

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**Банк ЦентрКредит (CCBN)**Потенциал роста: **31%**Целевая цена: **360 тенге**Текущая цена: **275 тенге****РЫНОК АКЦИЙ****Оценка капитала | EVA**

Казахстан | Банковский сектор

инициация оценки

Банк ЦентрКредит: конец пертурбациям?



Проц. доходы, '17 (млрд KZT)	110
Проц. расходы, '17 (млрд KZT)	62
Чистая прибыль, '17 (млрд KZT)	28,6
Активы, '17 (млрд KZT)	1 331

P/E, '17 (x)	1,9x
P/BV, '17 (x)	0,43x
ROA (%)	2,1%
ROE (%)	29%
Маржа чистой прибыли (%)	26%

Капитализация (млрд KZT)	44,5
Акции выпущено (млн штук)	162
Свободное обращение (%)	26,6%
52-нед. мин/макс (KZT)	155-339
Текущая цена (KZT)	275
Целевая цена (KZT)	360
Потенциал роста (%)	31%

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

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	38,2%	75,1%	56,2%
vs KASE	24,4%	53,9%	1,6%

Мы установили нашу целевую цену на уровне 360 тенге за простую акцию, что предполагает потенциал роста на 31% от текущей рыночной цены. Мы присваиваем акциям компании рейтинг ПОКУПАТЬ.

Акции показывают потенциал роста относительно нашей оценки по модели EVA, что отражает наш взгляд на: (1) недооцененность Банка по соотношению рыночная цена/балансовая стоимость, (2) улучшение финансовых показателей Банка, (3) возможную смену мажоритарных акционеров.

Недооцененность к балансовой стоимости. Банк ЦентрКредит на данный момент торгуется на уровне около 0,4 к рассчитанной нами балансовой стоимости, что говорит об относительной недооцененности Банка на фоне других казахстанских банков, чьи бумаги торгуются на бирже. Мы считаем, что неплохое качество кредитного портфеля Банка на фоне улучшения макроэкономической ситуации и программы оздоровления финансового сектора способно генерировать должный уровень процентных доходов для покрытия всех обязательств.

Улучшение финансовых показателей. Участие Банка в программе оздоровления финансового сектора и консервативный подход менеджмента к состоянию баланса в течение последних 7 лет позволили Банку иметь неплохие финансовые показатели к текущему моменту. Относительно высокие показатели собираемости наличности и уровня резервирования в последние годы, в особенности в 2017 г. и в январе 2018 г., дают основания полагать, что в будущем Банку потребуется сформировывать меньше резервов.

Возможная смена акционеров. Смена акционеров в 2017 году и возможный грядущий выход Цеснабанка могут положительно повлиять на рыночную стоимость Компании. Изначальная идея слияния двух банков так и не осуществилась, и скорее всего вообще не состоится, так как Банк выкупает привилегированные акции (конвертируемые в простые) по балансовой стоимости (300 тенге). А полученное разрешение на статус крупного акционера бывшим Председателем правления Банка Владислава Ли также дает основания полагать о грядущей смене акционеров. Мы считаем, что окончание пертурбаций в составе акционеров могут дать Банку гибкость в реализации своей стратегии развития.

Оразбаев Данияр

Инвестиционный аналитик

(+7) 727 311 10 64 (688) | orazbayev@ffin.kz

Банк ЦентрКредит: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млрд KZT	2014	2015	2016	2017
Процентные доходы	93	98	95	110
Процентные расходы	47	53	68	62
Формирование резервов	(43)	(30)	(11)	(43)
Чистые процентные доходы	3	15	16	4
Комиссионные доходы	22	21	21	22
Комиссионные расходы	(2)	(2)	(2)	(3)
Чистые комиссионные доходы	20	19	18	19
Операционные доходы	6	3	2	42
Операционные расходы	(26)	(28)	(31)	(28)
Доналоговая прибыль	2,8	7,9	5,3	36,7
Чистая прибыль	1,0	1,9	5,4	28,6

Рост и маржа (%)	2014	2015	2016	2017
Темпы роста проц. доходов	9%	5%	-3%	19%
Рост чистых проц. доходов	-63%	403%	6%	86%
Рост чистых комисс. доходов	-3%	-7%	-2%	9%
Темп роста депозитов	0%	31%	-1%	-7%
Займы клиентам/депозиты	102,6%	84,1%	77,7%	85,2%
Резервы/ссудный портфель	29%	29%	32%	н.д.
Прочие активы/займы клиентам	33%	62%	66%	60%
Проц. доход/ссудный портфель	11,5%	9,4%	10,6%	н.д.
Маржа чистой прибыли	1%	2%	6%	26%

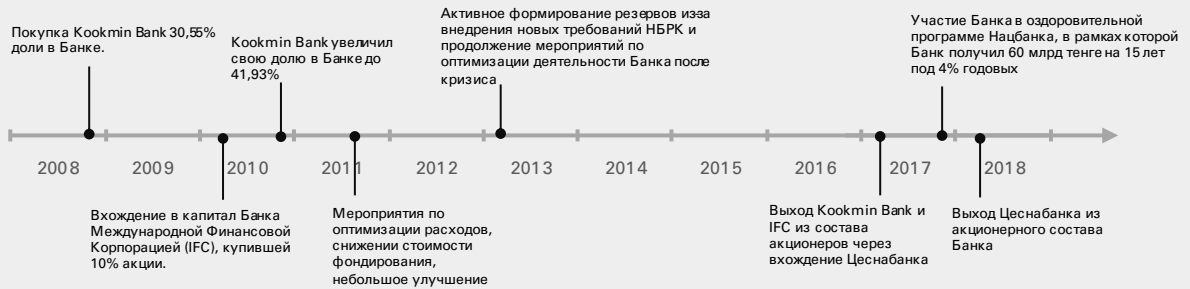
Ссудный портфель, млрд KZT	2014	2015	2016	9M17
Корпоративные займы	539	565	487	489
Малый и средний бизнес	61	78	63	70
Ссуды юридическим лицам	600	643	550	558
Ипотечное кредитование	165	168	146	143
Потребительские кредиты	121	131	110	112
Развитие бизнеса	79	92	77	83
Автокредитование	6	6	6	5
Ссуды физическим лицам	371	396	339	344
Итого кредитный портфель	972	1 039	889	902

Балансовый отчет, млрд KZT	2014	2015	2016	2017
Денежные средства и их эквиваленты	113	242	246	176
Займы клиентам	829	892	819	832
Фин. активы по справедливой стоимости	24	104	54	34
Инвестиции в наличии для продажи	54	97	106	150
Прочие активы	86	108	137	139
Сумма активов	1 106	1 442	1 362	1 331
Средства клиентов	808	1 060	1 054	977
Средства кредитных учреждений	118	182	110	99
Выпущенные долговые ценные бумаги	31	27	25	17
Прочие обязательства	10	26	21	33
Субординированные облигации	54	62	53	75
Текущие обязательства	1 021	1 356	1 263	1 201
Уставный капитал	70	70	70	70
Фонд переоценки инвестиций	-1	-3	-2	-1
Фонд курсовых разниц	(1)	(0)	-	-
Резерв по переоценке основных средств	0	0	5	4
Нераспределенная прибыль	17	20	26	56
Собственный капитал	85	86	99	129
Обязательства и капитал	1 106	1 442	1 362	1 330

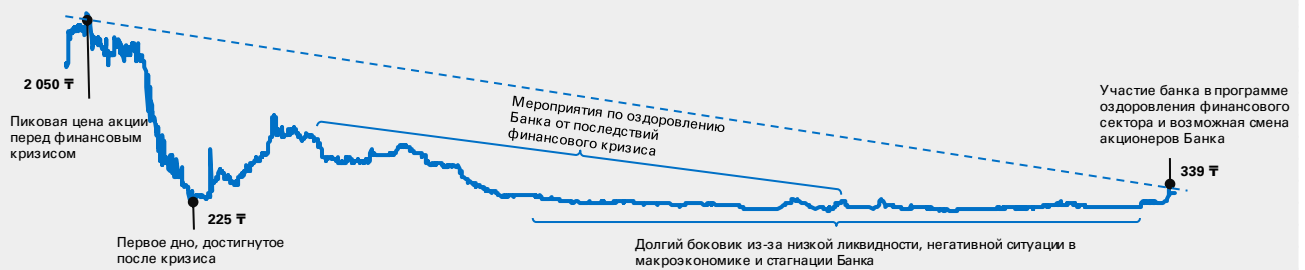
Прочие показатели	2014	2015	2016	2017
Собираемость процентных доходов	113%	93%	90%	81%
NPL	19,7%	24,8%	20,1%	16,7%
NPL, 90+	12,0%	14,2%	8,9%	7,9%
k1	0,09	0,07	0,09	0,10
k2	0,14	0,15	0,17	0,21
k4	0,84	1,05	1,02	1,12
Займы, выданные в тенге	82,2%	77,5%	79,7%	н.д.
Средства клиентов в тенге	50%	63%	48%	н.д.

