



Интересные идеи на долговом рынке РК

В данном обзоре мы осуществили анализ долговых ценных бумаг казахстанских эмитентов. В режиме плавающего курса на рынке возник вопрос инвестиций в активы, защищающие от колебаний курса тенге. В этом обзоре мы сконцентрировались на еврооблигациях.

Еврооблигации в основном торгуются в долларах или евро, что предполагает защиту от ослабления тенге. На сегодняшний день ставки по депозитам в долларах или евро составляют 1-2% годовых, что не обеспечивает желаемой доходности.

Инвестиции в еврооблигации предлагают более высокую доходность при относительно небольшом риске и обладают схожими характеристиками с валютным депозитом (умеренный риск, стабильный процентный доход).

В отличие от депозита, еврооблигации менее ликвидные, и инвестору может понадобиться некоторое время для того чтобы найти покупателя на свои ценные бумаги. Также хотим отметить, что стоимость облигации может варьироваться при фиксации дохода ранее срока погашения облигации. Спрэд между лучшими ценами заявок на продажу и на покупку может колебаться от 1% до 5%.

В ходе нашего анализа мы выделили несколько вариантов инвестиций в еврооблигации в зависимости от степени терпимости инвесторов к риску.

Среди наименее рискованных инвестиций хотим отметить:

- Суверенные облигации РК (доходность к погашению 3,5%-5,1%)
- Еврооблигации Народного Банка (доходность к погашению 2,26%-5,1%)

Среди наиболее рискованных инвестиций хотим отметить:

- Еврооблигации Казкоммерцбанка (доходность к погашению 7,4%-12,4%)
- Еврооблигации ForteBank (доходность к погашению 12,17%)

*Стоит отметить, что еврооблигации торгуются на внебиржевом рынке, и цены, представленные в данном обзоре, являются индикативными. В связи с этим конечная стоимость облигации и доходность к погашению могут отличаться от данных, указанных в этом обзоре. Данные представлены по состоянию на 25 июля 2016 года.

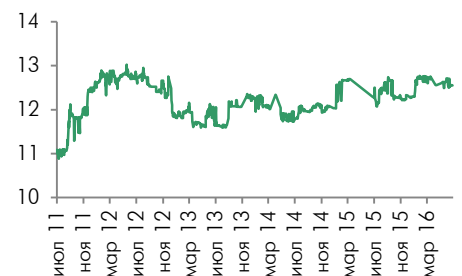
Nalyk Bank, 2021

Средняя доходность к погашению



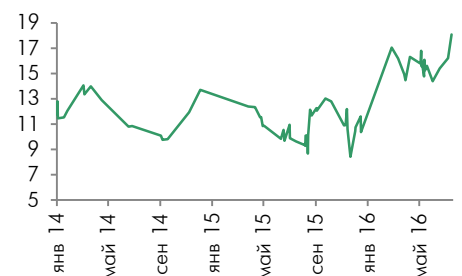
ForteBank, 2022

Средняя доходность к погашению



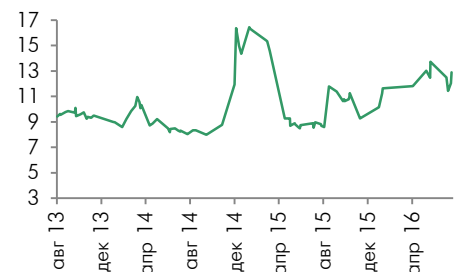
Kazkommertsbank, 13.06.2017

Средняя доходность к погашению



Kazkommertsbank, 11.05.2018

Средняя доходность к погашению



Интересные идеи на рынке

Народный Банк

АО «Народный банк Казахстана» является крупнейшим универсальным коммерческим банком Республики Казахстан, работающим уже более 90 лет. Банк занимает второе место по размеру активов, кредитов и депозитов. Доля банка на рынке по размеру активов составляет 16.7%, по кредитам 14.6%, и по депозитам 16.5% по состоянию на 1 июня 2016 года по данным НБРК. Основным акционером Банка является АО "Холдинговая группа "АЛМЭКС", которой принадлежит 73,54% размещенных простых акций Банка.

Основные параметры облигаций

У эмитента есть два выпуска еврооблигаций, со сроком погашения до 2023 года. В таблице ниже представлены основные параметры облигаций. Средний объем торгов на KASE составляет \$16 900 по еврооблигациям с датой погашения в 2017 году и приблизительно \$88 000 по еврооблигациям с датой погашения в 2021 году.

