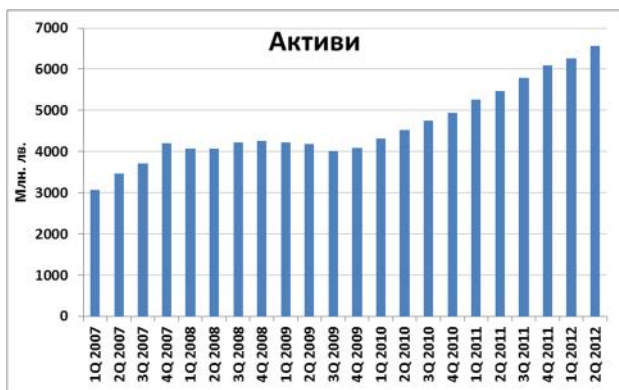


Първа инвестиционна банка (ПИБ) е основана през 1993 г. Първоначално специализира в предлагането на комплексни услуги на корпоративни клиенти, но през годините банката се утвърждава като универсална, предлагаща широк кръг от услуги на граждани и фирми.



Акциите на Първа инвестиционна банка се възстановяват след силния спад до 1.41 лв., но все още няма признаци на повишен инвестиционен интерес. Обемите на търговия остават ниски и са значително по-малки от отчетеното при предишния ръст в края на 2010 г. Коефициентите на оценка на банката се повишават, тъй като резултатите ѝ се влошават. Въпреки това, те са под средното за индустрията и за българския капиталов пазар.

*Активите се покачват по-бързо от сектора*



Активите на банката се увеличили с повече от 50% за две години, благодарение на агресивната политика по привличане на депозити. За същия период банковата система отчита покачване на активите с 12%.

*Капиталът расте по-бавно от активите*



Банката не може да компенсира силното покачване на активите си само с капитализираната печалба. Това доведе до плавен спад на съотношението собствен капитал към активи под нивото от 8%. ПИБ има две възможности в бъдеще. Първата е рязко да ограничи повишаването на активите си, така че финансовия резултат да доведе до подобряване на капитала на банката. Стремешът на ПИБ обаче е да остане сред най-големите търговски банки у нас, с което да си гарантира не само добри позиции при икономически растеж, но и привилегировано третиране при необходимост от финансиране за преодоляване на ликвидна криза. Валутният борд не позволява на БНБ да подпомага търговските банки, освен при системна криза. Банка, която среща трудности с ликвидността поради рязко увеличение на изтеглянето на средства, би получила депозити при нужда от държавни институции.

Втората възможност е ПИБ да увеличи капитала си. В момента капиталовата адекватност се поддържа с дългово-капиталови и хибридни инструменти, като е възможно банката да емитира отново такива инструменти. Увеличението на капитала ще доведе до спад в цената на книгата, което няма да се обуславя толкова от разводняването, колкото от превеса на предлагането на акции. ПИБ е с най-ниското съотношение капитал към активи сред публичните

банки у нас, като е значително под средното за банковата система.

*Кредитите са ограничени от капиталовата адекватност*



Кредитите забавиха растежа си през последните тримесечия, независимо че продължава увеличението на активите и банката може да бъде по-активна в отпускането на заеми. Общата капиталова адекватност на ПИБ не ѝ позволява да увеличи съществено кредитния си портфейл.

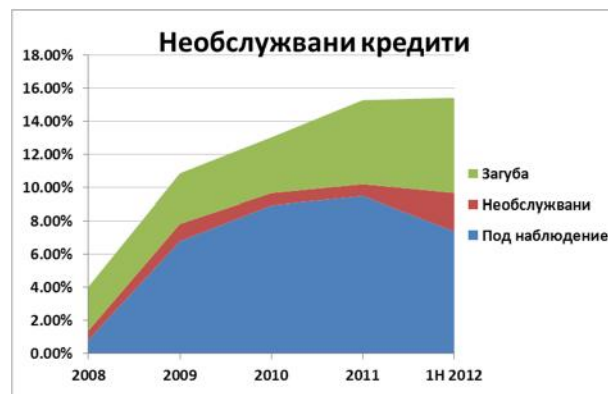
*Корпоративните кредити остават приоритет*



Делът на кредитите за корпоративни клиенти се увеличава през изминалата година и вече трайно е над 75% от общите. Експозициите на дребно отчитат повишение в номинален размер, като делът им се запазва постоянен за изминалата една година. Обезценката на потребителските кредити е с най-висок дял спрямо отпускнатите заеми. ПИБ е отпуснала най-много кредити за фирми от търговията и производството, като към три сектора експозициите са зна-

чителни – черна и цветна металургия, енергетика и минно дело. Банката има 19 клиента, на които са отпускнати кредити превишаващи 10% от капиталовата база. Общата сума на експозициите е 1.64 милиарда лева или 270% от собствения капитал.

