

30 ноября 2016 г.

Выпуск облигаций				
	Цена	УТМ	Объем в обращ., млн	
KZT KAZNMH 8.000% 'дек-24	95,9	5,4%	KZT 20 057	
USD KAZNMH 4.625% 'май-23	96,1	4,8%	USD 961	
EUR KAZNMH 3.255% 'май-19	100,0	4,4%	EUR 600	

Рейтинги			
	Рейтинг	Прогноз	Дата
S&P	BB+	негатив.	25 фев 16
Moody's	-	-	-
Fitch	BBB-	негатив.	06 май 16

Основные финансовые показатели				
(млн тенге)	2013	2014	2015	30.июн.16
Денежные средства и экв.	55 824	90 010	85 372	124 813
Займы клиентам	199 738	207 870	248 898	296 885
Средства в кредит.учреждениях	115 853	330 332	415 544	404 504
<b>Активы</b>	<b>694 828</b>	<b>946 108</b>	<b>1 107 276</b>	<b>1 195 526</b>
Средства Правительства РК	15 855	30 042	40 741	121 305
Средства кредит. учреждений	64 577	104 784	50 716	45 932
Выпущенные долг.ценные бум.	117 254	121 326	134 154	134 849
Выпущенные еврооблигации	153 676	317 890	567 290	545 902
<b>Обязательства</b>	<b>379 853</b>	<b>601 944</b>	<b>817 831</b>	<b>872 768</b>
Капитал	314 975	344 164	289 445	322 758

	2013	2014	2015	1П2016
<b>Выручка</b>	<b>51 371</b>	<b>60 112</b>	<b>48 360</b>	<b>26 308</b>
Себестоимость	-41 140	-36 680	-34 865	-16 606
Валовая прибыль	10 231	23 432	13 495	9 702
<b>Операционная EBITDA</b>	<b>11 170</b>	<b>28 847</b>	<b>51 382</b>	<b>22 514</b>
Процентные доходы	32 615	50 019	86 473	43 604
Процентные расходы	-18 303	-27 008	-34 927	-20 616
<b>Чистый процентный доход</b>	<b>14 312</b>	<b>23 011</b>	<b>51 546</b>	<b>22 988</b>
<b>Чистая прибыль</b>	<b>1 685</b>	<b>6 114</b>	<b>-98 882</b>	<b>13 885</b>

Темпы роста, г/г				
	2013	2014	2015	С нач.года
Денежные средства и экв.	-13,3%	61,2%	-5,2%	46,2%
Займы клиентам	31,7%	4,1%	19,7%	19,3%
Средства в кредит.учреждениях	659,4%	185,1%	25,8%	-2,7%
<b>Активы</b>	<b>26,8%</b>	<b>36,2%</b>	<b>17,0%</b>	<b>8,0%</b>
Средства Правительства РК	107,7%	89,5%	35,6%	197,7%
Средства кредит. учреждений	-20,4%	62,3%	-51,6%	-9,4%
Выпущенные долг.ценные бум.	-12,8%	3,5%	10,6%	0,5%
Выпущенные еврооблигации	-	106,9%	78,5%	-3,8%
<b>Обязательства</b>	<b>51,6%</b>	<b>58,5%</b>	<b>35,9%</b>	<b>6,7%</b>
Капитал	5,9%	9,3%	-15,9%	11,5%
<b>Выручка</b>	<b>-31,0%</b>	<b>17,0%</b>	<b>-19,6%</b>	<b>44,2%</b>
Себестоимость	-16,3%	-10,8%	-4,9%	10,6%
Валовая прибыль	-59,6%	129,0%	-42,4%	199,9%
Процентные доходы	33,9%	53,4%	72,9%	31,9%
Процентные расходы	9,3%	47,6%	29,3%	46,7%
<b>Чистый процентный доход</b>	<b>88,0%</b>	<b>60,8%</b>	<b>124,0%</b>	<b>21,0%</b>
EBITDA	-39,6%	158,3%	78,1%	53,9%
Чистая прибыль (скорр.)*	-26,2%	262,8%	1025,8%	-23,7%

Ключевые коэффициенты				
	2013	2014	2015	1П2016
Валовая маржа	19,9%	39,0%	27,9%	36,9%
Маржа EBITDA	21,7%	48,0%	106,2%	85,6%
Маржа чистой прибыли	3,3%	10,2%	142,3%	52,8%

	2013	2014	2015	1П2016
Долг	351 363	574 042	792 902	847 989
Чистый долг	295 539	484 032	707 530	723 176
Долг/Капитал	1,1	1,7	2,7	2,6
RoA (скорр.)*	0,2%	0,6%	6,2%	1,2%
RoE (скорр.)*	0,5%	1,8%	23,8%	4,3%

\* С поправкой на эффект девальвации 2016г.

