

30 января 2017г.

Азамат Талгатбеков  
a.talqatbekov@halykfinance.kz  
Станислав Чуев  
s.chuyev@halykfinance.kz

Выпуски облигаций			
Выпуски	Цена	УТМ	Объем в обрац., в млн
KZT TSBNb7 фикс 7.5% 'июль-27	-	-	T3 482
KZT TSBNb8 фикс 8% 'апр-18	97.6	10.1	T5 464
KZT TSBNb10 фикс 8% 'июнь-18	101.9	6.6	T4 500
KZT TSBNb11 фикс 8% 'фев-19	-	-	T4 993
KZT TSBNb12 фикс 8% 'апр-19	-	-	T3 995
KZT TSBNb13 фикс 8% 'авг-19	93.2	11.2	T6 000
KZT TSBNb14 фикс 8% 'июнь-20	-	-	T5 000
KZT TSBNb15 фикс 8% 'июнь-23	-	-	T5 000
KZT TSBNb16 фикс 9% 'июнь-28	-	-	T5 000
KZT TSBNb17 фикс 9% 'июнь-20	101.4	8.8	T5 000
KZT TSBNb19 фикс 8% 'апр-18	-	-	T10 000
KZT TSBNb20 плав 10% 'июнь-23	-	-	T10 000
KZT TSBNb21 фикс 8% 'апр-21	-	-	T10 000
KZT TSBNb22 фикс 8% 'апр-21	-	-	T5 000
KZT TSBNb23 фикс 8% 'апр-21	-	-	T3 019
KZT TSBNb24 фикс 6% 'апр-17	-	-	T10 000
KZT TSBNb25 фикс 8% 'апр-19	-	-	T3 000
KZT TSBNb26 фикс 9% 'дек-21	99.9	9.0	T30 000
KZT TSBNb27 фикс 9.25% 'дек-22	99.9	9.2	T30 000
KZT TSBNb28 фикс 9.5% 'дек-23	99.9	9.5	T30 000
KZT TSBNb29 фикс 9.75% 'дек-24	99.9	9.7	T30 000
KZT TSBNb30 фикс 9.75% 'дек-24	99.9	9.7	T20 000

Рейтинги			
	Рейтинг	Прогноз	Дата
Fitch Ratings	B	Стаб.	20 дек 16
S&P Global Ratings	B+/B	Негат.	20 май 16

Основные финансовые показатели				
В млрд тенге	2013	2014	2015	9М2016
Активы	883	1 321	1 957	2 207
Брутто-займы	702	1 110	1 691	1 780
Провизии	-28	-50	-102	-121
Нетто-займы	674	1 060	1 590	1 658
Средства клиентов	695	1 010	1 442	1 691
Капитал	69	105	126	165
Денежные средства	97	142	186	269
Обязательства	814	1 216	1 831	2 042

Процентные доходы	79	112	127	133
Процентные расходы	-41	-55	-63	-81
Чистый процентный доход	39	57	64	52
Чистый комиссионный доход	7	8	6	9
Административные и операционные расходы	-33	-57	-68	-60
Прибыль	14	16	18	11
Формирование резерва под обесценение	-10	-23	-32	-21

Темпы роста, г/г				
	2013	2014	2015	9М2016
Процентные доходы	41.9%	40.8%	13.7%	45.4%
Процентные расходы	46.2%	34.0%	14.6%	81.4%
Чистый процентный доход	32.8%	48.0%	12.8%	11.2%
Чистый комиссионный доход	-1.9%	24.5%	-25.7%	100.8%
Административные и операционные расходы	28.7%	71.5%	18.1%	29.8%
Прибыль	29.9%	11.3%	11.1%	4.9%
Формирование резерва под обесценение	19.6%	136.8%	42.3%	68.0%