*Лошите кредити растат*



Нередовните кредити на ПИБ са общо 15.4% от портфейла, включително и категорията „под наблюдение“, в която са заемите без плащане между 30 и 90 дни. Това е по-добре от средното за банковата система, където над 24% от всички кредити са със забавени плащания над 30 дни и 16.9% са необслужваните заеми над 90 дни.

*Инвестиции в чуждестранни ДЦК*



Нарастването на активите и ограниченият капитал на ПИБ я принуждават да инвестира средства в ценни книжа. Делът им като процент от общите активи се повиши и от началото на годината е 14%. Не очакваме рязко понижение на дела на инвестициите, докато банката не подобри капита-

ловата си адекватност и не увеличи кредитирането си.

**ПИБ привлича депозити**

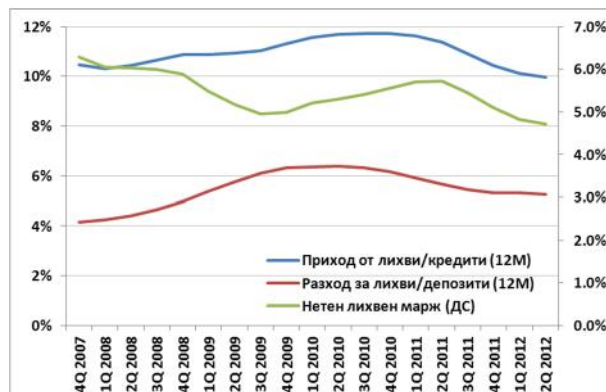


Повишаването на депозитите е по-бързо от средното за банковата система и се дължи не само на по-агресивна лихвена политика, но и на качеството на обслужване на банката. Депозитите вече формират над 92% от активите на банката. Това съотношение е много високо за българските стандарти. ПИБ набира значителни средства през последните години, благодарение на фокуса към индивидуални клиенти и домакинства.



Първа инвестиционна банка разчита в най-голяма степен на депозитите на домакинствата за привличане на средства. През последните две години и половина те са почти 80% от общите, докато депозитите на корпоративни клиенти представляват почти 20%. Значението на заемите от банки вече е много слабо.

**Нетният резултат от лихви се стабилизира**



Нетният лихвен марж отчита намаление, поради плавния спад на лихвените приходи по кредитите на банката. Освен това се наблюдава и стабилизиране на нетния резултат от лихви на нивото от 35 млн. лв. на тримесечие, който се дължи на намалението на разходите за лихви по депозити. За да успее да поддържа това ниво обаче, банката трябва да ограничи съществено растежа на депозитите. Инструмент може да бъде единствено намалението на лихвите по депозити, тъй като подобрене в качеството не кредитите още не може да се очаква.



Печалбата от финансови инструменти се запазва без промяна, а през второто тримесечие има подобрене на финансовия резултат на ПИБ. Разходите за обезценки са по-ниски спрямо година назад през тримесечието.

## Оценка

Сравняваме коефициентите на трите големи български публични банки с медианата на показателите в Източна Европа. Използваме консолидирани резултати на банките, които имат известно разминаване с неконсолидирани, но представят по-добре реалната стойност на акциите.

**Таблица 1**  
**Оценка чрез**  
**коефициенти**

	БАКБ	ЦКБ	КТБ	ПИБ
Брой акции	12 624 725	113 155 092	6 000 000	110 000 000
Цена/Печалба	11.30	11.30	11.30	11.30
Нетна печалба (ttm)	-32 287 000	9 257 000	55 158 000	33 055 000
Цена	-28.90	0.92	103.89	3.40
Цена/Счетоводна стойност	0.78	0.78	0.78	0.78
Собствен капитал	190 484 000	354 671 000	407 814 000	486 029 000
Цена	11.84	2.46	53.35	3.47
Цена/Активи	0.09	0.09	0.09	0.09
Активи	832 596 000	3 312 420 000	4 501 450 000	6 659 262 000
Цена	6.21	2.76	70.66	5.70
Справедлива цена	-	1.91	77.03	3.89
Текуща цена	5.08	0.59	81.47	1.57
Премия (Отбив)	-	220.75%	-5.45%	147.04%

Източник: консолидирани отчети, Bloomberg  
Изчисления: ЕЛАНА Трејдинг

ПИБ е подценена по отношение на трите показатели за сравнение. Разликата е съществена спрямо текущата цена, като оценката според печалбата и собственият капитал е около 3.40 лв. Пазарният дял според равнището на активите оценява банката по-високо и допринася за оценка, която е 150% по-висока от текущата цена на акция. Разликата е значителна и в голяма степен се дължи на големите разпродажби на БФБ и на неизвестността около качеството на кредитния портфейл и евентуалните загуби от лоши кредити в бъдеще.

