

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

АО "Банк Астаны" (ABBN)

 Потенциал роста: **29%**

 Целевая цена: **1 513 тенге**

 Текущая цена: **1 169 тенге**
РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Казахстан | Банки

инициация оценки

Банк Астаны: потенциал виртуального банка



Процентный доход, '16 (млрд ₸)	8,6
ЕБИТ, '16 (млрд ₸)	2,1
Чистая прибыль, '16 (млрд ₸)	1,7
Активы, '16 (млрд ₸)	361

P/E, '16 (x)	0,0x
P/BV, '16 (x)	0,1x
EV/S, '16 (x)	0,1x
ROA (%)	0,80%
ROE (%)	5,60%
Маржа ЕБИТ (%)	1,70%
Маржа чистой прибыли (%)	4%

Капитализация (млрд ₸)	41,7
Акции размещено (млн штук)	36,1
Свободное обращение (%)	-
52-нед. мин/макс (₸)	16 600
Текущая цена (₸)	1 169
Целевая цена (₸)	1 513
Потенциал роста (%)	29%

 Динамика акций | биржа/тикер **KASE/ABBN**


Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	20%	9%	58%
vs KASE	-6%	-20%	-16%



Мы иницируем покрытие Банка Астаны и устанавливаем нашу целевую цену на уровне 1 513 тенге за простую акцию, что предполагает потенциал роста на 29% от текущей рыночной цены. Мы присваиваем акциям банка рейтинг **ПОКУПАТЬ**.

Мы считаем стратегию Банка Астаны по росту на рынке карт и кредитования МСБ амбициозной, но осуществимой. Мы определяем текущую фазу развития как фазу быстрого роста перед началом наращивания прибыльности активов и как следствие роста ROE в ближайшие 5 лет. Драйверами роста рентабельности станут: небольшой размер банка, продолжение развития бизнес-модели виртуального банка и инвестиции в IT. Все это позволит, во-первых, существенно нарастить комиссионные доходы, которые будут покрывать большую часть OpEx, во-вторых контролировать качество ссудного портфеля и в-третьих выйти в нишу МСБ и частного бизнеса.

Мы присваиваем акциям компании рейтинг ПОКУПАТЬ.

Акции показывают большой потенциал роста относительно нашей оценки EVA, что отражает наш позитивный взгляд на:

- 1) способность банка достичь целевых показателей по выпущенным картам (1,5 млн карт к 2020 году), пользователям онлайн/мобильного банкинга (1 млн клиентов) и доли на рынке кредитования МСБ (8% рынка);
- 2) способность нарастить комиссионные доходы до уровня операционных расходов (47% от OpEx) и нарастить чистую процентную маржу;
- 3) на фоне полной реализации модели виртуального банка достичь ROE в 27% к 2020 году.

Абдикаримов Ерлан
Директор Департамента финансового анализа
(+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

Жанай Еламан
Инвестиционный аналитик
(+7) 727 311 10 64 (624) | ejanai@ffin.kz

Банк Астаны: ключевые цифры

Отчет о прибыли, млрд KZT	2013	2014	2015	2016
Процентные доходы	4,9	7,4	14,7	27,0
Процентные расходы	(1,4)	(3,3)	(8,4)	(20)
Чистый процентный доход	3,5	4,2	6,2	7,0
Комиссионные доходы	0,3	0,5	1,2	2,1
Комиссионные расходы	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,5)
Чистый комиссионный доход	0,3	0,5	1,0	1,6
Убытки от обесценения	(0,9)	(1,1)	(3,4)	0,4
Прочие операционные расходы/доходы	0,0	0,2	(0,1)	(0,7)
Расходы на персонал	(1,2)	(1,4)	(1,7)	(1,9)
Прочие общие административные расходы	(0,8)	(1,0)	(1,7)	(4,3)
Торговые операции	0,1	0,2	1,8	(0,0)
Операционный доход	1,0	1,5	2,2	2,1
Налог	0,0	(0,1)	(0,7)	(0,5)
Чистая прибыль	1,0	1,4	1,5	1,7

Рост и маржа (%)	2013	2014	2015	2016
Темп роста депозитов, %	60%	62%	76%	71%
Ссудный портфель/депозиты, %	72%	85%	80%	60%
Резервы/ссудный портфель, %	10%	4%	5%	3%
Прочие активы/ссудный портфель, %	8%	4%	17%	16%
Проц-ый доход/ссудный портфель, %	11%	8%	9%	11%
Доходность от ликвидности, %	1%	1%	4%	4%
Затраты по депозитам, %	2%	3%	4%	6%
Затраты по бондам, %	-	-	0%	-
Комис-ые доходы, темп роста, %	-12%	68%	121%	78%
Комис-ые доходы/проц-ый доход, %	9%	13%	19%	30%
Маржа на комиссиях, %	9%	10%	14%	23%

Ссудный портфель	2013	2014	2015	2016
Кредиты, выданные клиентам	34	81	132	182
Корпоративные	14	17	22	30
МСБ	17	38	79	108
Розничные	2	27	31	44
Резерв под обесценение	(5)	(4)	(8)	(7)
Кредиты клиентам до вычета резервов	39	85	140	188

