

23 января 2017 г.

Выпуски облигаций			
	Цена	УТМ	Объем выпуска, млн
KZT KAF1b6 15.00% 'ноя-21	106,9	13,0%	KZT 8 000
KZT KAF1b5 8.50% 'июн-22	102,1	8,0%	KZT 18 000
KZT KAF1b4 8.50% 'июн-24	102,7	8,0%	KZT 10 000
KZT KAF1b3 8.00% 'январь-23	100,0	9,0%	KZT 17 000

Рейтинги		
Рейтинг	Прогноз	Дата
Fitch	BB+ стабиль.	11 мая 16

Основные финансовые показатели				
(млн тенге)	2013	2014	2015	30.09.16
Денежные средства и экв.	9 316	23 526	23 874	16 781
Займы клиентам	40 243	53 045	59 740	57 874
Дебитор.задолж.по фин.аренде	114 482	155 526	179 633	200 565
Активы	206 561	256 437	285 298	296 442
Задолж.перед акционером	80 068	97 751	104 286	93 256
Средства кредит.организаций	18 348	24 337	30 424	39 670
Выпущенные ценные бумаги	0	16 631	38 624	38 832
Обязательства	112 250	154 875	189 869	196 469
Капитал	94 311	101 562	95 430	99 973

	2013	2014	2015	9М2016
Процентные доходы	13 750	17 550	21 773	18 298
Процентные расходы	-4 272	-7 730	-10 106	-8 965
Чистые процентные доходы	9 477	9 820	11 667	9 333
Резерв под обесценение	-2 580	-3 886	-4 612	-3 850
Операционные доходы/(расходы)	-175	-2 997	-12 890	-3 143
Непроцентные расходы	-3 963	-4 370	-4 500	-2 775
Чистая прибыль	3 006	3 173	-5 577	3 831

Темпы роста, г/г				
	2013	2014	2015	С нач. года
Денежные средства и экв.	24,5%	152,5%	1,5%	-29,7%
Займы клиентам	39,2%	31,8%	12,6%	-3,1%
Дебитор.задолж.по фин.аренде	31,2%	35,9%	15,5%	11,7%
Активы	35,6%	24,1%	11,3%	3,9%
Задолж.перед акционером	99,6%	22,1%	6,7%	-10,6%
Средства кредит.организаций	5,7%	32,6%	25,0%	30,4%
Выпущенные ценные бумаги	-	-	132,2%	0,5%
Обязательства	64,5%	38,0%	22,6%	3,5%
Капитал	12,2%	7,7%	-6,0%	4,8%

	2013	2014	2015	9М2016
Процентные доходы	29,7%	27,6%	24,1%	20,2%
Процентные расходы	84,0%	80,9%	30,7%	25,4%
Чистые процентные доходы	14,4%	3,6%	18,8%	15,7%
Резерв под обесценение	-34,1%	50,6%	18,7%	22,6%
Операционные доходы/(расходы)	-67,1%	-	-	-64,5%
Непроцентные расходы	21,8%	10,3%	3,0%	-5,8%
Чистая прибыль	396,2%	5,6%	-	-

Ключевые коэффициенты				
	2013	2014	2015	9М2016
Валовая маржа	68,9%	56,0%	53,6%	51,0%
Процентная маржа	н/д	3,1%	3,1%	н/д
Процентный спред	н/д	2,6%	3,1%	н/д
Маржа чистой прибыли	21,9%	18,1%	-25,6%	20,9%

	2013	2014	2015	9М2016
Долг	98 416	138 720	173 335	171 758
Чистый долг	89 101	115 194	149 460	154 977
NPL 90+	9%	11%	14%	н/д
Достаточность капитала	0,46	0,40	0,33	н/д
Долг/Капитал	1,0	1,4	1,8	1,7
RoA	1,5%	1,2%	-2,0%	1,3%
RoE	3,2%	3,1%	-5,8%	3,8%

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Халык Финанс

Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** облигации КазАгроФинанс с купонной ставкой 15%, погашаемые в ноябре 2021г. Несмотря на осуществление Компанией деятельности в уязвимом сельскохозяйственном секторе Казахстана, данные облигации являются привлекательной альтернативой тенговым депозитам, а государственные гарантии способны обеспечить инвесторам сравнимый низкий уровень риска при более высокой доходности. Основным фактором, гарантирующим возврат средств инвесторов, является государственная поддержка в лице ее единственного акционера – госхолдинга КазАгро.