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Халык Финанс

Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** еврооблигации КазАгро, являющиеся привлекательной альтернативой валютным депозитам. Несмотря на определенную долю беспокойства по поводу возможного значительного ухудшения финансовых показателей, государственные гарантии способны обеспечить инвесторам сравнимый низкий уровень риска при более чем вдвоем высокой доходности. Основным фактором, гарантирующим возврат средств инвесторов, продолжит оставаться государственная поддержка в лице правительства как единственного акционера.

### Результаты 1 полугодия 2016г.

В первом полугодии 2016 г. выручка Компании заметно выросла (рис.2) по сравнению с соответствующим периодом прошлого года за счет роста доходов от реализации зерна (+52,8%, 88% от выручки), что в совокупности с увеличением себестоимости всего лишь на 10,6% привело к росту валовой прибыли более чем в три раза.

Процентные доходы выросли более низкими темпами, чем процентные расходы, что, тем не менее, не помешало росту чистого процентного дохода на 21% г/г.

В то же время, анализ отчета о движении денежных средств вызывает ряд вопросов. В первую очередь, у КазАгро четко прослеживается тенденция ухудшения собираемости процентных доходов, характерная для финансового сектора в Казахстане: за 2015 г. Cash Gap вырос почти в 2 раза с 22% до 43%, а по итогам 1 полугодия 2016 г. этот показатель составил 38%, увеличившись за год на 5пп (рис.4). Для сравнения – из топ-10 крупнейших банков Казахстана наихудший показатель Cash Gap наблюдается у Казкоммерцбанка – 55,2%, а у следующего за ним RBK – 30,2%. Таким образом, в случае включения КазАгро в данный рейтинг, КазАгро занимало бы уверенное второе место по данному негативному показателю. Также не совсем понятно насколько адекватно провизирование проблемных займов, так как неясен подход к классификации проблемных кредитов и их адекватной оценке.

Общезвестна ухудшающаяся ситуация в агропромышленном секторе Казахстана с падением качества заемщиков, ростом невозврата кредитов и банкротств/предбанкротного состояния крупных сельскохозяйственных холдингов. На наш взгляд, финансовые показатели КазАгро, как одного из системообразующих игроков данного сектора, могут не полностью отражать реальную ситуацию, о чем косвенно свидетельствует ухудшение собираемости процентных доходов. В случае продолжения негативных тенденций в секторе, существует высокая вероятность значительного ухудшения финансовых показателей КазАгро в результате списания большого объема невозвратных долгов.

В отчетном периоде продолжилась тенденция сокращения расходов на персонал (-9,5% г/г), однако расходы по реализации выросли почти в 3 раза, а общий рост всех непроцентных расходов составил 34.1% г/г. В результате этого, а также вследствие увеличения расхода по подоходному налогу почти в четыре раза, чистая прибыль за период снизилась на 23,7% г/г.

В структуре займов Компании почти трехкратное увеличение доли средств Правительства РК по итогам 1 полугодия 2016 г. по сравнению с исторически стабильным уровнем 2013-15 полных годов в 5% объясняется получением ежегодного краткосрочного займа от акционера на общую сумму 60 млрд. тенге с процентной ставкой 0,01% для финансирования весенне-полевых и уборочных работ (в течение 1П2014 г.: 40

Рис. 1. Финансовые результаты 2015г.

млн тенге	2014	2015	% г/г
Выручка	60 112	48 360	-19,6%
Себестоимость	-36 680	-34 865	-4,9%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>23 432</b>	<b>13 495</b>	<b>-42,4%</b>
Процентные доходы	50 019	86 473	72,9%
Процентные расходы	-27 008	-34 927	29,3%
<b>Чистые процентные доходы</b>	<b>23 011</b>	<b>51 546</b>	<b>124,0%</b>
Обесценение активов, принос. проц. дох.	-7 356	-11 534	56,8%
Чистые прочие операционные доходы	1 375	-154 596	-
Непроцентные расходы:	-29 570	-21 224	-28,2%
Расходы на персонал	-6 426	-5 807	-9,6%
Расходы по реализации	-10 081	-6 262	-37,9%
Прочие расходы	-13 063	-9 155	-29,9%
<b>Прибыль до расходов по под.налогу</b>	<b>10 893</b>	<b>-122 313</b>	-
Расход по подоходному налогу	-4 779	23 430	-
<b>Чистая прибыль</b>	<b>6 114</b>	<b>-98 882</b>	-

Рис. 2. Финансовые результаты 1П2016г.