Балансовый отчет, млрд KZT	2013	2014	2015	2016
Высоколиквидные средства	31	33	51	137
Ссудный портфель до резервов	48	93	153	195
Резервы	-5	-4	-8	-7
Прочие активы включая ОС	4	4	25	31
Активы	80	127	224	361
Депозиты клиентов и банков	67	109	191	327
Процентный долг	0	0	7	0
Прочие обязательства	0	1	2	3
Обязательства	67	110	200	329
Собственный капитал включая НРП	13	18	22	29
Нераспределенная прибыль	-1	0	2	2
Обязательства и капитал	80	127	224	361

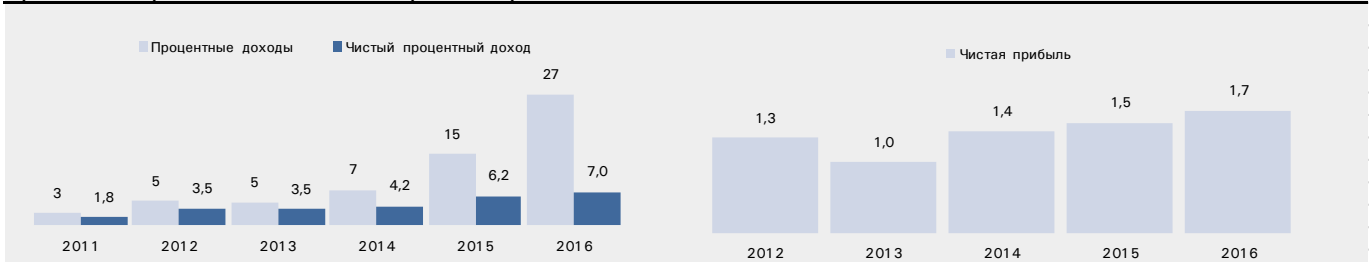
Процентные доходы, млрд KZT	2013	2014	2015	2016
Комиссионные доходы	0,3	0,5	1,2	2,1
Выдача гарантий	0,2	0,2	0,6	1,4
Кассовые операции	0,0	0,2	0,2	0,2
Расчетные операции	0,1	0,1	0,1	0,2
Операции с иностранной валютой	0,1	0,1	0,1	0,1
Комиссия на организацию кредитов	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие	0,0	0,0	0,1	0,2
Комиссионные расходы	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,5)
Кредитные операции	0,0	0,0	0,1	0,4
Переводные операции	0,0	0,0	0,0	0,1
Брокерские операции	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочие	0,0	0,0	0,0	0,0

Банк Астаны: ключевые факты

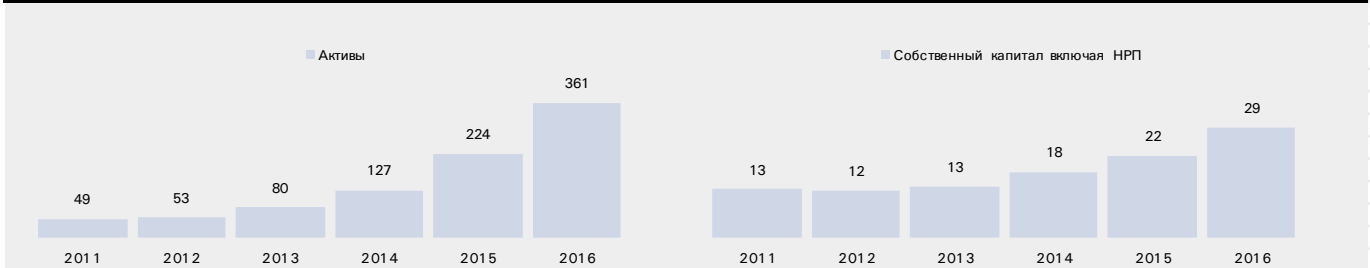
Ключевые события АО "Банк Астаны" с 2008 года



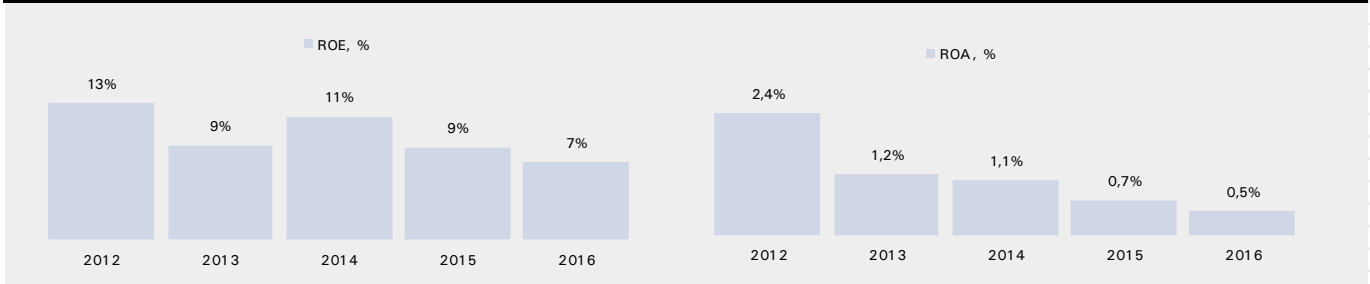
Процентные/непроцентные доходы и чистая прибыль, млрд KZT



Активы и собственный капитал, млрд KZT



Маржа и рентабельность, %



Содержание

Банк Астаны: история и общие сведения	4
Текущий момент: высокий рост при низком ROE	8
Основные элементы бизнес-модели виртуального банка	9
Что есть у Банка Астаны: высокий рост, продукты и развитие дистанционных каналов	11
Развитие бизнес-модели Банка Астаны повлияет на рост ROE	13
Оценка Банка Астаны по модели EVA	15

