



### Цена на акцията на ПИБ



Активите на Първа инвестиционна банка (5F4) продължиха да се увеличават със стабилен темп на годишна база. Само за четвъртото тримесечие нарастват с 23%, което поддържа темпа за втора поредна година. Въпреки това, заемите и вземанията не успяват да запазят нивото си и се свиват с 1% след три поредни тримесечия на значителен ръст. Техният дял от общите активи намалява до 71%, което се отразява върху доходността на банката. ПИБ подобрява баланса си по-добре отколкото е средното за банковата система – 5% ръст на активите и 3% на кредитите средно за последните четири тримесечия.

Печалбата на трезора увеличи капитала със стабилна норма. Въпреки това, активите нараснаха по-бързо и съотношението активи към собствен капитал падна под 8% за пръв път от 2007 г. Това ограничава възможностите за растеж на банката и притиска мениджмънта да подобри доходността и съотношението заеми към депозити, което отново е близо до историческото си дъно (0.78). Алтернативата е увеличение на капитала, което ще има негативно отражение на цената на акцията, както показаха увеличения на капитала на други компании в България.

Кредитите и вземанията намалеха с 1.3% през четвъртото тримесечие. Основна причина за това са заемите за други финансови институции, докато експозициите на дребно и фирмените заеми се повишават. Така ще се подобри доходността на банката в краткосрочен период.

Финансовите активи на ПИБ нарастват до 11.6% от общите. Това е средното ниво от 2007 г. Ако ръстът на банката се сведе до едноцифрено число, може да очакваме че финансовите активи ще останат на текущото си ниво, което ще има положителен ефект върху доходността.

Нетният лихвен марж пада до 5.10% за последните четири тримесечия, което е спад спрямо 5.71% за първото полугодие на база последните 12 месеца. Приходът от лихви за отчетния период е без промяна – 110 млн. лв.

Разходите за обезценка са на стойност 9.5 млн. лв. за четвъртото тримесечие, което е спад на годишна база. За цялата 2011 г. обаче обезценката надхвърля 34 млн. лв. Банката отчита нарастваща обезценка по отношение на ипотечните заеми на физически лица и корпоративните заеми.

Нетната печалба нарасна с 18.4% през 2011 г. въпреки високите разходи за обезценка. Това показва подобрена доходност на банката в изключително конкурентна по отношение на лихвите пазарна среда. Още повече, че увеличаващият се пазарен дял поставя банката в добра позиция за ръст на нетната печалба.

### Оценка

Сравняваме коефициентите на трите големи български публични банки със средното за Източна Европа. Съотношенията цена към печалба и цена към счетоводна стойност за изчислени на база неконсолидираните резултати за последните 12 месеца.

Таблица 1  
Оценка чрез  
коефициенти

	ЦКБ	КТБ	ПИБ
Брой акции	83 155 092	6 000 000	110 000 000
Цена/Печалба	12.65	12.65	12.65
Нетна печалба (ttm)	13 409 000	60 951 000	36 503 000
Цена	2.04	128.50	4.20
Цена/Счетоводна стойност	0.86	0.86	0.86
Собствен капитал	333 566 000	383 098 000	477 044 000
Цена	3.46	55.07	3.74
Справедлива цена	2.75	91.79	3.97
Текуща цена	0.83	76.00	1.88
Премия (Отбив)	230.12%	20.77%	111.13%

Източник: неконсолидирани отчети, Bloomberg  
Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

ПИБ е подценена по отношение на счетоводна стойност и нетна печалба. Двата коефициента дават сходни цени. Още повече, банката се търгува на ниско съотношение цена към активи, което предполага че е подценена по отношение на пазарен дял и позиция в местната банкова система. Накратко, справедливата цена на ПИБ е два пъти по-висока от текущата цена, без дисбаланс между ценовата цел получена чрез съпоставяне на P/B и P/E.

