



НАРОДНЫЙ БАНК

Привлекательная дивидендная доходность и высокий потенциал роста

Высокий уровень доходности, достаточности капитала и ликвидности, вкупе с адекватным уровнем качества активов, делает Народный Банк привлекательной инвестицией. Мы рекомендуем «покупать» акции Банка. Целевая цена 48,5 тенге за акцию и \$5,59 за ГДР.

В связи со сложной экономической ситуацией в стране, банковский сектор столкнулся со следующими проблемами: снижение платежеспособности населения, удорожания стоимости фондирования, дефицит ликвидности, а также возросший риск ухудшения качества кредитного портфеля. Девальвация тенге, также отрицательно повлияла на банковский сектор, так как, значительный объем депозитов был в долларах США.

Рост кредитов и депозитов Народного Банка за 9 месяцев 2015 года был в основном за счет девальвации. Из-за значительного роста депозитов, уровень ликвидных активов Банка находится на высоком уровне, поэтому мы ожидаем отсутствие роста депозитов в ближайшие годы. Рост кредитов будет на уровне рыночных.

Банк демонстрирует высокую доходность. По нашим прогнозам рост чистой прибыли Банка в 2016-18 годы в среднем составит 9% в год. По нашим расчетам, ROAE будет в районе 20-22%, в ближайшие 3 года. Основное давление на доходность в 2016 году будет за счет снижения чистой процентной маржи, что в основном будет обусловлено высоким уровнем ликвидности и роста стоимости фондирования.

Уровень займов с просрочкой более 90 дней уменьшился в 2015 году. Однако, мы думаем, что он все же незначительно увеличится в 2016 году, в основном в связи с экономической ситуацией и ослаблением тенге.

Дивиденды. Учитывая высокий уровень ликвидности и капитализации, мы думаем, что Банк выплатит 40% от чистой прибыли в качестве дивидендов в 2016-17 годах, что равно 4,2 (\$0,49/ ГДР) и 4,6 (\$0,54/ ГДР) тенге за акцию, соответственно. По нашим расчетам, 57% текущей стоимости акций будут выплачены в качестве дивидендов в 2016-19 годах

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акций Народного Банка. По нашей оценке, справедливая стоимость Банка на конец 2016 года составляет **48,5 тенге за акцию** или **\$5,59 за ГДР**. Данная цена подразумевает потенциал роста в **43%** по акциям и **53%** по ГДР. Коэффициент Цена/Капитал и Цена/Прибыль за 2016 год равно 0,61 и 2,9, соответственно, что по нашему мнению также является привлекательным.

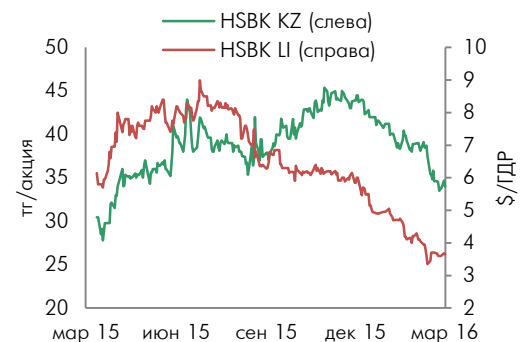
Нурлан Ашинов
nashinov@bcc-invest.kz

Наина Романова
nromanova@bcc-invest.kz

Народный Банк

Тикер	HSBK KZ/HSBK LI
Капитализация	379.9 млрд. тенге
Последняя цена	33.99 тенге
Диапазон, последние 52 нед.	27.8-45.39 тенге
Ср. дневной объем (3 месяца)	3.9 млн. тенге
Целевая цена простые акции/ГДР	48.5 тенге/\$5.59
Потенциал роста	+43%/+53%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕНЫ АКЦИЙ ЗА 12 МЕСЯЦЕВ



ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

В млрд. тенге	2014	2015	2016
Процентные доходы	210.6	266.6	324.0
Процентные расходы	77.5	109.7	146.0
ЧПД до резервов	133.1	157.0	178.1
Операционная прибыль	149.3	158.6	177.9
Резервы	-7.4	-13.9	-19.6
Прибыль до налогообложения	141.9	144.7	158.3
Чистая Прибыль	114.4	115.8	126.6

ОСНОВНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

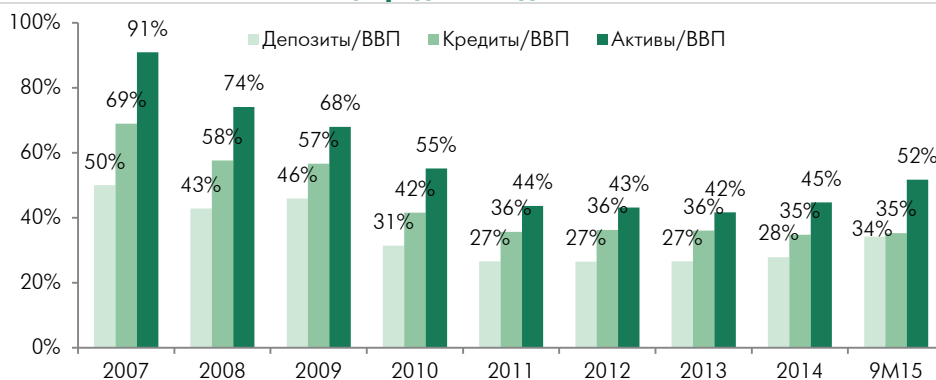
	2014	2015	2016
ROAE	26.4%	23.0%	22.2%
ROAA	4.3%	3.2%	2.8%
ЧПМ	5.9%	5.6%	5.4%
Опер.расходы/ опер. доходы	29%	31%	31%
Цена/Капитал	0,85	0,61	0,53
Цена/Прибыль	3,9	2,9	2,7

Банковский сектор Казахстана

Низкий уровень проникновения банковского сектора

По сравнению с 2007 годом, доля банковского сектора в экономике страны значительно уменьшилась. Так с 2007 по 2014 год ВВП Казахстана вырос на 217%, в то время как активы, кредиты и депозиты банков выросли на 56%, 60% и 77%, соответственно. В результате, доля активов в ВВП упала с 91% до 45%, доля кредитов с 69% до 35%, а доля депозитов с 50% до 28%.

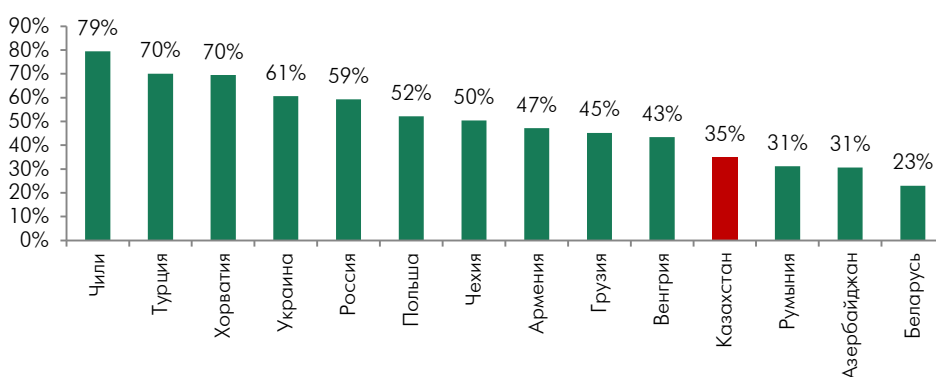
Рис 1 Соотношение активов, кредитов и депозитов банков к ВВП



Источник: Комитет по Статистике, НБРК

Уровень проникновения банковского сектора Казахстана в экономике страны (кредиты/ВВП) ниже, чем во многих странах, со схожим уровнем развития. Так, к примеру, в Чили кредиты в экономике составили 79% от ВВП, в Турции и Хорватии 70% от ВВП. Данный показатель говорит о том, что экономика кредитруется на недостаточно высоком уровне, и что потенциал роста банковского сектора в Казахстане достаточно высокий. Однако данный потенциал не может быть реализован в полной мере без улучшения экономической ситуации в стране, развития других отраслей экономики кроме сырьевого, развития МСБ, роста доверия к национальной валюте и доступа к дешевому фондированию. Судя по всему, последние два пункта точно не будут решены в 2016 году.