Эмитент	Купон (П/Г)	Пог-ие	Валюта	Объем (в млн.)	Цена		Доходность		Рейтинг S&P/Fitch/Moody's	Мин. Объем
					Покупка	Продажа	Покупка	Продажа		
Народный Банк	7.25	03.05.17	USD	638	102,62	103,75	3,72	2,26	BB/BB/Ba3	100 000
Народный Банк	7.25	28.01.21	USD	500	107,5	108,5	5,35	5,11	BB/BB/Ba3	200 000

Источник: Bloomberg

Финансовые результаты

В 1 квартале 2016 года по всему банковскому сектору можно было наблюдать замедление темпов роста кредитования. Кредитный портфель банка снизился на 2.2%, а вклады клиентов снизились на 2.4%.

По состоянию на 1 июня 2016 года уровень кредитов с просрочкой платежей эмитента (+90 дней) составляет 11.65%, что выше среднего показателя по рынку (8.21%). Уровень провизирования или соотношения сформированных провизий к кредитам с просрочкой платежей более 90 дней составляет 115%.

Эмитент обладает достаточным запасом ликвидных активов вкпе с адекватным уровнем провизий по проблемным кредитам.

Статьи балансового отчета	2 013	2 014	2 015	1Q 2016
Кредитный портфель (гросс)	1 805 556	1 934 031	2 481 183	2 425 847
Кредитный портфель (нет)	1 482 245	1 648 013	2 176 069	2 117 483
Общие активы	2 506 414	2 809 782	4 454 938	4 387 262
Депозиты клиентов	1 766 648	1 848 213	3 043 731	2 971 221
Капитал	392 179	475 221	529 928	541 905
Провизии/Кредитный портфель (гросс)	17,9%	14,8%	12,3%	12,7%
Кредиты/Депозиты	83,9%	89,2%	71,5%	71,3%
Ликвидные активы/Общие активы	34,5%	25,6%	36,1%	35,6%
Провизии 90 дней+/Кредитный портфель (гросс)*	16,3%	12,9%	10,3%	12,9%

Источник: данные компании, расчеты BCC Invest

* по данным Нац. Банка (кредиты с просрочкой/кредитный портфель)

Чистая прибыль в 1 квартале 2016 года составила 18 291 млн. тенге в сравнении с 26 972 млн. тенге в аналогичном периоде предыдущего года. Рентабельность собственного капитала снизилась до 13.7% на конец 1 квартала 2016 года. Должны отметить, что процентные доходы в отчете о прибылях и убытках соответствуют фактически собранным процентным доходам в 1 кв 2016 года. Так, процентные доходы составили 73 261 млн. тенге в 1 кв 2016, а фактически полученные

наличностью процентные доходы составили 72 383 млн. тенге. Соответственно, доля процентных доходов, собранных наличностью составляет 98.8%.

Статьи ОПиУ	2 013	2 014	2 015	1Q 2015	1Q2016
Чистая прибыль	72 409	114 377	120 312	26 972	18 291
Чистый процентный доход (до провизий)	106 631	133 135	150 304	36 675	31 300
Чистый процентный доход (после провизий)	80 610	125 748	138 187	38 337	26 796
Чистый комиссионный доход	44 267	50 079	42 471	9 899	10 253
ROAE	19,8%	26,4%	23,9%	22,8%	13,7%
ROAA	2,9%	4,3%	3,3%	3,9%	1,7%
Стоимость риска	1.5%	0.4%	0.4%	-0,3%	0,7%
Чистая процентная маржа	5,1%	5,9%	5,5%	6,6%	4,3%

Источник: данные компании, расчеты BCC Invest

По состоянию на 1 июня 2016 эмитент выполняет пруденциальные нормативы со значительным запасом.

Наша Рекомендация

По нашему мнению, финансовое состояние Банка можно охарактеризовать как стабильное. В течение последних нескольких лет операционные результаты показывают динамичный рост. Народный Банк обладает достаточным запасом ликвидных активов вкупе с адекватным уровнем провизий по проблемным кредитам и достаточным уровнем капитала. Мы рекомендуем присмотреться к покупке еврооблигаций HalykBank инвесторам с низким порогом терпимости к финансовым рискам.

Суверенные облигации РК

Среди наиболее безопасных идей на рынке можно выделить суверенные облигации РК. Данный вид облигаций является низкорискованным, однако доходность к погашению по еврооблигациям превышает доходность по долларovým депозитам.

В 2014 году Правительство Казахстана осуществило выпуск 10-летних и 30-летних облигаций на общую сумму в \$2,5 млрд. Год спустя было размещено дополнительно 2 выпуска 10-летних и 30-летних облигаций на сумму \$4 млрд. Кредитный рейтинг по данным еврооблигациям находится на уровне суверенного.

