



Цена на акцията на ПИБ



Първа инвестиционна банка (5F4) остава сред най-бързо растящите български банки, но темповете на покачване на активите ѝ се охлаждат значително през тази година. Това се дължи на по-високата база при изчислението им, но и намалението на лихвените проценти също води до по-слаб интерес към депозитите на банката. Все пак трябва да се отчете, че ПИБ намалява разходите си за лихви като процент от привлечените средства по-малко отколкото е средното за банковата система. Очакваме банката да продължи да увеличава активите си.

Депозитите се увеличават с 18% през третото тримесечие на годишна база, което е най-ниският темп за последните две години. В резултат на това има трайно намаление на собствения капитал, който заема 7.37% от активите. Това равнище е много по-ниско от средното за банковата система и показва необходимостта от увеличение на капитала. На извънредно ОСА акционерите ще гласуват промяна в устава, която да позволи на управителния съвет да инициира увеличение на капитала. Вероятно това ще се случи през 2013 г., като засега банката емитира хибриден дълг, за да поддържа капиталовата си адекватност.

Нормата на печалба на банката отчита намаление спрямо миналата година. Приносът на печалбите от финансови инструменти за резултата през третото тримесечие е голям, с което се компенсира повишаването на обезценката до 11.3 млн. лв. ПИБ отчита слабо подобрение на нетния лихвен марж, поради постепенното намаление на разходите за привлечени средства. Банката отбелязва още и сезонно покачване на приходите от такси и комисиони като процент от активите през третото тримесечие.

Финансовите активи на банката намаляват в номинално изражение с над 100 млн. лв., но ръстът на паричните средства е двойно по-голям. Отпуснатите от ПИБ кредити се повишават със 150 млн. лв. през третото тримесечие, но остават на ниво от 69% от активите на банката.

Банката не оповести равнището на лошите кредити в неконсолидирания си отчет за деветмесечието. Към средата на годината са класифицирани като нередовни заеми в размер на 15.41% от брутния кредитен портфейл на ПИБ. Половината от тях са необслужвани кредити до 90 дни.

Акцията на банката падна до най-ниските си нива от последните три години, което се дължи на очаквано увеличение на капитала. Влошаването на печалбата на годишна база през третото тримесечие също е фактор зад разпродажбите на акции.

Оценка

Сравняваме коефициентите на трите големи български публични банки със средното за Източна Европа. Съотношенията цена на трите български банки с положителна печалба са изчислени на база неконсолидираните резултати за последните 12 месеца. Справедливата цена на акция е получена при тежест от 40% на печалбата и капитала, а на активите е дадена тежест от 20%, с което да се отрази по-малкото значение на големината на финансовата институция спрямо вложените средства и възвръщаемостта.

Таблица 1
Оценка чрез
коефициенти

	ЦКБ	КТБ	ПИБ
Брой акции	113 155 092	6 000 000	110 000 000
Цена/Печалба на сектора	9.31	9.31	9.31
Нетна печалба (ttm)	10 413 000	45 545 000	28 837 000
Цена	0.86	70.68	2.44
Цена/Капитал на сектора	0.58	0.58	0.58
Собствен капитал	343 424 000	414 939 000	499 034 000
Цена	1.76	40.10	2.63
Цена/Активи на сектора	0.07	0.07	0.07
Активи	3 250 417 000	5 069 752 000	6 772 376 000
Цена	1.87	55.11	4.02
Справедлива цена	1.42	55.34	2.83
Текуща цена	0.58	79.00	1.36
Премия (Отбив)	145.93%	-29.95%	108.23%

Източник: неконсолидирани отчети, Bloomberg
Изчисления: ЕЛАНА Трейдинг

При сравнението с трите показателя за оценка се оказва, че ПИБ е подценена позиция. Коефициентите P/E и P/B дават много близки стойности за справедливата цена на акцията. Банката се търгува на много 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	6 864 378	7 550 815	8 456 913	9 471 743	10 655 711
Заеми и вземания	3 163 298	3 447 076	4 367 699	4 738 953	5 283 933	6 076 523	6 988 001	7 861 502
<i>Като % от активите</i>	77.2%	69.7%	71.6%	69.0%	70.0%	71.9%	73.8%	73.8%
Общо пасиви	3 686 477	4 504 210	5 624 625	6 368 490	7 023 592	7 888 424	8 840 884	9 944 863
<i>Като % от активите</i>	90.0%	91.1%	92.2%	92.8%	93.0%	93.3%	93.3%	93.3%
Общо собствен капитал	408 810	439 763	477 044	495 888	527 224	568 489	630 859	710 847
Нетна печалба	32 019	30 838	36 503	30 890	41 529	54 970	80 510	106 557
Възвращаемост на капитала	7.83%	7.01%	7.65%	6.23%	7.88%	9.67%	12.76%	14.99%
Възвращаемост на активите	0.78%	0.62%	0.60%	0.45%	0.55%	0.65%	0.85%	1.00%