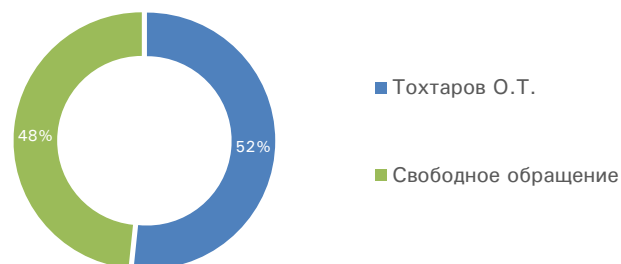
Банк Астаны: история и общие сведения

Банк «Астана-Финанс». Компания была основана в 2008 году как АО «Банк «Астана-Финанс» («БАФ»), с единственным акционером, владеющим 100% акций, в лице АО «Астана-Финанс» («Родительская компания»), которой был присвоен статус банковского холдинга. Основные операции БАФ – банковская деятельность, операции с ценными бумагами, иностранной валютой, предоставлении ссуд и гарантий. В начале 2010 года надзорный регулятор издал постановление об отзыве согласия на приобретение статуса банковского холдинга Родительской компании. В этом же году она передала 100% акций банка во временное доверительное управление фонду «Самрук-Казына» до своей реструктуризации, при этом оставаясь собственником банка. За неисполнение постановления летом 2011 года регулятор отозвал лицензию БАФ на прием депозитов, открытия и ведения банковских счетов физических лиц, в связи с чем все соответствующие счета и депозиты в Банке были закрыты. БАФ испытывал трудности с соблюдением нормативных требований минимального общего капитала. В данной связи в 2011 году Совет директоров Банка продал 5 100 000 акций Родительской компании. Отчет о выпуске акций должен был быть подтвержден надзорным регулятором. Однако эмиссия не была зарегистрирована, т.к. у родительской компании отсутствовал статус банковского холдинга. В 2012 году она безуспешно осуществляла попытки реструктуризации. В начале 2013 года у БАФ появились два новых акционера - Ракишев К. и Тохтаров О., которые приобрели 100% акций у Родительской компании. Сделка была реализована в двух стадиях - 49% было отчуждено после утверждения сделки регулятором, 51% передано после завершения реструктуризации.

Ребрендинг в «Банк Астаны». В начале 2014 года Банк получил лицензию и возобновил деятельность по приему депозитов, открытию и ведению банковских счетов физических лиц. Торговый знак был сменен на «Банк Астаны» («Банк»). В августе Банк выпустил свою первую карту. В том же году компания запустила сервис интернет-банкинга, систему доставки карт на руки и собственный процессинговый центр. Филиальная сеть была расширена до пяти регионов Казахстана. В 2015 году АО «Банк Астана-Финанс» перерегистрирован как АО «Банк Астаны». Процесс реструктуризации, запущенный ранее, был завершен в середине 2015 года, после чего оставшиеся 51% акций были проданы новым акционерам. Позже в этом году Ракишев К. вышел из состава акционеров, продав свой пакет акций миноритарным акционерам. Компания привлекла более 15 000 новых клиентов в систему мобильного банкинга. Банк начал активно позиционироваться как мобильный банк. В 2016 году Банк расширил филиальную сеть до 8 единиц и выпустил более 155 тыс карт, запустив карточки с мультимедийными изображениями в сотрудничестве с Warner Bros, Wargaming и Rovio. Компания также модернизировала банковские продукты для розничных клиентов. Год спустя Банк Астаны провел первичное размещение на фондовом рынке Казахстана летом 2017 года. Было размещено 5 652 174 акций по 1150 тенге за штуку. Средства были направлены на развитие банковских продуктов и IT-инфраструктуры.

Структура акционеров. Вслед за IPO, по состоянию на начало июля 2017 года доля основного акционера Тохтарова Олжаса снизилась с 56,90% до 51,66%. Миноритарные акционеры владеют оставшимися 48,34% от общего объема. Количество объявленных простых акций было увеличено до 100 000 штук.

Схема 1. Структура акционеров



Источник: данные компании

Совет директоров и Правление. Топ-менеджмент Банка Астаны состоит из Независимых директоров - членов Совета директоров и Управляющих директоров - членов Правления. Совет директоров осуществляет общее руководство банком, в то время как Правление занимается текущей деятельностью. Состав управленцев непостоянен; от состава команды 2014 года осталось только 5 человек (подчеркнуты). Высшее руководство ставит перед собой задачу трансформировать банк с унаследованной бизнес-моделью в банк нового поколения.

Тохтаров Олжас (37) является председателем СД и основным акционером. До приобретения крупной доли в банке шесть лет занимал руководящую позицию в металлургическом холдинге SAT & Company, а также работал в НПФ им. Кунаева и АО «ЦАТЭК». Г-н Тохтаров также занимает должность независимого директора в холдинге КазАгро. По образованию юрист-экономист, окончил КазГЮА и КазУЭФМТ.

Даулетбаев Марат (42) является НД и членом СД. Ранее занимал разные руководящие позиции в национальных компаниях, в том числе в Казтемиртранс, Казцентрком, КазМунайГаз, СПК Сарыарка. Выпускник КазГАУ, по специальности экономист.