Банк ЦентрКредит: события и факторы стоимости

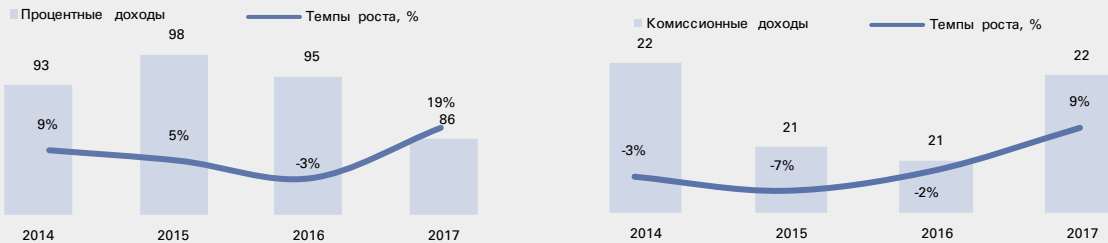
Ключевые события Банка ЦентрКредит с 2008 года



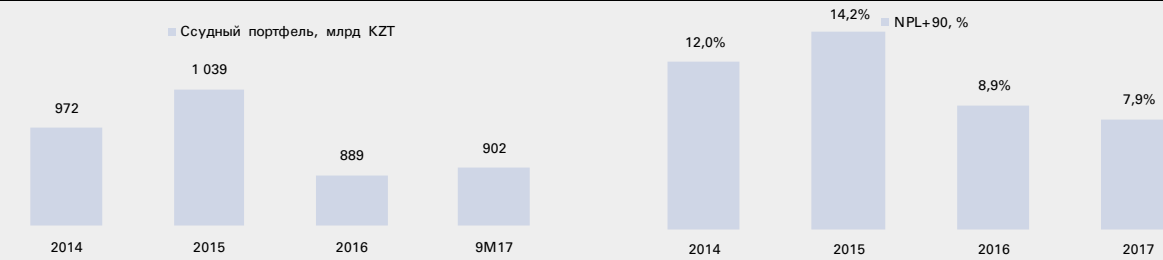
Ключевые события в динамике акций



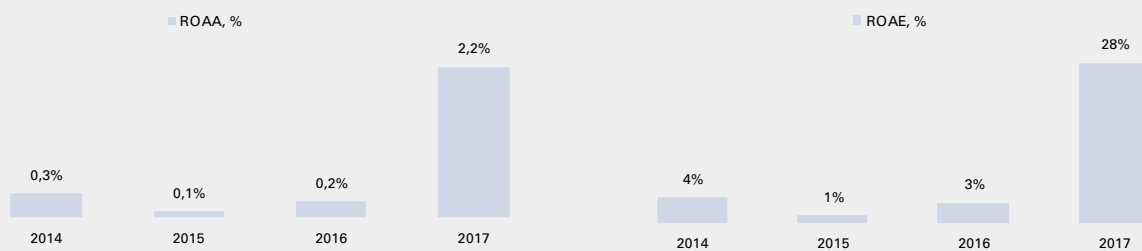
Процентные и комиссионные доходы



Ссудный портфель



Показатели доходности



Содержание

Банк ЦентрКредит: история и общие сведения	6
Банковский сектор Казахстана	8
Финансовый обзор Банка ЦентрКредит	17
Стратегия развития Банка ЦентрКредит	22
Банк ЦентрКредит: предположения и модель оценки.....	23
Потенциальные риски для модели оценки	28
Анализ чувствительности факторов стоимости Банка ЦентрКредит.....	29

Банк ЦентрКредит: история и общие сведения

Самый крупный банк Казахстана на текущий момент.

АО «Банк ЦентрКредит» (далее – «Банк», «Компания») является седьмым банком в стране по объемам активов. Консолидированные активы Банка составляют около 1,3 трлн тенге, по состоянию на 30 сентября 2017 года. В операционную деятельность Компании входит предоставление банковских, лизинговых, и брокерско-инвестиционных услуг. По состоянию на конец 2016 года, отдельно Банк ЦентрКредит имеет более чем 100 филиалов и отделений, корреспондентскую сеть, насчитывающую 40 иностранных банков, а штатная численность составляет 3 637 сотрудников.

История Компании на фоне этапов развития отрасли.

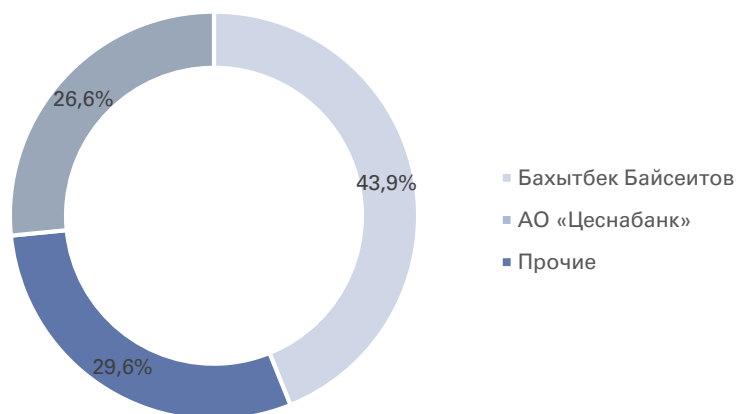
История банка началась в поздний советский период, когда в 1988 году был создан Алматинский Центральный кооперативный банк. В течение первых двух лет Банк открыл несколько филиалов в большинстве регионов Казахстана, а также в Москве и Санкт-Петербурге. В 1991-1993 годах также были открыты 6 филиалов в регионах и были получены необходимые лицензии на проведение банковских и прочих операций. Также после распада СССР Банк сменил название на ОАО «Банк ЦентрКредит». В 1993 и 1996 годах Банк внедрил систему SWIFT и Western Union соответственно. В 1998 году Банк завершил слияние с ЗАО «Жилстройбанк». В 1999 году акции включены в список категории «А» на Казахстанской фондовой бирже. По состоянию на конец 2000 года, Банком владели 786 акционеров, шесть из которых владели более 5% акций Банка. В 2000 году Банк приобрел 50% доли в ТОО «KIB Asset Management Ltd.» (ныне АО «BCC-Invest»), осуществляющее деятельность на рынке ценных бумаг. В том же году Банк выпустил первые субординированные облигации в размере 4,5 млн долларов США. В 2001 году агентством Fitch IBCA Банку был присвоен рейтинг «В». По состоянию на конец 2002 года, Банк имел 19 филиалов и 56 расчетно-кассовых отделов. В 2003 году рейтинговое агентство Fitch Ratings повысило долгосрочный рейтинг Банка до «В+». В 2004 году Банком было привлечено 45 млн долларов США у 21 международного коммерческого банка через синдицированный заем. А в 2005 году Банк выпустил дебютный пакет еврооблигаций на сумму в 200 млн долларов США на международных рынках капитала. В 2006 году активы Банка достигли 570 млрд тенге, а Банк за весь 2006 год привлек заемный капитал на общую сумму в 750 млн долларов США и 25 млрд тенге. А 27 октября 2006 года Банк получил своего первого крупного акционера за долгое время, после того как Бахытбек Байсеитов увеличил свою долю в Банке до 29%. В дальнейшем г-н Байсеитов увеличил долю до 51%, пока в 2008 году корейский Kookmin Bank не купил 30,55%-ную долю в Банке. В сентябре 2006 года Банк перерегистрировал дочернюю инвестиционную компанию KIB Asset Management Ltd в АО «BCC Invest». В 2010 году в уставный капитал Банка вошла Международная Финансовая Корпорация (IFC) с долей в 10%. Тем временем Kookmin Bank увеличил свою долю до 41,93%, а г-н Байсеитов уменьшил до 25,1%. Данная структура акционеров практически не менялась до 2017 года, пока Kookmin Bank и IFC не решили продать всю долю в Банке. В марте 2017 года г-н Байсеитов выкупил 10% простых акций у IFC. А в апреле 2017 года все простые и привилегированные акции Банка были проданы Цеснабанку,

холдингу «Цесна» и г-ну Байсеитову.

Дочерние организации. По состоянию на 30 сентября 2017 года, Банк имеет доли в двух компаниях: 95,19% - в АО «ВСС Invest» (брокерско-дилерская деятельность) и 100% - в ТОО «ВСС-ОУСА» (управление стрессовыми активами). Ранее, с 2002 г. до 2016 г., Банк владел 90,75% в ныне закрытом ТОО «Центр Лизинг», осуществлявшем лизинговую деятельность.

Менеджмент, акции и структура акционеров. Простые акции Банка обращаются на Казахстанской фондовой бирже под торговым кодом ССВН. По состоянию на 1 января 2018 года, общее количество объявленных простых акций компании Банк ЦентрКредит составляет 995 876 753 штук. Из них 162 456 800 штук размещены. 43,89% акций принадлежат Бахытбеку Байсеитову, 29,56% акций - АО «Цеснабанк». Также Банк разместил 39 249 255 штук привилегированных акций, 68,9% которых принадлежат АО «Финансовый холдинг «Цесна», 21,32% - АО «Цеснабанк» и 4,68% - г-ну Байсеитову. 13 февраля 2018 года Банк объявил о выкупе всех привилегированных акций по 300 тенге за штуку. Председателем правления Банка является Галим Хусаинов.

График 1. Структура собственности



Источник: данные компании

В дивидендной политике Банка, опубликованной в Кодексе Корпоративного Управления в 2015 году, не говорится о конкретных минимальных или максимальных размерах выплат от чистой прибыли. Решение о выплате/невыплате дивидендов принимается Советом Директоров на основе баланса между достаточностью финансирования деятельности Банка и максимизацией достояния акционеров. Банком дивиденды по простым акциям выплачивались в 1999 г. и 2000 г. в размере 20 тенге. С тех пор дивиденды по простым акциям не выплачивались вообще. По привилегированным акциям Банк ежегодно выплачивал минимально гарантированный размер дивидендов в размере 1 тиына.

Банковский сектор Казахстана

2017 год был богат на важные события в банковском секторе Казахстана. Крупнейшая сделка в истории сектора по покупке Народным Банком Казкоммерцбанка с участием государственных денег в размере 2,4 трлн тенге стоит особняком среди всех событий. Также можно отметить запуск программы по оздоровлению банковского сектора, которая предусматривает поддержку банков с капиталом свыше 45 млрд тенге. Этой программе также предшествовали проблемы с капиталом у RBK Bank, чьи клиенты не могли забрать свои деньги в полном объеме, что привело к тому, что государству пришлось вмешаться в ситуацию.

