



НАРОДНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

Народный Банк демонстрирует положительные темпы роста чистой прибыли, обладает высоким запасом ликвидности, адекватным уровнем качества активов и занимает лидирующую позицию в банковском секторе. Мы рекомендуем «ПОКУПАТЬ» акции и ГДР Народного Банка. По нашей оценке, справедливая стоимость Банка на конец 2019 года составляет 129,1 тенге за акцию или \$13,62 за ГДР. Данная цена подразумевает потенциал роста в размере 18,9% по акциям и 20% по ГДР.

Чистая прибыль банка на протяжении последних шести лет демонстрирует положительную динамику.

Чистая прибыль банка по итогам 2018 года выросла на 46,1% и составила 253,431 млрд. тенге. В сравнении с 2017 годом процентный доход вырос на 35,7%, до 675,699 млрд. тенге. Чистый процентный доход до отчислений в резервы на обесценение вырос на 40,1% до 348,269 млрд. тенге. Чистая процентная маржа выросла до 5,2% годовых за 2018 года по сравнению с 5% годовых за 12 месяцев 2017 года. Активы банка в минувшем году выросли на 1,1%, до 8,96 трлн. тенге, ссудный портфель - на 9%, до 3,9 трлн. тенге, резервы на обесценение - на 29,2%, до 409,793 млрд. тенге.

По итогам 1-го квартала 2019 года чистая прибыль составила 74,502 млрд. тенге, что на 20,1% больше, чем за аналогичный период прошлого года.

Дивидендные выплаты будут расти. 18 марта 2019 года акционеры Народного Банка на своем ГОСА утвердили годовые дивиденды в размере 49,8% от чистой прибыли, что в расчете на одну простую акцию составляет 10,78 тенге. Фиксация реестра состоялась 22 апреля, а экс-дата была 17 апреля. Дивиденды будут выплачены 3 июня 2019 года. Дивидендная доходность составляет 10,1%. В мае 2019 года Председатель Правления Банка Умут Шаяхметова заявила о том, что банк может пересмотреть свою дивидендную политику в части увеличения коэффициента выплат с текущих уровней, ограниченных 50% от чистой прибыли. В связи с этим мы закладываем в наш прогноз постепенное увеличение коэффициента выплат с текущих уровней 50% до 70% в 2022 году.

Народный Банк по мультипликатору P/E и P/B выглядит более привлекательно в сравнении с аналогами. Средний показатель P/E аналогов на сегодняшний день составляет 7,9x, в то время как у Народного Банка этот показатель равен 4,8x. По данному показателю акции Народного Банка выглядят более привлекательно относительно аналогов, торгуясь с дисконтом в размере 61%.

По мультипликатору P/B средний показатель по основной выборке банков EM составил 1,1x. Акции Народного Банка

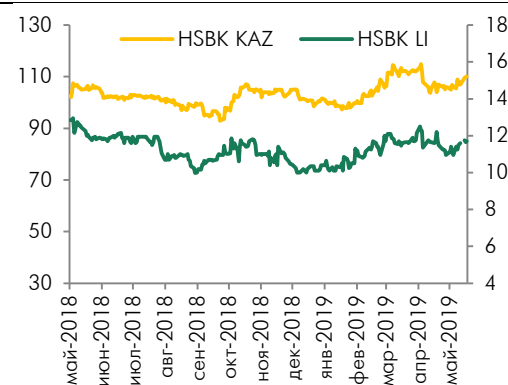
Мадина Метеркулова

mmeterkulova@bcc-invest.kz

Народный Банк Казахстана

Тикер	HSBK LI	HSBK KZ
Капитализация	\$3,4 млрд.	1 286 млрд.
Последняя цена	\$11,35	108,6 тг.
Диапазон цен, последние 52 нед.	\$9,7-\$12,9	92-115,5 тг.
Ср. дневной объем торгов (3 месяца)	\$0,5 млн.	16 млн. тг.
Целевая цена	\$13,62	129,1 тг.
Потенциал роста	20%	18,9%
Дивидендная доходность	9,95%	
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕНЫ АКЦИЙ ЗА 12 МЕСЯЦЕВ



ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

В млрд. тенге	2017	2018	2019П
Процентные доходы	497,5	675,6	723,1
Процентные расходы	257,8	333,7	323,6
ЧПД до резервов	248,5	348,2	399,5
Операционная прибыль	247,1	332,2	381,8
Резервы	46,8	44,0	41,5
Прибыль до налогообложения	199,0	335,9	340,3
Чистая прибыль	173,4	253,4	272,2

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	2017	2018	2019П
ROAE	21,7%	25,3%	29,2%
ROAA	2,4%	2,8%	3,7%
Опер.расходы/ опер. доходы	45%	49%	47%
P/E	4,58	4,80	4,41
P/B	1,07	1,10	1,02
Дивиденды (тенге/акция)	6,31	10,8	13,9

Обзор банковского сектора

В 2018 году кредитный рынок РК показал положительные темпы прироста, показатель вырос на 1,3% (Г-к-Г) до 13,8 трлн. тенге, что свидетельствует о росте темпов кредитования в стране.

Рост кредитования происходил на фоне относительно стабильной ситуации в экономике и некоторого улучшения доступности долгосрочного фондирования в тенге.

На депозитном рынке также наблюдался прирост депозитной базы, который составил 2,2% (Г-к-Г) и составил 17 трлн. тенге.

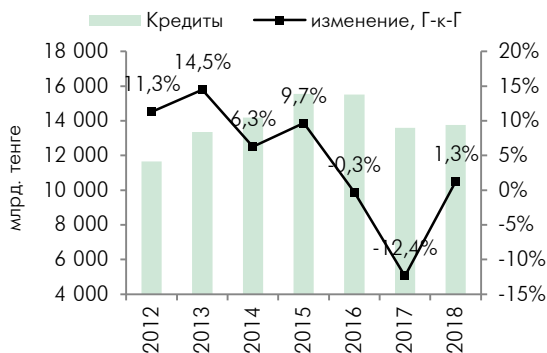
При этом указанный рост был исключительно обусловлен увеличением розничных вкладов, в то время как корпоративные депозиты продемонстрировали снижение.

Средневзвешенная ставка вознаграждения банков по привлеченным депозитам в нацвалюте у юрлиц снизилась с 8,0% до 7,1%, по депозитам физлиц – с 10,5% до 9,7%.

В 2018 году рост ссудного портфеля банковского сектора составил 1,3% по сравнению со значительным снижением в 2017 году (-12,4%). Данный рост обусловлен стабильной ситуацией в экономике и доступностью долгосрочного фондирования в тенге.