Рис 2 Соотношение кредитов к ВВП по странам – 2014



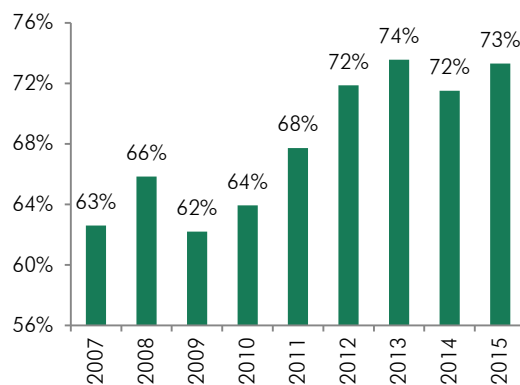
Источник: The World Bank

Депозиты как основной источник фондирования

Еще одной тенденцией наблюдаемой после финансового кризиса 2007-08 годов является изменение структуры фондирования банковского сектора. В докризисный период, Казахстанские банки активно привлекали внешнее

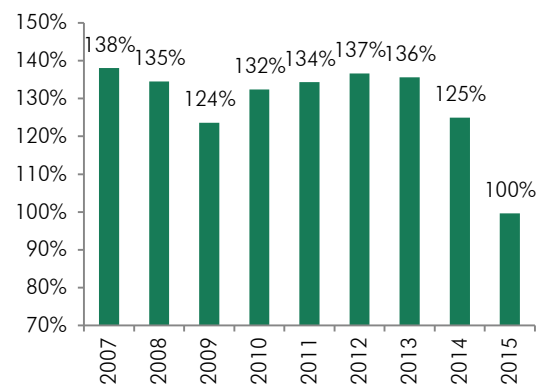
заимствование у зарубежных финансовых институтов. Однако, финансовые проблемы зарубежных партнеров, очень сильно ударили по Казахстанским банкам, которые лишились возможности рефинансироваться, что привело к серьезным проблемам в банковском секторе страны. В результате, банки начали постепенно смещаться в сторону депозитов и на сегодняшний день три четверти банковских обязательств составляют депозиты (в 2007 году доля депозитов составляла 63%), а соотношение кредитов к депозитам составляет 100% (в 2007 году доля кредитов к депозитам составляла 138%). Однако смещение в сторону депозитов сократила средний срок обязательств, что в свою очередь затрудняет выдачу долгосрочных кредитов.

Рис 3 Доля депозитов в обязательствах



Источник: НБРК

Рис 4 Соотношение кредитов к депозитам



Источник: НБРК

Слабый рост кредитования и активный роста депозитов

Последние годы в банковском секторе ознаменовались замедлением роста кредитования. Объем займов в 2014-2015 годы вырос всего на 16,5%. Учитывая, что тенге по отношению к доллару США девальвировал на 55% за этот период, то можно говорить о фактическом уменьшении объема кредитов в банковском секторе. Отметим, что среднегодовой рост кредитов в 2007-2015 составил 7,3%.

Рис 5 Динамика кредитов банковского сектора



Источник: НБРК

Депозиты, в отличие от кредитов, продемонстрировали хороший рост в 2014-15 годах. В 2014 году депозиты выросли на 15,3%, а в 2015 году рост составил 37,5%. Естественно значительная часть роста была за счет девальвации, так как, 1 августа 2015 года (перед девальвацией тенге) 54% депозитов были номинированы в иностранной валюте. По состоянию на

конец 2015 года, доля депозитов в иностранной валюте составляют уже 69%.

Рис 6 Динамика депозитов банковского сектора



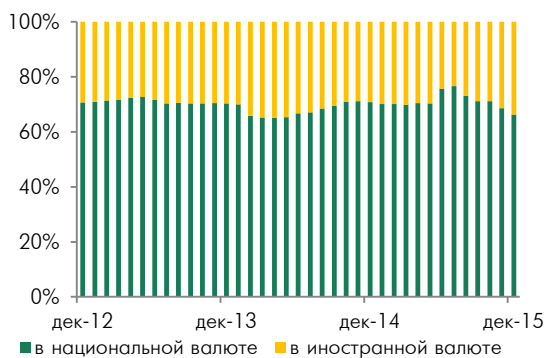
Источник: НБРК

Дефицит ликвидности в тенге

Еще одной проблемой банковского сектора на сегодняшний день является ограниченный объем финансирования в национальной валюте. К данной проблеме привело отсутствие доверия у населения и компании к тенге, после того как национальная валюта значительно девальвировала в 2014 и 2015 годах, и продолжает падать в 2016 году. Население и компании предпочитают хранить деньги в иностранной валюте на депозитах, создавая дефицит тенговой ликвидности у банков, что ограничивает потенциальный объем кредитование в тенге.

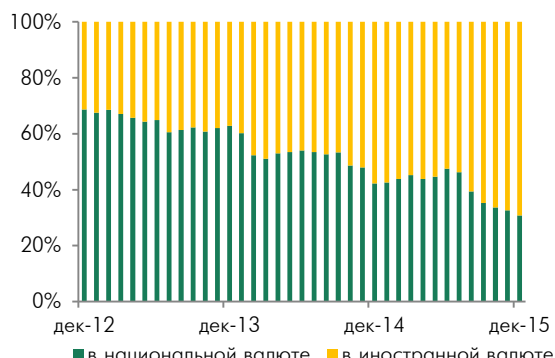
В ожидании девальвации банки оказались перед сложным выбором. Кредитовать в тенге, стало не выгодно ввиду обесценивающейся валюты, а кредитовать в долларах может привести к увеличению проблемных займов. В итоге, банки в большинстве пытались держать свои активы в иностранной валюте с высокой ликвидностью.

Рис 7 Кредиты в разрезе валюты



Источник: НБРК

Рис 8 Депозиты в разрезе валюты



Источник: НБРК

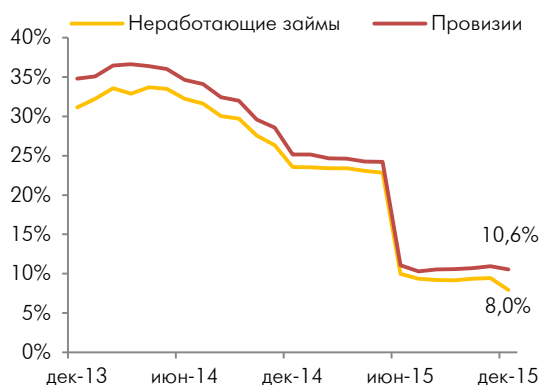
Доля кредитов в иностранной валюте в общих кредитах выросла до 34% по состоянию на конец 2015 года, по сравнению с 29% в начале года. А доля депозитов в иностранной валюте в общих депозитах выросла до 69% по состоянию на конец 2015 года, с 58% в начале года.

Уровень проблемных займов уменьшился в 2015 году

Уровень проблемных займов в банковском секторе Казахстана упал до 8,0% к концу 2015 года с 23,5% в начале года. Подобное снижение в основном было достигнуто за счет ухода с рынка БТА Банка, Альянс Банка и Темир Банка, а также передачи плохих займов ККБ в портфель БТА Банка. То есть по своей сути, проблемные заемщики остались, они просто были «выведены» из статистики. Но работа по ним продолжится либо до восстановления, либо до списания. Напомним, что в начале 2015 года, 59% всех проблемных займов в банковском секторе принадлежали БТА, Альянс и Темир Банку.