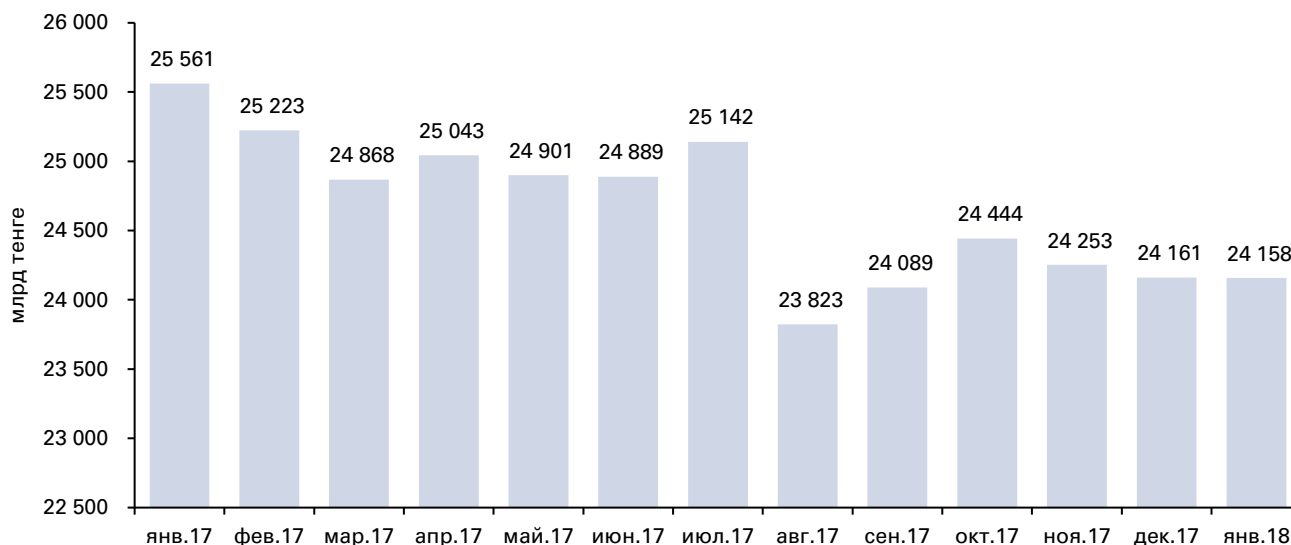
По состоянию на начало 2018 года, банковский сектор Казахстана насчитывает 32 банка второго уровня с совокупным объемом активов в 24,2 трлн тенге. Причем, концентрация десяти самых крупных банков составляет 81,5% от всех активов сектора. В пятерку крупнейших банков страны входят Народный Банк, Казкоммерцбанк, Цеснабанк, Сбербанк, ForteBank. Банк ЦентрКредит находится на 7 строчке по размеру активов.

Таблица 1. Текущие данные по объемам активов, ссудного портфеля, NPL +90, обязательств, собственного капитала и текущей прибыли банков второго уровня по состоянию на 1 января 2018 года (млрд тенге)

Банк	Активы	Ссудный портфель	% от активов	NPL+ 90	% от ссудного портфеля	Обязательства	% от активов	Собственный капитал	Текущая прибыль после уплаты налогов
АО "Народный Банк Казахстана"	5 022	2 650	52,8%	200	7,6%	4 237	84,4%	784	154
АО "КАЗКОММЕРЦБАНК"	3 492	1 601	45,8%	474	29,6%	3 208	91,9%	284	(394)
АО "Цеснабанк"	2 154	1 704	79,1%	75	4,4%	1 940	90,1%	214	47
ДБ АО "Сбербанк"	1 747	1 154	66,1%	70	6,1%	1 581	90,5%	167	15
АО "ForteBank"	1 505	582	38,7%	42	7,2%	1 312	87,2%	193	19
АО "KASPI BANK"	1 470	940	63,9%	75	8,0%	1 311	89,2%	159	73
АО "Банк ЦентрКредит"	1 330	922	69,3%	73	7,9%	1 202	90,4%	128	30
АО "АТФБанк"	1 229	806	65,6%	79	9,8%	1 133	92,2%	95	15
АО "Евразийский Банк"	978	629	64,3%	61	9,6%	875	89,4%	104	4
АО "Жилстройсбербанк Казахстана"	762	465	61,0%	1	0,3%	609	79,9%	153	26

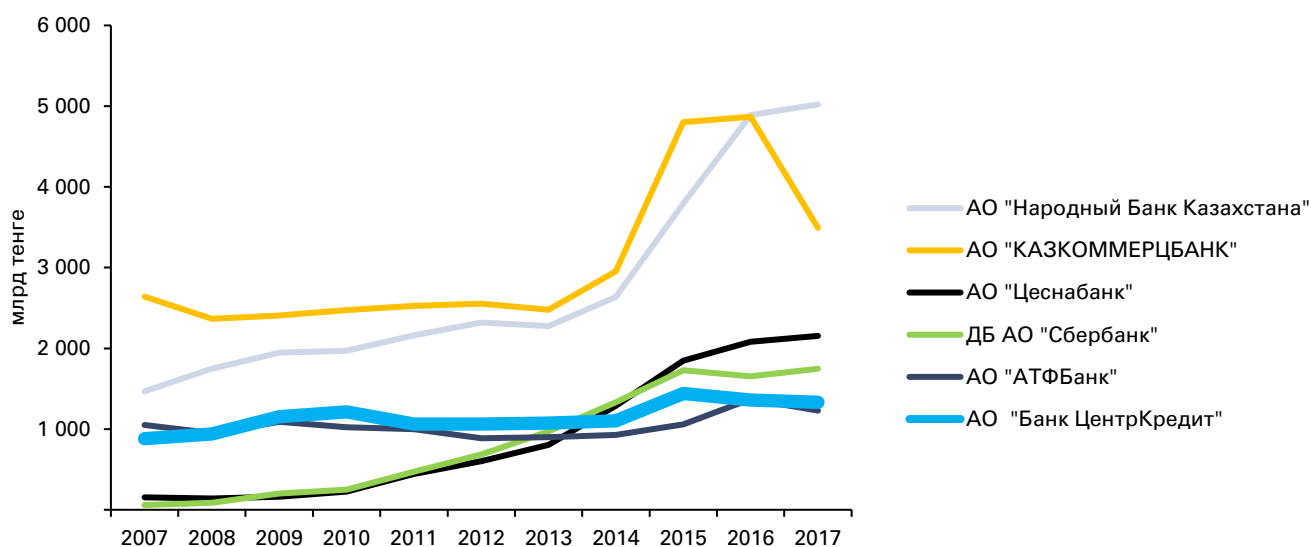
Источник: Национальный Банк РК

В целом, в 2017 году в банковском секторе наблюдалось снижение объемов активов на фоне проблем некоторых банков и приобретения Казкоммерцбанка Народным Банком, в ходе которого произошло списание проблемных активов БТА Банка с баланса Казкоммерцбанка.

График 2. Динамика совокупных объемов активов БВУ в 2017 году на начало месяца


Источник: Национальный Банк РК

В долгосрочной динамике объемы активов текущих крупнейших банков страны претерпевали довольно значительные изменения. Так, активы Цеснабанка и Сбербанка с 2007 года выросли в 14 и 29 раз соответственно, что позволило им ворваться в топ-5 банков Казахстана. А активы долгожителей списка топ-5 Народного банка и Казкоммерцбанка выросли на 224% и 28% соответственно. С учетом их размеров, в 2007 году отмечается внушительный рост в абсолютных значениях (3,2 трлн тенге и 758 млрд тенге соответственно). У другого долгожителя списка топ-5 АТФ Банка объемы активов были относительно стабильными и выросли всего лишь на 16% в сравнении с 2007 годом. А размер активов БЦК оставался относительно стабильным на уровне 1 трлн тенге в течение всего рассматриваемого периода.

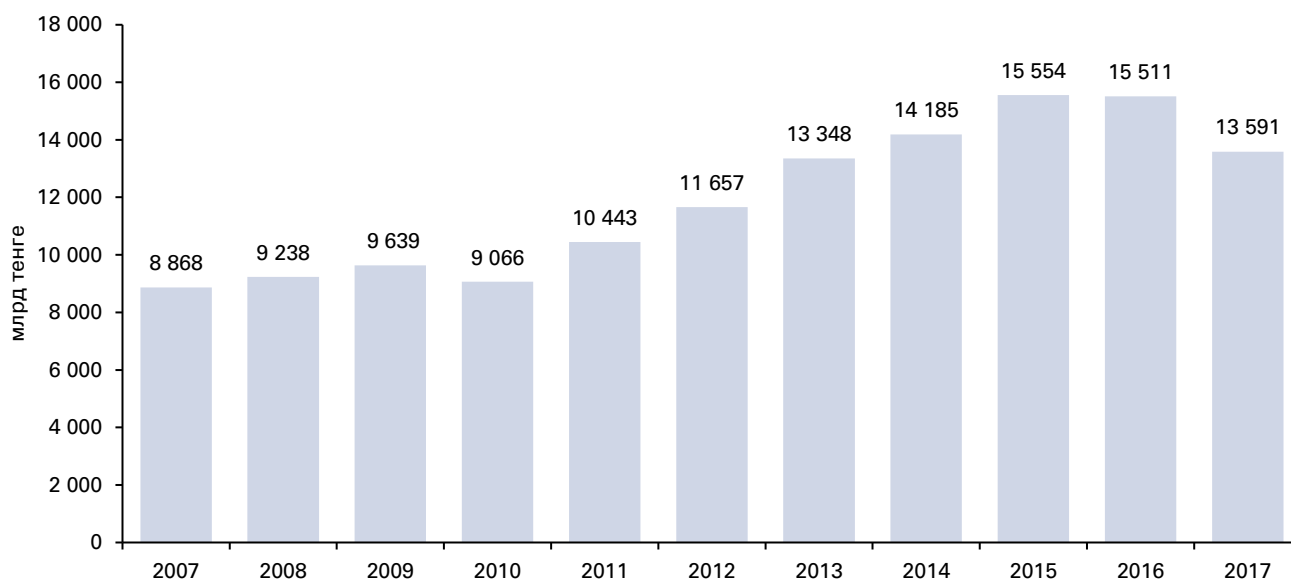
График 3. Динамика объемов активов топ-5 банков в 2007-2017 гг.