Описание Компании

АО «КазАгроФинанс» создано в 1999 г. для содействия в решении одной из главных проблем в сельском хозяйстве – обновление технического парка. Основной целью компании является поддержка развития аграрного сектора Республики Казахстан путем обеспечения доступа сельскохозяйственных товаропроизводителей к финансовым средствам, а также к сельскохозяйственной технике и технологическому оборудованию на лизинговой основе.

Для реализации своих целей Компания осуществляет следующие виды деятельности:

- 1) лизинговую деятельность в агропромышленном комплексе;
- 2) кредитование и оказание финансовых и иных услуг субъектам агропромышленного комплекса;
- 3) участие в реализации республиканских бюджетных и иных программ, направленных на развитие агропромышленного комплекса.

Доля Компании по итогам 2015 года составила 72% от общего объема лизинга в стране, при наличии более 7 тыс. клиентов в кредитном портфеле. Бюджетные средства занимают 54% в структуре фондирования Компании. Единственным акционером АО «КазАгроФинанс» является АО «Национальный управляющий холдинг «КазАгро».

Результаты за 9 месяцев 2016г.

За 9 месяцев 2016 г. процентные доходы Компании выросли на 20,2% (рис.2) по сравнению с соответствующим периодом прошлого года в основном за счет роста доходов от лизинга (+23% г/г, 68% от выручки) и процентов от средств, размещенных в кредитных организациях (+144% г/г, 4% от выручки). Процентные расходы увеличились на 25,4% г/г в результате увеличения стоимости обслуживания задолженности перед акционером (+5,4% г/г, 66% от процентных расходов), роста расходов по долговым ценным бумагам (+106% г/г, 17% от процентных расходов) и увеличения процентных расходов по банковским займам (+22% г/г, 17% от процентных расходов). В результате, чистый процентных доход вырос на 15,7% г/г.

В отчетном периоде продолжилась тенденция сокращения расходов на персонал (-11,7% г/г), а общее снижение всех непроцентных расходов составило 5,8% г/г. Нормализованная чистая прибыль, за исключением убытков от операций в иностранной валюте, увеличилась на 23,3% г/г.

Анализ отчета о движении денежных средств показывает тенденцию улучшения собираемости процентных доходов наличными. Однако показатель Cash Gap по итогам 9 месяцев 2016 г. все еще находился на сравнительно высоком уровне 26% (рис.4). Для сравнения – из топ-10 крупнейших банков Казахстана наихудший показатель Cash Gap наблюдается у

Рис. 1. Финансовые результаты 2015г.

млн тенге	2014	2015	% г/г
Процентные доходы	17 550	21 773	24,1%
Процентные расходы	-7 730	-10 106	30,7%
Чистые процентные доходы	9 820	11 667	18,8%
Резерв под обесценение	-3 886	-4 612	18,7%
Операции с произв.фин.активами	946	1 281	35,3%
Операции в ин.валюте	-570	-10 489	1739,6%
Прочие	513	930	81,2%
Непроцентные расходы:	-4 370	-4 500	3,0%
Расходы на персонал	-2 543	-2 355	-7,4%
Прочие операционные расходы	-792	-811	2,5%
Амортизация	-120	-145	20,7%
Прочие расходы	-915	-1 188	29,8%
Прибыль до расходов по под.налогу	2 454	-5 722	-
Экономия по подоходному налогу	720	146	-79,8%
Чистая прибыль	3 173	-5 577	-
Нормализованная чистая прибыль*	3 743	4 913	31,3%

Рис. 2. Финансовые результаты 9М2016г. (неаудир.)