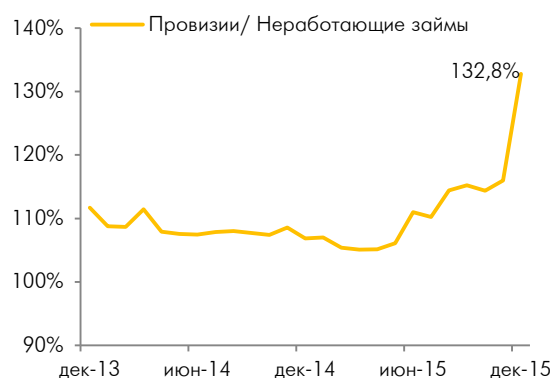
Если убрать вышеупомянутые 3 банка, уровень проблемных займов банковского сектора на начало 2015 года составлял бы 11,9% (вместо 23,5%). То есть улучшение было менее значимым, чем кажется. Но все же, оно есть. Положительный эффект был достигнут благодаря комплексу мер. Финансовым регулятором совместно с правительством были внесены изменения в налоговое законодательство, а также в нормативные правовые акты Нацбанка. Это позволило более эффективно работать с проблемными заемщиками. Основные меры включают в себя: списание за баланс, реструктуризация, продажа коллекторским организациям, передача в свои дочерние организации. Кроме того, существенную роль в этом вопросе сыграла работа Фонда проблемных кредитов с помощью, которого были рефинансированы некоторые ипотечные займы физических лиц. Программа нацелена на смягчение условий погашения ипотечных займов и снижения уровня проблемных кредитов.

Рис 9 Неработающие займы и провизии



Источник: НБРК

Рис 10 Уровень покрытия неработающих займов провизиями



Источник: НБРК

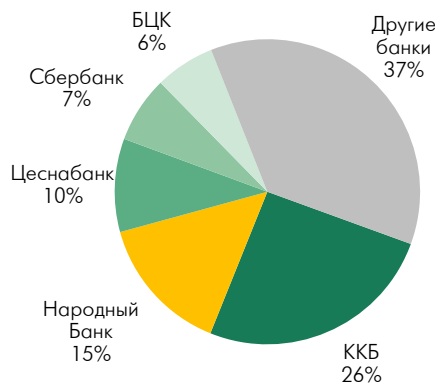
Уровень покрытия неработающих займов провизиями вырос с 107% в начале года до 133% в конце 2015 года, что достаточно хороший уровень по нашему мнению. Данное увеличение уровня провизии относительно проблемных займов, свидетельствует о наличии риска ухудшения качества портфеля, что вероятно связано с девальвацией тенге.

Мы думаем, что ситуация с девальвацией тенге негативно отразится на заемщиков банка, что вероятней всего увеличит уровень проблемных займов в 2016 году, создавая дополнительное давление на доходность банков. К тому же высокий уровень проблемных займов замедляет рост кредитования, так как банки должны создавать дополнительные резервы отвлекая ресурсы на создание дополнительного капитала.

Народный Банк

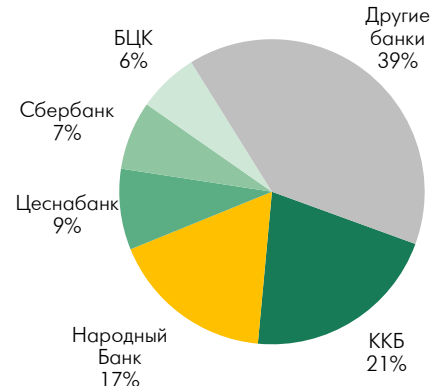
Народный Банк является системообразующим банком Казахстана. Банк занимает второе место по размеру активов, кредитов и депозитов. По размеру активов доля банка на рынке составляет 17%, по кредитам 15%, и по депозитам 17% по состоянию на конец 2015 года. Кроме того, Народный банк является 100% акционером АО «Altyn Bank», который занимает примерно 1% долю рынка по активам, кредитам и депозитам.

Рис 11 Доля рынка по кредитам (2015)



Источник: НБРК

Рис 12 Доля рынка по депозитам (2015)

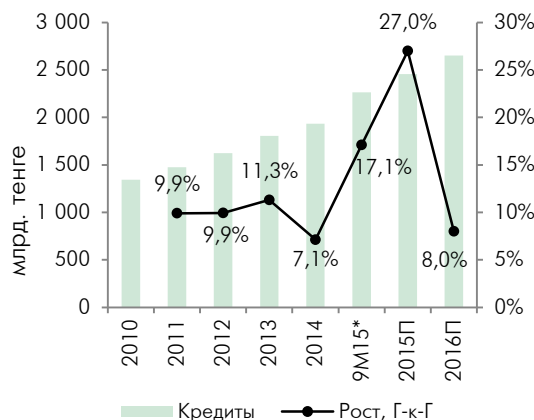


Источник: НБРК

Кредитный портфель

Кредитный портфель Народного Банка вырос на 17,1% за 9 месяцев 2015 года, в то время как за весь 2014 год, рост составил всего 7,1%. Основной рост был за счет девальвации курса тенге. На начало 2015 года 27% чистого кредитного портфеля составляли займы в иностранной валюте. Рост данных кредитов за счет девальвации и спровоцировал основной рост кредитов. Если, исключить эффект девальвации, то прирост чистого кредитного портфеля составит 5,5% за 9 месяцев 2015, в то время как с учетом девальвации рост составил 19,4%.

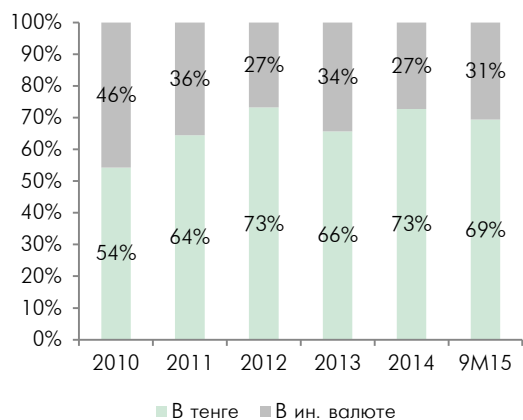
Рис 13 Кредиты и рост кредитов



Источник: данные компании, прогнозы BCC-Invest

*рост с начала года

Рис 14 Структура займов по валютам



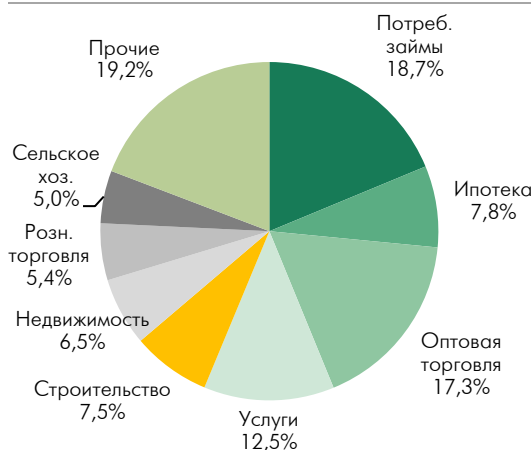
Источник: данные компании

По нашему мнению, значительная девальвация тенге может отбить желание банков кредитовать экономику в 2016 году, что связано с возросшим риском неплатежеспособности заемщиков. Однако исключить рост кредитов Народный Банк не может, так как большой объем ликвидности на балансе

банка будет давить да доходность банка. Мы думаем, что рост кредитов Народного банка составит 8% в 2016 году.

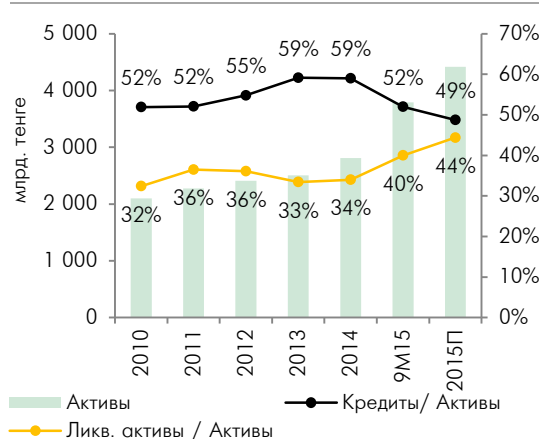
Структура кредитного портфеля Банка хорошо диверсифицирована по отраслям экономики. Львиную долю всех кредитов занимают потребительские займы (18,7%) и оптовая торговля (17,3%). Кредиты в сферу услуг составляют 12,5%. Кредиты в отрасли связанные с недвижимостью (ипотека, недвижимость, строительство) занимают 21,8%, что по нашему мнению достаточно адекватный показатель.