С нач. года				
	2013	2014	2015	9М2016
Активы	42.2%	49.7%	48.1%	12.8%
Брутто-займы	41.0%	58.0%	52.4%	5.2%
Провизии	56.9%	75.4%	105.7%	18.9%
Нетто-займы	40.4%	57.3%	49.9%	4.3%
Средства клиентов	34.1%	45.4%	42.7%	17.3%
Капитал	43.2%	52.8%	19.5%	31.7%
Денежные средства	130.5%	46.8%	30.7%	44.7%
Обязательства	42.1%	49.4%	50.5%	11.5%

Ключевые коэффициенты				
	2013	2014	2015	9М2016
NIM, годовых*	5.5%	5.5%	4.8%	3.5%
NIS, годовых*	5.1%	5.1%	4.4%	3.1%
RoAE, годовых	24.4%	18.3%	15.7%	6.6%
RoAA, годовых	1.9%	1.4%	1.1%	0.5%
Cash Interest GAP	17.1%	2.3%	11.8%	24.1%
Стоимость кредитного риска	1.4%	2.0%	1.9%	1.2%
Ликвидные активы/активы**	11.5%	11.5%	9.8%	12.4%
Депозиты/нетто-займы	103.0%	95.3%	90.7%	102.0%
Коэф.дост.капитала k1-1*	6.2%	7.1%	6.9%	8.9%
Коэф.дост.капитала k1-2*	6.7%	7.6%	7.0%	8.9%
Коэф.дост.капитала k2*	11.3%	12.7%	9.5%	11.1%

Источник: KASE, Bloomberg, статистика НБ РК, финансовая отчетность Банка

\*Статистика НБ РК

\*\* К ликвидным активам отнесены ден. средства и их экв., фин. активы для продажи.

Доходности облигаций, указанные в таблице, и доходности на момент могут отличаться в зависимости от запрашиваемого объема облигаций и ликвидности на рынке. Доходности и цены от номинала по состоянию на 20 января 2017 года.

Показатели за 9М2016г. рассчитаны на основе консолидированной, неаудированной финансовой отчетности Банка

Мы считаем, что выпущенные облигации АО «Цеснабанк» не являются высокодоходными инструментами по сравнению с существующими на рынке условиями по банковским вкладам, которые предлагают вкладчикам ГЭСВ в 12-14%, и альтернативными долговыми обязательствами иных [ЭМИТЕНТОВ](#) за сравнимый период обращения. Учитывая значительную долю занимаемую банком на рынке, его прибыльность и адекватное отношение резервов к возможным потерям, мы рекомендуем **Держать** облигации АО «Цеснабанк».

### Описание АО «Цеснабанк»

АО «Цеснабанк» (далее – Банк) был основан 17 января 1992 года в г. Целиноград (Астана). Входит в структуру банковского конгломерата АО «Корпорация «Цесна». Занимает третью строчку среди БВУ по суммарным активам. Доля рынка (ссудный портфель) составляет 10.6% по состоянию на 01.01.2017 г. Располагает 22 филиалами и 148 отделениями на всей территории Республики Казахстан. В декабре 2015 года Банк приобрел контроль над ПАО «Плюс Банк» (г.Москва), увеличив в дальнейшем свое участие в акционерном капитале до 83.32% голосующих акций в начале 2016 г.

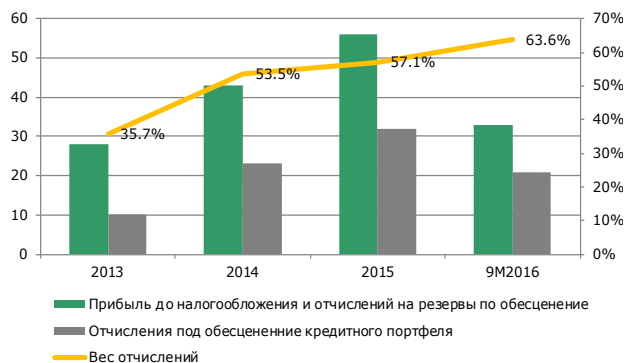
### Результаты за 9М2016г.