**Таблица 2, Прогнози**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
<b>Общо активи</b>	4 095 287	4 943 973	6 101 669	6 589 803	7 116 987	7 828 685	8 611 554	9 687 998
<b>Заеми и вземания</b>	3 163 298	3 447 076	4 367 699	4 717 115	5 141 655	5 912 904	6 799 839	7 649 819
<i>Като % от активите</i>	77.2%	69.7%	71.6%	71.6%	72.2%	75.5%	79.0%	79.0%
<b>Общо пасиви</b>	3 686 477	4 504 210	5 624 625	6 091 855	6 587 211	7 254 286	7 970 415	8 978 398
<i>Като % от активите</i>	90.0%	91.1%	92.2%	92.4%	92.6%	92.7%	92.6%	92.7%
<b>Общо собствен капитал</b>	408 810	439 763	477 044	497 947	529 776	574 399	641 139	709 601
<b>Нетна печалба</b>	32 019	30 838	36 503	32 949	42 702	58 715	86 116	96 880
<b>Възвращаемост на капитала</b>	7.83%	7.01%	7.65%	6.62%	8.06%	10.22%	13.43%	13.65%
<b>Възвращаемост на активите</b>	0.78%	0.62%	0.60%	0.50%	0.60%	0.75%	1.00%	1.00%

Изчисления и прогнози: ЕЛАНА Трејдинг

Ръстът на активите през 2011 г. беше много силен и не очакваме да се запази този темп на повишаване през втората половина на годината. Въпреки основателните причини банката да не бъде агресивна по отношение на депозитите, доброто обслужване и широката клонова мрежа ще осигурят нарастване на активите. Консервативната ни прогноза е за 8% ръст. Очакваме намаление на доходността, защото все още не се забелязва трайно подобрение в кредитния портфейл, като предстои отписването на още лоши кредити.

<b>Дисконтирани парични потоци:</b>	
ННС за 5-годишен период	68 868
ННС на остатъчна стойност	418 638
<b>Стойност на капитала</b>	<b>487 506</b>
Емитирани акции в хил.	110 000
<b>Стойност на акция</b>	<b>4.43</b>
Цена на акция	1.57
<i>Премия/(отстъпка)</i>	<i>181.75%</i>

<b>Метод на остатъчната стойност:</b>	
Първоначален капитал	497 947
НС за 5-годишен период	(43 405)
НС остатъчна стойност (без ръст на инвестиции)	32 964
НС остатъчна стойност (с ръст на инвестиции)	0
<b>Стойност на капитала</b>	<b>487 506</b>
Емитирани акции в хил.	110 000
<b>Стойност на акция</b>	<b>4.43</b>
Цена на акция	1.57
<i>Премия/(отстъпка)</i>	<i>181.75%</i>

#### **Препоръка и ценова цел**

**Препоръка:** Оценката на акция на ПИБ варира според различните методи между 3.40 лв. и 4.43 лв., като най-висока цена се получава при сравнение с активите. **КУПУВАЙ**

**Ценова цел:** Пазарният дял е от значение при сделки за поглъщане от чуждестранни институции на български банки, но интересът в момента отсъства. Поради това по-важни са печалбата и приходите за акционерите. Очакванията ни са за влошаване на нормата на печалба през 2012 г., така че поставяме за **3.40 лв.** едногодишна цел най-ниската от всички стойности – 3.40 лв.

**Повишение:** Достигането ѝ изисква две условия. Първото е банката да подобри резултатите и качеството на кредитния си портфейл. Второто е интересът към българските акции да започне осезаемо да се повишава. И двете обаче липсват към момента, така че едногодишната цел изглежда е за по-дълъг период от време. Препоръката ни е за покупка на акцията, тъй като я оценяваме като евтина. **115%**

**Пояснения:**

**Гаранции:** Анализаторът(ите), отговорни за изготвянето на този документи, 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 компани. ЕЛАНА Трейдинг не притежава по-голям дял от 5% от акциите в обращение на компаниите, обект на анализ или коментар в този документ. Анализаторът(ите) не притежават акции на компаниите, 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. 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 компаниите 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 компаниите, 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 компани 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)**