Рис 15 Структура кредитов (9М2015)



Источник: данные компании

Рис 16 Структура активов



Источник: данные компании

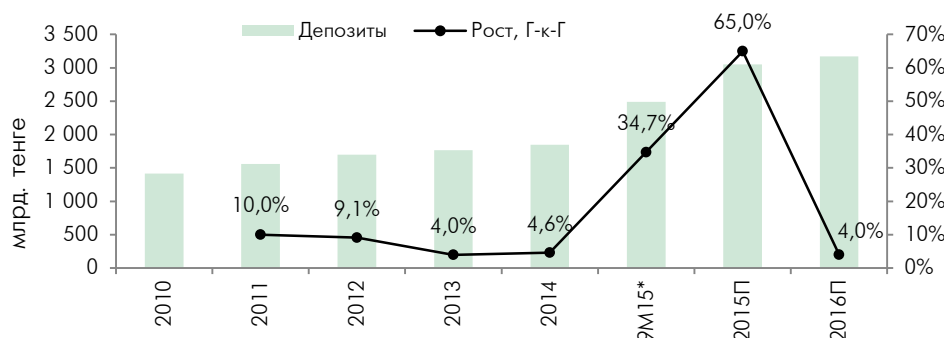
Эффективность структуры активов Народного Банка недостаточно высокая. У банка высокий уровень ликвидных активов (40%) и низкий уровень кредитов в структуре активов (52%). Данный факт негативно влияет на доходность активов банка. Однако, наличие внушительного объема ликвидных активов может позволить банку нарастить кредитный портфель при необходимости. Мы думаем, что руководства банка будет стремиться сократить уровень ликвидности. Поэтому думаем, что уровень кредитования превысит привлеченные средства в ближайшие годы, что позволит уменьшить уровень ликвидных активов и повысит эффективность структуры активов.

Депозиты

Рост депозитов Народного Банка продемонстрировал слабую динамику в 2013-14 годах, когда рост в каждом из годов составил 4-5%. Однако, за 9 месяцев депозитная база банка выросла на 34,7%. Весь рост депозитов пришелся на 3-й квартал. Основной причиной роста была девальвация тенге, так как 65% всех депозитов на начало года были в иностранной валюте.

По нашим оценкам, которые основывались на неконсолидированных данных за 2015 год, депозиты Банка вырастут на 65% за 2015 год. Продолжение роста в 4-м квартале также было за счет девальвации тенге. По нашим оценкам, рост депозитов в 2016 году составит 4%. Рост будет исключительно за счет изменения курса валюты. В реальном выражении депозиты банка останутся практически неизменными. В дальнейшие годы, мы так же ожидаем практически нулевой рост депозитов.

Рис 17 Динамика депозитов Народного банка



Источник: данные компании, прогнозы BCC-Invest

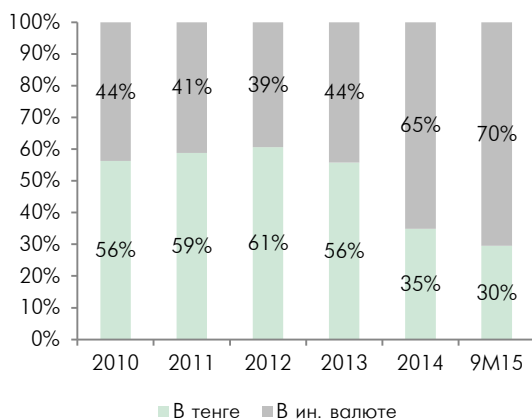
*рост с начала года

Наши ожидания основаны на том, что у Банка очень высокий уровень ликвидности на балансе, который давит на доходность банка. Соответственно Банк будет максимальным образом сдерживать рост депозитов.

Ожидания девальвации, а затем и ожидания усиления девальвации привело к тому, что все вкладчики Банка хранили деньги в основном в иностранной валюте. По состоянию на 30 сентября 2015 года 70% всех депозитов банка были в иностранной валюте. По нашему мнению, в 4-м квартале доля депозитов в иностранной валюте увеличилась еще больше.

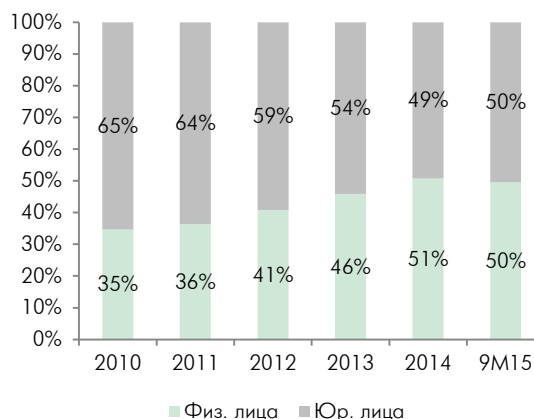
Однако мы думаем, что доля депозитов в тенге начнет увеличиваться, начиная с 1-го квартала 2016 года в связи с уменьшением давления на тенге, а также увеличения разницы между процентными ставками по депозитам в тенге и в долларах с 7% до 12%.

Рис 18 Структура депозитов по валютам



Источник: данные компании

Рис 19 Структура депозитов



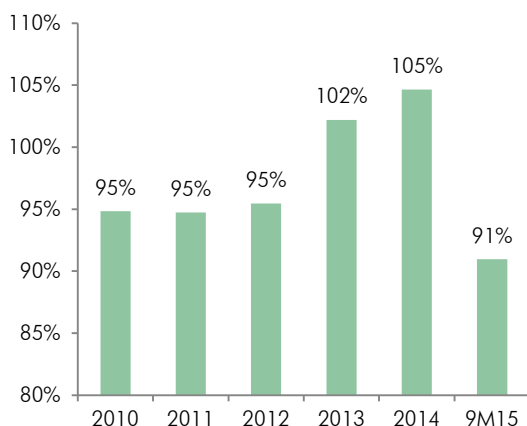
Источник: данные компании

Доля физических и юридических лиц в структуре депозитов одинаковое. Однако за последние годы доля депозитов от физических лиц значительно увеличилась, что по нашему мнению связано с относительно низкой процентной ставкой по депозитам юридических лиц, в то время как ставки по депозитам от физических лиц остаются на уровне рыночных, что способствует дальнейшему притоку депозитов от физических лиц.

Соотношение кредитов и депозитов за последние годы примерно одинаковое, что говорит о том, что в кредитовании практически полностью используются деньги, полученные за счет привлечения депозитов. За 9

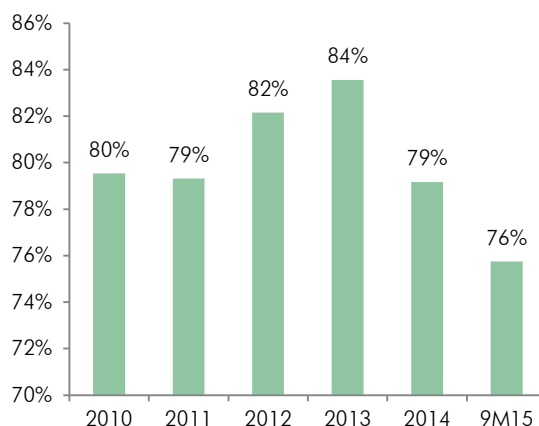
месяцев 2015 года соотношение кредитов к депозитам значительно снизилось и составило 0,91. Данное изменение произошло за счет девальвации тенге.