С начала года активы Банка выросли на 12.8% и составили Т2.2 триллиона. Рост обусловлен, в большей степени, приростом вкладов клиентов (+17% до Т1.7 трлн), который выше среднего показателя по банковскому сектору страны. Также, отмечаем существенный прирост средств полученных по государственной программе (+16% до Т37.7 млрд). Государственные деньги получены через АО «Национальный управляющий холдинг «КазАгро», в соответствии с программой финансового оздоровления агропромышленного сектора. Следует отметить, что сельское хозяйство занимает второе место по объему выданных средств в общем кредитном портфеле Банка после отрасли «торговля». Учитывая, что сельскохозяйственное производство в Казахстане осуществляется в условиях повышенного риска, связанного со сложными природно-климатическими условиями, отмечаем возможные риски обесценения выданных займов.

За отчетный период Банк увеличил объем выпущенных и обслуживаемых долговых обязательств на 107% до Т93 млрд, а также наблюдается отток вкладов финансовых институтов на 19% до Т173 млрд. В итоге, суммарные обязательства Банка выросли на 11.5% и составили Т2 трлн. Для сравнения, за отчетный период из Топ-10 БВУ нарастили обязательства АО «Bank RBK» (+15,2%), АО «ForteBank» (+11,5%), АО «АТФБанк» (+11,0%), АО «Народный Банк Казахстана» (+3,8%). Динамику снижения обязательств показали АО «Банк ЦентрКредит» (-10,7%), ДБ АО «Сбербанк» (-7,5%), АО «Kaspi Bank» (-6,5%), АО «Евразийский банк» (-0.7%), АО «Казкоммерцбанк» (-0.1%).

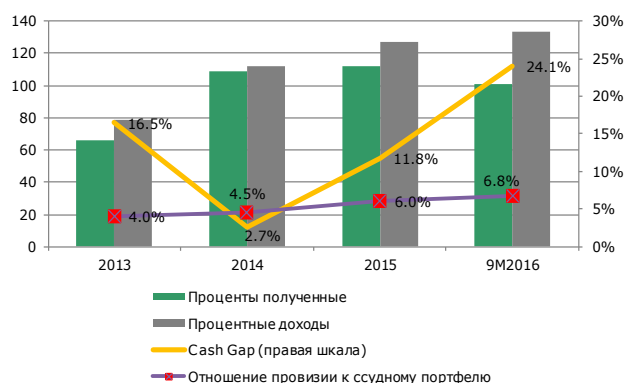
В течение периода, закончившегося 30 сентября 2016 года, Банком было дополнительно размещено 14.8 млн простых акции на сумму Т30 млрд тенге. Вследствие этого, на отчетную дату акционерный капитал Банка вырос на 54% и составил Т91 млрд. Так, отношение основного капитала к совокупным обязательствам Банка составило 4.5% (без дополнительного вливания, данный показатель составил бы 2.9%). Нераспределенная прибыль Банка также выросла за период на 39%. Дополнительный оплаченный капитал на 30.09.2016 г. увеличился и составил Т234 млн (на 31.12.2015 г.: Т44 млн). Увеличение связано с дополнительным выкупом

Рис.1. Показатели деятельности



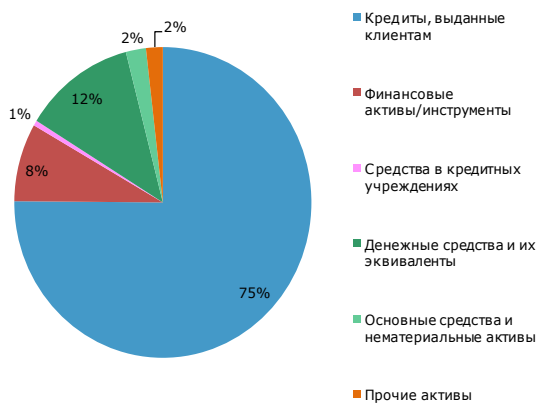
источник: данные финансовой отчетности

Рис.2. Собираемость процентных доходов (в млрд KZT)