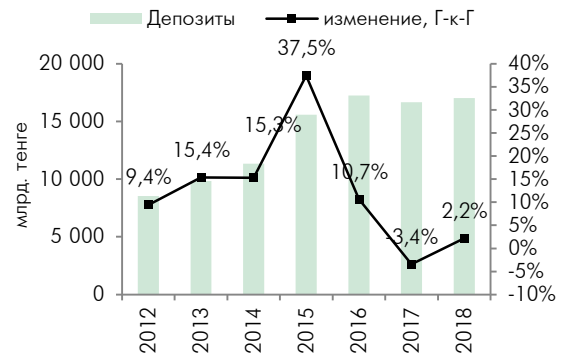
Примечательно, что с начала 2018 года базовая ставка была снижена 3 раза с 9,75% в январе 2018 года до 9,0% в июне 2018 года. Однако в октябре 2018 года НБРК повысил базовую ставку до 9,25% и сохранил на этом уровне до конца 2018 года. Снижение базовой ставки до 9% в апреле 2019 года и сохранения инфляции в рамках целевого коридора 4-6% положительно отразится на темпах кредитования.

Рис 1 Кредиты экономике и динамика их изменений



Источник: НБРК

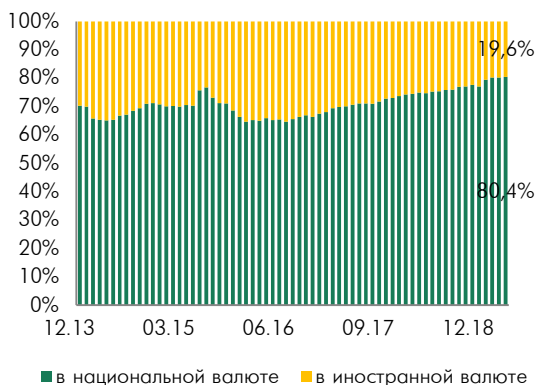
Рис 2 Депозиты и динамика их изменений



Источник: НБРК

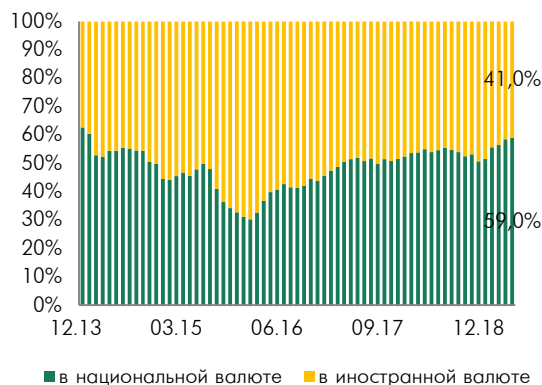
С июня 2018 года наблюдается постепенное снижение доли вкладов в иностранной валюте в пользу вкладов в национальной валюте. На 1 апреля 2019 года кредиты в национальной валюте составляли 80% от общего объема кредитов в стране. На 1 апреля 2019 года депозитов в иностранной валюте составила 59,0%.

Рис 3 Кредиты БВУ в разрезе валют



Источник: НБРК

Рис 4 Депозиты БВУ в разрезе валют



Источник: НБРК

Изменение тенденций в банковском секторе

Банковский рынок по состоянию на 1 мая 2019 года был представлен 28 финансовыми институтами. Примечательно, что активы 10 крупнейших банков составляют приблизительно 85% от общих активов, а доля депозитов и кредитов составляет 85% и 86%, соответственно. Концентрация активов 10 крупнейших банков в РК является значительной.

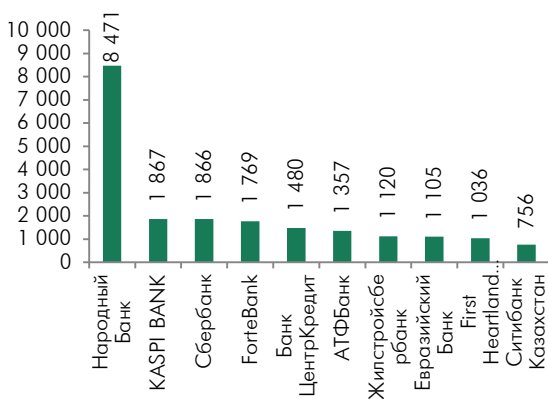
В 2018 году регулятор продолжил оздоровление банковского сектора, через дальнейшую консолидацию и концентрацию банковского сектора. Существенное влияние на рынок также оказали отзывы лицензий у ряда коммерческих банков, а именно у Qazaq Banki, Эксимбанка и Банка Астаны. Совокупный капитал трех банков составлял 111,4 млрд. тенге.

Осенью 2018 у Цеснабанка ради «финансового оздоровления предприятий агропромышленного сектора-заемщиков банка» были выкуплены кредиты на 450 млрд. тенге со стороны Фонда проблемных кредитов. Далее, 1 февраля 2019 года АО «Фонд проблемных кредитов» привлек на KASE 604 млрд. тенге для финансирования активов Цеснабанка. Итого Цеснабанк получил государственную поддержку в размере более 1 трлн. тенге. 6 февраля 2019 года 99,5% простых акций Цеснабанка купило АО «First Heartland Securities». Это казахстанская брокерская компания, которая входит в состав инвестиционного холдинга автономных организаций образования Назарбаев Университет, Назарбаев Интеллектуальные Школы и Назарбаев Фонд. В итоге Цесна банк был переименован в АО «First Heartland Jysan Bank».

На сегодняшний момент в результате меняющейся конъюнктуры банковского рынка наблюдается консолидация банковских финансовых институтов. В начале 2019 году стало известно о намерениях нескольких банков провести реорганизацию, в частности обсуждается возможность потенциальной сделки между Tengri Bank, Capital Bank Kazakhstan и AsiaCredit Bank.

10 января 2019 года S&P опубликовало статью «Оценка отраслевых и страновых рисков банковского сектора Республики Казахстан», в которой оценивает тенденцию развития экономического риска в банковской системе страны как «стабильную». Агентство не прогнозирует существенного улучшения режима регулирования казахстанского банковского сектора, принимая во внимание, сохраняющееся политическое влияние. Также в агентстве полагают, что консолидация в банковском секторе страны продолжится вследствие отзыва лицензий у слабых банков и источниками фондирования банковской системы будут преимущественно розничные и корпоративные депозиты, при этом уровень долларизации депозитов в целом останется стабильным.

Рис 5 Топ-10 крупнейших банков в РК по активам на 1 мая 2019 г.