Источник: Национальный Банк РК

На протяжении долгого периода активы банков Казахстана, в

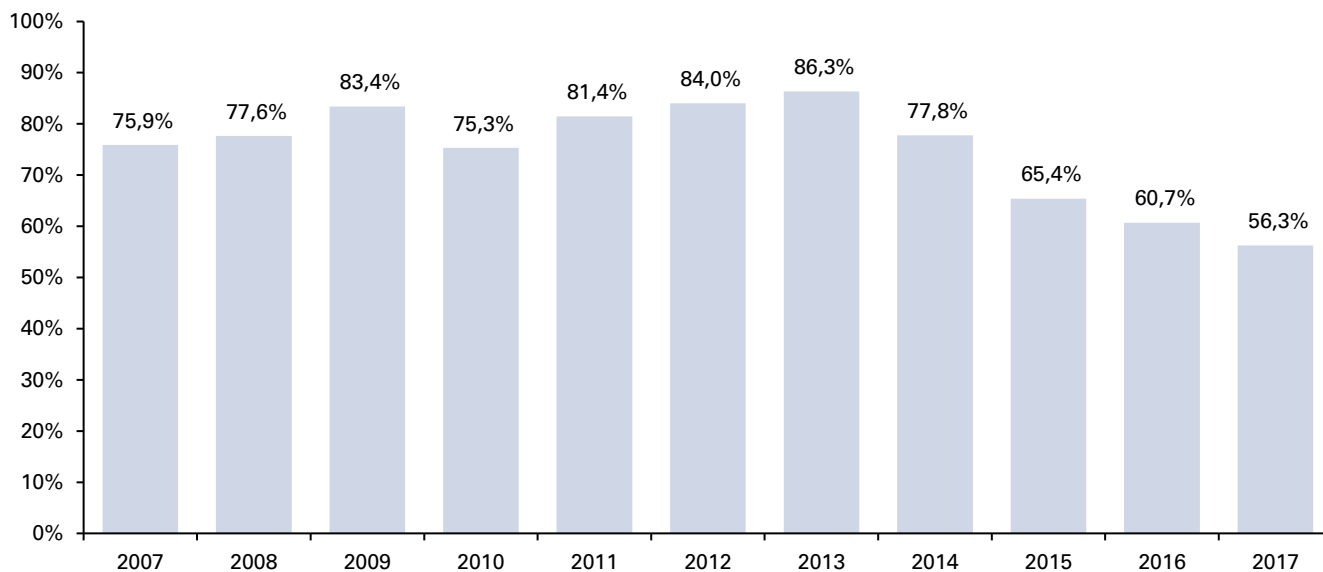
основном, состояли из ссуд, предоставленных клиентам и другим финансовым учреждениям. Совокупный ссудный портфель банков, по состоянию на 1 января 2018 года, составил 13,6 трлн тенге. В целом, с 2010 по 2015 годы наблюдалась положительная динамика роста ссудного портфеля со среднегодовым ростом в 11,4%. Однако затем по итогам 2016 года данный показатель остался на том же уровне, а в 2017 году снизился на 1,9 трлн тенге (-12%) в большей части из-за выкупа АО «Фонд Проблемных Кредитов» активов и требования БТА Банку у Казкоммерцбанка. Также на ограничение роста ссудного портфеля повлияли макроэкономические проблемы в стране в 2015-2016 годы.

График 4. Динамика объемов ссудного портфеля банковского сектора в 2007-2017 гг.



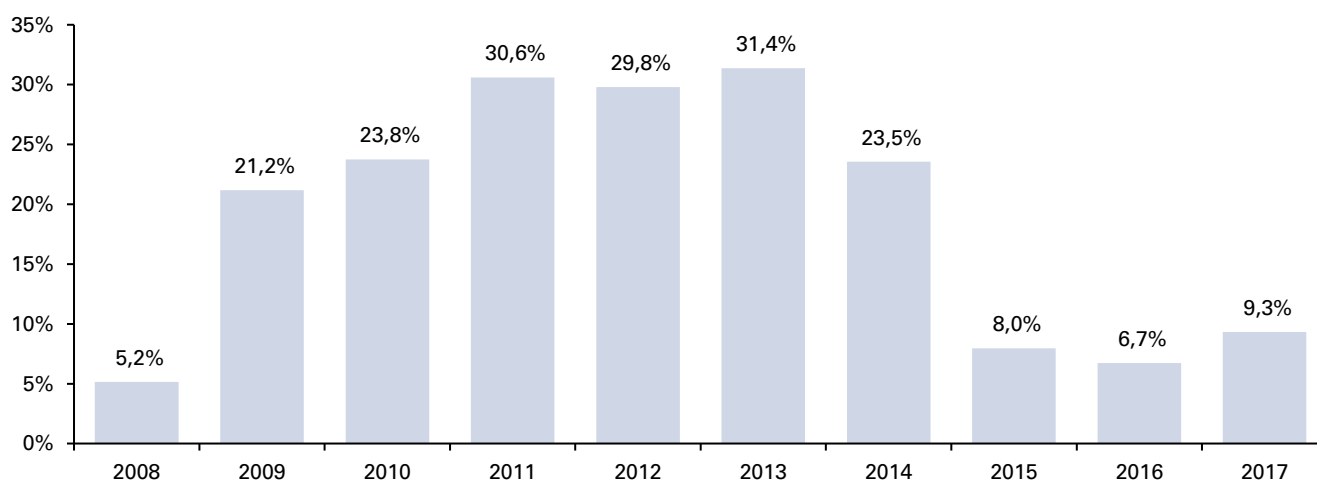
Источник: Национальный Банк РК

Другим интересным фактом, связанным с ростом ссудного портфеля, является падение соотношения ссудного портфеля к активам банков с 2013 года. Если данный показатель был равен 86,4% в 2013 году, то в конце 2017 года достиг 56%. Данное падение произошло по причине того, что резервы по обесценению формировывались быстрее, чем восстанавливались, а также по причине того, что банкам пришлось списывать проблемные активы в дочерние организации по управлению стрессовыми активами. Также, как уже было сказано выше, размер ссудного портфеля сектора стагнировал, что повлияло на падение данного показателя.

График 5. Динамика соотношения ссудного портфеля к активам в 2007-2017 гг.


Источник: Национальный Банк РК

Несмотря на грандиозный рост ссудного портфеля в 2010-2015 годы, согласно данным НБ РК, качество портфеля в 2011-2014 годы оставляло желать лучшего. Средний уровень кредитов, просроченных больше 90 дней в 2011-2013 годы, составлял 30,6%. Начиная с 2014 года, данный показатель начал снижаться в рамках поставленной регулятором задачи достижения 10%-ной доли NPL+90. К концу 2016 года доля NPL+90 достигла 6,7%. Столь резкое снижение доли проблемных кредитов прежде всего объясняется тем, что банки начали выводить из баланса неработающие кредиты в дочерние организации по управлению стрессовыми активами. А сама ежемесячная статистика активов, капитала и обязательств банков ведется на основе неконсолидированных отчетностей. Тем не менее, в течение 2017 года отмечается рост доли просроченных кредитов на фоне признания проблем Дельта Банка (в декабре был выведен из статистики сектора), RBK Bank и Казкоммерцбанка.

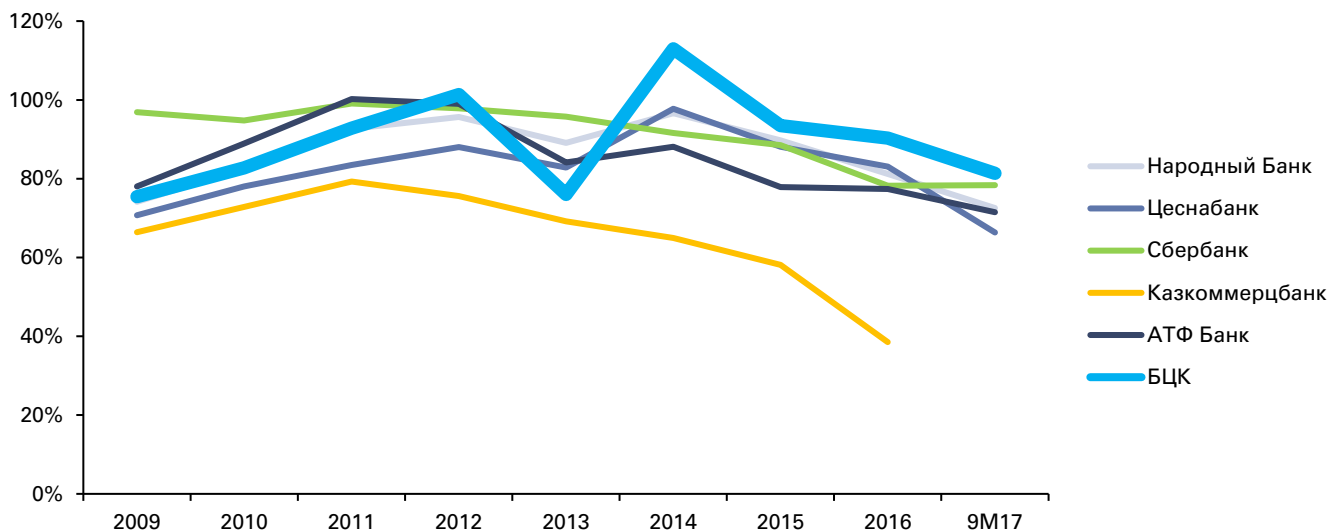
График 6. Динамика доли NPL+90 от ссудного портфеля банков Казахстана в 2008-2017 гг.


Источник: Национальный Банк РК

Однако многими экспертами отмечается нерелевантность

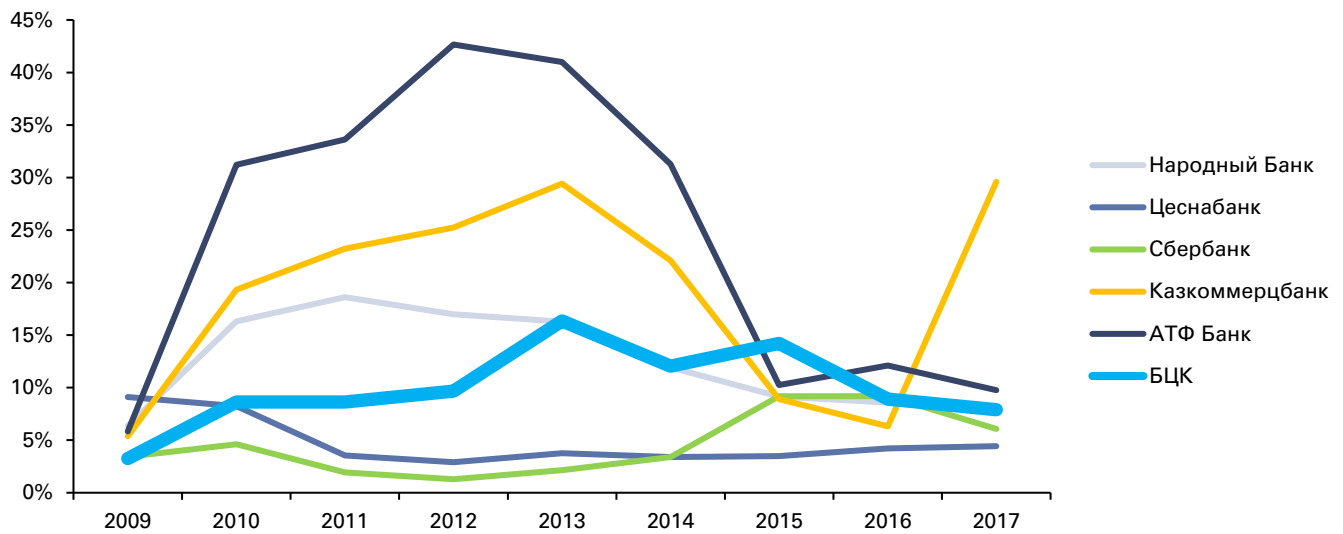
показателя неработающих кредитов к реальному состоянию банковского сектора. Другим интересным индикатором проблемности кредитов является собираемость наличности процентных доходов, которая считается как доля полученных процентных доходов от процентных доходов, объявленных в отчете о прибыли и убытках. Обобщенной статистики банковского сектора по данному показателю не имеется, однако, собрав информацию по топ-5 банкам и БЦК на основе их аудиторской отчетности, можно сказать, что наблюдается тенденция снижения собираемости наличности последние три года. Так, данный показатель снизился у Народного Банка с 2014 года с 96,6% до 72,6% в конце сентября 2017 года, у Сбербанка - с 91,6% до 78,4%, у Цеснабанка - с 97,7% до 66,3%, у АТФ Банка - с 88,1% до 71,5% и у Казкоммерцбанка - с 64,9% до 38,5% в 2016 году. Тем не менее у БЦК данный показатель являлся самым высоким и составил 81% в конце 2017 года.

График 7. Динамика собираемости наличности процентных доходов топ-5 банками Казахстана в 2009-сентябре 2017 гг.



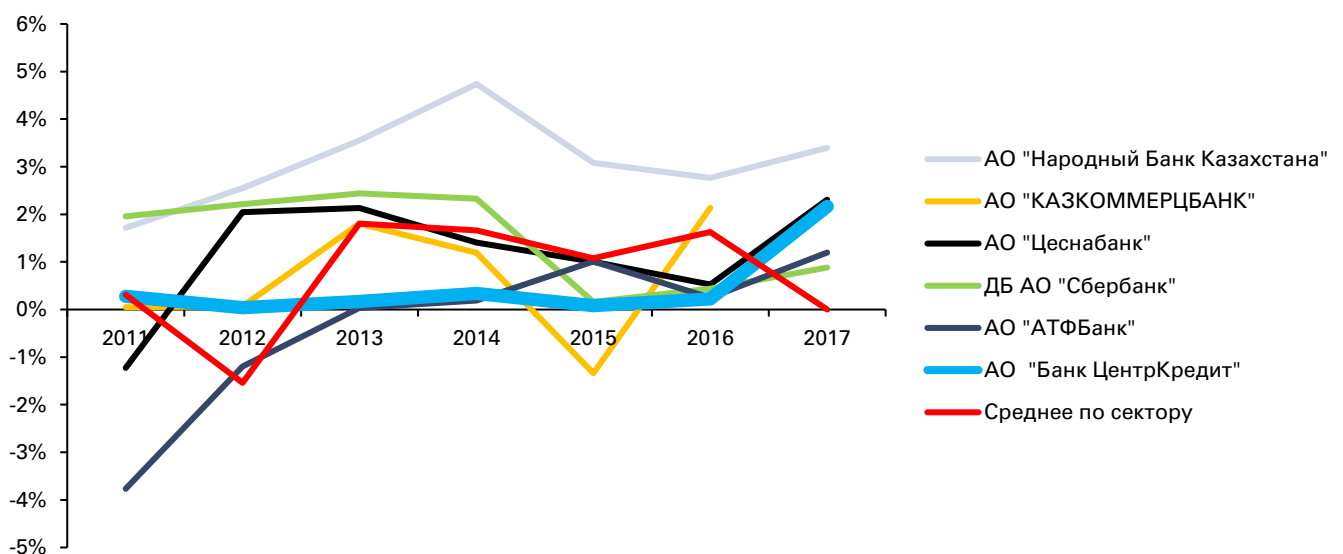
Источник: финансовые отчеты банков

Как и ожидалось, данные по NPL+90 этих же банков не демонстрируют явную корреляцию с собираемостью наличных по процентным доходам в период 2013-2015 гг. Причиной такого расхождения может быть списание проблемных кредитов с баланса банков и выплаты заемщиками по ранее просроченным кредитам. Тем не менее, довольно значительное падение собираемости наличности некоторых банков в 2017 году в некоторой степени отразилось на показателях их NPL+90.

График 8. Динамика NPL+90 топ-5 банков Казахстана в 2009-2017 гг.


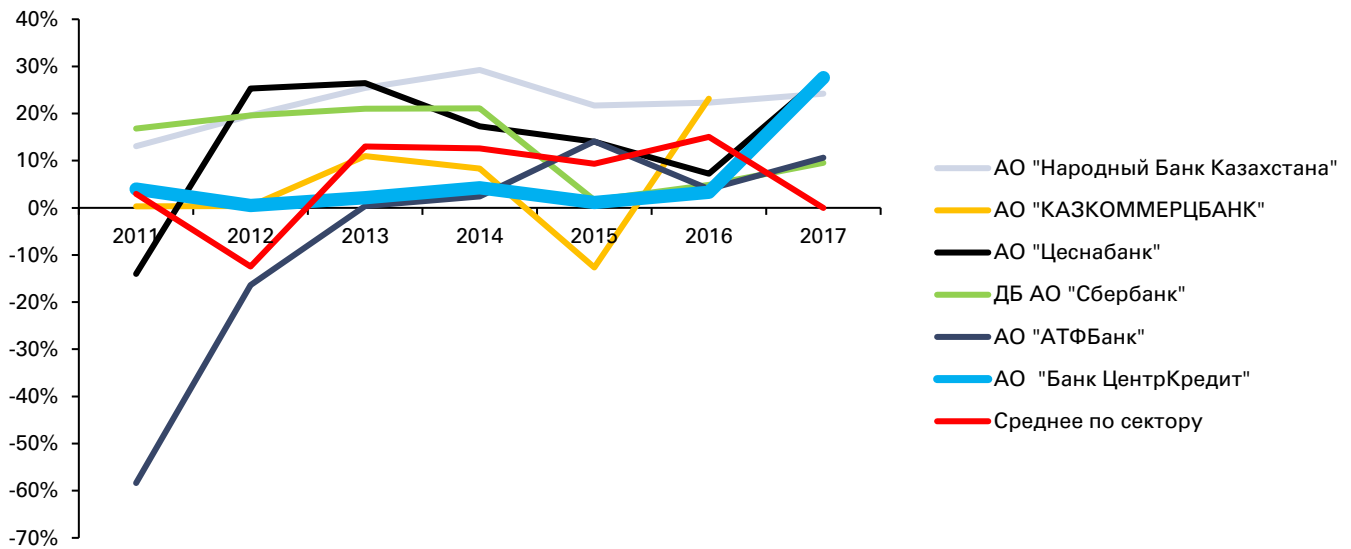
Источник: Национальный Банк РК

Показатели доходности ROAA (доходность на средний объем активов) и ROAE (доходность на средний объем капитала) топ-5 банков (на основе неконсолидированной отчетности) выросли за последний год, за исключением Казкоммерцбанка. Кроме того, доходность в 2017 году данных 4 банков выше доходности рынка в целом, что говорит о том, что остальная часть активов и капитала (59,4%) сектора не работают так же эффективно, как у вышеуказанных 4 крупных банков. Тем не менее, негативные результаты Казкоммерцбанка стоят особняком и ухудшают среднюю доходность сектора. Также стоит отметить стабильные результаты Народного Банка, которые были выше среднего по рынку за весь период с 2011 по 2017 года. Лучший прогресс в том же периоде показала доходность АТФ Банка, которая вышла из негативной зоны и превзошла рыночные показатели.

График 9. Динамика ROAA топ-5 банков Казахстана в 2011-2017 гг.


Источник: Национальный Банк РК

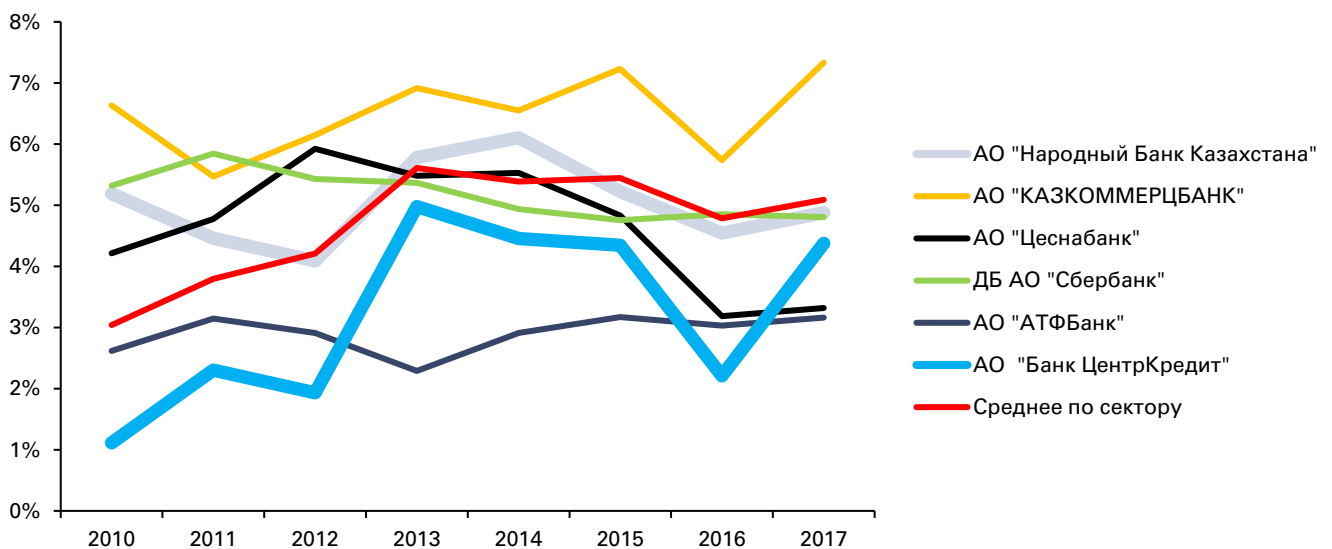
График 10. Динамика ROAE топ-5 банков Казахстана в 2011-2017 гг.