Изчисления и прогнози: ЕЛАНА Трейдинг

Темповете на растеж на активите отчита забавяне, но не толкова, колкото бяха очакванията ни преди една година. Това се дължи на все още агресивната политика на ПИБ за нарастване на пазарния дял на банката. Резултатите от нея се виждат и в намаляването на възвръщаемостта. Поради това коригираме във възходяща посока прогнозите за нарастване на акти-

вите и на кредитите, като намаляваме възвръщаемостта на банката. Основната ни презумпция е, че ПИБ ще продължи да увеличава активите си и да поддържа ниска норма на печалба. Необслужваните заеми ще имат негативно отражение върху възвръщаемостта, като задълбочаването на кризата в българската икономика ще отложи подобренито в кредитния портфейл и в нормата на печалба.

Оценката на акция според прогнозираните печалби показват също значително по-висока справедлива цена, отколкото е пазарната в момента. Предвид консервативните ни очаквания за развитието на банката през следващите години, това е основателна причина да считаме, че позицията е подценена.

Дисконтирани парични потоци:	
ННС за 5-годишен период	67 706
ННС на остатъчна стойност	460 455
Стойност на капитала	528 161
Емитирани акции в хил.	110 000
Стойност на акция	4.80
Цена на акция	1.36
Премия/(отстъпка)	253.05%

Метод на остатъчната стойност:	
Първоначален капитал	495 888
НС за 5-годишен период	(44 682)
НС остатъчна стойност (без ръст на инвестиции)	76 955
НС остатъчна стойност (с ръст на инвестиции)	0
Стойност на капитала	528 161
Емитирани акции в хил.	110 000
Стойност на акция	4.80
Цена на акция	1.36
Премия/(отстъпка)	253.05%

Препоръка и ценова цел

Препоръка: Коефициентите на оценка показват по-ниска справедлива стойност спрямо натрупаната стойност на акция от очакваната дейност през следващите години. Това разминаване се засилва поради спада на финансовия резултат и намалението на коефициентите на банките в Източна Европа. Променяме препоръката с една степен надолу, тъй като водещ мотив за пазара е евентуално емитиране на нови акции, което очакваме от известно време предвид обезпечеността с капитал на банката. Това не трябва да се разглежда като лоша новина в дългосрочен план, защото ще позволи по-ефективно използване на привлечените средства под формата на кредити, а не на инвестиции в ДЦК. Реакцията на пазара вероятно ще бъде негативна и този спад вече е налице. Той обаче представлява добра възможност за покупки на малки пакети от пазара.

НЕУТРАЛНА

Ценова цел: 2.44 лв.

Повишение: 79%

Първа инвестиционна банка

Трето тримесечие 2012 г.