Источник: НБРК, отдельные финансовые результаты

Рис 6 Прибыль банков за 2018 г. (млн.тг)



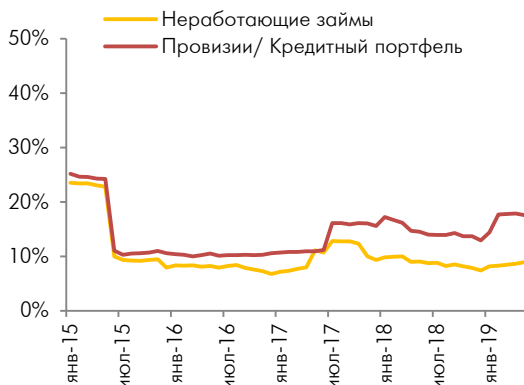
Источник: НБРК (отдельные неаудированные финансовые результаты)

По итогам 2018 года большинство банков закрыли финансовый год в положительной зоне. Особо выделяется деятельность Народного Банка в прошлом году. Так, банк показал наивысшую чистую прибыль в размере 253,431 млрд. тенге. Доходность по среднему капиталу ROAE на уровне 25,3%, что превышает показатели по ряду других банков.

Совокупный объем проблемных кредитов снизился, однако проблемы в банковском секторе сохраняются

Согласно данным Национального Банка РК доля неработающих займов (90+ дней) достигала максимальных значений (10%) в апреле 2018 года и снизилась до 9,35% на 1 мая 2019 года. Примечательно, что сформированные провизии относительно неработающих кредитов (90+ дней) снизились в первом полугодии 2018 года и значительно выросли во втором полугодии 2018 года, что свидетельствует о создании дополнительных резервов банками на проблемные кредиты для абсорбирования возможных рисков в случае ухудшения платежеспособности клиентов.

Рис 7 Динамика изменения доли неработающих займов (90+ дней) и провизий



Источник: НБРК

Рис 8 Покрывание займов с просрочкой 90+ дней по банковскому сектору



Источник: НБРК

Обзор финансовых результатов Банка

Народный Банк является крупнейшим по активам финансовым институтом на рынке РК с долей активов в размере 35,0%, долей кредитного портфеля в размере 30,0% и долей по депозитам в размере 38,0% по состоянию на 1 мая 2019 года.

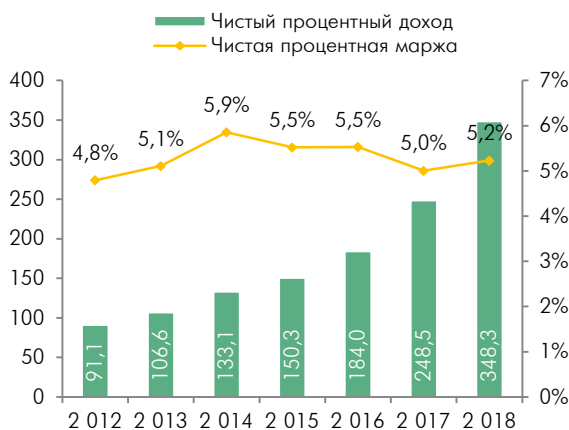
Основным акционером банка является АО «Холдинговая группа «Алмэкс», с долей 74,5%. АО «ЕНПФ» принадлежит 6,1% простых акций Банка. Остальные акции (15,7%) находятся в номинальном держании Bank of New York.

Чистая прибыль банка по итогам 2018 года выросла на 46,1% и составила 253,431 млрд. тенге. В сравнении с 2017 годом процентный доход вырос на 35,7%, до 675,699 млрд. тенге. Чистый процентный доход до отчислений в резервы на обесценение вырос на 40,1% до 348,269 млрд. тенге. Чистая процентная маржа выросла до 5,2% годовых за 2018 года по сравнению с 5% годовых за 12 месяцев 2017 года. Активы банка в минувшем году выросли на 1,1%, до 8,96 трлн. тенге, ссудный портфель - на 9%, до 3,9 трлн. тенге, резервы на обесценение - на 29,2%, до 409,793 млрд. тенге.

В 2018 году прибыль банка продолжила рост

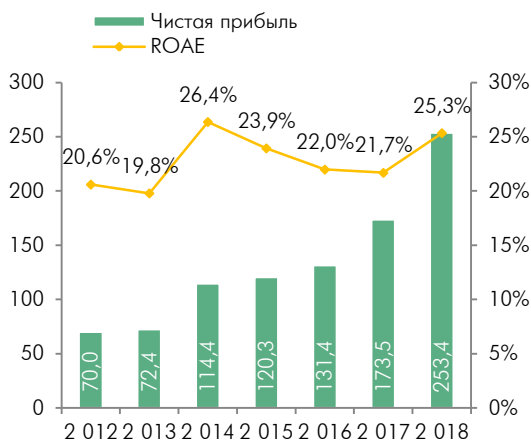
В 2018 году прибыль банка составила 253,431 млрд. тенге и выросла по отношению к 2017 году на 46,1%. Значительный рост чистой прибыли по сравнению с 2017 годом связан с увеличением процентных доходов (+35,8%) и комиссионных доходов (+29,2%) на фоне относительно умеренного увеличения провизий по проблемным кредитам.

Рис 9 Чистый процентный доход (млрд. тенге) и ЧПМ



Источник: данные Банка

Рис 10 Чистая прибыль (млрд. тенге) и ROAE



Источник: данные Банка

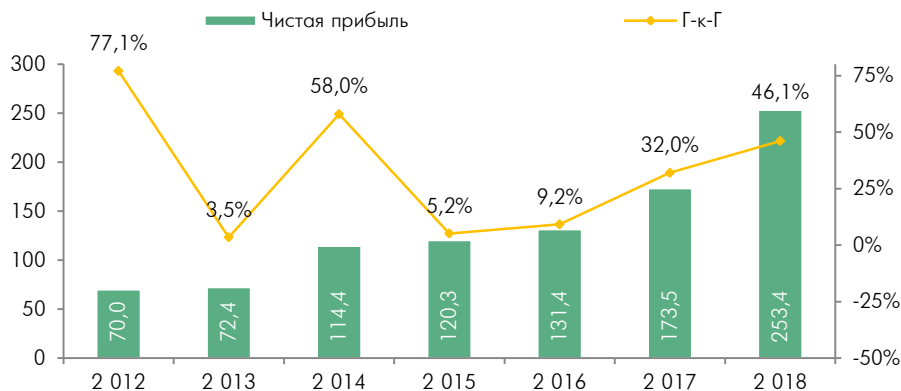
В 2018 году был отмечен рост процентных доходов на 35,8% относительно 2017 года за счет увеличения средних процентных активов и роста средних ставок по портфелю ценных бумаг и займам клиентам. Процентные расходы выросли на 29,5% за счет увеличения средних остатков по процентным обязательствам и роста средней процентной ставки.