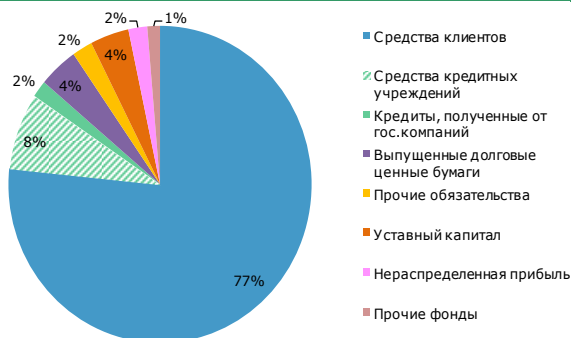
источник: данные финансовой отчетности

Рис.3. Структура активов за отчетный период



источник: данные финансовой отчетности

Рис.4. Структура капитала и обязательств за отчетный период



источник: данные финансовой отчетности

у миноритарных акционеров простых акции дочерней компании ПАО «Плюс Банк». В итоге, капитал Банка за 9М 2016 показал рост на 32% и составил Т165 млрд. Так, соотношение собственного капитала к обязательствам Банка составило 8.4%, что мы отмечаем как один из низких показателей по банковскому сектору (для сравнения среди Топ 10 БВУ за 9М2016г этот показатель составил: АО «Forte Bank» 17.1%, АО «Народный банк» 15.8%, АО «Kaspi Bank» 11.4%, ДБ АО «Сбербанк» 11%, АО «Казкоммерцбанк» 9.7%, АО «Bank RBK» 8.8%, АО «Евразийский банк» 8.2%, АО «Банк ЦентрКредит» 7.6%, АО «АТФБанк» 6.6%).

На текущую дату банком выдано Т1.7 триллиона кредитных средств (нетто-займы). Сформированные провизии против обесцененных и неработающих кредитов составляют Т121 млрд (2015: Т102 млрд, 2014: Т50 млрд, 2013: Т28 млрд). Из общего количества выданных населению и бизнесу средств, по актуальной информации (на конец 2015 года), 69.2% займов были выражены в валюте (преимущественно в долларах США). Показатель разрыва собираемости процентных доходов (Cash Interest Gap) за 9М2016 г. значительно ухудшился и составил 24.1% (2013г. – 16.5%, 2014г. – 2.7%, 2015г. – 11.8%), что, по нашему мнению, косвенно свидетельствует об ухудшении качества ссудного портфеля. Учитывая изложенное, а также текущее соотношение сформированных провизии к уровню брутто-займов (см.рис.2), которое показывает относительно невысокий прирост, мы считаем целесообразным увеличение текущего уровня провизии.

Чистый процентный доход за 9М2016 г. составил Т52 млрд, что на 11% выше аналогичного показателя за 9М2015 г. Рост обусловлен увеличением на 45% (до Т133 млрд) процентного дохода полученным Банком за период, однако, значительный рост процентных расходов, которые увеличились на 81% (до Т81 млрд), абсорбировал общий рост чистого процентного дохода. Банк также увеличил свой чистый комиссионный доход на 101% (до Т9 млрд). В итоге своей деятельности за период, Банк получил чистую прибыль в размере Т9 млрд, что на 35% меньше в сравнении с аналогичным периодом 2015 г. (9М2015 г. - Т14.5 млрд). Это связано со значимым увеличением операционных расходов на 30% (до Т59.7 млрд), так как операционный доход в текущем периоде, до вычета расходов, составил Т71 млрд, что на 12% больше чем за 9М2015 г.