Основные параметры облигаций

Эмитент	Купон (П/Г)	Пог-ие	Валюта	Объем (в млн.)	Цена		Доходность		Рейтинг S&P/Fitch/Moody's	Мин. Объем
					Покупка	Продажа	Покупка	Продажа		
Сув-ные облигации РК	3,875	14.10.24	USD	1 500	102,43	102,9	3,53	3,46	BBB-/BBB/Baa3	200 000
Сув-ные облигации РК	5,125	21.07.25	USD	2 500	110,65	111,5	3,7	3,6	BBB-/BBB/Baa3	200 000
Сув-ные облигации РК	4,875	14.10.44	USD	1 000	100,5	101,75	4,842	4,761	BBB-/BBB/Baa3	200 000
Сув-ные облигации РК	6,5	21.07.45	USD	1 500	119,875	121,00	5,169	5,105	BBB-/BBB/Baa3	200 000

Источник: Bloomberg

Наша Рекомендация

Суверенные облигации считаются одним из самых безопасных способов инвестирования и на рынке расцениваются как «безрискованные». Доходность к погашению по суверенным облигациям РК варьируется в диапазоне 3,5%-5,1% в зависимости от выпуска и срока погашения и превышает ставки по депозитам в иностранной валюте. Мы считаем, что данные облигации могут отлично дополнить портфель любого инвестора.

Казкоммерцбанк

Казкоммерцбанк является одним из крупнейших банков в Казахстане и Центральной Азии. Банк занимает первое место по размеру активов, кредитов и депозитов. Доля банка на рынке по размеру активов составляет 21%, по кредитам 26%, и по депозитам 20% по состоянию на 1 июня 2016 года по данным НБРК. Основным акционером Банка является Ракишев Кенес Хамитович, который владеет 43,23% размещенных простых акций Банка.

Основные параметры облигаций

У эмитента есть несколько выпусков еврооблигаций, со сроком погашения до 2023 года. В таблице ниже представлены основные параметры облигаций. Средний объем торгов на KASE составляет \$452 729 по еврооблигациям с датой погашения в ноябре 2016 года, \$5 000 по еврооблигациям с датой погашения в феврале 2017 года, \$9 680 по еврооблигациям с датой погашения в июне 2017 года, \$3 580 по еврооблигациям с датой погашения в 2018 году и \$200 000 по еврооблигациям с датой погашения в 2022 году.

Эмитент	Купон (П/Г)	Пог-ие	Валюта	Объем (в млн.)	Цена		Доходность		Рейтинг S&P/Fitch/Moody's	Мин. Объем
					Покупка	Продажа	Покупка	Продажа		
Казкоммерцбанк	7,5	29.11.16	USD	351	98,9	100,0	10.8	7.4	CCC+/CCC/Caa2u	100 000
Казкоммерцбанк	6,875	13.02.17	EUR	511	96.8	98.4	12.8	9.6	CCC+/CCC/Caa2u	65 143
Казкоммерцбанк	5,95	13.06.17	USD	250	92	94	16.0	13.4	CCC-/CC/Caa3u	100 000
Казкоммерцбанк	8,5	11.05.18	USD	300	92,6	94,4	13,2	12,1	CCC+/CCC/Caa2u	200 000
Казкоммерцбанк	5,5	21.12.22	USD	750	68,6	70,1	12,8	12,4	CCC/CCC+/-	1

Источник: Bloomberg

Финансовые результаты

Кредитный портфель Банка (гросс) в 2015 году увеличился на 58%, депозиты клиентов выросли на 47% в результате объединения с БТА. По итогам 1 кв 2016 года рост кредитного портфеля составил 2.3%, а депозиты клиентов увеличились на 2.6%. В структуре кредитного портфеля Банка большую долю занимает заем, выданный БТА. Данный заем составляет 59% кредитного портфеля и почти в 6 раз превышает капитал самого Банка. Принимая во внимание тот факт, что данный заем выдан Банку с высоким уровнем проблемных активов и то, что под него практически не были созданы провизии, структуру кредитного портфеля ККБ можно считать, как рискованную. Риск на одного заемщика довольно высокий.

По состоянию на 1 июня 2016 года уровень провизирования или соотношения сформированных провизий к кредитам с просрочкой платежей более 90 дней составляет 168%, что выше среднего показателя по рынку. Уровень кредитов с просрочкой платежей составляет 10.74%, из них 8.11% являются кредиты с просрочкой платежей более 90 дней.

Доля ликвидных активов на конец 1 кв 2016 года снизилась до 7.3% от общих активов. Стоит отметить, что Банку в ближайшие несколько лет необходимо будет погасить несколько выпусков облигаций.