В результате чистый процентный доход до отчислений продемонстрировал рост на 40,1% до 348,3 млрд. тенге.

Чистая прибыль демонстрирует рост на протяжении 6 лет

На протяжении последних шести лет можно отметить положительную динамику в отношении показателя чистой прибыли. Чистый доход в 2018 году составил 253,431 млрд. тенге, увеличившись на 46% по сравнению с показателем 2017 года (173,5 млрд. тенге.). Увеличение чистой прибыли стало результатом роста процентных доходов, комиссионных доходов, увеличение которых компенсировало рост провизий по проблемным активам и рост основных статей расходов.

Рис 11 Динамика изменения чистой прибыли (млрд. тенге) за период 2012-18 гг.



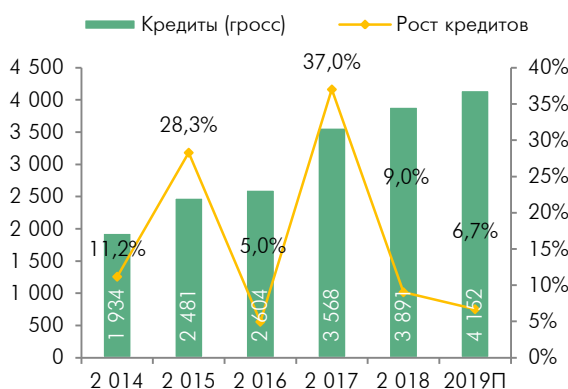
Источник: данные Банка

Темпы кредитования демонстрируют стабильный рост

В 2018 году займы клиентам продемонстрировали рост на 9% и составили 3 891 млрд. тенге. Тогда как годом ранее показатель вырос на 37% с 2 604 млрд. тенге в 2016 году до 3 568 млрд. в 2017 году. Данный рост обусловлен стабильной ситуацией в экономике и улучшением доступности долгосрочного фондирования в тенге.

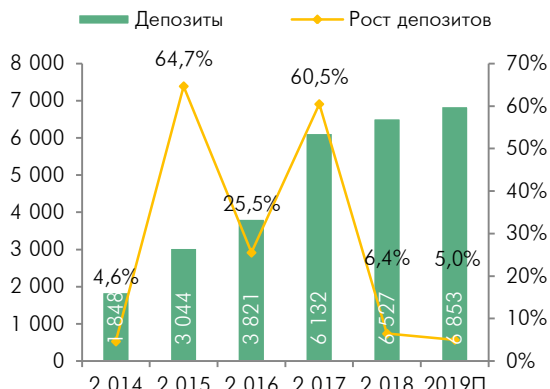
С начала года курс тенге ослаб с 332,33 тенге на 1 января 2018 года до 384,2 тенге на 1 января 2019 года. Доля выданных займов в валюте на 1 января 2019 года составляла 32,8% от общего кредитного портфеля (нетто).

Рис 12 Кредиты (млрд. тенге) и рост кредитов



Источник: данные компании, прогнозы BCC-Invest

Рис 13 Депозиты (млрд. тенге) и рост депозитов



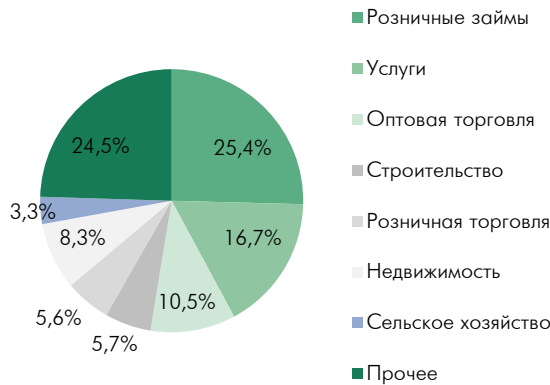
Источник: данные компании, прогнозы BCC Invest

В кредитном портфеле Банка в основном преобладают займы, выданные юридическим клиентам, на долю которых приходится 75% кредитного портфеля.

В разрезе секторов кредитный портфель банка хорошо диверсифицирован, с большей концентрацией выданных займов в секторе розничных займов и услуг с долей 25,4% и 16,7% от кредитного портфеля (брутто), соответственно.

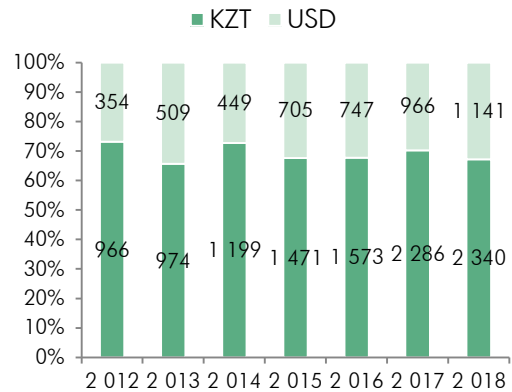
Доля валютных кредитов от общего объема кредитов на 1 января 2019 года составила 32,8%, немного снизившись относительно предыдущего года.

Рис 14 Структура кредитного портфеля по секторам (2018 г.)



Источник: данные Банка

Рис 15 Разбивка кредитов в разрезе валют (2012-18 гг.)



Источник: данные Банка

Депозиты - основной источник фондирования

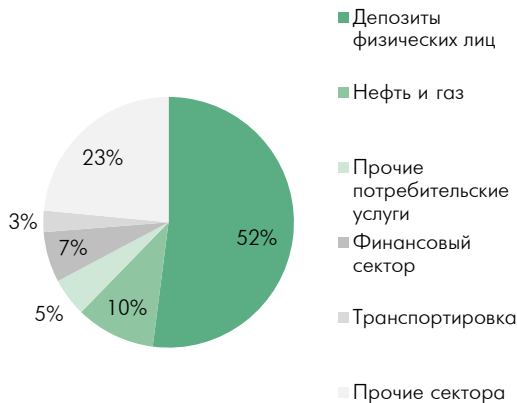
Основным источником фондирования по-прежнему остаются депозиты. Доля депозитов от общих обязательств по состоянию на 1 января 2019 года составляет 82,6% и 72,8% от общих активов.

Соотношение кредитов (нетто) к депозитам на 1 января 2019 года составило 53,3%.

С начала 2017 года депозитная база также выросла на 6,4% до 6 527 млрд. тенге на конец 2018 года.