Стоимость фондирования для Банка за 9М2016 года составила 3,28%. За предыдущие периоды финансовой деятельности (2015, 2014, 2013гг.) стоимость фондирования составляла 3,58%, 4,66%, 5,12%, соответственно. Коэффициенты RoAA и RoAE за 9М2016 на уровнях 0.5% и 6.6%.

### Результаты за 2015 год

В 2015 году Банк нарастил активы на 48% до Т1.9 трлн, обязательства увеличились на 51% до Т1.8 трлн, а капитал показал рост на 19.5% до Т126 млрд. Росту обязательств Банка (+Т615 млрд в абсолютном выражении) способствовали, в большей степени: значительный приток розничных вкладов (+Т321 млрд), корпоративные депозиты (+Т112 млрд), вклады финансовых организаций (+Т151 млрд), государственные деньги (кредиты от НУХ «КазАгро») (+Т9 млрд), в итоге обязательства Банка на конец года достигли уровня в Т1.8 трлн. Также, необходимо учитывать существенное влияние изменения курса валюты (связанное с девальвацией) на общий рост показателей баланса, которое с 01.01.2015г. по 31.12.2015г. составило 86.2%. Капитал был увеличен, в основном, за счет аккумулирования прибыли прошлого периода.

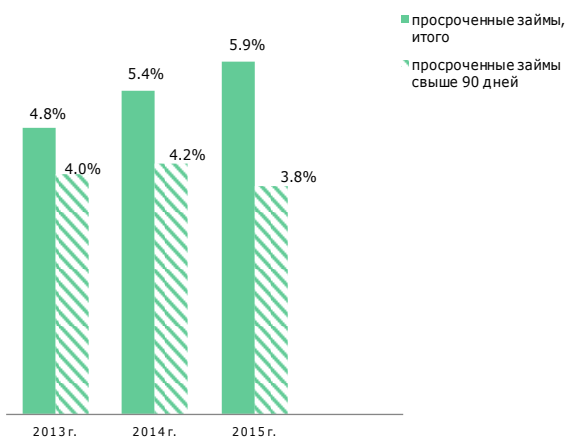
Девальвация национальной валюты, кризисные явления в экономике, ухудшение операционной среды заемщиков, а

Рис.5. Стоимость фондирования



источник: данные финансовой отчетности

Рис.6. Качество ссудного портфеля



источник: данные финансовой отчетности

также большой объемом валютных займов в ссудном портфеле Банка (которые за период девальвации увеличились на 123% и составили 69,2% от всех выданных займов Банка) существенным образом повлияли на собираемость процентных доходов Банка: показатель Cash Interest Gap вырос с 2.3% (2014 г.) до 11.8% в 2015 году. Также, уровень провизий достиг исторический максимального показателя в абсолютном выражении, составив Т102 млрд (+105.7% г/г). Однако, следует отметить, что по состоянию на конец 2015 года только 6% выданных кредитных средств просрочены, а доля NPL 90+ составляет 3.8%. Также, отношение резерва к сумме просроченной задолженности равна 102%, отношение резерва к сумме NPL 90+ равна 158%.

В течение периода Банк получил чистую прибыль в размере Т18 млрд, коэффициент RoAA составил 1.1%, RoAE 15.7%. Коэффициенты достаточности капитала превышали минимальный требуемый уровень и составили k1-1:6.9%, k1-2:7.0%, k2:9.5%.

### Кредитные рейтинги и оценка облигаций

20 декабря 2016 года **Fitch Ratings** понизило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента (РДЭ) АО «Цеснабанк» с уровня «В+» до «В». Прогноз по рейтингу «Стабильный». Понижение РДЭ обусловлено мнением Fitch об ухудшении качества активов и прибыльности банка, в то время как его капитализация остается лишь умеренной. В качестве позитивного фактора рейтинга банка принимается во внимание недавнее улучшение ликвидности и примеры доступа к финансированию от квазигосударственных источников и компаний под госконтролем.

