA	1,24%	0,97%	0,82%	2,00%	2,49%	2,65%

Средните стойности за периода 2004 до 2006 за активите и собствения капитал са изчислени от тримесечните отчети на банката

Оценка

Минималната цена за IPO-то на КТБ е определена от водещия мениджър след сравнение с банки от Централна и Източна Европа по P/E, P/B и RoE. Теглото на този метод при формиране на минималната цена е 70%, а excess return методът останалите 30%. По този начин минималната цена се определя на 45 лв. а най-високата е с 30% отгоре. Средните коефициенти за банките от ЦИЕ са P/E от 27 и P/B 4.12, а RoE е 15.47%. Средното за трите публични български банки е значително по-високо.

Увеличението на капитала ще е между 45 млн. лв. и 58.50 млн. лв., което ще доведе до счетоводна цена на акция в диапазона 20 – 22 лв. P/B ще се движи между 2.25 и 2.63 след IPO. Това ще подобри текущия P/B от 3, изчислено на основа на минималната цена и капитала преди IPO. Това е доста атрактивно число, сравнено с други публично търгувани български банки. Коефициентът P/E (изчислен на база печалбата за 2006 г. и нарастания капитал) е относително висок, но очакваната печалба от 21 млн. лв. сваля forward P/E под 17 при максималната цена.

Брой нови акции	1 000 000	
Брой съществуващи акции	5 000 000	
Основен капитал след IPO	60 000 000	
Ценови граници	45,00	58,50
Набран капитал	45 000 000	58 500 000
Собствен капитал след IPO	1 19 894 000	133 394 000
Пазарна капитализация	270 000 000	351 000 000
Нетна печалба - 2006	6 607 000	
P/E	40,87	53,13
Счетоводна стойност	19,98	22,23
P/B	2,25	2,63
Активи	1 005 555 000	1 005 555 000
P/Assets	0,27	0,35
Нетна печалба - 2007	21 000 000	
Forward P/E	12,86	16,71

Примерната оценка за търга се базира на очакванията за по-голям растеж на активите (25% за 2007 г. или средното за банковата система) и по-ниско RoA като резултат от ускореното нарастване на активите. Получава се нетна печалба над 20 млн. лв., като тези данни се използват за изчисляване на пазарната капитализация чрез *forward P/E*. Анализ чрез различни стойности за чрез *forward P/E* и RoA показва цени над 50лв. Това е и причината да очакваме, че средната цена на търга ще бъде в горната половина на диапазона 45 -58 лв.

Оценка според Forward P/E

Хил. лв.	
Ръст на активите	25,00%
Активи - края на периода	1 256 944
Активи - средно	1 131 249
RoA	1,80%
Очаквана нетна печалба	20 362
Очакван <i>Forward P/E</i>	16,00
Изчислена пазарна капитализация	325 800
Брой акции	6 000 000
Цена на акция (лв.)	54,30

Анализ на чувствителността

	RoA					
	1,60%	1,70%	1,80%	1,90%	2,00%	
Forward P/E	13	39,22	41,67	44,12	46,57	49,02
	14	42,23	44,87	47,51	50,15	52,79
	15	45,25	48,08	50,91	53,73	56,56
	16	48,27	51,28	54,30	57,32	60,33
	17	51,28	54,49	57,69	60,90	64,10
	18	54,30	57,69	61,09	64,48	67,87
	19	57,32	60,90	64,48	68,06	71,65
	20	60,33	64,10	67,87	71,65	75,42

Ценова цел в едногодишен период

Ценовата цел в едногодишен период е изчислена чрез P/E от 25 и очакваната нетна печалба, така както и чрез P/B от 4 и собствен капитал на стойност 145 млн. лв. (сумата от печалбата за 2007 и стойност на собствения капитал от IPO-то от средната за диапазона 45-58.8). Двете стойности са над ценовия диапазон за IPO-то и показват значителна възвращаемост.

P/E от 25 и P/B от 4 са по-ниски от текущите на вече търгуваните български банки. Ликвидните български акции се търгуват на нива от P/E 25 или по-високо през последните няколко тримесечия, като очакваме, че подобни стойности ще бъдат валидни за пазара в средно сроден период.

Хил. лв.	
Нетна печалба	21 000
P/E	25,00
Изчислена пазарна капитализация	525 000
Цена на акция (лв.)	87,50
Собствен капитал	145 000
P/B	4,00
Изчислена пазарна капитализация	580 000
Цена на акция (лв.)	96,67

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 конфликтни 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 публикуваната 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 публикуваната препоръка. 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

Интернет:
www.elana.net