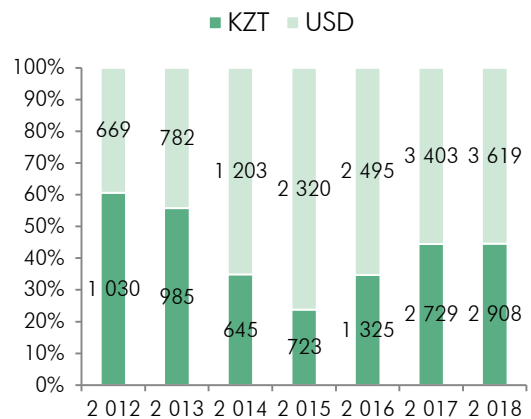
Вклады клиентов в основном представлены депозитами физических лиц, с долей 52% от общей депозитной базы. Доля нефтегазового сектора составляет 10,3% от общей депозитной базы.

Рис 16 Структура депозитной базы по секторам (2018 г.)



Источник: данные Банка

Рис 17 Разбивка депозитной базы в разрезе валют (2012-18 гг.)



Источник: данные Банка

Доля займов с просрочкой платежей выросла с 7,6% до 9,1%

Кредитный портфель банка согласно консолидированной финансовой отчетности вырос на 7% до 3 481 млрд. тенге. Сформированные резервы находятся на уровне 10% от общего кредитного портфеля на конец 2018 года. В связи с ростом кредитного портфеля, доля резервов увеличилась относительно 2017 года.

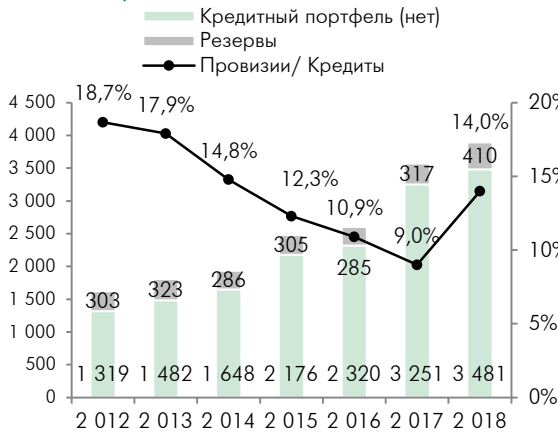
Согласно данным статистики НБРК на 1 мая 2019 года кредитный портфель Народного Банка (в отдельности) составлял 3,9 млрд. тенге, из которого кредиты с просрочкой платежей составляли 541,7 млрд. тенге или 13,69% от общего ссудного портфеля.

Доля кредитов с просрочкой платежей более 90 дней составила 9,43%.

Можно отметить постепенное снижение объема проблемных кредитов с 15,3% на начало 2015 года до 13,69% на 1 мая 2019 года.

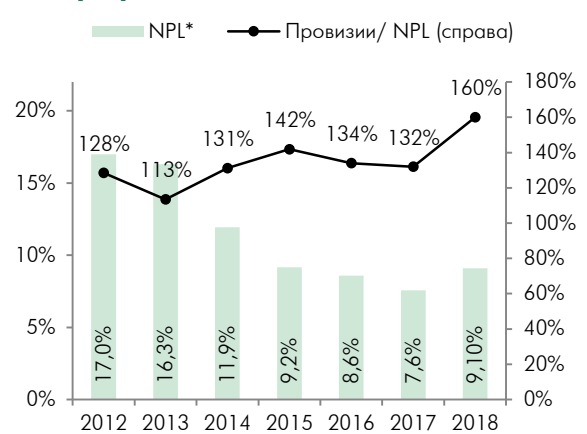
Однако с начала года наблюдается увеличение доли проблемных кредитов (+90 дней) с 9,1% до 9,35% на 1 мая 2019 года.

Рис 18 Кредитный портфель (2012-18 гг.)



Источник: консолидированные данные Банка

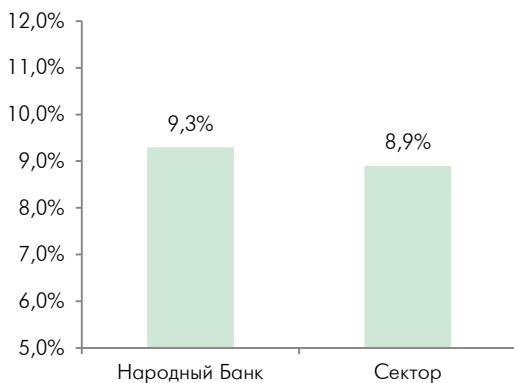
Рис 19 Доля проблемных кредитов с просрочкой более 90 дней



Источник: данные НБРК

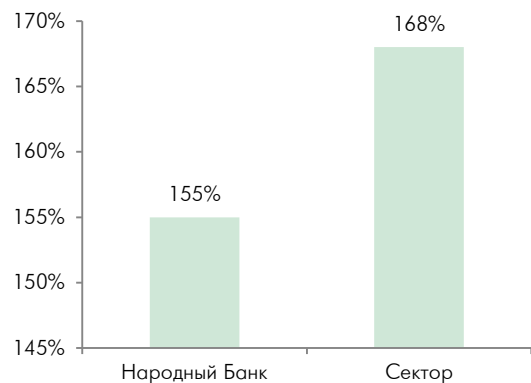
В сравнении с сектором, доля проблемных кредитов более 90 дней превышает среднее значение по банковскому сектору. В дополнение, сумма сформированных провизий Банка на 1 мая 2019 года была на уровне 155%, что ниже среднего показателя по сектору (168%).

Рис 20 Доля проблемных кредитов с просрочкой более 90 дней на 1 мая 2019 г.



Источник: данные НБРК

Рис 21 Коэффициент покрытия провизиями проблемных кредитов (90+ дней) на 1 мая 2019 г.



Источник: данные НБРК

Стоит отметить высокую капитализацию Народного Банка на 1 мая 2019 года. Капитал банка на 1 мая 2019 года составляет 1 003 млрд. тенге.

Эмитент выполняет пруденциальные требования в отношении достаточности капитала со значительным запасом. Напомним, что с 1 января 2017 года нормативы были увеличены до 9,5% (k1-1), 10,5% (k1-2) и 12% (k2).

В результате слияния Казкоммерцбанка и Народного Банка, капитал второго уровня (Tier 2 Capital) от ККБ был переведен в Народный Банк. Таким образом, по состоянию на 1 октября 2018 года и 1 января 2019 года структура капитала Народного Банка включает капитал 2 уровня.