млн тенге	9М2015	9М2016	% г/г
Процентные доходы	15 217	18 298	20,2%
Процентные расходы	-7 149	-8 965	25,4%
Чистый процентный доход	8 067	9 333	15,7%
Резерв под обесценение	-3 141	-3 850	22,6%
Операции с произв.фин.активами	558	-299	-
Операции в ин.валюте	-6 442	220	-
Прочие	163	786	383,3%
Непроцентные расходы:	-2 946	-2 775	-5,8%
Расходы на персонал	-1 711	-1 511	-11,7%
Прочие операционные расходы	-584	-497	-14,9%
Амортизация	-106	-129	21,5%
Прочие расходы	-545	-638	17,1%
Прибыль до расходов по под.налогу	-3 741	3 415	-
Экономия по подоходному налогу	227	416	83,0%
Чистая прибыль	-3 514	3 831	-
Нормализованная чистая прибыль*	2 928	3 611	23,3%

*без учета операций в ин.валюте

Рис.3. Основные источники финансирования

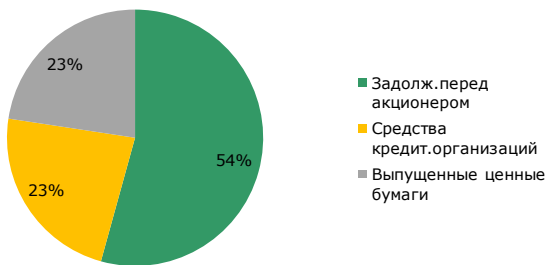
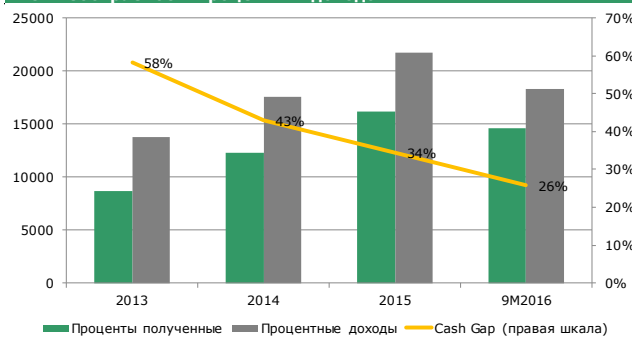


Рис.4. Собираемость процентных доходов



Источник: данные Компании

Казкоммерцбанка – 55,2%, а у следующего за ним RBK – 30,2%. Необходимо отметить, что Компания получает основную часть фондирования от государства по крайне низким номинальным ставкам (порядка 1,02% годовых) и в целях соответствия МСФО может использовать схему приведения эффективных процентных ставок к рыночным показателям, в результате чего процентные доходы, полученные наличными, не обязательно должны соответствовать начисленным процентным доходам.

Результаты за 2015 год

В 2015 году Компанией на развитие агропромышленного комплекса страны инвестировано 70,8 млрд. тенге, при этом общий объем инвестирования за период с 2000 по 2015 годы составил порядка 510,5 млрд. тенге.

В 2015 году произошло снижение инвестиций в сравнении с 2014 г. на 10% в связи с переходом к политике плавающего курса тенге и последовавшим обесценением национальной валюты. Данная ситуация значительно повлияла на ситуацию по реализации инвестиционных направлений, так как некоторые клиенты Компании отказались от частичных лимитов финансирования, либо часть освоения перенесли на 2016 г.

В 2015 г. Компания профинансировала приобретение 4 195 единиц сельскохозяйственной, специальной техники и оборудования на общую сумму 57,5 млрд. тенге. Всего за период 2000–2015 гг. профинансирован закуп более 34 тыс. единиц техники и оборудования на сумму 344,8 млрд. тенге.

АО «КазАгроФинанс», как и в предыдущие несколько лет, стало лидером рейтинга крупнейших игроков казахстанского рынка лизинга. По итогам 2015 г. лизинговый портфель компании вырос на 17%, при этом вес АО «КазАгроФинанс» в совокупном портфеле лизинговых компаний составил 72%.

За 2015 г. Компания получила чистый убыток в размере 5 576,7 млн. тенге, против прибыли по итогам 2014 г. В размере 3 173,3 млн. тенге. Основным фактором получения убытка послужило значительное увеличение чистых расходов по операциям в иностранной валюте на фоне ослабления курса национальной валюты по отношению к доллару США.