Статьи балансового отчета	2 013	2 014	2 015	1Q 2016
Кредитный портфель (гросс)	2 879 746	2 630 424	4 144 178	4 241 054
Кредитный портфель (нет)	1 900 993	2 122 148	3 829 736	3 964 391
Общие активы	2 586 292	4 247 077	5 094 335	5 157 659
Депозиты клиентов	1 682 035	2 264 140	3 324 734	3 411 803
Капитал	372 207	416 041	373 268	397 657
Провизии/Кредитный портфель (гросс)	-34,0%	-19,3%	-7,6%	-6,5%
Кредиты/Депозиты	113,0%	93,7%	115,2%	116,2%
Ликвидные активы/Общие активы	12,9%	10,9%	10,3%	7,3%
Провизии 90 дней+/Кредитный портфель (гросс)*	29,0%	22,0%	9,0%	9,6%

Источник: данные компании, расчеты BCC Invest

* по данным Нац. Банка (кредиты с просрочкой/кредитный портфель)

В 1 кв 2016 года чистая прибыль Банка увеличилась более чем в 4 раза (Г-к-Г) и составила 18 451 млн. тенге. Рентабельность собственного капитала составила 19.1%. Должны отметить, что процентные доходы в отчете о прибылях и убытках значительно отличаются от фактически собранных процентных доходов в 1 кв 2016 года. Так, процентные доходы составили 119 395 млн. тенге в 1 кв 2016, а фактически полученные наличностью процентные доходы составили 44 678 млн. тенге. Соответственно, доля процентных доходов, собранных наличностью составляет 37%.

Статьи отчета ОПИУ	2 013	2 014	2 015	1Q 2015	1Q 2016
Чистая прибыль	52 535	23 741	-18 435	3 483	18 451
Чистый процентный доход (до провизий)	141 542	154 032	187 086	32 039	58 965
Чистый процентный доход (после провизий)	69 987	79 993	10 245	24 533	36 098
Чистый комиссионный доход	22 348	24 667	28 423	5 781	6 003
ROAE	15,2%	6,0%	-4,7%	3,3%	19,1%
ROAA	2,1%	0,7%	-0,4%	0,3%	1,4%
Стоимость риска	-2,5%	-2,8%	-4,3%	-0,3%	-0,5%
Чистая процентная маржа	6,1%	5,3%	4,5%	3,7%	4,8%

Источник: данные компании, расчеты BCC Invest

По состоянию на 1 июня 2016 эмитент выполняет пруденциальные нормативы. Тем не менее, коэффициенты достаточности собственного капитала не сильно превышают минимально допустимые пороговые значения, что не исключает необходимость в докапитализации банка.

Наша Рекомендация

Мы выделяем несколько существенных рисков деятельности Банка. Во-первых, у Банка значительный риск на одного заемщика, во-вторых, доля процентных доходов, собранных наличностью составляет лишь 37% (1 кв 2016г), в третьих, наблюдается снижение ликвидных активов на балансе компании, в четвертых, в ближайшие несколько лет Банку необходимо будет погасить несколько выпусков облигаций. Мы оцениваем риск инвестирования в долговые ценные бумаги Банка выше среднего. Мы рекомендуем присмотреться к покупке еврооблигаций Казкоммерцбанка инвесторам с высоким порогом терпимости к финансовым рискам.

ForteBank

В 2015 году произошло присоединение к АО «Альянс Банк» АО «Темірбанк» и АО «ForteBank» и в дальнейшем переименование в ForteBank. По размеру активов доля банка на рынке составляет 4.5%, по кредитам 3.2%, и по депозитам 4.5% по состоянию на 1 июня 2016 года по данным НБРК. Основным акционером Банка является Утемуратов Булат Жамитович, который владеет 79,79% размещенных простых акций Банка.

Основные параметры облигаций

У эмитента есть один выпуск еврооблигаций, со сроком погашения до 2023 года. Облигации могут быть выкуплены эмитентом при изменении налогового законодательства или при смене контроля. В таблице ниже представлены основные параметры облигаций. Средний объем торгов на KASE составляет \$19 000.