Дивидендная политика

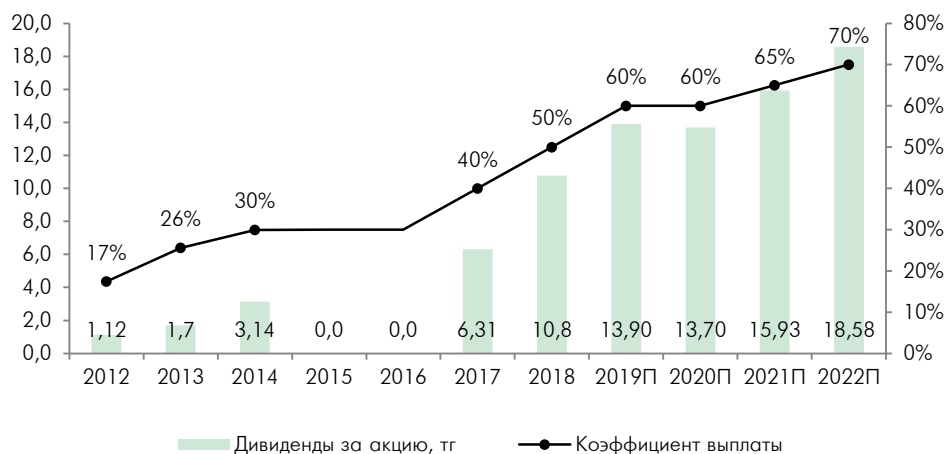
Согласно дивидендной политике Банка, на выплату дивидендов по простым акциям направляется 15-50% от чистой прибыли. В 2016 году в дивидендную политику были внесены изменения, в части пункта 4.1, в котором говорится, что совет директоров Банка в соответствии со стратегическими целями Банка может рекомендовать не выплачивать дивиденды по итогам года. Руководствуясь данным пунктом, по итогам 2015 и 2016 годов, совет директоров рекомендовал не выплачивать дивиденды по простым акциям.

Тем не менее, в 2012, 2013 и 2014 годах коэффициент выплаты составлял 17%, 26% и 30% от чистой прибыли. Дивидендная доходность при этом составляла 4,0%, 4,3% и 8,5% в 2013-15 годах, соответственно.

В 2015 и 2016 годах банк не выплачивал дивиденды.

Начиная с 2017 года банк возобновил выплаты дивидендов. По итогам 2017 года банк выплатил 40% от чистой прибыли, что составляет дивиденд в размере 6,31 тенге на акцию.

Рис 22 Дивиденды и коэффициент выплаты дивидендов



Источник: НБРК, расчеты BCC Invest

18 марта 2019 года акционеры Народного Банка на своем ГОСА утвердили годовые дивиденды в размере 49,8% от чистой прибыли, что в расчете на одну простую акцию составляет 10,78 тенге. Фиксация реестра состоялась 22 апреля, а экс-дата была 17 апреля. Дивиденды будут выплачены 3 июня 2019 года. Дивидендная доходность составляет 10,1%.

В мае 2019 года Председатель Правления Банка Умут Шаяхметова заявила о том, что банк может пересмотреть свою дивидендную политику в части увеличения коэффициента выплат с текущих уровней ограниченных 50% от чистой прибыли. В связи с этим мы закладываем в наш прогноз постепенное увеличение коэффициента выплат с текущих уровней 50% до 70% в 2022 году.

Оценка компании

Основные прогнозы

Рост кредитного портфеля (нетто) в 2019 году, по прогнозу Банка, ожидается на уровне 7%. Мы полагаем, что снижение базовой ставки в 2019 году, приблизительно до 8,5% до конца года, может стать толчком для роста кредитования. Тем не менее, мы считаем, что темпы кредитования будут сдерживаться отсутствием качественных заемщиков и слабым спросом со стороны населения.

Хотим отметить, что оживление экономической деятельности, обусловлено ростом ВВП, который с начала года увеличился на 4%. Согласно прогнозу МВФ прогноз роста ВВП Казахстана увеличится с 3,1% до 3,2% в 2020 году, что также свидетельствует в пользу умеренного роста кредитования. Мы ожидаем рост кредитного портфеля в среднем на уровне 6-6,8% в 2019-23 гг. Помимо этого, у Банка наблюдается очень высокий уровень ликвидности на балансе, который давит на доходность банка и в дальнейшем может привести к наращиванию кредитного портфеля.

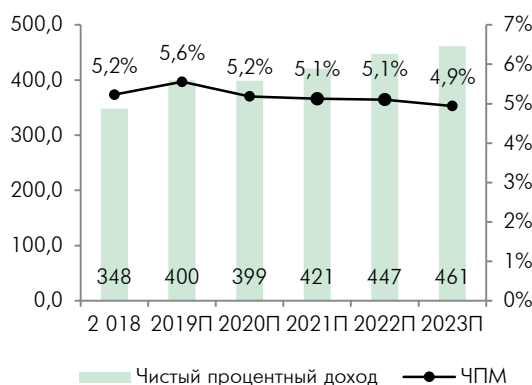
Стоимость риска или соотношение сформированных провизий к кредитному портфелю (гросс) в 2019 году ожидается на уровне 0,9%, согласно прогнозам предоставленным Банком. В 2018 году стоимость риска составила 0,5%.

Чистая прибыль Банка в 2018 году составила 253,431 млрд. тенге, что составляет рентабельность среднего собственного капитала (ROAE) на уровне 25,3%, что является довольно высоким показателем на рынке.

Мы ожидаем, что начиная с 2020 года ROAE Банка будет постепенно снижаться, в связи с тем, что уровень капитала будет расти быстрее чистой прибыли.

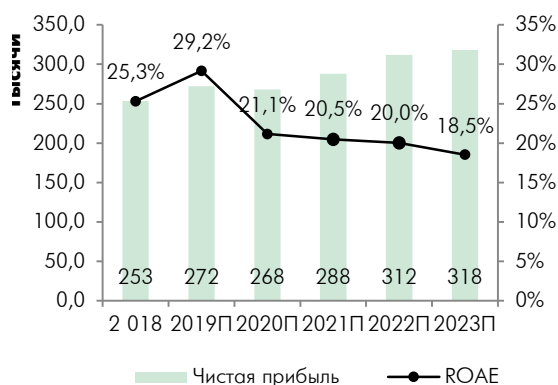
По нашим прогнозам, чистая прибыль от продолжающейся деятельности в 2019 году составит приблизительно 272,2 млрд. тенге.

Рис 23 Чистый процентный доход (млрд.) и маржа, годовые



Источник: данные компании

Рис 24 Чистая прибыль (млрд.) и ROAE на 2019-23 гг.