Таблица 2, Прогнози

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Общо активи	4 095 287	4 943 973	6 101 669	7 016 919	7 578 273	8 336 100	9 169 710	10 315 924
Заеми и вземания	3 163 298	3 447 076	4 367 699	5 241 239	5 712 950	6 227 116	6 787 556	7 466 312
Като % от активите	77.2%	69.7%	71.6%	74.7%	75.4%	74.7%	74.0%	72.4%
Общо пасиви	3 686 477	4 504 210	5 624 625	6 539 618	7 059 880	7 753 103	8 504 185	9 557 762
Като % от активите	90.0%	91.1%	92.2%	93.2%	93.2%	93.0%	92.7%	92.7%
Общо собствен капитал	408 810	439 763	477 044	477 302	518 393	582 997	665 525	758 162
Нетна печалба	32 019	30 838	36 503	47 715	56 837	83 361	110 037	128 949
Възвращаемост на капитала	7.83%	7.01%	7.65%	10.00%	10.96%	14.30%	16.53%	17.01%
Възвращаемост на активите	0.78%	0.62%	0.60%	0.68%	0.75%	1.00%	1.20%	1.25%

Изчисления и прогнози: ЕЛАНА Трејдинг

Ръстът през 2011 г. беше много силен и се съмняваме, че ще се повтори и тази година. Българските банки привлякоха доста депозити и ще продължат да го правят в близко бъдеще, което ще се отрази на лихвите. Предпочитаме да сме по-консервативни в прогнозите си за 2013 г. и след това, поради необходимостта от увеличение на капитала. Също така очакваме подобрене в доходността, в следствие на забавянето в ръста на обезценките. Въпреки това, необслужваните корпоративни заеми ще продължат да имат негативно влияние тази година. Подобряването на икономическата среда ще е видимо през следващата година и ще повиши, едновременно с видимо понижението на съотношението лоши кредити към общите.

## Първа инвестиционна банка 2011

20 февруари 2012

Дисконтирани парични потоци:	
ННС за 5-годишен период	87 880
ННС на остатъчна стойност	442 362
<b>Стойност на капитала</b>	<b>530 242</b>
Емитирани акции в хил.	110 000
<b>Стойност на акция</b>	<b>4.82</b>
Цена на акция	1.88
<i>Премия/(отстъпка)</i>	<i>156.40%</i>

Метод на остатъчната стойност:	
Първоначален капитал	477 302
НС за 5-годишен период	(9 915)
НС остатъчна стойност (без ръст на инвестиции)	62 855
НС остатъчна стойност (с ръст на инвестиции)	0
<b>Стойност на капитала</b>	<b>530 242</b>
Емитирани акции в хил.	110 000
<b>Стойност на акция</b>	<b>4.82</b>
Цена на акция	1.88
<i>Премия/(отстъпка)</i>	<i>156.40%</i>

### Препоръка и ценова цел

*Препоръка:* Промяната в справедливата цена не е значителна спрямо предходните ни изчисления. Цената се качва от 4.14 лв. на 4.82 лв. за акция. Това е по-високо спрямо справедливата цена, изчислена на база коефициенти. **КУПУВАЙ**

*Ценова цел:* Нашата едногодишна цел е базирана на оценката според коефициентите и остава 100% над текущите нива. Въпреки това, в тази пазарна среда ще е доста трудно постижима по-висока цена в едногодишен хоризонт. **3.97 лв.**

*Повишение:* Виждаме стойност в българската банкова система и в частност в ПИБ. Основният риск остава доверието на инвеститорите, което може да бъде разклатено в случай на бъдещо увеличение на капитала. **111%**