Эмитент	Купон (П/Г)	Пог-ие	Валюта	Объем (в млн.)	Цена		Доходность		Рейтинг	Мин. Объем
					Покупка	Продажа	Покупка	Продажа	S&P/Fitch/Moody's	
ForteBank	14	30.06.22	USD	63.1	104.8	107.5	12.82	12.17	B/-/-	1000

Источник: Bloomberg

Финансовые результаты

В 2015 году произошло объединение Альянс Банка, Темірбанка и ForteBank. В рамках интеграции в 2015 году банк списал часть невозвратных кредитов, тем самым очистив кредитный портфель. Уровень кредитов с просрочкой платежей снизился с 24.4% (2014г) до 9.0% (2015г). Хотим отметить, что кредитный портфель хорошо диверсифицирован, и Банк не имеет заемщиков, на долю каждого из которых приходится более 10% от совокупного объема кредитов.

По состоянию на 1 июня 2016 года уровень провизирования или соотношения сформированных провизий к кредитам с просрочкой платежей более 90 дней составляет 72%, что ниже среднего показателя по рынку. Существует риск увеличения провизий по проблемным кредитам, что приведет к увеличению расходов. Уровень кредитов с просрочкой платежей составляет 16.9%, из них 9.31% являются кредиты с просрочкой платежей более 90 дней.

Статьи балансового отчета	2 013	2 014	2 015	1Q 2016
Кредитный портфель (гросс)	671 570	643 222	680 789	670 778
Кредитный портфель (нет)	307 818	561 327	629 906	621 780
Общие активы	475 768	909 246	1 069 135	1 053 238
Депозиты клиентов	307 544	513 559	660 057	645 117
Капитал	-75 085	153 997	166 254	168 727
Провизии/Кредитный портфель (гросс)	54,2%	12,7%	7,5%	7,3%
Кредиты/Депозиты	100,1%	109,3%	95,4%	96,4%
Ликвидные активы/Общие активы	69,1%	28,4%	27,2%	25,9%
Провизии 90 дней+/Кредитный портфель (гросс)*	49,8%	24,4%	9,0%	8,4%

Источник: данные компании, расчеты BCC Invest

* по данным Нац. Банка (кредиты с просрочкой/кредитный портфель)

В 2015 году эмитент заработал 7 427 млн. тенге, рентабельность собственного капитала (ROE) составила 4.6%. В 1 квартале показатели банка улучшились, чистая прибыль увеличилась на 11.7% (Г-к-Г) до 3 044 млн. тенге, а показатель ROE составил 7.3%.

Должны отметить, что доля процентных доходов, собранных наличностью составляет 80%. Так, процентные доходы составили 23 598 млн. тенге в 1 кв 2016, а фактически полученные наличностью процентные доходы составили 18 888 млн. тенге.

Статьи ОПиУ	2 013	2 014	2 015	1Q 2015	1Q2016
Чистая прибыль	-84 848	171 202	7 427	2 725	3 044
Чистый процентный доход (до провизий)	13 275	15 343	33 245	8 046	8 861
Чистый комиссионный доход	9 173	3 125	4 261	837	1240
ROAE	NA	111,2%	4,6%	7,0%	7,3%
ROAA	-17,8%	18,8%	3,4%	1,2%	1,1%
Стоимость риска	-11,7%	-3,6%	-2,1%	-1,6%	-1,3%
Чистая процентная маржа	2,1%	0,4%	0,6%	4,4%	4,6%

Источник: данные компании, расчеты BCC Invest

По состоянию на 1 июня 2016 эмитент выполняет пруденциальные нормативы со значительным запасом.

Наша Рекомендация

По нашему мнению, финансовое состояние Банка можно охарактеризовать как стабильное. По итогам 1 квартала финансовые показатели улучшились, чистая прибыль выросла на 11.7%. Стоит отметить, что у Банка достаточный уровень ликвидных активов на балансе, а также эмитент соблюдает пруденциальные нормативы со значительным запасом. Среди основных рисков хотим отметить возможное увеличение провизий по проблемным кредитам в связи с низким покрытием провизиями проблемных кредитов (+90 дней), что окажет негативное влияние на прибыльность Банка в дальнейшем. Мы рекомендуем присмотреться к покупке еврооблигаций ForteBank (2022г) инвесторам со средним или высоким порогом терпимости к финансовым рискам.

Еврооблигации погашаются 30 июня 2022 года, срок до погашения составляет около 6 лет. В связи с этим существует риск изменения цены облигации, что может сказаться на доходности инвесторов при фиксации дохода ранее срока погашения облигации.

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
Начальник Департамента торговых операций
+7 (727) 244 32 30 (вн. 72 88)
anadirova@bcc-invest.kz

Роман Попов
Финансовый консультант
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 88)
rpopov@bcc-invest.kz

Наина Романова
Ведущий аналитик
+7 (727) 2 598 598 (вн. 72 66)
nromanova@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 абсолютные 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 существования даваемых ими рекомендаций.

© BCC invest 2015