Источник: данные компании

Модель оценки по мультипликаторам

Мы осуществили сравнительный анализ Народного Банка с выборкой компаний из стран Восточной Европы и СНГ. Всего в нашу выборку вошло 12 банков – крупнейшие публичные банки развивающихся рынков, стран Восточной Европы и СНГ. Средний показатель P/E аналогов на сегодняшний день составляет 7,9х, в то время как у Народного Банка этот показатель равен 4,8х. По данному показателю акции Народного Банка выглядят более привлекательно относительно аналогов, торгуясь с дисконтом в размере 61%.

По мультипликатору P/B средний показатель по основной выборке банков EM составил 1,1х. Акции Народного Банка торгуются по мультипликатору P/B на таком же уровне 1,1х.

Также, мы включили сравнительные данные по развитым странам, в частности по 3-м крупнейшим банкам США. Средний показатель по данным компаниям по мультипликатору P/E составляет 10,5х, а по мультипликатору P/B составляет 1,2х.

Наименование банка	Страна	Капит. (\$ млрд.)	P/E	P/B
Развивающиеся рынки				
Сбербанк России	Россия	77,65	6,02	1,24
Банк ВТБ	Россия	7,29	2,97	0,56
Turkiye Garanti Bankasi	Турция	5,58	5,11	0,68
Akbank TAS	Турция	5,24	5,23	0,65
Turkiye Vakiflar Bankasi	Турция	1,55	2,17	0,32
Powszechna Kasa Oszczednosci Bank Polski	Польша	12,54	12,51	1,18
Bank Pekao	Польша	7,23	12,99	1,20
OTP Bank	Венгрия	11,83	9,92	1,84
Komerční Banka a.s.	Чехия	7,08	10,85	1,58
Banca Transilvania	Румыния	2,58	7,91	1,35
BRD-Groupe Societe Generale	Румыния	1,85	5,49	0,99
Vseobecna Uverova Banka	Словакия	2,43	13,6	1,35
Развитые рынки				
Wells Fargo & Co	США	204,40	10,78	1,18
JPMorgan Chase & Co	США	351,06	11,71	1,51
Morgan Stanley	США	70,97	9,00	0,99
Народный Банк	Казахстан	3,44	4,8	1,1
Средний показатель (EM)			7,9	1,1
Максимальный показатель (EM)			12,9	1,8
Минимальный показатель (EM)			2,1	0,3
Средний показатель (DM)			10,5	1,2

Источник: Bloomberg

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 должно получить возвратность как минимум на уровне стоимости этого же капитала. Наша оценка основана на наших прогнозах за 2019-23 года.

Рис 25 Дисконтированная остаточная прибыль

млн. тенге	2019	2020	2021	2022	2023
Чистая прибыль	272 723	268 299	288 105	311 982	318 045
ROE (от капитала на нач. года)	29,2%	21,1%	20,5%	20,0%	18,5%
Капитал (на конец года)	1 201 781	1 335 930	1 479 982	1 635 973	1 749 996
Остаточная прибыль	143 871	123 484	127 125	133 644	120 910
<i>Дисконтированная остаточная прибыль</i>		110 204	101 253	94 998	76 704

Источник: Расчеты BCC-Invest

Рис 26 Дисконтированная остаточная прибыль

Балансовая стоимость капитала (01.01.2019), млн. тенге	1 065 646
Терминальная стоимость, млн. тенге	107 908
Дисконтированная терминальная стоимость (2019), млн. тенге	68 455
Справедливая капитализация (2019), млн. тенге	1 517 260
Целевая стоимость простых акций, тенге	129,1
Потенциал роста	18,9%
Целевая стоимость ГДР, \$	13,62
Потенциал роста	20%

Источник: Расчеты BCC-Invest

По нашим расчетам, справедливая стоимость Народного Банка на конец 2019 года составляет 129,1 тенге за акцию или 13,62 долларов США за ГДР. Данная цена подразумевает потенциал роста в размере 18,9% по акциям и 20% по ГДР.

Основные финансовые показатели

Отчет о прибылях и убытках

Отчет о прибылях и убытках (в млн. тенге)	2014	2015	2016	2017	2018	Г-к-Г
Процентные доходы	210 593	254 856	354 997	497 597	675 699	35,8%
Процентные расходы	-77 458	-104 552	-171 041	-257 805	-333 772	29,5%
Чистый процентный доход до отчислений	133 135	150 304	183 956	248 523	348 269	40,1%
Комиссионные доходы	58 638	53 308	59 345	87 640	113 241	29,2%
Комиссионные расходы	-8 559	-10 837	-12 091	-26 732	-39 006	45,9%
Прибыль/убыток связанная с финансовыми активами/обязательствами и ЦБ	7 612	192 072	-8 556	31 423	114 158	263,3%
Прибыль/убыток по операциям с иностранной валютой	7 086	-161 022	22 623	-4 949	-64 577	1204,8%
Прочие доходы/ (расходы)	13 783	11 459	8 177	23 618	21 765	-7,8%
Непроцентные доходы	78 560	84 980	69 498	111 000	148 480	33,8%
Операционные доходы	211 695	235 284	253 454	359 523	496 749	38,2%
Операционные расходы	-62 410	-70 805	-73 395	-112 330	-164 531	46,5%
Операционная прибыль	149 285	164 479	180 059	247 193	332 218	34,4%
(Формирование)/ восстановление резервов	-7 387	-12 117	-25 680	-46 878	-44 035	-6,1%
Прибыль до налогообложения	141 898	152 362	154 379	199 061	335 905	68,7%
Расходы по подоходному налогу	-27 521	-32 050	-22 967	-25 598	-82 474	222,2%
Чистая прибыль	114 377	120 312	131 412	173 463	253 431	46,1%