Рис 20 Соотношение кредитов к депозитам



Источник: данные компании

Рис 21 Доля депозитов в обязательствах



Источник: данные компании

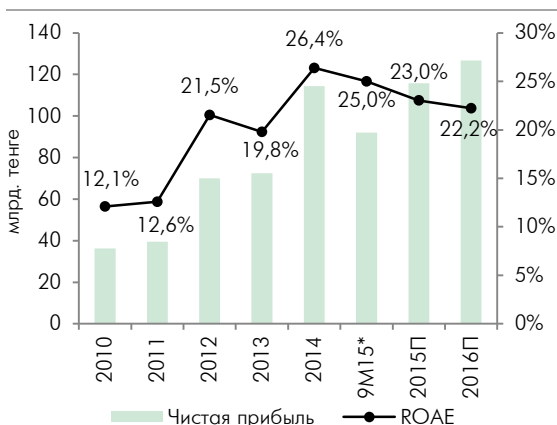
Депозиты составляют основную часть обязательств банка. В конце 3-го квартала 2015 года, доля депозитов в обязательствах составила 76%.

Доходность

Чистая прибыль Народного Банка за 9 месяцев 2015 года составила 92,0 млрд. тенге, что равно чистой прибыли за 9 месяцев 2014 года. По сравнению с предыдущим годом, чистый процентный доход увеличился на 17%, что положительно повлияло на чистую прибыль Банка. Отрицательный эффект на чистую прибыль был за счет увеличения операционных расходов (+13% Г-к-Г) и увеличения расходов на создание провизии.

Кроме того, банк получил значительную прибыль по торговым операциям и по операциям с производными инструментами, но также получил значительный убыток по операциям с иностранной валютой. Обе статьи связаны с ситуацией на валютном рынке. Учитывая, что данная тенденция не изменилась в 4-м квартале 2015 года, мы думаем, что данные статьи тоже будут выше обычных значений. Итоговый баланс по данным статьям положительный.

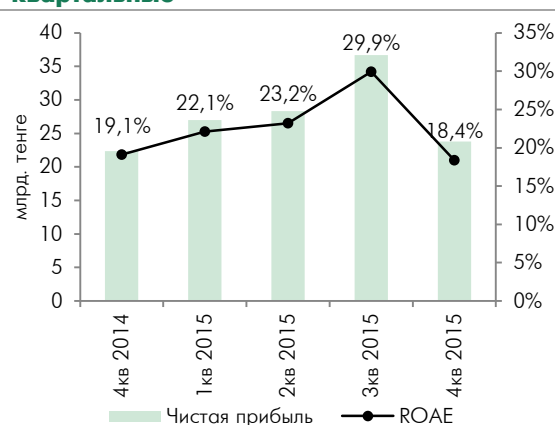
Рис 22 Чистая прибыль и ROAE, годовые



Источник: данные компании, прогнозы BCC-Invest

*Чистая прибыль за 9 месяцев

Рис 23 Чистая прибыль и ROAE, квартальные



Источник: данные компании, прогнозы BCC-Invest

Среди прочих, нужно отметить значительное уменьшение комиссионных доходов (-15% Г-Г). Основной причиной является передача пенсионных активов в государственный пенсионный фонд. Благодаря пенсионным активам, Банк получал значительную долю своих комиссионных доходов. Однако важно отметить, что комиссионные доходы банка от транзакционной деятельности выросли на 14%.

Чистая прибыль Банка за 9 месяцев 2015 года дает рентабельность капитала (ROAE) в размере 25,0%, что является достаточно внушительной доходностью, по нашему мнению. В дальнейшем ROAE Банка будет постепенно снижаться, так как уровень капитала будет расти быстрее чистой прибыли. Ситуацию может изменить, большой объем выплаты дивидендов. Однако это не является нашим базовым сценарием.

Чистая прибыль в 4-м квартал 2015 года, будет значительно ниже (-35%), чем в 3-м квартале и будет равна 23,8 млрд. тенге. Основной причиной подобного снижения по нашему мнению будет увеличение расходов по резервам, которые связаны с дальнейшим ослаблением тенге. Кроме того, подобная разница связана с внушительным размером прибыли в 3-м квартале, которое было получено за счет торговых операций. По нашим ожиданиям ROAE в 4-м квартале 2015 года составит 18,4%. В результате ROAE за 2015 год составит 23,0%.

В 2016 году чистая прибыль вырастет на 9% Г-Г. ROAE при данной прибыли составит 22,2%.

Процентные доходы и расходы

За 9 месяцев 2015 года 67% операционных доходов были получены за счет чистого процентного дохода. Чистая процентная маржа Банка за этот период составила 6,1%, что выше показателей Банка за предыдущие годы. Подобный рост был достигнут благодаря росту доходности по активам, приносящим процентный доход, в то время как стоимость фондирования оставалась неизменной.

В 3-м квартале чистая процентная маржа снизилась К-к-К на 58 базисных пунктов до 6,0%, что связано со значительным увеличением ликвидных активов, которые понижают эффективность базы активов. По нашим расчетам, в связи с девальвацией тенге в 4-м квартале, данная тенденция продолжится, и уровень ликвидности Банка увеличится еще больше. В связи с этим, мы прогнозируем дальнейшее снижение чистой процентной маржи в 4-м квартале до 5,6%. По итогам года чистая процентная маржа составит 5,6% (против 5,9% в 2014).

Рис 24 Чистый процентный доход и маржа, годовые

Источник: данные компании, прогнозы BCC-Invest

*Чистый процентный доход за 9 месяцев

Рис 25 Чистый процентный доход и маржа, квартальные

Источник: данные компании, прогнозы BCC-Invest

По нашим прогнозам, в 2016 году чистая процентная маржа снизится еще больше – до 5,4%. Доходность активов приносящих процентный доход и стоимость финансирования увеличатся примерно одинаково. Однако в виду высокого уровня ликвидности, мы увидим снижение чистой процентной маржи. Но начиная с 2017 года, мы думаем, что чистая процентная маржа снова начнет расти в связи с улучшением эффективности структуры активов.

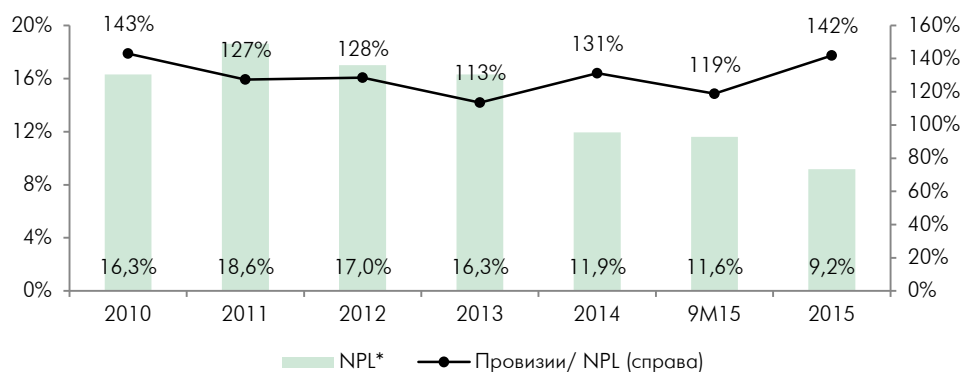
Физические лица более чувствительны к изменениям в процентных ставках по депозитам, чем юридические лица. Поэтому процентные ставки по депозитам Народного банка примерно на одном уровне с рыночными, однако ставки по юридическим лицам, банк старается понизить до уровня, который будет сдерживать рост этих депозитов. В связи, с чем и обусловлен рост депозитов от физических лиц по сравнению с депозитами от юридических лиц.

Кроме того, увеличение разницы между ставками по депозитам в тенге и иностранной валюте с 7% до 12% в начале 2016 года, а также уменьшение ожиданий по дальнейшей девальвации тенге, могут привести к росту депозитов в тенге. А учитывая высокую стоимость депозитов в тенге для физических лиц, данная тенденция может увеличить общую стоимость финансирования Банка. Этот сценарий и является нашим базовым, в связи с чем, мы ожидаем незначительный рост стоимости финансирования.