млн тенге	1П2015	1П2016	% г/г
Выручка	18 246	26 308	44,2%
Себестоимость	-15 011	-16 606	10,6%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>3 235</b>	<b>9 702</b>	<b>199,9%</b>
Процентные доходы	33 047	43 604	31,9%
Процентные расходы	-14 052	-20 616	46,7%
<b>Чистые процентные доходы</b>	<b>18 996</b>	<b>22 988</b>	<b>21,0%</b>
Обесценение активов, принос. проц. дох.	-2 641	-3 957	49,8%
Чистые прочие операционные доходы	8 747	1 223	-86,0%
Непроцентные расходы:	-9 107	-12 215	34,1%
Расходы на персонал	-3 544	-3 206	-9,5%
Расходы по реализации	-1 860	-4 761	156,0%
Прочие расходы	-3 704	-4 248	14,7%
<b>Прибыль до расходов по под.налогу</b>	<b>19 228</b>	<b>17 741</b>	<b>-7,7%</b>
Расход по подоходному налогу	-1 024	-3 856	276,5%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>18 204</b>	<b>13 885</b>	<b>-23,7%</b>

Рис.3. Структура займов

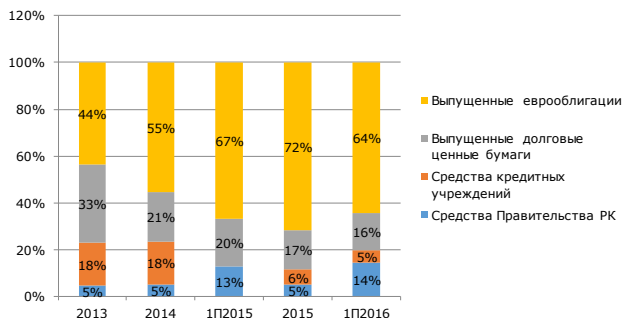
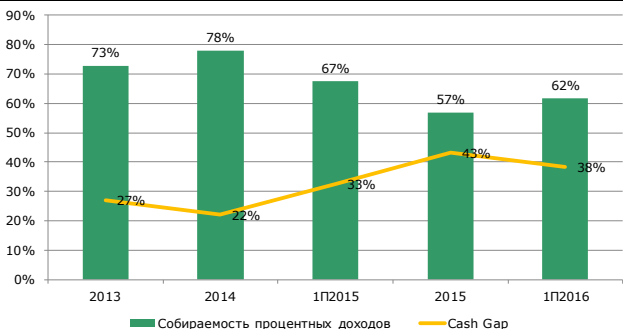


Рис.4. Собираемость процентных доходов



Источник: данные Компании

млрд. тенге), обычно погашаемого в декабре.

### Результаты за 2015 год

В 2015 году выручка Компании снизилась почти на 20% в основном в связи с падением доходов от реализации зерна (-20,5% г/г), занимающих около 85% в структуре выручки.

Себестоимость снизилась только на 5% г/г, также в основном за счет снижения себестоимости зерна (-3,7%), занимающей более 80% в структуре общей себестоимости реализации.

В результате, валовая прибыль сократилась более чем на 40% г/г.

Чистый процентный доход в 2015 г. вырос более чем в два раза по причине значительного увеличения процентных доходов (+72,9%) при в несколько раз меньшем повышении процентных расходов (+29,3%).

В разбивке процентных доходов обращает на себя внимание рост процентных доходов по займам клиентам (+51,1% г/г, более 35% от общих процентных доходов), субсидируемых государством процентных доходов (почти трехкратный рост при доле в 17%), а также впервые зафиксированные в 2015 г. доходы от изменения справедливой стоимости ценных бумаг в размере 12,5 млрд.тенге (14.5% от процентных доходов).

В структуре процентных расходов произошел заметный рост расходов по еврооблигациям (+39,0% г/г, 44.7% от всех процентных расходов), а также увеличение расходов по прочим долговым ценным бумагам (тенговым облигациям) (+55,3% г/г, 37% от расходов).

Несмотря на заметное сокращение расходов на персонал, расходов по реализации и прочих расходов (рис.1), чистые убытки по операциям в иностранной валюте в размере 162,7 млрд.тенге стали основной причиной признания чистого убытка за 2015 г. в размере 98,9 млрд. тенге. По заявлениям Компании, за вычетом данных убытков, чистая прибыль составила 68,8 млрд. тенге, что более чем в 10 раз превышает показатель предыдущего года.

На конец 2015 и 2014 гг. концентрация займов, выданных десяти крупнейшим клиентам составляла 11% от совокупного кредитного портфеля (13% в 2013г.).

### Кредитные рейтинги и цена облигаций

Служба кредитных рейтингов Standard & Poor's понизила долгосрочные кредитные рейтинги КазАгро 25 февраля 2016 г. на одну ступень с BBB- до BB+ вслед за сходным снижением суверенных рейтингов Казахстана. Аналитики агентства считают, что КазАгро, осуществляющая финансирование казахстанского сельскохозяйственного сектора, играет критически важную роль для государства и имеет неразрывные связи с Правительством Республики Казахстан, в связи с чем рейтинги КазАгро приравнены к рейтингам Республики Казахстан.

6 мая 2016 г. Fitch Ratings понизило рейтинг КазАгро с уровня BBB до BBB- также вслед за сходным снижением суверенных рейтингов Казахстана. Рейтинги сохраняют разницу в один уровень с рейтингами Казахстана, что, по мнению агентства, отражает среднюю степень интеграции с государством с учетом заметной доли рыночного фондирования. Неизменившийся особый правовой статус, стратегическая значимость для государственной политики в области поддержки сельскохозяйственного сектора и строгий контроль над компанией со стороны государства поддерживают сохранение привязки кредитоспособности компании и государства.

Мы считаем, что еврооблигации КазАгро являются привлекательной альтернативой валютным депозитам банков при более чем вдвое высокой доходности. Несмотря на то, что определенную долю беспокойства вызывает возможное значительное ухудшение финансовых показателей КазАгро в ответ на проблемы сельскохозяйственного сектора, значимость Компании для государства служит гарантией сохранения государственной поддержки КазАгро в

среднесрочной перспективе. Наша рекомендация по облигациям КазАгро – **Покупать**.

*АО «Национальный управляющий холдинг «КазАгро» (далее - Холдинг) был создан в 2007 году в соответствии с Указом Президента Республики Казахстан от 11 декабря 2006 года. Целью создания Холдинга является реализация государственной политики по стимулированию развития агропромышленного комплекса Республики Казахстан. Основными видами деятельности Компании являются поддержание государственных запасов зерна на уровне, достаточном для обеспечения населения Казахстана зерном и зерновыми продуктами, своевременное пополнение запасов зерна, предоставление займов, инвестирование в финансовую аренду для сельскохозяйственного сектора, финансирование инфраструктуры для подготовки, обработки, хранения, поставок и распределения сельхозпродукции, финансирование предпринимательской деятельности в сельской местности и маркетинговые исследования. Кроме того, Компания выступает в качестве гаранта возмещения убытков, связанных с хранением зерна. Учредителем и единственным акционером является Правительство Республики Казахстан, права владения и пользования гос. пакетом акций КазАгро переданы Министерству сельского хозяйства.*

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».

© 2016, 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](mailto:m.temirkhanov@halykfinance.kz)  
[a.kurmanbekov@halykfinance.kz](mailto:a.kurmanbekov@halykfinance.kz)  
[e.arnabekova@halykfinance.kz](mailto:e.arnabekova@halykfinance.kz)  
[s.chuyev@halykfinance.kz](mailto:s.chuyev@halykfinance.kz)  
[a.talqatbekov@halykfinance.kz](mailto:a.talqatbekov@halykfinance.kz)  
[a.ibraimova@halykfinance.kz](mailto:a.ibraimova@halykfinance.kz)  
[d.kabyltayev@halykfinance.kz](mailto: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](mailto:m.pan@halykfinance.kz)  
[d.asambayeva@halykfinance.kz](mailto:d.asambayeva@halykfinance.kz)  
[a.turaliyeva@halykfinance.kz](mailto:a.turaliyeva@halykfinance.kz)  
[sh.zhakanova@halykfinance.kz](mailto:sh.zhakanova@halykfinance.kz)  
[s.mukanova@halykfinance.kz](mailto: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](http://www.halykfinance.kz)

#### **Bloomberg**

HLFN

#### **Thomson Reuters**

Halyk Finance

#### **Factset**

Halyk Finance

#### **Capital IQ**

Halyk Finance