Источник: Данные компании

Балансовый отчет

АКТИВЫ	2014	2015	2016	2017	2018	Г-к-Г
Денежные средства и их эквиваленты	540 537	1 404 680	1 774 519	1 780 548	1 755 138	-1,4%
Инвестиции в ценные бумаги и прочие финансовые активы	402 150	555 590	928 361	2 710 401	186 836	-93,1%
Средства в кредитных учреждениях	27 095	44 993	35 542	87 736	55 035	-37,3%
Займы клиентам, брутто	1 934 031	2 481 183	2 604 335	3 568 263	3 890 872	9,0%
Резервы	286 018	305 114	284 752	317 161	409 793	29,2%
Займы клиентам, нетто	1 648 013	2 176 069	2 319 583	3 251 102	3 481 079	7,1%
Прочие активы	191 987	273 606	290 478	1 027 994	3 480 936	238,6%
Всего активы	2 809 782	4 454 938	5 348 483	8 857 781	8 959 024	1,1%
Обязательства						
Депозиты	1 848 213	3 043 731	3 820 662	6 131 750	6 526 930	6,4%
Средства кредитных учреждений	107 192	168 258	162 134	255 151	168 379	-34,0%
Выпущенные долговые ценные бумаги	311 009	597 525	584 933	962 396	900 791	-6,4%
Прочие обязательства	68 147	115 496	115 161	239 400	297 278	24,2%
Обязательства, непосредственно относящиеся к активам, предназначенным для продажи				334 627		
Всего обязательства	2 334 561	3 925 010	4 682 890	7 923 324	7 893 378	-0,4%
Капитал						
Уставный капитал	143 695	143 695	143 695	143 695	209 027	45,5%
Эмиссионный доход	1 439	2 039	1 911	1 839	1 389	0,0%
Выкупленные собственные акции	-78 994	-103 175	-103 121	-104 234	-111 441	6,9%
Нераспределенная прибыль и прочие резервы	409 081	487 369	623 108	820 716	966 215	17,7%
Неконтролирующая доля				72 441	6	-100,0%
Всего капитал	475 221	529 928	665 593	934 457	1 065 646	14,0%
Всего обязательства и капитал	2 809 782	4 454 938	5 348 483	8 857 781	8 959 024	1,1%

Источник: Данные компании

Прогнозы финансовых показателей и коэффициентов

Баланс, млн. тенге	2 017	2018	2019П	2020П	2021П
Активы					
Денежные средства и их эквиваленты	1 780 548	1 755 138	1 871 280	2 206 482	2 311 994
Инвестиции в ценные бумаги и прочие финансовые активы	2 710 401	3 008 676	3 219 283	3 444 633	3 685 757
Средства в кредитных учреждениях	87 736	55 035	58 722	62 715	66 792
Займы клиентам, брутто	3 568 263	3 890 872	4 151 560	4 433 867	4 722 068
Резервы	317 161	409 793	409 270	462 599	462 036
Займы клиентам, нетто	3 251 102	3 481 079	3 742 290	3 971 267	4 260 032
Прочие активы	1 027 994	659 096	664 250	665 080	708 310
Всего активы	8 857 781	8 959 024	9 555 826	10 350 178	11 032 885

Обязательства					
Депозиты	6 131 750	6 526 930	6 853 277	7 195 940	7 555 737
Средства кредитных учреждений	255 151	168 379	171 332	221 657	205 518
Выпущенные долговые ценные бумаги	962 396	900 791	1 069 006	1 342 685	1 512 196
Прочие обязательства	239 400	297 278	260 425	253 960	279 446
Обязательства, непосредственно относящиеся к активам, предназначенным для продажи	334 627				
Всего обязательства	7 923 324	7 893 378	8 354 039	9 014 242	9 552 897

Капитал					
Всего капитал	934 457	1 065 646	1 201 787	1 335 936	1 479 989

Источник: Данные компании, расчеты BCC Invest

ОПИУ, млн. тенге	2017	2018	2019П	2020П	2021П
Процентные доходы	497 597	675 699	723 152	769 176	826 105
Процентные расходы	-257 805	-333 772	-323 628	-370 564	-405 535
Чистый процентный доход до резервов	248 523	348 269	399 524	398 612	420 571
Непроцентные доходы	111 000	148 480	163 328	180 183	196 397
Операционные доходы	359 523	496 749	562 852	578 795	616 968
Операционные расходы	-112 330	-164 531	-180 984	-199 083	-218 991
Операционная прибыль (Формирование)/ восстановление резервов	247 193	332 218	381 868	379 712	397 977
Прибыль до налогообложения	199 061	335 905	340 352	335 373	360 131
Расходы по подоходному налогу	-25 598	-82 474	-68 070	-67 075	-72 026
Чистая прибыль	173 463	253 431	272 282	268 299	288 105

Источник: Данные компании, расчеты BCC Invest

Прогнозы финансовых показателей и коэффициентов

Коэффициенты и рост					
Баланс	2017	2018	2019П	2020П	2021П
Рост кредитов	37,0%	9,0%	6,7%	6,8%	6,5%
Рост активов	65,6%	1,1%	6,7%	8,3%	6,6%
Кредиты/ Активы	37%	39%	39%	38%	39%
Рост депозитов	60,5%	6,4%	5,0%	5,0%	5,0%
Рост обязательств	69,2%	-0,4%	5,8%	7,9%	6,0%
Депозиты / Обязательства	77%	83%	82%	80%	79%
Кредиты брутто/ Депозиты	58%	60%	61%	62%	62%
Капитал / Активы	11%	12%	13%	13%	13%

Доходность и эффективность					
	2017	2018	2019П	2020П	2021П
Доходность активов генерирующих процентный доход	10,0%	10,1%	10,1%	10,0%	10,1%
Стоимость обязательств, по которым платятся проценты	4,3%	4,5%	4,3%	4,4%	4,4%
Чистая процентная маржа	5,0%	5,2%	5,6%	5,2%	5,1%
Расходы по провизиям/ Кредитный портфель	-1,5%	-1,2%	-1,2%	-1,3%	-1,2%
Соотношение расходов и доходов	-31%	-33%	-32%	-34%	-35%
ROAA	2,4%	2,8%	3,7%	2,7%	2,7%
ROAE	21,7%	25,3%	29,2%	21,1%	20,5%

Источник: Данные компании, расчеты BCC Invest

Контактная информация

АО BCC Invest - ДОО АО Банк ЦентрКредит
Казахстан, г. Алматы, ул. Панфилова, 98, блок А, 5 этаж, БЦ Old Square
Телефон: +7 (727) 244 32 32, факс: +7 (727) 244 32 31
E-mail: info@bcc-invest.kz
Web: www.bcc-invest.kz

Айдана Надирова
Директор департамента торговых операций
+7 (727) 244 32 32 (вн. 7291)
anadirova@bcc-invest.kz

Аскар Ахметов
Начальник управления аналитики
+7 (727) 244 32 32 (вн. 7266)
aakhmetov@bcc-invest.kz

Айсулу Шахиева
Начальник управления маркетинга и продаж
+7 (727) 244 32 30 (вн. 7288)
ashakhiyeva@bcc-invest.kz

Мадина Метеркулова
Ведущий аналитик
+7 (727) 244 32 32 (вн. 7267)
mmeterkulova@bcc-invest.kz

Ерасыл Даулет
Менеджер по работе с клиентами
+7 (727) 244 32 30 (вн. 7232)
yedaulenf@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 2019.