Шагубатов Александр (36) является НД и членом СД. До работы в Банке Астаны имел международный опыт работы, в том числе три года на позициях главного стратега и маркетолога в American Express и Anglo Irish Bank. Имеет степени бакалавра от Веллингтонского университета Виктория и магистра от Университета Западной Австралии.

Лаврентьев Андрей (37) был избран НД и членом СД в конце 2016 года и переизбран в августе 2017 года. Имеет 14-летний стаж работы на руководящих позициях в Allur Group, состоит в многочисленных ассоциациях предпринимателей, является членом экспертного совета при Премьер-министре РК. Окончил ВШП «Адилет» и РМУ.

Мамытбеков Асылжан (49) является НД и членом СД. Вступил на должность в середине 2016 года. До Банка Астаны пять лет занимал

пост Министра сельского хозяйства РК. Г-н Мамытбеков также три года находился на должности Председателя правления в холдинге КазАгро. Получил высшее образование в КазГУ по правоведению и в Казахской Государственной академии управления по экономике.

Правление

Майлибаев Искендер (38) является Председателем Правления. Ранее более шести лет работал в качестве финансового директора в банках Альянс Банк (2010-2013) и Банк Позитив Казахстан (2007-2010). Имеет степень магистра финансов от London Business School (LBS) и MBA от Bilkent University (Турция).

Жангабылов Мухтар (35) является членом Правления и управляющим директором. Работает в банке с 2013 года. Перед избранием на должность два года работал на позиции управляющего директора в холдинге SAT & Company. Окончил КазГЮУ по специальности «предпринимательское право».

Жолдасов Ельнар (38) является членом Правления и управляющим директором. До Банка Астаны работал руководящих должностях в структурных подразделениях банков Нурбанк и Kaspi Bank. Высшее образование КазГНУ (правоведение) и КарГУ (финансы и кредит).

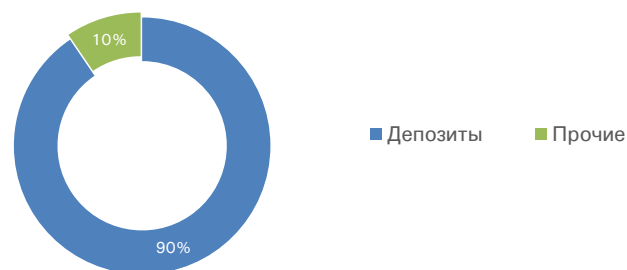
Жумагулов Айдос (34) является членом Правления и управляющим директором. Ранее два года работал вице-президентом АО «Казахювелир» и два года директором дирекции «Русский Славянский Банк». Выпускник КазЭУ по специальности банковского дела.

Лаушев Мадди (32) является членом Правления и управляющим директором. Около восьми лет работал на руководящих должностях в структурных подразделениях АО «Банк ЦентрКредит». С отличием закончил факультет финансов КазЭУ.

Текущий момент: высокий рост при низком ROE

Депозитная база является основным элементом формирования активов. Среднее отношение депозитов к активам в 87% с момента перехода к нынешней стратегии мобильного банка с 2014 года. На конец 2016 года депозитный портфель составлял 326 млрд тенге, что составляло 90% от структуры активов при собственном капитале в 32 млрд тенге (левередж 15,4х).

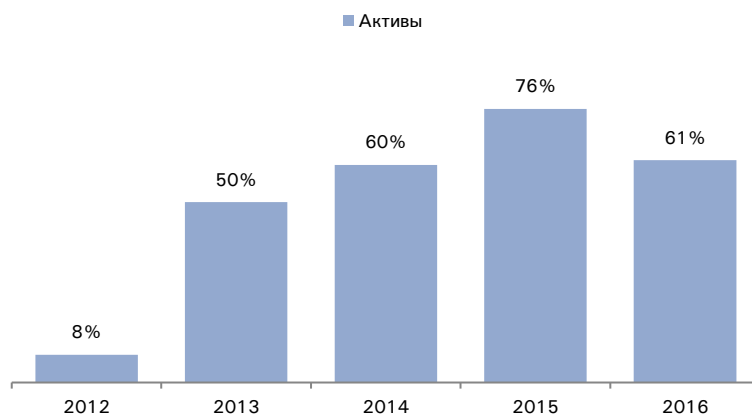
Схема 1. Структура пассивов в 2016 году, %



Источник: данные компании

Банк Астаны характеризуется высокими темпами роста активов. Свыше 50% с 2013 – 2016 гг, средний темп роста составил 62%. При этом ссудный портфель рос в среднем на 62% в год. В 2016 году темпы роста ссудного портфеля банка замедлился до 30%. По итогам 1 полугодия 2017 года размер активов находится на уровне 328 млрд тенге. Мы связываем высокие темпы роста депозитной базы с развитием онлайн/мобильных каналов продаж финансовых продуктов, так же с хорошим ценностным предложением по карточным продуктам, на фоне продуманной логистики доставки карт. Это можно проследить, сопоставив темпы роста выпущенных карт и прироста депозитной базы с 2014 года. Банк Астаны планирует выпустить 500 тысяч карт в 2017 году и 1 миллион карт в 2018 году.