В 2015 г. Компания продемонстрировала рост процентного дохода на 24%, до 21 773,1 млн. тенге вследствие увеличения дебиторской задолженности: по финансовой аренде – на 25%, кредитов клиентов – на 18% и средств в кредитных организациях – на 53%. Вместе с тем, увеличение процентных доходов было частично нивелировано ростом процентных расходов на 31% на фоне увеличения задолженности перед Акционером и значительного роста объема выпущенных в обращение ценных бумаг

Таким образом, чистый процентный доход до вычета резервов под обесценение кредитов и дебиторской задолженности по финансовой аренде увеличился на 19% г/г. За отчетный период сократились расходы на персонал на 7% г/г, тогда как выросли расходы на износ и амортизацию (+21% г/г), и прочие расходы (+30% г/г).

Кредитные рейтинги и оценка облигаций

11 мая 2016 г. Fitch Ratings понизило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента (РДЭ) КазАгроФинанс с уровня ВВВ- до ВВ+ после понижения суверенных рейтингов Казахстана. Прогноз по рейтингам – Стабильный.

Долгосрочные РДЭ ВВ+ КазАгроФинанса основаны на мнении Fitch об умеренной вероятности государственной поддержки для компании с учетом ее роли в проводимой политике по обеспечению финансового лизинга и проектного финансирования с государственным субсидированием для сельскохозяйственного сектора.

Рейтинги КазАгроФинанса также поддерживаются историей предоставления властями финансирования и капитала компании, ограниченной стоимостью для государства какой-либо поддержки, которая может потребоваться, ввиду

небольшого размера КазАгроФинанса (0,7% ВВП, 0,9% государственных резервов на конец 2015 г.).

Рейтинги Компании также учитывают существенные обязательства перед иностранными контрагентами, привлеченные на финансовых рынках, и тот факт, что компания находится в не прямой государственной собственности через КазАгро, что может иметь негативные последствия в плане своевременности и достаточности государственной поддержки, в особенности, если государству потребуется принимать решение о приоритетности поддержки для квазисуверенных структур.

По мнению агентства, вероятность того, что компании потребуется господдержка в будущем, является существенной, поскольку она ведет деятельность в уязвимом сельскохозяйственном секторе. По данным Fitch, неработающие и реструктурированные кредиты/лизинг составляли высокие 11% и 15% от всех рисков на конец 2015 г. соответственно, хотя качество активов в определенной мере поддерживается низким уровнем кредитования в иностранной валюте, хорошим залоговым обеспечением и государственными субсидиями заемщикам и лизингополучателям. Резервы под обесценение кредитов покрывали 9% от всех рисков, в то время как обусловленная девальвацией переоценка стоимости импортируемого, а затем передаваемого в лизинг оборудования, еще более увеличила покрытие портфеля КазАгроФинанса залоговым обеспечением.

Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** облигации КазАгроФинанс с купонной ставкой 15%, погашаемые в ноябре 2012г. Несмотря на осуществление Компанией деятельности в уязвимом сельскохозяйственном секторе Казахстана, данные облигации являются привлекательной альтернативой тенговым депозитам, а значимость Компании для государства служит гарантией сохранения государственной поддержки в среднесрочной перспективе.

Мы отмечаем, что компания КазАгроФинанс включена в перечень организаций, предлагаемых к передаче в конкурентную среду в рамках обновленной программы приватизации. Однако, вследствие отсутствия детальной информации по возможным условиям и срокам приватизации Компании, в целях нашего анализа мы исходим из предположения о сохранении существенной поддержки со стороны государства в среднесрочной перспективе.

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2017, все права защищены.

Контакты в Halyk Finance:

Департамент исследований

Мурат Темирханов
Асан Курманбеков
Эльмира Арнабекова
Станислав Чуев
Азамат Талгатбеков
Алтынай Ибраимова
Диас Кабылтаев

Управление

Директор
Макроэкономика
Макроэкономика
Долговые инструменты
Долевые инструменты
Долевые инструменты

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@halykfinance.kz
s.chuyev@halykfinance.kz
a.talqatbekov@halykfinance.kz
a.ibraimova@halykfinance.kz
d.kabyltayev@halykfinance.kz

Департамент продаж

Мария Пан
Динара Асамбаева
Айжана Туралиева
Шынар Жаканова
Сабина Муканова

Инвесторы

Директор
Институциональные
Институциональные
Розничные
Розничные

E-mail

m.pan@halykfinance.kz
d.asambayeva@halykfinance.kz
a.turaliyeva@halykfinance.kz
sh.zhakanova@halykfinance.kz
s.mukanova@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 357 31 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance