

12 июля 2017 г.

Выпуски облигаций			
	Цена	YTM	Объем в обрац., млн
USD KAZNMH 4.625% 'май-23	98,3	5,0%	USD 961
EUR KAZNMH 3.255% 'май-19	99,4	3,6%	EUR 600

Рейтинги			
	Рейтинг	Прогноз	Дата
S&P	BB-	негатив.	30 июн 17
Moody's	-	-	-
Fitch	BBB-	стабиль.	28 апр 17

Основные финансовые показатели				
(млн тенге)	2013	2014	2015	2016
Денежные средства и экв.	55 824	90 010	85 372	271 049
Займы клиентам	199 738	207 870	248 898	264 457
Средства в кредит.учреждениях	115 853	330 332	415 544	367 531
Активы	694 828	945 627	1 106 353	1 274 546
Средства Правительства РК	15 855	30 042	40 741	69 459
Средства кредит. учреждений	64 577	104 784	50 716	51 416
Выпущенные долг.ценные бум.	117 254	121 326	134 154	214 396
Выпущенные еврооблигации	153 676	317 890	567 290	531 169
Обязательства	379 853	601 944	817 831	889 014
Капитал	314 975	343 683	288 522	385 531

	2013	2014	2015	2016
Выручка	51 371	60 112	48 360	31 889
Себестоимость	-41 140	-37 161	-35 307	-20 654
Валовая прибыль	10 231	22 951	13 053	11 235
Процентные доходы	32 615	50 019	86 473	92 570
Процентные расходы	-18 303	-27 008	-34 927	-43 381
Чистый процентный доход	14 312	23 011	51 546	49 189
Расходы на обесценение	-6 036	-7 356	-11 534	-25 842
Непроцентные расходы	-16 806	-29 570	-21 224	-22 023
Чистая прибыль	1 685	5 633	-99 324	24 101
Скорр.чистая прибыль*	2 402	8 142	32 333	14 985

Темпы роста, г/г				
	2013	2014	2015	2016
Денежные средства и экв.	-13,3%	61,2%	-5,2%	217,5%
Займы клиентам	31,7%	4,1%	19,7%	6,3%
Средства в кредит.учреждениях	659,4%	185,1%	25,8%	-11,6%
Активы	26,8%	36,1%	17,0%	15,2%
Средства Правительства РК	107,7%	89,5%	35,6%	70,5%
Средства кредит. учреждений	-20,4%	62,3%	-51,6%	1,4%
Выпущенные долг.ценные бум.	-12,8%	3,5%	10,6%	59,8%
Выпущенные еврооблигации	-	106,9%	78,5%	-6,4%
Обязательства	51,6%	58,5%	35,9%	8,7%
Капитал	5,9%	9,1%	-16,0%	33,6%

	2013	2014	2015	2016
Выручка	-31,0%	17,0%	-19,6%	-34,1%
Себестоимость	-16,3%	-9,7%	-5,0%	-41,5%
Валовая прибыль	-59,6%	124,3%	-43,1%	-13,9%
Процентные доходы	33,9%	53,4%	72,9%	7,1%
Процентные расходы	9,3%	47,6%	29,3%	24,2%
Чистый процентный доход	88,0%	60,8%	124,0%	-4,6%
Расходы на обесценение	-45,9%	21,9%	56,8%	124,1%
Непроцентные расходы	-15,7%	75,9%	-28,2%	3,8%
Чистая прибыль (скорр.)*	5,2%	239,0%	297,1%	-53,7%

Ключевые коэффициенты				
	2013	2014	2015	2016
Валовая маржа	19,9%	38,2%	27,0%	35,2%
Процентная маржа	43,9%	46,0%	59,6%	53,1%
Маржа чистой прибыли	3,3%	9,4%	66,9%	75,6%

	2013	2014	2015	2016
Долг	351 363	574 042	792 902	866 440
Чистый долг	295 539	484 032	707 530	595 391
Долг/Капитал	1,1	1,7	2,7	2,2
RoA (скорр.)*	0,3%	0,9%	2,9%	1,2%
RoE (скорр.)*	0,8%	2,4%	11,2%	3,9%

* без учета доходов/убытков от операций в ин.валюте

Источник: данные компании, Bloomberg, расчеты Халык Финанс

Мы сохраняем рекомендацию **ПОКУПАТЬ** еврооблигации КазАгро, являющиеся привлекательной альтернативой валютным депозитам. Несмотря на ухудшение финансовых показателей, государственная поддержка по-прежнему способна обеспечить инвесторам достаточно низкий уровень риска при более чем двукратно высокой доходности.

Результаты 2016 г.

В 2016 г. выручка Компании заметно снизилась (-34,1%) по сравнению с прошлым годом в основном за счет падения доходов от реализации зерна (-39,0%, 77,9% от выручки). В то же время себестоимость сократилась на 41,5% за счет падения себестоимости проданного зерна на 48,1%. В совокупности это привело к снижению валовой прибыли на 13,9% г/г (рис.2).

Процентные доходы выросли более низкими темпами, чем процентные расходы, что вызвало снижение чистого процентного дохода на 4,6% г/г. При этом более чем в два раза увеличились расходы на обесценение.

В структуре процентных доходов обращает на себя внимание значительное увеличение субсидируемых государством процентных доходов до 21 млрд. тенге (+42,3%, 22,7% от всех процентных доходов). При этом процентные доходы по средствам в кредитных организациях выросли на 9,6% до 5,0 млрд. тенге (5,4% от всех процентных доходов), а основная статья процентных доходов – доходы по займам клиентов – увеличилась на 12,8% до 34,4 млрд. тенге (37,2% от всех процентных доходов). Это в целом подтверждает высокую степень зависимости финансовых показателей КазАгро от государственных субсидий.

В отчетном периоде продолжилась тенденция сокращения расходов на персонал (-18,5% г/г), однако расходы по реализации выросли на 25,2%, а общий рост всех непроцентных расходов составил 3,8% г/г.

Среди прочих статей доходов и расходов мы отмечаем получение прибыли по операциям в иностранной валюте за 2016 г. в размере 11,5 млрд. тенге, в то время как годом ранее был зафиксирован убыток в размере 162,7 млрд. тенге. Это позволило признать чистую прибыль за 2016 г. в размере 5,6 млрд. тенге по сравнению с убытком в 99,3 млрд. тенге годом ранее.

Тем не менее, чистая прибыль, скорректированная на доходы/расходы по операциям в иностранной валюте, в 2016 г. сократилась на 53,7% г/г, что привело к падению показателей доходности на капитал и активы более чем в 2,5 раза.

Структура основных обязательств Компании претерпела некоторые изменения: доля еврооблигаций за год сократилась с 72% до 61%, в то время как доля тенговых долговых ценных бумаг выросла с 17% до 25%, а средства Правительства РК увеличились с 5% до 8% (рис.3). Мы также отмечаем значительный рост денежных средств и эквивалентов на балансе Компании (+217,5% г/г).

В то же время, анализ отчета о движении денежных средств показывает значительное улучшение собираемости процентных доходов (рис.4). После падения с 78% до 57% в 2015 г., данный показатель вырос до 84% в 2016 г., что может свидетельствовать о значительных усилиях по улучшению кредитного портфеля.

В целом, результаты Компании за 2016 г. повторяют негативные тенденции кредитования в Казахстане, связанные

Рис. 1. Финансовые результаты 2016г.

млн тенге	2016	2015	% г/г
Выручка	31 889	48 360	-34,1%
Себестоимость	-20 654	-35 307	-41,5%
Валовая прибыль	11 235	13 053	-13,9%
Процентные доходы	92 570	86 473	7,1%
Процентные расходы	-43 381	-34 927	24,2%
Чистые процентные доходы	49 189	51 546	-4,6%
Обесценение активов, принос. проц. дох.	-25 842	-11 534	124,1%
Чистые прочие операционные доходы	23 347	-154 596	-115,1%
Непроцентные расходы:	-22 023	-21 224	3,8%
Расходы на персонал	-4 731	-5 807	-18,5%
Расходы по реализации	-7 839	-6 262	25,2%
Прочие расходы	-5 870	-9 155	-35,9%
Прибыль до расходов по под. налогу	31 509	-122 755	-
Расход по подоходному налогу	-7 408	23 430	-
Чистая прибыль	24 101	-99 324	-

Рис. 2. Финансовые результаты 1кв2017г.

млн тенге	1кв2017	1кв2016	% г/г
Выручка	2 074	9 957	-79,2%
Себестоимость	-1 554	-6 012	-74,1%
Валовая прибыль	520	3 945	-86,8%
Процентные доходы	27 546	21 948	25,5%
Процентные расходы	-13 666	-10 853	25,9%
Чистые процентные доходы	13 880	11 095	25,1%
Обесценение активов, принос. проц. дох.	-1 228	-349	252,3%
Чистые прочие операционные доходы	12 976	-11 511	-212,7%
Непроцентные расходы:	-3 936	-4 921	-20,0%
Расходы на персонал	-1 007	-1 169	-13,9%
Расходы по реализации	-1 438	-2 202	-34,7%
Прочие расходы	-1 081	1 012	-6,8%
Прибыль до расходов по под. налогу	22 212	-1 044	-
Расход по подоходному налогу	-202	-258	-21,7%
Чистая прибыль	22 011	-1 302	-