График 1. Темпы роста активов, %



Источник: данные компании

При этом в отчетности за 1 полугодие 2017 года, есть ряд негативных моментов. В основном эти моменты связаны с текущим этапом быстрого роста и построения бизнес-модели виртуального банка, следствием которых, является низкая рентабельность на собственный капитал - довольно низкий ROE на текущий момент. Однако, у нас есть понимание каким образом компания может достичь более высокого ROE, развивая свою бизнес модель, что будет раскрыто в следующих

разделах. К причинам низкой текущей рентабельности можно отнести быстрый рост активов, на фоне снижения процентной маржи. Несомненно, минусы текущей ситуации лежат на поверхности, однако, есть серьезная перспектива будущего влияния новых компонентов бизнес модели, которые повлияют на способность компании поддерживать более высокую рентабельность.

Влияние фазы роста на ROE и лаг между инвестициями и отдачей. При этом важно понимать какое влияние оказывают темпы роста активов на ROE. Это вопрос фазы развития компании. Быстрый рост карточного бизнес связан с более высокими затратами и фазой формирования широкой клиентской базы. При этом высокий уровень ROE как правило бывает связан с низким ростом и окончанием периода инвестиций и отработки бизнес модели.

«А если мы возьмем 2009 год, то высокая доходность капитала объясняется тем, что мы росли достаточно медленно. Несмотря на то, что был кризис, банки не могли привлекать фондирование и выдавать новые кредиты, мы все равно выросли по портфелю на 20%, но поскольку у нас был так называемый “steady state” — мы несильно росли, не очень активно работали на привлечение клиентов, наши издержки были низкими, то соответственно ROE оказался очень высоким. В 2010 году начались инвестиции в рост и ROE упал - всегда есть временной лаг между инвестициями и получением прибыли».

Оливер Хьюз, CEO «ТКС», 2011 год

Основные элементы бизнес-модели виртуального банка

После ребрендинга в 2014 году Банк Астаны активно адаптирует элементы бизнес модели виртуальных банков TCS Group и Capital One, стратегии которых заключались в массовой продаже карточных продуктов. Мы изучили бизнес-модели этих банков. Это эффективно построенная «лоу-кост» модель для которой характерны низкие фиксированные затраты, «дешевые» цифровые каналы привлечения и распространение продуктов при высоких отдельных компонентах затрат, связанных в основном с затратами на построение IT-инфраструктуры. Тем не менее, такие затраты осуществляются для поддержания высокого роста с одной стороны (рост депозитной базы) и для существования других элементов бизнес-модели с другой. Программные решения на основе “big data” позволяют генерировать «здоровый и прибыльный рост», более тонко и более качественно работая над наращиванием ссудного портфеля. Как показывает опыт ТКС такие затраты довольно эффективны для сохранения качества портфеля. По структуре затрат, в целом такие банки относительно низкозатратны. Стоимость роста в оффлайне при прочих равных сравнительно высокая – это содержание офисов, сотрудников и высокие фиксированные затраты.

Необходимые условия для полной реализации бизнес-модели виртуального банка. IT-инфраструктура во всех ключевых элементах бизнес модели: (1) интеллектуальная и оперативно действующая курьерская сеть, (2) CRM система, (3) колл-центр, (4) система управления рисками и качественный кредитный скоринг (5) особая организационная культура (6) сильная аналитическая система и система подачи информации. Полностью централизованная целевая IT-инфраструктура объединяет центральный офис, интеллектуальных курьеров, отдел продаж, центры обработки вызовов и хранилище данных. Например, Тинькофф Банк первым из российских банков еще в 2014 году внедрил технологию идентификации клиентов по голосу на все рабочие места в своем колл-центре. На тот момент такую

технологии использовали лишь британские банки причем для VIP-клиентов. Технология позволяет экономить время клиента, в первые несколько секунд распознавая его по голосу, избавляет от необходимости запоминать кодовые слова и пароли и добавляет новый уровень безопасности, что особенно важно, учитывая большой риск утечки конфиденциальных данных в эру социальной инженерии.

Интеллектуальная сегментация рынка. Большинство банков стран СНГ следуют простому методу сегментации клиентов: богатые (хорошее обслуживание) и массовые (ниже среднего). В отличие от них TCS фокусируется на массовых клиентах, дифференцируясь качественным обслуживанием. Это включает легкий процесс подачи заявок, короткие сроки утверждения, интеллектуальная курьерская сеть, мобильный и интернет-банкинг, поддержка call-центра в режиме 24/7 и эффективное разрешение жалоб.

Цифровые каналы распространения. Основными драйверами роста портфеля виртуальных банков являются удаленные каналы привлечения клиентов, «интеллектуальная» курьерская сеть, передовая сегментация рынка и высокий уровень обслуживания клиентов, а также сложное управление рисками на фоне растущего проникновения Интернета в регионах, позволяющая быстро там масштабироваться. Еще одна применяемая стратегия роста, это региональная диверсификация, фактор, снижающий риски виртуального банка. Что характерно половина клиентов ТКС живут в городах с населением меньше 200 тыс. При этом в регионах ниже конкуренция и концентрация мошеннических схем.