Качество кредитов

По данным Национального Банка уровень проблемных займов с просрочкой более 90 дней (NPL) составляет 9,2% от ссудного портфеля в конце 2015 года. Уровень NPL уменьшился в 4-м квартале, однако данное уменьшение мы бы не стали трактовать как улучшение качества кредитов, так как общий уровень кредитов с просрочкой не изменился. Так же важно отметить увеличение покрытия NPL провизиями, которое выросло до 142% к концу 2015 года. Подобный высокий уровень, пожалуй, отражает увеличение риска роста проблемных займов от текущих уровней в связи с ослаблением тенге. Напомним, что 31% всех кредитов в конце сентября 2015 года составляли кредиты в иностранной валюте, что создает дополнительное давление на заемщика. Кроме того, стоимость залогов, которые обеспечивали данные займы, уменьшилась по отношению к самим кредитам, что также увеличивает риски для Банка.

Рис 26 Проблемные кредиты и провизии

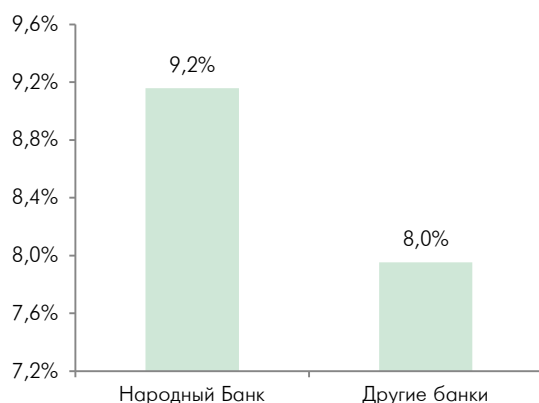


Источник: НБРК

*кредиты с просрочкой более 90 дней. Данные на основе неконсолидированных данных.

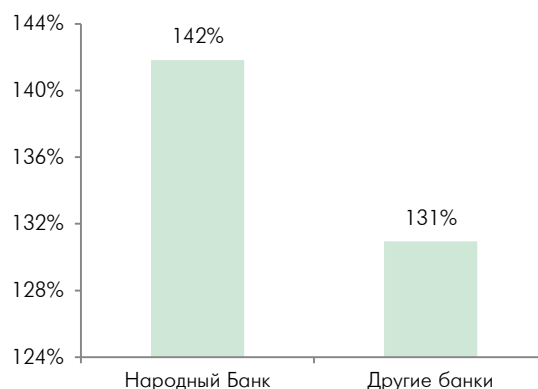
Уровень проблемных займов с просрочкой свыше 90 дней Народного Банка немного выше по сравнению с другими банками. Однако уровень покрытия данных займов провизиями выше, чем в секторе.

Рис 27 Проблемные кредиты (+90 дней)



Источник: данные компании

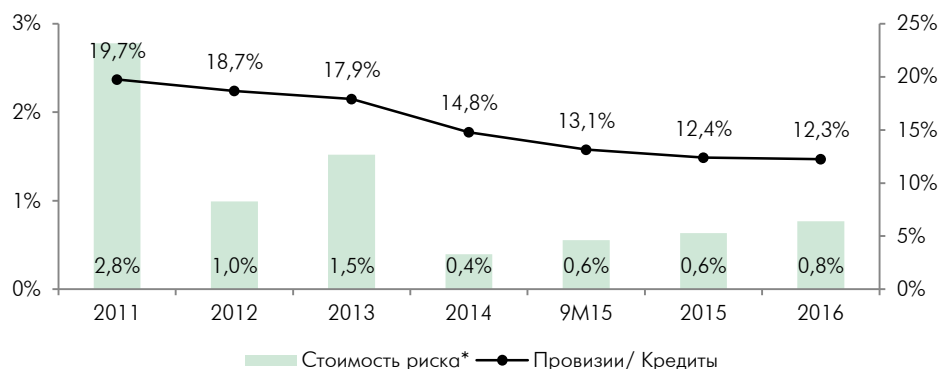
Рис 28 Провизии/ проблемные кредиты (+90 дней)



Источник: данные компании

По нашему мнению, уровень проблемных займов в 2016 году может увеличиться, в связи с ухудшением платежеспособности населения и компании после ослабления тенге. Это приведет к расходам по созданию провизии, что дополнительно давит на доходность. По нашим оценкам, расходы по провизиям по итогам 2015 и 2016 годов составят 0,6% и 0,8%, от среднего размера кредитного портфеля за год, соответственно.

Рис 29 Стоимость риска и уровень провизии



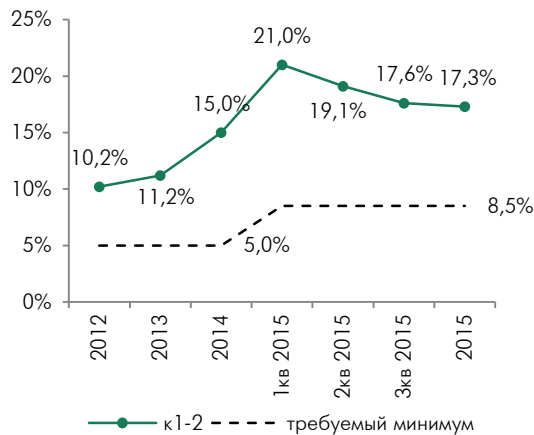
Источник: Данные компании, прогнозы BCC Invest

*расходы по созданию провизии от среднего размера кредитного портфеля за год.

Капитал

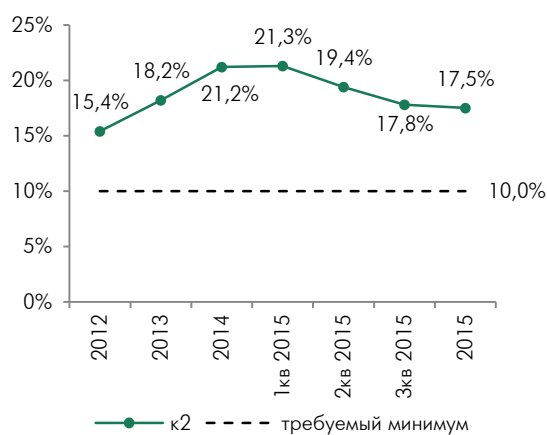
Народный Банк, достаточно высоко капитализирован. По требованиям Национального Банка, уровень капитала к1-2 составляет 17,3% и 17,5%, соответственно, что значительно выше требуемых норм (8,5% по к1-2 и 10% по к2).

Рис 30 Достаточность капитала к1-2



Источник: НБРК

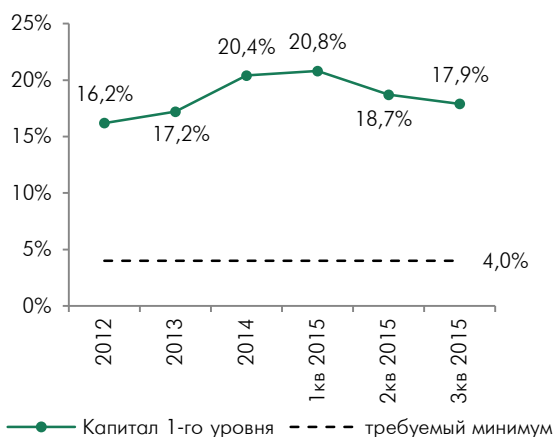
Рис 31 Достаточность капитала к2



Источник: НБРК

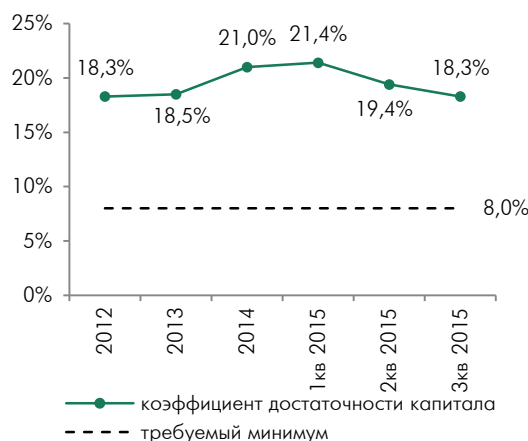
По стандартам Базель, коэффициент достаточности капитала Банка и вовсе превышает требуемый минимум более, чем в 2 раза. Учитывая, высокую рентабельность капитала Банка вкупе с высоким уровнем достаточности капитала, мы думаем, что Народный Банк продолжит выплачивать дивиденды в ближайшие годы согласно своей дивидендной политике.