Источник: Национальный Банк РК

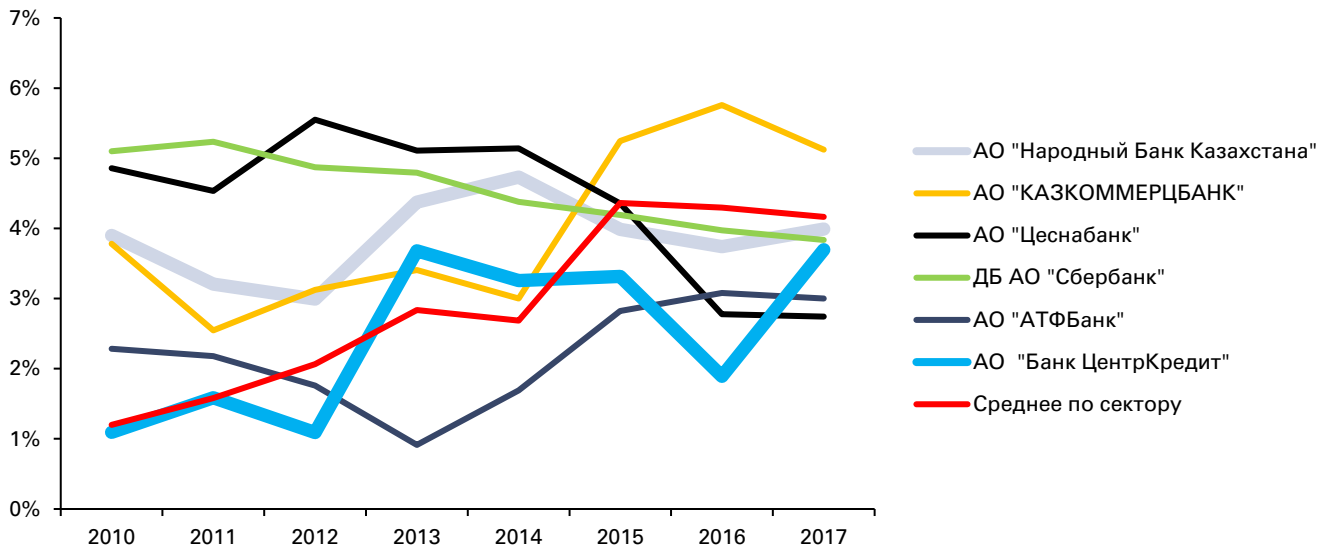
Чистая процентная маржа, которая рассчитывается как чистые процентные доходы, полученные от активов, по состоянию на 1 января 2018 года, достигла 5,1%. Среди топ-5 банков у АТФБанка и Цеснабанка процентная маржа ниже среднего по рынку в этом году.

График 11. Динамика чистой процентной маржи топ-5 банков Казахстана в 2010-2017 гг.



Источник: Национальный Банк РК

Процентный спред, рассчитываемый как разница между ставками процентных доходов и расходов, по состоянию на конец 2017 года, был равен 4,2%. Данный показатель заметно вырос с 2010 года, когда разница равнялась 1,2%. Последние три года процентный спред находится стабильно выше 4%. Данное явление, возможно, говорит о наличии относительно высокого риска невозврата займов в секторе, когда банки за счет более высокой разницы ставок покрывают расходы по невозвратным кредитам.

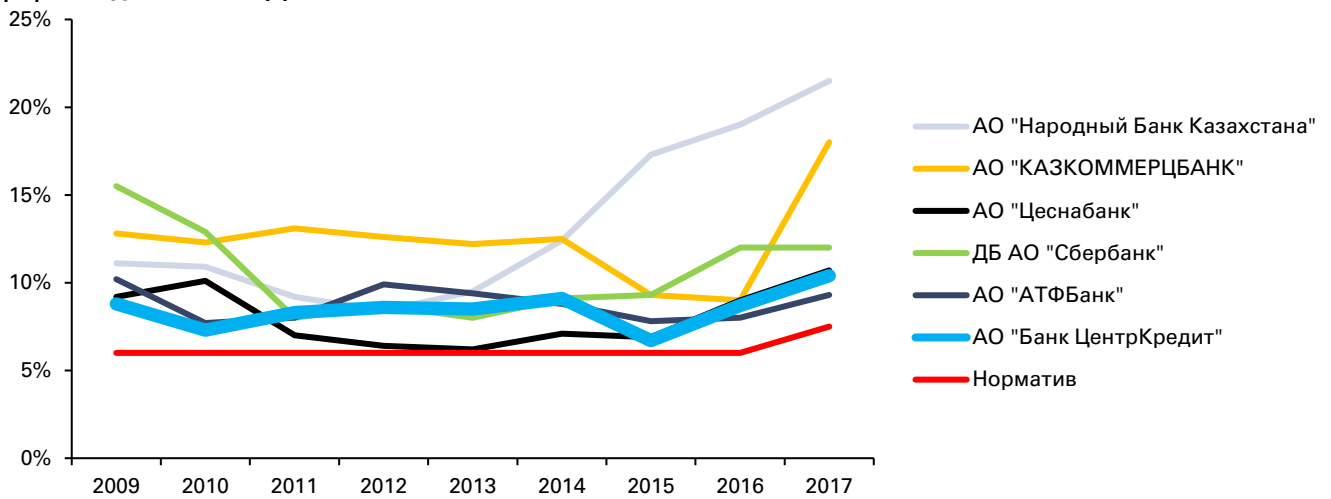
График 12. Динамика процентного спреда топ-5 банков Казахстана в 2010-2017 гг.


Источник: Национальный Банк РК

Еще одним важным индикатором финансового состояния Банка являются коэффициенты достаточности капитала, публикуемые Национальным Банком РК на ежемесячной основе. Коэффициент достаточности основного капитала (k_1), который, согласно последнему постановлению НБ РК по пруденциальным нормативам, рассчитывается как отношение основного капитала к сумме активов банка с некоторыми вычетами и норматив которого установлен в размере 7,5% с учетом консервационного буфера. Для системообразующих банков данный норматив равен 9,5%. По коэффициенту достаточности собственного капитала (k_2), нормативы равны 10% для некрупных и 12% для системообразующих банков. Также другим важным индикатором является коэффициент текущей ликвидности, который рассчитывается отношением высоколиквидных активов к обязательствам до востребования. Норматив по k_4 равен 0,3.

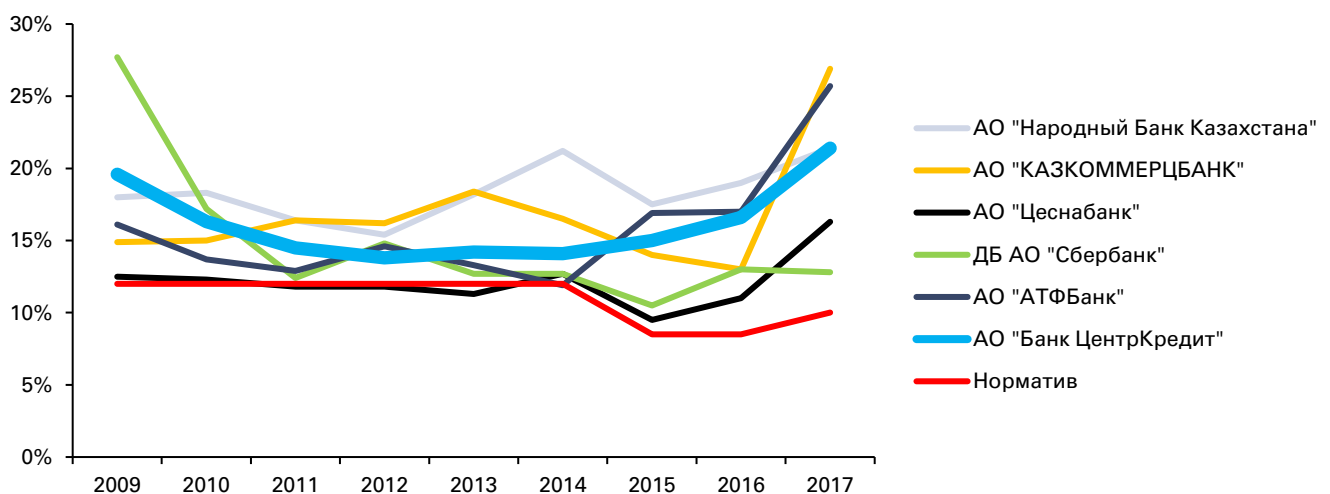
Согласно последним данным регулятора на конец ноября 2017 года, данные нормативы по достаточности капитала выполняются всеми топ-5 банками. В целом, отмечается некоторый рост данных показателей у этих банков за последний год. А вот по показателю k_4 произошло снижение к декабрю этого года у трех банков из пяти, но тем не менее все банки из этого списка выполняют пруденциальные требования.

График 13. Динамика коэффициента достаточности основного капитала (k1) за 2009-2017 гг.



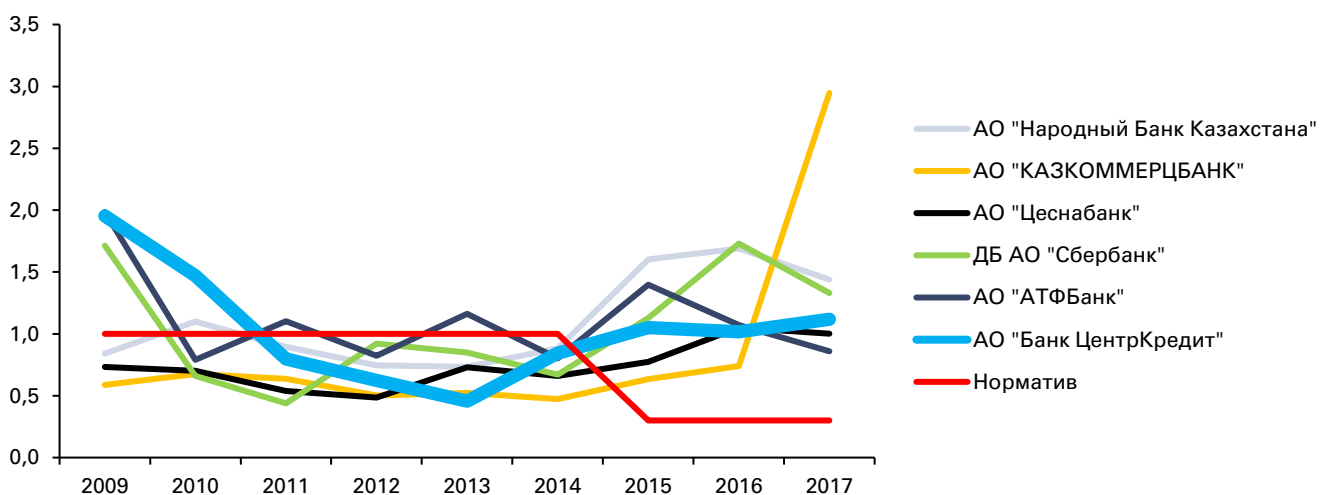
Источник: Национальный Банк РК

График 14. Динамика коэффициента достаточности собственного капитала (k2) за 2009-2017 гг.