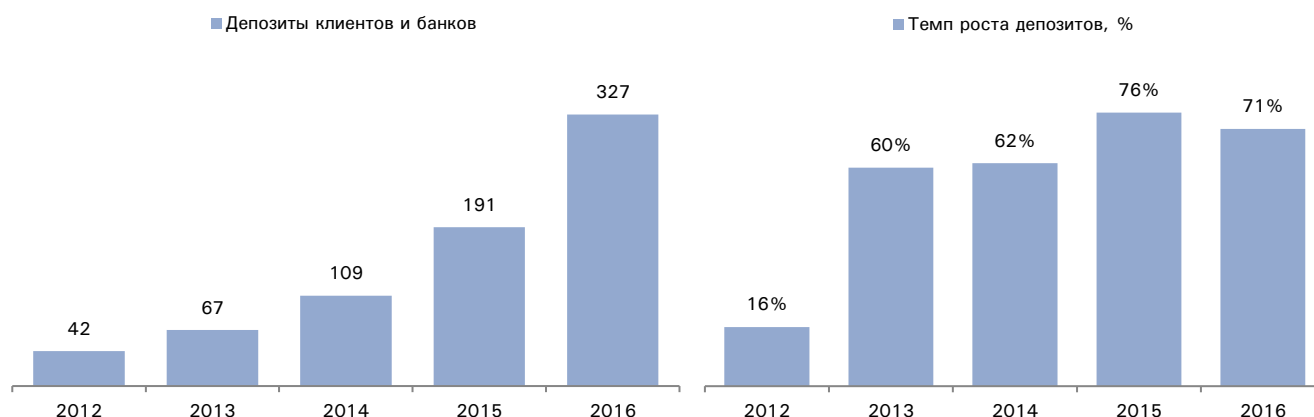
Ключевые элементы модели: комиссионные доходы преимущественно покрывают относительно низкие операционные затраты... Экономия на инвестициях в филиальную сеть позволяет поддерживать в целом низкий уровень капитала при низких фиксированных затратах и низких административных затратах. В определенный момент высокие темпы роста карточных продуктов позволяют непроцентным доходам начать покрывать операционные затраты.

...а процентные доходы (процентная маржа) формируют чистую прибыль и высокую ROE. При высоких комиссионных доходах процентная маржа начинает формировать базовую рентабельность банка. Таким образом развитие портфеля комиссионных услуг, высокая маржинальность карточных продуктов и поддержание низкой стоимости фондирования становятся основными задачами для виртуального банка.

Что есть у Банка Астаны: высокий рост, продукты и развитие дистанционных каналов

Хороший карточный продукт и лидер по темпам роста активов в 2016 году – активы выросли на 61%. В 2015 году банк предложил услугу по дистанционному заказу платежных карт и их бесплатной доставке. Банк является лидером по темпам роста депозитов и входит в Топ 5. Хорошо масштабируются. Для продвижения карт банк использует «аутсорс» курьерской службы. Держатели мультивалютных платежных карт банка получают ежемесячно вознаграждение в размере 14% годовых от суммы среднего остатка средств в месяц на счете. Заемщик, имеющий кредитную карту банка, освобождается от уплаты процентов, если долг будет погашен в течение первых 55 дней, также есть cashback. Карточное предложение довольно продуманное и цельное. По функционалу и сервису сопоставимо с продуктами виртуальных банков. В итоге в отношении роста карточного портфеля и по уровню ценностного предложения Банка Астаны очень близок к ТКС. Сопоставимые темпы роста в 70% г/г очень близки. В целом видно, что банк понимает, как воспроизводить масштабируемый рост через карточки – онлайн каналы реально действуют, они создали хорошее ценностное предложение.

График 2. Динамика депозитной базы Банка Астаны



Источник: данные компании

Влияние на модель оценки: в модели оценки темпы роста депозитной и кредитной базы мы плавно замедляем одновременно, сверяясь с долей, которую займет Банк Астаны, которая по нашим ожиданиям будет довольно умеренной и реалистичной. 2,5% прогнозируемой доли это активы в 1,5 трлн через 10 лет. Учитывая импульс роста, который банк испытывает в последние несколько лет. Хотя в 1ПГ 17 ссудный портфель по системе сократился и вырос NPL.

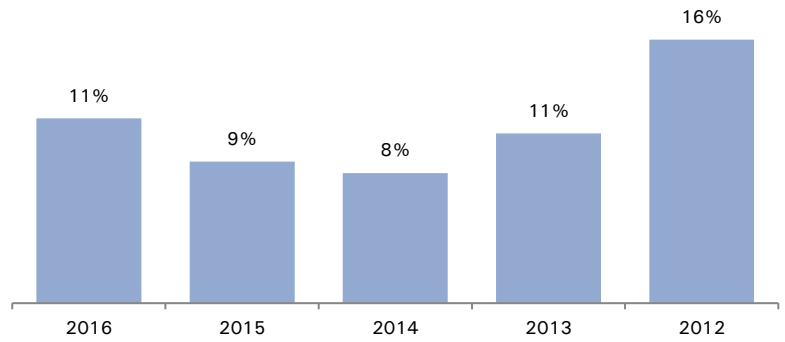
Быстрый рост активов поддерживается вливаниями в акционерный капитал. Стратегия банка пользуется доверием акционеров, которые производили несколько докапитализаций банка поддерживая высокие темпы роста активов. IPO проведенное в 2017 году позволило увеличить капитал и снизить левередж.

На фоне быстрого роста произошло некоторое ухудшение качества ссудного портфеля. Одно из слабых мест Банка Астаны – это NPL в 30% от ссудного портфеля по итогам 1 полугодия 2017 года при 90-дневном NPL в 7,2%. При этом провизии начисляются непропорционально низкие относительно текущего уровня NPL –

2,8%. Возможно это связано с планами продать портфель плохих кредитов как это было в 2016 году.