Рис 32 Достаточность капитала 1-го уровня по стандартам Базель



Источник: данные компании

Рис 33 Достаточность общего капитала по стандартам Базель



Источник: данные компании

Валютный риск

Банк подвержен валютному риску, так как финансовые обязательства в иностранной валюте превышают финансовые активы на 248 млрд. тенге. То есть в случае дальнейшего ослабления курса тенге, данная разница будет увеличиваться, негативно влияя на финансовое положение компании.

Половина всех финансовых активов Банка составляют активы в иностранной валюте, в то время как доля иностранных активов в обязательствах составляет 64%. Данная разница возникла в связи со значительным объемом депозитов в иностранной валюте (70% от всех депозитов), в то время как кредиты в иностранной валюте составляет всего 31%.

Однако валютный риск находится на приемлемом уровне, так как внебалансовые статьи существенно нейтрализуют статьи отчета о финансовом положении.

Рис 34 Финансовые активы и обязательства – 30 сентября 2015 года

млн. тенге	В иностранной валюте	В тенге	Итого
Финансовые активы:			
Денежные средства и их эквиваленты	949 303	71 052	1 020 355
Займы клиентам	602 035	1 365 146	1 967 181
Прочие активы	270 854	339 325	610 179
	<i>1 822 192</i>	<i>1 775 523</i>	<i>3 597 715</i>
Финансовые обязательства:			
Средства клиентов	1 753 473	736 185	2 489 658
Прочие обязательства	316 842	391 034	707 876
	<i>2 070 315</i>	<i>1 127 219</i>	<i>3 197 534</i>
Нетто позиция по балансу	-248 123	648 304	400 181
Нетто позиция вне баланса	329 447	-208 900	
Нетто позиция	81 324	439 404	

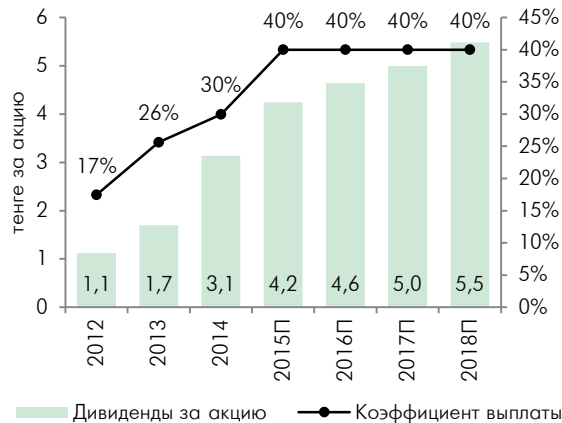
Источник: данные компании

Дивиденды

История дивидендов

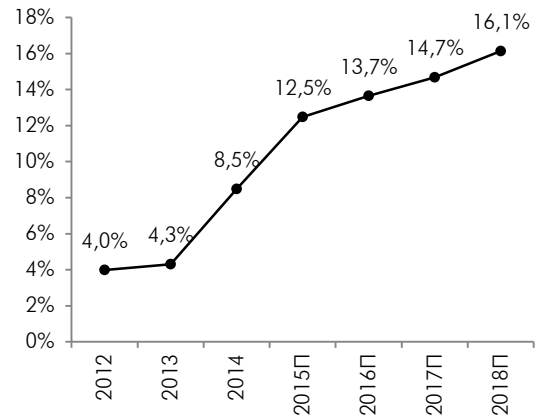
Дивидендная политика Народного Банка подразумевает выплату дивидендов от 15% до 50% от чистой прибыли за предыдущий год. В 2013, 2014 и 2015 годах коэффициент выплаты составил 17%, 26% и 30% от чистой прибыли. Дивидендная доходность при этом составляла 4,0%, 4,3% и 8,5% в 2013-15 годах, соответственно.

Рис 35 Дивиденды и коэффициент выплаты дивидендов



Источник: данные компании, прогнозы BCC-Invest

Рис 36 Дивидендная доходность



Источник: прогнозы BCC-Invest

Дивидендная доходность за прошедшие периоды рассчитаны на основе цен на дату фиксации.

Прогнозы по дивидендам

По нашим прогнозам, чистая прибыль компании на акцию составит 10,6 тенге в 2015 году и 11,6 тенге в 2016 году. Учитывая высокий уровень ликвидности и капитализации, мы думаем, что Банк выплатит 40% от чистой прибыли в качестве дивидендов в 2015-16 годах, что равно 4,2 (\$0,49/ ГДР) и 4,6 (\$0,54/ ГДР) тенге за акцию, соответственно. По нашим расчетам, 57% текущей стоимости акций будут выплачены в качестве дивидендов в 2016-19 годах (по результатам 2015-2018 гг.). То есть средняя дивидендная доходность составит 14,2% годовых, что является достаточно высокой доходностью, по нашему мнению.

Модель остаточной прибыли

Для расчета справедливой стоимости акций Народного Банка, мы использовали модель остаточной прибыли. Основная идея в том, что требуемая норма доходности инвесторов по их средствам (инвестициям или капиталу) – под управлением руководства компании, должна компенсировать возможную доходность от инвестиции в активы с аналогичным уровнем риска. Этот уровень доходности и есть стоимость капитала, и формальная стоимость капитала должна быть вычтена из чистой прибыли. Соответственно, что бы создать акционерную стоимость, руководство должна получить возвратность как минимум на уровне стоимости этого же капитала. Наша оценка основана на наших прогнозах за 2015-20 годы.

Рис 37 Дисконтированная остаточная прибыль

млн. тенге	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Чистая прибыль за вычетом дивидендов по привилегированным акциям	115 273	126 302	135 871	149 363	158 303	161 160
ROAE	22,9%	22,2%	20,8%	20,1%	18,9%	17,2%
Капитал	529 933	609 777	694 927	789 836	888 287	985 753
Остаточная прибыль	24 895	22 307	17 353	14 660	6 809	-6 956
Дисконтированная остаточная прибыль		22 307	14 825	10 699	4 246	-3 705

Источник: Расчеты BCC-Invest

Рис 38 Результаты оценки

Балансовая стоимость капитала (2016), млн. тенге	609 777
Терминальная стоимость, млн. тенге	-241 773
Дисконтированная терминальная стоимость (2016), млн. тенге	-128 782
Сумма дисконтированной остаточной прибыли (2016-20), млн. тенге	48 371
Справедливая капитализация (2016), млн. тенге	529 367
Целевая стоимость простых акций, тенге	48,5
Потенциал роста	43%
Целевая стоимость ГДР, \$	5,59
Потенциал роста	53%

Источник: Расчеты BCC-Invest

По нашим расчетам, справедливая стоимость Народного Банка на конец 2016 года составляет 48,5 тенге за акцию или 5,59 долларов США за ГДР. Данная цена подразумевает потенциал роста в 43% по акциям и 53% по ГДР.

Рис 39 Ценовые коэффициенты

	2015Ф	2016П	2017П
Цена / Капитал	0,85	0,61	0,53
Цена / Прибыль	3,9	2,9	2,7

Источник: Расчеты BCC-Invest

Коэффициенты текущей цены к балансовой стоимости и чистой прибыли за 2016 год составляют 0,61 и 2,9, соответственно, что по нашему мнению, достаточно привлекательные уровни для покупки.