Источник: Национальный Банк РК

График 15. Динамика коэффициента текущей ликвидности (k4) за 2009-2017 гг.

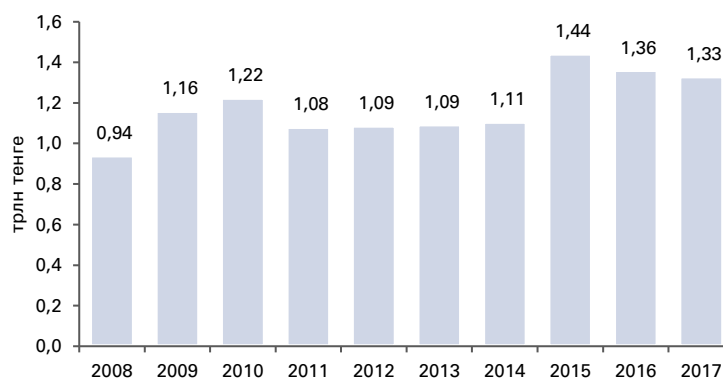


Источник: Национальный Банк РК

Финансовый обзор Банка ЦентрКредит

Активы. Финансовое состояние Банка, в общем, можно оценить как нейтральное относительно проблем банковского сектора страны. Размер активов Банка стагнировал с момента финансового кризиса (CAGR с 2008 года – 3,8%), достигнув 1,33 трлн тенге по состоянию на конец 2017 года. Последние годы деятельности Банка характеризуются консервативным подходом к выдаче кредитов на фоне макроэкономических проблем в Казахстане. Другой же причиной стагнации активов является высокий леверидж банка, который не дает Банку гибкости в росте активов. 63% активов составляют займы клиентам, 13,8% - инвестиционные ценные бумаги и финансовые активы, 13,3% - денежные средства и денежные эквиваленты.

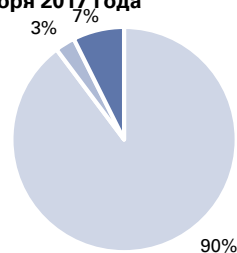
График 16. Динамика объемов активов Банка ЦентрКредит за 2008-2017 гг., трлн тенге



Источник: данные Компании

Процентные доходы и расходы. Также вместе с объемами активов растут и процентные доходы Банка. Структура процентных доходов в основном состоит из доходов по займам клиентам (90%). Другими значительными источниками процентных доходов являются инвестиционные ценные бумаги, имеющийся в наличии для продажи (7%). За 9 месяцев 2017 года Банк имеет следующую структуру процентных доходов в разрезе источников фондирования.

График 17. Структура процентных доходов в разрезе источников по состоянию на 30 сентября 2017 года

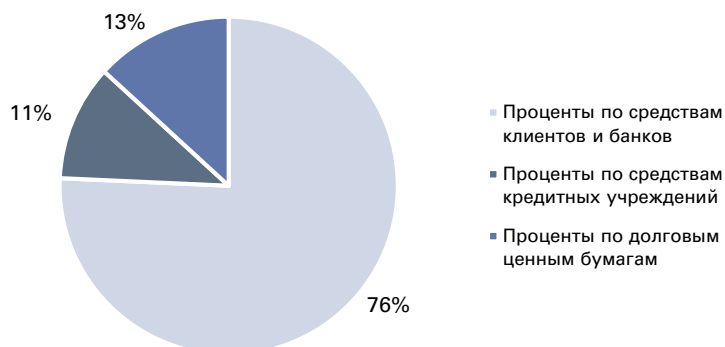


- Проценты по займам клиентам и банкам
- Прочее
- Проценты по инвестиционным ценным бумагам, имеющимся в наличии для продажи

Источник: данные Компании

Структура процентных расходов Банка в некоторой степени повторяет структуру процентных доходов за тот же самый период. Большая часть процентных расходов (76%) приходится на средства клиентов. Другими источниками процентных расходов являются средства кредитных учреждений и долговые ценные бумаги, на которые приходятся 13% и 11% от всех процентных расходов соответственно.

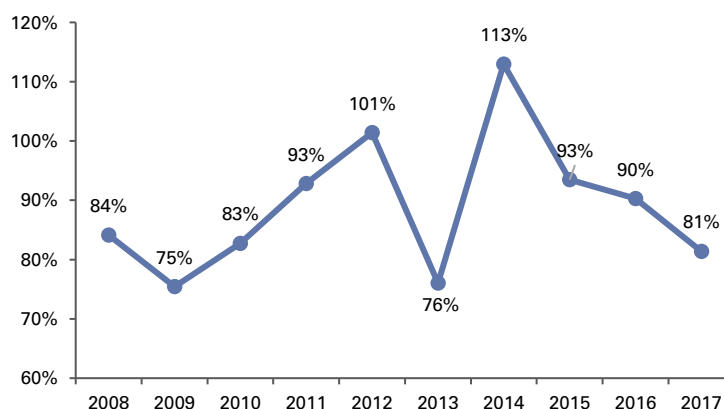
График 18. Структура процентных расходов на 30 сентября 2017 года



Источник: данные Компании

Собираемость наличности по процентным доходам. Как уже упоминалось в обзоре сектора, Банк имеет собираемость наличности по процентным доходам за 2017 год в размере 81%. В динамике данный показатель заметно упал с 2014 года, когда показатель достиг 113%, что скорее всего было вызвано запоздавшими платежами 2013 года. Падение показателя в 2017 году объяснить довольно сложно на фоне падения просрочки по кредитам. Тем не менее Банк сохранил традиционный подход по созданию провизии, размер которой увеличился в 4-ом квартале 2017 года.

График 19. Динамика собираемости наличности по процентным доходам Банка за период 2008 – 2017 гг.

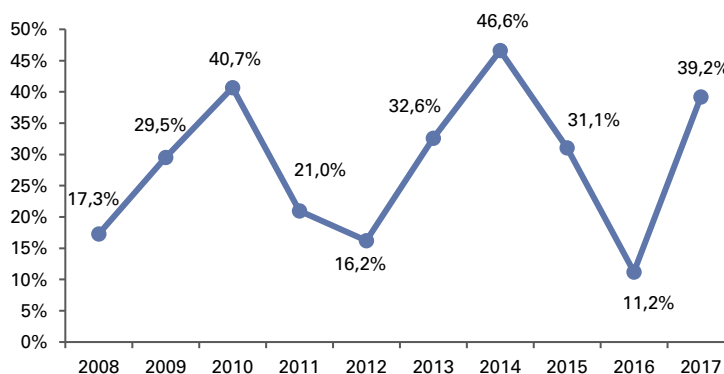


Источник: данные Компании

Формирование резервов. Банк отличается довольно высоким уровнем формирования резервов под обесценение активов. Так, средний уровень соотношения сформированных резервов к процентным доходам составляет 32% за последние пять лет. Кроме того, высокий уровень резервирования стал причиной очень низкой

чистой прибыли Банка в 2012-2015 гг. В 2017 году вышеуказанное соотношение достигло 39% в основном за счет 4-ого квартала, во время которого было сформировано резервов на 14 млрд тенге, что привело к едва положительной операционной прибыли, если не учитывать прочие доходы и расходы.

График 20. Динамика соотношения сформированных резервов к процентным доходам Банка за 2008-2017 гг.



Источник: данные Компании

Займы клиентам и средства клиентов. Интересной выглядит отрицательная динамика доли выданных займов от активов за последние три года. Данный показатель снижается вместе с падением темпов кредитования и увеличением резервирований. В то же время доля средств клиентов от обязательств стабильно и медленно растет с 2008 года, достигнув 81% в конце 2017 года. Высокий уровень финансирования деятельности Банка вкладчиками накладывает определенный риск ликвидности, который поспособствовал стагнации активов. Тем не менее, уменьшение выданных займов за счет увеличения провизии может говорить об улучшении качества этих займов и уменьшении кредитного риска.

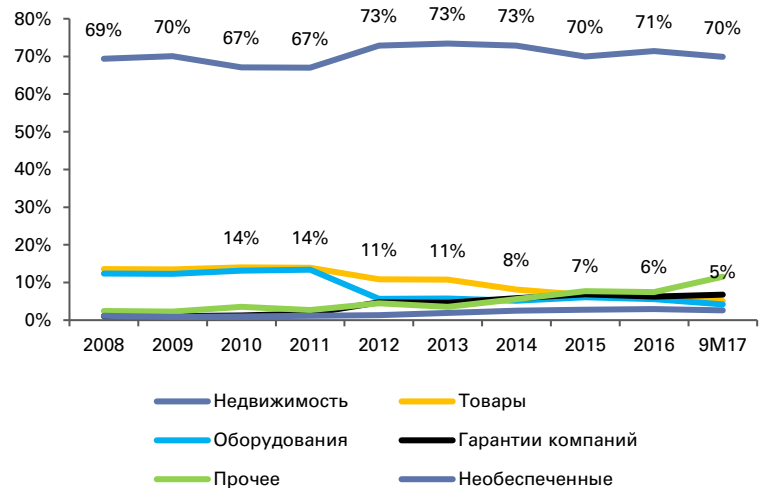
График 21. Динамика займов клиентам и средств клиентов в % от активов и обязательств соответственно за период 2008 – 2017 гг.