График 3. Процентные доходы

■ Доход по ссудному/ссудный портфель после резервов, %



Источник: данные компании

Развитие бизнес-модели Банка Астаны повлияет на рост ROE

Основными задачами банка для наращивания ROE в рамках стратегии развития виртуального банка являются: увеличение комиссионных доходов, наращивание процентной маржи путем внедрения маржинальных кредитных продуктов.

Увеличение комиссионных доходов имеет тесную связь с ростом количества выпущенных карт и числа пользователей мобильного приложения и онлайн банкинга. Карты по сути продукт, генерирующий комиссии и де-факто проводник услуг мобильного и интернет банкинга, которые в целом генерируют непроцентные доходы.

В числе прочего карты популяризируют бренд и способствуют росту депозитной базы благодаря удобству и вовлечению непотребителей и недовольных сервисом потребителей в экосистему.

Не менее важным компонентом, который должен быть внедрен в бизнес-модель Банка Астаны является интеллектуальный скоринг и системы контроля риска по выдаче кредитов для минимизации рисков и снижения потерь от резервов на потери по судному портфелю.

Что немаловажно приложение Банка Астаны также работает с картами и других банков, что создает чистую комиссионную модель - теоретически хороший и удобный функционал приложения может позволить зарабатывать даже на комиссиях, получаемых на «чужих» картах.

В целом, взаимодействие всех компонентов приведет к высокому уровню ROE. Пропорциональный росту карточек рост комиссионных доходов обеспечивает покрытие OpEx, в то время как чистый процентный доход формирует высокую чистую прибыль. Низкие фиксированные затраты, эффективные цифровые каналы и использование скоринговых, программных продуктов и “big data” – все это приводит к высоким темпам роста при сохранении качества портфеля и росту совокупной прибыли относительно низких затрат, что в конечном счете ведет к высокому уровню ROE.

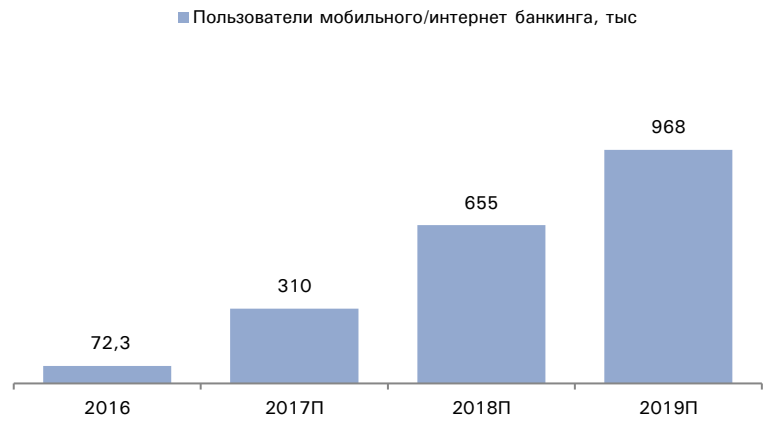
В этом отношении нам очень импонирует опережающий рост комиссионных доходов относительно операционных затрат. С 2014-2016 гг комиссионный доход рос в среднем на 79%, тогда как операционные затраты в среднем на 38% в год.

В целом мы видим, что доля чистого комиссионного дохода по отношению к чистому процентному доходу составила 23% по итогам 2016 года.

Основные цели банка к 2020 году: 1,5 млн карт, 11% рынка 8% на рынке кредитов МСБ. Среди целей банка до 2020 года стоит отметить выпуск 1,5 млн. карт и наполнение более 11% доли рынка. Кроме того, достижение количества пользователей мобильного и интернет-банкинга в 1 миллион клиентов и увеличение доли на рынке кредитования МСБ до 8%. Также банк намерен достичь расширения количества партнеров в торговой сети до 6000 и увеличение балансового портфеля остатков по карточным счетам до 70 млрд. тенге. Сегмент МСБ традиционно сложный и вследствие этого относительно менее насыщенный в противовес крупному бизнесу и рознице.

График 4. Прогноз Банка Астаны по количеству пользователей мобильного/интернет банкинга до 2019 года

Тысяч пользователей



Источник: данные компании

Оценка Банка Астаны по модели EVA

Инвестиционное резюме: мы считаем стратегию Банка Астаны по росту на рынке карт и кредитования МСБ амбициозной, но осуществимой и определяем текущую фазу развития как фазу быстрого роста перед началом наращивания прибыльности активов и как следствие роста ROE в ближайшие 5 лет. Драйверами роста рентабельности станут небольшой размер банка, продолжение развития бизнес-модели виртуального банка и инвестиции в IT. Все это позволит, во-первых, существенно нарастить комиссионные доходы, которые будут покрывать большую часть OpEx, во-вторых контролировать качество ссудного портфеля и в-третьих выйти в нишу МСБ и частного бизнеса. Модель оценки EVA отражает среднесрочные перспективы роста банка исходя из его стратегии роста.

Целевая цена на 1 простую акцию - 1 513 тенге. Мы установили нашу целевую цену на уровне 1 513 тенге за простую акцию, что предполагает потенциал роста на 29% от текущей рыночной цены. Эта целевая цена представляет собой итоговый результат моделирования наших предположений в рамках модели EVA.