20 ноември 2012

Финансови данни

	2008	2009	2010	2011	9М 2012
Парични средства в каса и по разплащателна сметка в БНБ	587 396	398 874	495 291	772 955	998 848
Финансови активи, държани за търговия	9 681	9 023	16 641	8 659	5 909
Финансови активи, определени по справедлива стойност в печалбата или загубата	0	0	0	0	0
Финансови активи на разположение за продажба	286 624	285 110	708 861	644 553	707 191
Кредити и вземания (включително финансов лизинг)	3 103 821	3 163 298	3 447 076	4 367 699	4 682 497
Инвестиции държани до падеж	60 393	30 018	38 207	54 961	78 656
Деривати - Отчитане на хеджиране	274	0	0	0	1 457
Промени в справедливата стойност на хеджирани позиции в портфейл, хеджиран за лихвен риск	0	0	0	0	0
Материални активи	149 010	127 683	124 909	115 942	207 864
Нематериални активи	5 164	18 115	16 321	14 343	13 602
Инвестиции в асоциирани, дъщерни и съвместни предприятия (осчетоводени, прилагайки капиталовия метод - включително репутация)	24 920	28 876	34 341	36 371	36 371
Данъчни активи	2 047	3 270	6 414	4 549	2 864
Други активи	20 796	20 926	22 465	27 224	37 117
Нетекучи активи и групи от активи за изваждане от употреба, класифицирани като държани за продажба	6 008	10 094	33 447	54 413	0
ОБЩО АКТИВИ	4 256 134	4 095 287	4 943 973	6 101 669	6 772 376
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	3 877 460	3 677 884	4 497 390	5 617 141	6 266 296
Финансови пасиви, свързани с прехвърлени финансови активи	0	0	0	0	0
Деривати - отчитане на хеджиране	1 336	248	247	358	0
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	2 683	2 901	4 051	3 916	3 466
Други пасиви	4 185	5 444	2 522	3 210	3 580
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
ОБЩО ПАСИВИ	3 885 664	3 686 477	4 504 210	5 624 625	6 273 342
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:	-6 467	-146	-32	746	843
Резерви (включително неразпределени печалби)	119 006	169 937	201 957	232 795	269 299
Обратно изкупени (съкровищни акции)	0	0	0	0	0
Доход от текущата година	50 931	32 019	30 838	36 503	21 892
Междинни дивиденди	0	0	0	0	0
Малцинствено участие	0	0	0	0	0
ОБЩО КАПИТАЛ	370 470	408 810	439 763	477 044	499 034

Първа инвестиционна банка

Трето тримесечие 2012 г.

20 ноември 2012

Продължаващи (непреустановени) дейности	2008	2009	2010	2011	9М 2012
Финансови и оперативни приходи и разходи	209 635	192 987	210 802	243 868	177 280
Приход от лихви	333 421	359 724	392 681	432 610	338 354
Разход за лихви	189 069	234 823	258 930	276 181	229 918
Разходи за акционерен капитал, подлежащ на изплащане	0	0	0	0	0
Приход от дивиденди	69	386	32	438	574
Приходи от такси и комисионни	69 656	55 993	61 810	78 946	60 430
Разходи за такси и комисионни	9 046	7 174	7 451	8 166	7 154
Нетни реализирани печалби (загуби) от финансови активи и финансови пасиви, неоценявани по справедлива стойност в печалбата или загубата	-1 581	600	4 551	-2 192	2 325
Нетни печалби (загуби) от финансови активи и пасиви държани за търговане	-3 773	8 365	7 369	9 596	5 422
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	5 619	-565	950	1 522	863
Нетни печалби (загуби) от отписани активи, различни от тези държани за продажба	0	0	0	0	0
Други оперативни приходи	4 710	10 613	10 163	7 561	7 347
Други оперативни разходи	371	132	373	266	963
Административни разходи	139 556	130 267	130 332	147 728	115 288
Амортизация	16 796	17 822	20 522	21 160	15 202
Провизии	0	0	0	0	0
Обезценка	-2 742	8 615	25 666	34 370	22 455
Отрицателна репутация, призната незабавно в печалбата или загубата	0	0	0	0	0
Дял от печалбата или загубата в асоциирани и съвместни предприятия осчетоводен, 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
ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ ПРЕДИ ДАНЪЦИ	56 025	36 283	34 282	40 610	24 335
Данъчен разход (приход) свързан с печалбата или загубата от продължаващи (непреустановени) дейности	5 094	4 264	3 444	4 107	2 443
ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА ОТ ПРОДЪЛЖАВАЩИ (НЕПРЕУСТАНОВЕНИ) ДЕЙНОСТИ СЛЕД ДАНЪЦИ	50 931	32 019	30 838	36 503	21 892
Печалба или загуба след данъци от преустановени дейности	0	0	0	0	0
ОБЩО ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА СЛЕД ДАНЪЦИ И ПРЕУСТАНОВЕНИ ДЕЙНОСТИ	50 931	32 019	30 838	36 503	21 892
Печалба или загуба, принадлежаща на малцинственото участие	0	0	0	0	0
ПЕЧАЛБА ИЛИ ЗАГУБА, ПРИНАДЛЕЖАЩА НА АКЦИОНЕРИТЕ НА МАЙКАТА	50 931	32 019	30 838	36 503	21 892

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. 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 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
Тамара Бечева

Телефон:
+359 2 810 00 23
+359 2 810 00 27

E-mail:
tsachev@elana.net
becheva@elana.net

Интернет:
www.elana.net
www.elana.net