Основные финансовые показатели

Отчет о прибылях и убытках

Отчет о прибылях и убытках (в млн. тенге)	2кв15	3Кв15	%	9М14	9М15	%
Процентные доходы	60 621	63 302	4%	156 472	181 588	16%
Процентные расходы	-21 807	-24 455	12%	-58 785	-67 252	14%
Чистый процентный доход до отчислений	38 814	38 847	0%	97 687	114 336	17%
Формирование резервов на обесценение	-3 287	-6 916		-413	-8 541	1968%
Чистый Процентный Доход	35 527	31 931	-10%	97 274	105 795	9%
Доходы по услугам и комиссии	13 446	13 356	-1%	45 907	38 872	-15%
Расходы по услугам и комиссии	-2 594	-2 931	13%	-6 168	-7 696	25%
Чистые доходы по услугам и комиссии	10 852	10 425	-4%	39 739	31 176	-22%
Чистая прибыль/(убыток) по фин. активам и обязательствам оцен. по СпрСт ч. Пр-Уб	-831	107 186		2400	107453	4377%
Чистая реализованная прибыль/(убыток) от инвестиционных ЦБ в наличии для продажи	-97	375		319	-926	
Чистая прибыль по операциям с иностр. валютой	4 012	-91 242		6 160	-87 466	
Доходы от страховой деятельности	5 957	6 780	14%	14 158	17 945	27%
Прочие доходы	1 052	3 691	251%	3 126	5 661	81%
Прочие Непроцентные Доходы	10 093	26 790	165%	26 163	42 667	63%
Операционные расходы	-15 577	-17 179	10%	-43 257	-48 764	13%
Восстановление/(Формирование) резервов	51	-236		4 048	-234	
Понесенные страховые выплаты, (за выч перестрах)	-5 833	-6 205	6%	-10 977	-16 541	51%
Непроцентные Расходы	-21 359	-23 620	11%	-50 186	-65 539	31%
Прибыль до налогообложения	35 113	45 526	30%	112 990	114 099	1%
Расходы по подоходному налогу	-6 808	-8 828	30%	-20 993	-22 124	5%
Чистая Прибыль	28 305	36 698	30%	91 997	91 975	0%

Источник: Данные компании

Балансовый отчет

АКТИВЫ	2014	2кв15	3Кв15	К-к-К	С начала года
Денежные средства и их эквиваленты	540 537	620 350	1 020 355	64%	89%
Инв. ЦБ в наличии для продажи	386 423	307 520	379 026	23%	-2%
Займы клиентам	1 648 013	1 758 560	1 967 181	12%	19%
- Валовые ссуды выданные клиентам	1 934 031	2 039 598	2 264 751	11%	17%
- Резерв на обесценение	-286 018	-281 038	-297 570	6%	4%
Прочие активы	234 809	269 045	426 156	58%	81%
Итого активов	2 809 782	2 955 475	3 792 718	28%	35%
Средства клиентов	1 848 213	1 839 855	2 489 658	35%	35%
- Срочные вклады	1 145 745	1 054 268	1 628 409	54%	42%
- Текущие счета	702 468	785 587	861 249	10%	23%
Средства кредитных учреждений	107 192	119 063	156 067	31%	46%
Выпущенные долговые ценные бумаги	311 009	439 822	528 022	20%	70%
Прочие обязательства	68 147	81 444	112 823	39%	66%
Итого обязательств	2 334 561	2 480 184	3 286 570	33%	41%
Итого капитал	475 221	475 291	506 148	6%	7%
Итого обязательств и капитала	2 809 782	2 955 475	3 792 718	28%	35%

Источник: Данные компании

Прогнозы финансовых показателей и коэффициентов

Баланс, млн. тенге	2013	2014	2015П	2016П	2017П
Активы					
Денежные средства и их эквиваленты	486 313	540 537	1 227 192	1 260 833	1 153 960
Инвестиции в ценные бумаги и прочие финансовые активы	351 886	402 150	731 892	697 737	634 307
Средства в кредитных учреждениях	25 808	27 095	46 668	61 012	65 893
Займы клиентам, брутто	1 805 556	1 934 031	2 456 219	2 652 717	2 864 934
Резервы	323 311	286 018	304 326	324 958	336 099
Займы клиентам, нетто	1 482 245	1 648 013	2 151 894	2 327 759	2 528 835
Прочие активы	160 162	191 987	257 903	278 535	300 818
Всего активы	2 506 414	2 809 782	4 415 549	4 625 877	4 683 814
Обязательства					
Депозиты	1 766 648	1 848 213	3 049 551	3 171 534	3 171 534
Средства кредитных учреждений	107 395	107 192	191 165	198 811	198 811
Выпущенные долговые ценные бумаги	189 515	311 009	544 266	544 266	517 052
Прочие обязательства	50 677	68 147	100 635	101 489	101 489
Всего обязательства	2 114 235	2 334 561	3 885 617	4 016 099	3 988 886
Капитал					
Всего капитал	392 179	475 221	529 933	609 777	694 927
ОПИУ, млн. тенге					
Процентные доходы	182 563	210 593	266 620	324 028	344 314
Процентные расходы	-75 932	-77 458	-109 664	-145 957	-147 192
Чистый процентный доход до резервов	106 631	133 135	156 956	178 071	197 122
Непроцентные доходы	63 141	78 560	71 588	78 110	69 193
Операционные доходы	169 772	211 695	228 544	256 181	266 314
Операционные расходы	-54 820	-62 410	-69 899	-78 287	-86 116
Операционная прибыль	114 952	149 285	158 645	177 894	180 198
(Формирование)/ восстановление резервов	-26 021	-7 387	-13 945	-19 601	-10 027
Прибыль до налогообложения	88 931	141 898	144 699	158 293	170 171
Расходы по подоходному налогу	-16 522	-27 521	-28 940	-31 659	-34 034
Чистая прибыль	72 409	114 377	115 760	126 635	136 137

Прогнозы финансовых показателей и коэффициентов

Коэффициенты и рост					
Баланс	2013	2014	2015П	2016П	2017П
Рост кредитов	11,3%	7,1%	27,0%	8,0%	8,0%
Рост активов	-14,3%	19,9%	57,1%	4,8%	1,3%
Кредиты/ Активы	59%	59%	49%	50%	54%
Рост депозитов	4,0%	4,6%	65,0%	4,0%	0,0%
Рост обязательств	2,2%	10,4%	66,4%	3,4%	-0,7%
Депозиты / Обязательства	84%	79%	78%	79%	80%
Кредиты брутто/ Депозиты	102%	105%	81%	84%	90%
Капитал / Активы	16%	17%	12%	13%	15%
Доходность и эффективность					
Доходность активов генерирующих процентный доход	8,7%	9,3%	9,5%	9,8%	9,9%
Стоимость обязательств, по которым платятся проценты	3,7%	3,6%	3,6%	3,8%	3,8%
Спрэд	5,0%	5,7%	5,9%	6,0%	6,1%
Чистая процентная маржа	5,1%	5,9%	5,6%	5,4%	5,7%
Расходы по провизиям/ Кредитный портфель	-1,5%	-0,4%	-0,6%	-0,8%	-0,4%
Соотношение расходов и доходов	-32%	-29%	-31%	-31%	-32%
ROAA	2,9%	4,3%	3,2%	2,8%	2,9%
ROAE	19,8%	26,4%	23,0%	22,2%	20,9%

Контактная информация

АО BCC Invest ДОО АО Банк ЦентрКредит
Казахстан, г. Алматы, 050022, ул. Шевченко, 100, 5 этаж
Телефон: +7 (727) 244 32 30, факс: +7 (727) 244 32 31
E-mail: info@bcc-invest.kz
Web: www.bcc-invest.kz

Айдана Надирова
Финансовый консультант
+7 (727) 244 32 30 (вн. 72 91)
anadirova@bcc-invest.kz

Роман Попов
Финансовый консультант
+7 (727) 244 32 30 (вн. 72 88)
rpopov@bcc-invest.kz

Асель Сулейменова
Начальник управления маркетинга и продаж
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 97)
nnurmakhambetov@bcc-invest.kz

Наина Романова
Ведущий аналитик
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 66)
nromanova@bcc-invest.kz

Нурлан Ашинов
Начальник управления аналитики
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 46)
nashinov@bcc-invest.kz

* **Заявление об ограничении ответственности**

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые АО «BCC Invest» рассматривает в качестве достоверных. Однако АО «BCC Invest», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

© BCC invest 2016