## Първа инвестиционна банка 2011

20 февруари 2012

### Финансови данни

	2007	2008	2009	2010	2011
Парични средства в каса и по разплащателна сметка в БНБ	540 344	587 396	398 874	495 291	772 955
Финансови активи, държани за търговия	13 529	9 681	9 023	16 641	8 659
Финансови активи, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0	0	0
Финансови активи на разположение за продажба	374 203	286 624	285 110	708 861	644 553
Кредити и вземания (включително финансов лизинг)	3 019 043	3 103 821	3 163 298	3 447 076	4 367 699
Инвестиции държани до падеж	104 706	60 393	30 018	38 207	54 961
Деривати - Отчитане на хеджиране	823	274	0	0	0
Промени в справедливата стойност на хеджирани позиции в портфейл, хеджиран за лихвен риск	0	0	0	0	0
Материални активи	1 11 282	149 010	127 683	124 909	115 942
Нематериални активи	429	5 164	18 115	16 321	14 343
Инвестиции в асоциирани, дъщерни и съвместни предприятия (осчетоводени, прилагайки капиталовия метод - включително репутация)	22 965	24 920	28 876	34 341	36 371
Данъчни активи	862	2 047	3 270	6 414	4 549
Други активи	11 960	20 796	20 926	22 465	27 224
Нетекучи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	4 930	6 008	10 094	33 447	54 413
<b>ОБЩО АКТИВИ</b>	<b>4 205 076</b>	<b>4 256 134</b>	<b>4 095 287</b>	<b>4 943 973</b>	<b>6 101 669</b>
Депозити от централни банки	0	0	0	0	0
Финансови пасиви държани за търгуване	0	0	0	0	0
Финансови пасиви, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0	0	0
Финансови пасиви оценявани по амортизирана стойност	3 870 326	3 877 460	3 677 884	4 497 390	5 617 141
Финансови пасиви, свързани с прехвърлени финансови активи	0	0	0	0	0
Деривати - отчитане на хеджиране	1 924	1 336	248	247	358
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	4 116	2 683	2 901	4 051	3 916
Други пасиви	3 396	4 185	5 444	2 522	3 210
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
<b>ОБЩО ПАСИВИ</b>	<b>3 879 762</b>	<b>3 885 664</b>	<b>3 686 477</b>	<b>4 504 210</b>	<b>5 624 625</b>
Емитиран капитал	110 000	110 000	110 000	110 000	110 000
Премиен резерв	97 000	97 000	97 000	97 000	97 000
Друг капитал	0	0	0	0	0
Преоценъчни резерви и други оценъчни разлики от:	-350	-6 467	-146	-32	746
Резерви (включително неразпределени печалби)	68 599	1 19 006	169 937	201 957	232 795
Обратно изкупени (съкровищни акции)	0	0	0	0	0
Доход от текущата година	50 065	50 931	32 019	30 838	36 503
Междинни дивиденди	0	0	0	0	0
Малцинствено участие	0	0	0	0	0
<b>ОБЩО КАПИТАЛ</b>	<b>325 314</b>	<b>370 470</b>	<b>408 810</b>	<b>439 763</b>	<b>477 044</b>

## Първа инвестиционна банка 2011

20 февруари 2012

Продължаващи (непреустановени) дейности	2007	2008	2009	2010	2011
Финансови и оперативни приходи и разходи	192 478	209 635	192 987	210 802	243 868
Приходот лихви	269 669	333 421	359 724	392 681	432 610
Разходза лихви	138 918	189 069	234 823	258 930	276 181
Разходиза акционеренкапитал, подлежаща на изплащане	0	0	0	0	0
Приходот дивиденди	32	69	386	32	438
Приходи от такси и комисионни	59 253	69 656	55 993	61 810	78 946
Разходиза такси и комисионни	9 637	9 046	7 174	7 451	8 166
Нетни реализирани печалби (загуби) от финансови активи и финансови пасиви, неоценявани по справедлива стойност в печалбата или загубата	-231	-1 581	600	4 551	-2 192
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви държани за търговане	2 762	-3 773	8 365	7 369	9 596
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0	0	0
Нетни печалби (загуби) от отчитане на хеджиране	0	0	0	0	0
Нетни валутни разлики	7 626	5 619	-565	950	1 522
Нетни печалби (загуби) от отписани активи, различни от тези държани за продажба	0	0	0	0	0
Други оперативни приходи	2 770	4 710	10 613	10 163	7 561
Други оперативни разходи	848	371	132	373	266
Административни разходи	98 922	139 556	130 267	130 332	147 728
Амортизация	11 541	16 796	17 822	20 522	21 160
Провизии	0	0	0	0	0
Обезценка	26 408	-2 742	8 615	25 666	34 370
Отрицателна репутация, призната незабавно 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
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ ПРЕДИ ДАНЪЦИ</b>	<b>55 607</b>	<b>56 025</b>	<b>36 283</b>	<b>34 282</b>	<b>40 610</b>
Данъчен разход (приход) свързан с печалбата или загубата от продължаващи (непреустановени) дейности	5 542	5 094	4 264	3 444	4 107
<b>ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ СЛЕД ДАНЪЦИ</b>	<b>50 065</b>	<b>50 931</b>	<b>32 019</b>	<b>30 838</b>	<b>36 503</b>
Печалба или загуба след данъци от преустановени дейности	0	0	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>	<b>30 838</b>	<b>36 503</b>
Печалба или загуба, принадлежаща на малцинственото участие	0	0	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>	<b>30 838</b>	<b>36 503</b>

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 Трејдинг може да търгува или притежава акции на анализирани компании. ЕЛАНА Трејдинг 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 Трејдинг, 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 Трејдинг 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 Трејдинг, освен ако не е споменато друго. ЕЛАНА Трејдинг предприема необходими 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 Трејдинг за период от 12 месеца след публикацията и са представени от гледна точка на инвеститори, които имат дълги позиции. ЕЛАНА Трејдинг 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](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)