Неработающие кредиты Цеснабанка составляли 6% от валовых кредитов в конце 3 кв. 2016 г. и остались практически неизменными относительно конца 2015 г. В то же время, более высокие риски для качества активов связаны с большим объемом валютных кредитов банка, которые в отчетности указаны как необесцененные (61% от валовых кредитов в конце 3 кв. 2016 г.), из которых около трети (в основном относящиеся к недвижимости на ранней стадии строительства), по всей видимости, не полностью обслуживали основную часть долга или проценты за 9 мес. 2016 г., а это свидетельствует о том, что они могли стать обесцененными. Показатель основного капитала по методологии Fitch у Цеснабанка улучшился до 8.8% в конце 3 кв. 2016 г. относительно 6.8% в конце 2015 г. в результате дополнительного взноса акционерного капитала и низкого роста кредитования.

20 мая 2016 года **S&P Global Ratings** пересмотрело прогноз по рейтингу АО «Цеснабанк» со «Стабильного» на «Негативный» и подтвердила долгосрочный и краткосрочный кредитные рейтинги банка на уровне «В+/В». Рейтинговое действие отражает негативное влияние на позицию банка по риску со стороны быстрого роста кредитного портфеля в течение продолжительного времени, а также со стороны планируемой в 2016 г. политики формирования резервов. Кроме того, оно обусловлено ожиданиями агентства относительно роста уровня проблемных кредитов и расходов Цеснабанка на формирование резервов в рамках неблагоприятной операционной среды, характеризующейся ожидаемым снижением темпов роста ВВП и значительной девальвацией тенге. Цеснабанк продемонстрировал очень высокие темпы роста кредитного портфеля — около 50% в год в течение последних четырех лет, что существенно превысило запланированные показатели, хотя в значительной степени это было вызвано резкой девальвацией тенге в 2015 г.

Агентство ожидает ухудшения качества активов в ближайшие два года по мере приближения сроков погашения кредитов, выданных банком, на фоне ухудшения условий операционной

деятельности. По прогнозам агентства, уровень проблемных кредитов банка (просроченных больше чем на 90 дней), рассчитанный в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО), увеличится с 3.8% в конце 2015 г. до 8% в 2016-2017 гг., в то время как агентство прогнозирует увеличение данного показателя в банковской системе нашей страны до 12-14%.

Мы считаем, что выпущенные облигации АО «Цеснабанк» не являются высокодоходными инструментами по сравнению с существующими на рынке условиями по банковским вкладам, которые предлагают вкладчикам ГЭСВ в 12-14%, и альтернативными долговыми обязательствами иных [ЭМИТЕНТОВ](#) за сравнимый период обращения. Учитывая значительную долю занимаемую банком на рынке, его прибыльность и адекватное отношение резервов к возможным потерям, мы рекомендуем **Держать** облигации АО «Цеснабанк».

О «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, упоминающийся 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.

**Департамент исследований**

Мурат Темирханов	Директор
Асан Курманбеков	Макроэкономика
Эльмира Арнабекова	Макроэкономика
Станислав Чуев	Долговые инструменты
Азамат Талгатбеков	Долговые инструменты
Алтынай Ибраимова	Долевые инструменты
Диас Кабылтаев	Долевые инструменты

**Департамент продаж**

Мария Пан	Директор
Динара Асамбаева	Институциональные
Айжана Туралиева	Институциональные
Шынар Жаканова	Розничные
Сабина Муканова	Розничные

**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)

**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.talгатbekov@halykfinance.kz](mailto:a.talгатbekov@halykfinance.kz)  
[a.ibraimova@halykfinance.kz](mailto:a.ibraimova@halykfinance.kz)  
[d.kabyltayev@halykfinance.kz](mailto:d.kabyltayev@halykfinance.kz)

**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)

**Bloomberg**

**HLFN**

**Thomson Reuters**

Halyk Finance

**Factset**

Halyk Finance

**Capital IQ**

Halyk Finance