Мы присваиваем акциям компании рейтинг ПОКУПАТЬ. Акции показывают большой потенциал роста относительно нашей оценки EVA, что отражает наш позитивный взгляд на: 1) способность банка достичь целевых показателей по выпущенным картам, пользователям онлайн/мобильного банкинга и доли на рынке кредитования МСБ; 2) способность нарастить комиссионные доходы до уровня операционных расходов и нарастить чистую процентную маржу; 3) развить полную IT-инфраструктуру бизнеса, которая позволит контролировать риск ссудного портфеля и развивать новые продукты.

Ключевые моменты модели оценки DCF:

(+) Новые технологии позволяют изменить структуру затрат банка. Снижается OpEx и поддерживаются новые точки роста и усиливаются темпы роста депозитного портфеля. Мы ожидаем постепенное замедление темпов роста депозитного портфеля с 71% в 2016 году до 52% в 2017 и 35% и 22% в 2018-2019 гг. Отношение резервов к валовому ссудному портфелю достигнет максимума в 5% к 2018 году и начнет постепенно снижаться.

(+) Стимулирование роста комиссионных доходов. Рост комиссий произойдет благодаря росту пользователей карт и уровня проникновения мобильного приложения и интернет банкинга. Мы заложили замедление темпов роста непроцентных доходов с 78% в 2016 году до 20% в 2020 году. Доля чистого комиссионного дохода к 2020 году достигнет уровня 28% или 53% от OpEx.

(+) Инвестиции в IT-инфраструктуру и программные продукты. Софт используемый для контроля риска и кредитного скоринга позволит нарастить отдачу от активов на фоне их быстрого роста, что приведет к росту ROE. Исходя из этих предположений, мы заложили относительно низкий уровень резервов на обесценение по ссудному портфелю после 2018 года.

(=) Сокращение процентных доходов. Может оказать давление на скорость роста ROE в ближайшие годы. Чистая процентная маржа сократилась с 4,4% в 2013 году до 1,9% в 2016 году. Однако, мы ожидаем снижения средней стоимости привлечения с учетом ожиданий по снижению инфляции в ближайшие годы.

Иллюстрация 1: Модель оценки собственного капитала Банк Астаны методом EVA

Модель прибыльности банка	2016	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Процентные доходы	27	50	67	90	104	124	131	128	135	146	147
Процентные расходы	(20)	(35)	(53)	(72)	(81)	(84)	(83)	(84)	(85)	(86)	(85)
Чистый процентный доход	7	15	14	18	23	40	49	44	51	60	62
Комиссионные доходы	2	3	4	5	7	8	9	10	11	13	14
Комиссионные расходы	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)
Чистый комиссионный доход	2	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Убытки от обесценения	0	(6)	(10)	(1)	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(50)
Прочие операционные расходы/доходы	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
Расходы на персонал	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
Прочие общие административные расходы	(4)	(7)	(4)	(5)	(6)	(9)	(11)	(10)	(11)	(13)	(14)
Торговые операции	(0)	0	1	1	1	2	2	2	3	3	3
Операционный доход	2	2	1	14	17	34	42	39	45	54	9
Налог	(0)	(0)	(0)	(3)	(3)	(7)	(8)	(8)	(9)	(11)	(2)
Чистая прибыль	2	2	1	11	14	27	33	31	36	43	8
Модель прогноза собственного капитала	2016	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Собственный капитал на начало периода	23	38	40	41	52	66	93	126	157	193	236
Чистая прибыль		2	1	11	14	27	33	31	36	43	8
Дивиденды		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Нераспределенная прибыль		2	1	11	14	27	33	31	36	43	8
ROE, %	7%	4%	2%	28%	27%	41%	36%	25%	23%	22%	3%
ROA, %	0,5%	0,3%	0,1%	1,1%	1,2%	2,1%	2,3%	2,0%	2,2%	2,4%	0,4%
Лeverедж, ROE/ROA, x	15,4x	14,1x	19,5x	25,4x	22,8x	19,9x	15,4x	12,2x	10,6x	9,3x	8,2x
Модель стоимости собственного капитала	2016	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Безрисковая ставка		7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Бета послерычаговая		1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Премия за риск инвестирования		6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Стоимость собственного капитала		15,1%	15,1%	15,0%	14,9%	14,9%	14,8%	14,7%	14,7%	14,6%	14,5%
Коэффициент дисконтирования, x		0,9x	0,8x	0,7x	0,6x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x
Стоимость в прогнозном периоде	2016	2017П	2018П	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П
Собственный капитал		38,3	40,0	40,6	51,9	65,7	92,5	125,9	156,8	193,0	235,9
ROE, %		4%	2%	28%	27%	41%	36%	25%	23%	22%	3%
COE, %		15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	14%
EVA (экономическая добавленная стоимость)		(4)	(5)	5	6	17	20	12	13	15	(27)
PV EVA		(4)	(4)	3	3	8	9	5	4	4	(7)
Период зрелого роста											
Темпы роста чистой прибыли		3,0%									
ROE		14,5%									
ROA		0,39%									
Финансовый лeverедж		8,20x									
COE		14,5%									
Бета		1,10									
Безрисковая ставка (Казахстан)		7,2%									
Премия за рыночный риск (Казахстан)		6,6%									
Постпрогнозная стоимость		0									
Приведенная заключительная стоимость		0									
Оценка стоимости											
Инвестированный собственный капитал		32									
Избыточные доходы (исключительный рост)		23									
Избыточные доходы (зрелый рост)		0									
Стоимость собственного капитала, млрд KZT		55									
Простые акции, штук		36									
Стоимость на акцию, тенге		1 513									

Источник: данные компании, предположения Фридом Финанс