Рис.3. Структура обязательств

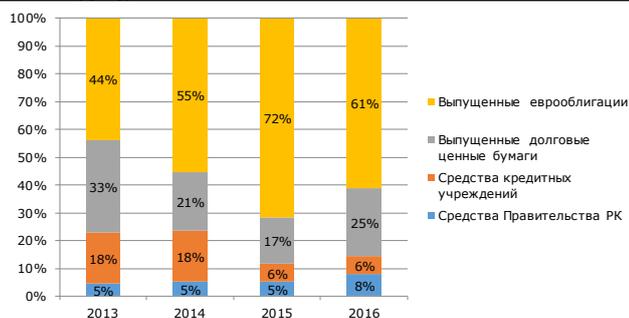


Рис.4. Собираемость процентных доходов



Источник: данные Компании

с падением качества заемщиков, стагнацией кредитования и избытка краткосрочной ликвидности на балансе наиболее стабильных финансовых институтов. Все это накладывает на не самую радужную ситуацию в сельском хозяйстве, характеризующуюся высоким уровнем закрежденности сельхозпредприятий и их неустойчивым финансовым положением на фоне постоянно растущих цен на топливо и ГСМ и снижения платежеспособного спроса населения. Без каких-либо кардинальных изменений в агропромышленном секторе, вполне вероятно продолжение ухудшения финансовых показателей КазАгро.

Результаты за 1 квартал 2017 г.

В отчетном периоде выручка Компании рухнула почти на 80% г/г, что в совокупности с падением себестоимости на 74% привело к снижению валовой прибыли на 86,8%.

Чистый процентный доход вырос на 25,1% г/г в результате сопоставимого увеличения процентных доходов и расходов (рис.2).

Несмотря на заметное сокращение расходов на персонал, расходов по реализации и прочих расходов, прибыль по операциям в иностранной валюте в размере 12 млрд.тенге стала основной причиной признания чистой прибыли в размере 22,0 млрд. тенге по сравнению с убытком 1,0 млрд. тенге годом ранее. Без учета данной статьи чистая прибыль КазАгро по результатам 1 квартала 2017 г. находится на сопоставимом уровне по сравнению с соответствующим периодом прошлого года.

Кредитные рейтинги и оценка облигаций

28 апреля 2017 г. Fitch Ratings пересмотрело с «Негативного» на «Стабильный» прогноз по долгосрочным рейтингам дефолта эмитента («РДЭ») АО «Национальный управляющий холдинг «КазАгро» в иностранной и национальной валюте и подтвердило эти рейтинги на уровне «BBB-». Одновременно агентство подтвердило краткосрочный РДЭ компании в иностранной валюте на уровне «F3» и рейтинги приоритетного долга в иностранной и национальной валюте «BBB-». Пересмотр прогноза на «Стабильный» обусловлен восстановлением финансовых показателей КазАгро в 2016 г., чему способствовали господдержка в форме взносов капитала и долгового финансирования, а также улучшение прибыльности деятельности. Согласно данным агентства, руководство КазАгро ожидает, что взносы государства в капитал продолжатся в 2017 г. при оценочном притоке капитала в размере до 45,1 млрд. тенге в 2017 г. после того, как государство внесло 76,7 млрд. тенге в 2016 г. Тем не менее, показатель левиреджа у КазАгро (измеряемый как долгосрочный долг/капитал и резервы) остается высоким, несмотря на некоторое сокращение до 174% в 2016 г. по сравнению с 208% в 2015 г. (2014 г.: 106%). Позиция ликвидности КазАгро также улучшилась при увеличении денежных средств до 162 млрд. тенге в 2016 г. (2015 г.: 23,5 млрд. тенге).

30 июня 2017 г. S&P Global Ratings понизило долгосрочные кредитные рейтинги АО «Национальный управляющий холдинг «КазАгро» по обязательствам в иностранной и национальной валюте с «BB+» до «BB-». Прогноз изменения рейтингов — «Негативный». Краткосрочный кредитный рейтинг подтвержден на уровне «B».

Понижение рейтингов «КазАгро» обусловлено главным образом мнением агентства о постепенном снижении готовности Правительства Республики Казахстан предоставлять квазигосударственному сектору ресурсы для своевременного обслуживания и погашения долга в случае необходимости, о чем свидетельствует сравнительно ограниченное участие государства в обеспечении своевременного погашения обязательств нескольких казахстанских квазигосударственных структур в последние 18 месяцев.

В то же время агентство полагает, что Группа «КазАгро»

остается важным инструментом реализации государственной политики, а вероятность получения экстраординарной поддержки от государства остается «практически безусловной». Рейтинги Холдинга «КазАгро» на несколько ступеней выше оценки характеристик его собственной кредитоспособности. S&P оценивает собственную кредитоспособность Группы «КазАгро» без учета потенциальной экстраординарной поддержки от государства на уровне «b-».

Мы считаем, что еврооблигации КазАгро продолжают являться привлекательной альтернативой валютным депозитам банков при более чем вдвое высокой доходности. Несмотря на 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».

© 2017г., все права защищены.

Департамент исследований

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

Направление

Директор
Заместитель директора
Макроэкономика
Макроэкономика
Долговые инструменты
Долевые инструменты
Долевые инструменты

E-mail

m.temirkhanov@halykfinance.kz
s.chuyev@halykfinance.kz
a.kurmanbekov@halykfinance.kz
e.arnabekova@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
A05A1B9, 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