Источник: данные Компании

А вот значимых изменений в структуре обеспечения выданных займов Банком не произошло. Обеспечения займов недвижимостью, несмотря на ипотечный кризис, остаются стабильными. Наблюдается существенное падение долей обеспечения в виде товаров и оборудования вместе с ростом доли прочих и денежных средств.

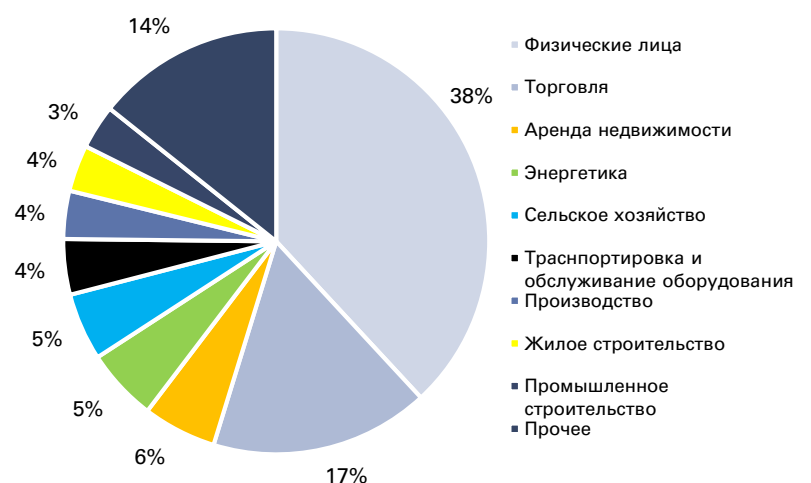
График 22. Динамика долей видов обеспечения выданных займов Банком за 2008-9 мес. 2017 гг.



Источник: данные Компании

По состоянию на 30 сентября 2017 года, большую часть займов среди секторов представляют физические лица (38%) и торговля (17%). Оставшаяся часть займов в размере 45% представлены самыми различными секторами, которые имеют долю в размере 6% и ниже. Это, в целом, говорит о большом распределении секторного риска, однако не стоит забывать, что в случае масштабных кризисов под ударом скорее всего окажутся все сектора экономики одновременно. Тем не менее, при относительно стабильно растущей экономике такое распределение значительно снижает кредитные риски Банка.

График 23. Структура представляемых секторов заемщиков Банка на 30 сентября 2017 года



Источник: данные Компании

Также стоит отметить снижение доли ипотечных займов, выданных физическим лицам с 52% в 2010 году до 42% в сентябре 2017 года. При этом произошло увеличение доли потребительских кредитов и кредитов на развитие бизнеса, что должно заложить основу для дальнейшего роста кредитования МСБ и розничного кредитования.

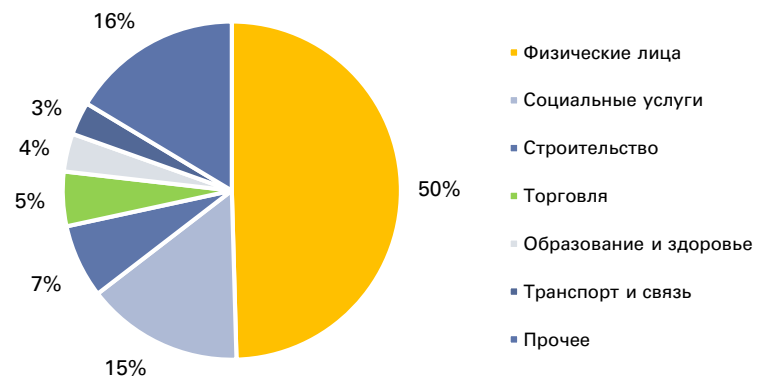
График 24. Динамика долей типов выданных займов Банком физическим лицам за 2008-9 мес. 2017 гг.



Источник: данные Компании

Согласно отчетности на 30 сентября 2017 года, чуть больше половины средств клиентов приходится на физические лица (50%). 15% средств приходятся на сектор «Социальные услуги», 7% - на строительный сектор. Остальная часть средств (28%) вкладчиков принадлежит клиентам из прочих секторов.

График 25. Структура представляемых секторов клиентов, предоставивших средства Банку, на 30 сентября 2017 года



Источник: данные Компании

Стратегия развития Банка ЦентрКредит

Актуальная стратегия развития Банка была утверждена в июне 2016 года и получила название «Стратегия развития АО «Банк ЦентрКредит» на 2016-2020 гг.». Главной целью стратегии является трансформация в передовой банк, способствующий росту клиентов и сотрудников. В стратегическое видение Банка входят пять основных направлений: (1) банк с лучшим сервисом, (2) высокотехнологический банк, (3) универсальный банк с фокусом на розничный бизнес и МСБ, (4) устойчивый рост при управляемом риске и целевой доходности, (5) лучшее место работы для сотрудников.

Стратегия роста. Стратегия роста предполагает два промежуточных этапа. Первый этап — это удержание доли на рынке корпоративного сегмента, умеренный рост сегмента МСБ и рост выше среднерыночных темпов по новым продуктам розничного сегмента в 2016-2017 гг. Затем в 2018-2020 гг. планируется умеренный рост корпоративного сегмента, значительный рост доли рынка МСБ и рост выше среднерыночных темпов по новым продуктам розничного сегмента.

Ключевые положения Стратегии развития Банка до 2020 года. В ключевое положение стратегии входит диверсификация ссудного портфеля за счет увеличения доли МСБ и розничного сегмента. Также Банк планирует дифференцировать продуктовую линейку сегментов для повышения конкурентоспособности. Планируется рост доходов благодаря оптимизации расходов, масштабирования и развития высокодоходных продуктов. Будет сохранен консервативный подход к риск-аппетиту в краткосрочной перспективе с переходом на более гибкую модель оценки в долгосрочном горизонте. Банк также будет повышать эффективность операционной деятельности и переходить от модели традиционного банкинга к инновационно-технологической и клиент-ориентированной модели.

Банк ЦентрКредит: предположения и модель оценки

Инвестиционное резюме: мы считаем, что относительная недооцененность простых акций Банка, улучшение финансовых показателей и возможная смена акционеров поспособствует достижению наших прогнозов. Банк является крупным участником казахстанской банковской сферы и имеет кредитный портфель в размере около 1 трлн тенге, 20% которого уже были сформированы провизией, что как мы думаем, сможет генерировать прогнозируемый уровень доходов.

Целевая цена на 1 простую акцию – 360 тенге. Мы установили нашу целевую цену на уровне 360 тенге за простую акцию, что предполагает потенциал роста на 31% 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 потенциал роста относительно нашей оценки по модели EVA, что отражает наш взгляд на: (1) недооцененность Банка по соотношению рыночная цена/балансовая стоимость, (2) улучшение финансовых показателей Банка, (3) возможную смену мажоритарных акционеров.

Ключевые моменты модели оценки EVA. Ключевым моментом модели оценки являлся расчет чистой прибыли Банка. Данный расчет был произведен в большей степени на основе имеющейся информации по ссудному портфелю, средствам клиентов, сформированных резервов в последнем консолидированном отчете. Кроме того, были использованы монетарные данные и прогнозы Национального Банка РК.

Процентные доходы и расходы. Процентные доходы были рассчитаны на основе последних показателей займов клиентам, средств в кредитных учреждениях и инвестиций. Для расчета процентных доходов по займам клиентам были использованы средние исторические премии по ставкам вознаграждения к базовой ставке НБ РК. Кроме того, расчет этой премии был произведен как для кредитов, выданных в нацвалюте, так и в иностранной валюте, как физическим лицам, так и юридическим лицам. С учетом возможного постепенного уменьшения будущей базовой ставки в прогнозном периоде до 6,5%, прогнозируются падения процентных ставок по активам. Такой же расчет процентных ставок был сделан и для срочных вкладов в двух типах валют как для физлиц, так и юрлиц. Процентные доходы от инвестиций, имеющихся в наличии для продаж, куда входят государственные облигации РК и корпоративные облигации, были также рассчитаны на основе базовой ставки с условием ежегодного рефинансирования ценных бумаг под новую базовую ставку. Также мы сделали допущение, что Банк будет сохранять текущий уровень денежных средств на балансе. А вся избыточная ликвидность, появляющаяся в модели после продажи векселей, получении нераспределенной прибыли и увеличении депозитного фондирования, будет изыматься Национальным Банком через ноты. Кроме того, в модели учтены продажи нот НБ РК в случае увеличения ссудного портфеля.

Ссудный портфель и депозиты. Мы считаем, что при текущей политике инфляционного таргетирования Национального Банка РК, базовая ставка, как и потребительская инфляция, будет падать по примеру Российской Федерации и развитых стран. С падением базовой ставки будут падать и ставки кредитования, что должно подстегнуть рост кредитования в экономике. В нашей модели, кроме базового ежегодного роста ссудного портфеля в размере 2,5%, также заложен дополнительный рост от падения базовой ставки. Кроме того, рост ссудного портфеля, номинированного в иностранной валюте, протекает медленнее в силу большей привлекательности тенговых ставок. В модели оценки учтено падение привлекательности депозитных инструментов, которые, по нашим прогнозам, будут терять в привлекательности из-за относительно низких ставок в прогнозном периоде. Также стоит отметить, что Банк предлагает клиентам депозиты до востребования с процентной ставки в 0,1%. По состоянию на конец сентября 2017 года, доля таких депозитов составляет 29%. Это позволит менеджменту сохранять желаемый уровень процентной маржи. Кроме того, стоит отметить высокую долю выданных кредитов в тенге, которая равнялась 78% в конце 2016 года. Это предполагает высокую вероятность возврата выданных средств и большой процентный доход.

Резервы под обесценение. Банк отличается относительно высоким уровнем резервирования под обесценение активов, как это уже упоминалось в финансовом обзоре Банка. Так, согласно данным НБРК, Банк продолжил расчищать баланс, выделив 18,4 млрд тенге на резервы за январь этого года. Данная и прошлогодняя массовая чистка баланса стала возможной во многом благодаря программе НБРК. Тем не менее мы считаем, что после признания большей части проблемных займов, качество остальной доли кредитного портфеля является удовлетворительным, что подтверждается высокой собираемостью наличности. Мы предполагаем, что дальнейшие ассигнования резервов будут значительно меньше и составят ежегодно 2,1% от всего портфеля, что предполагает объемы ежегодных резервов на уровне 20-23 млрд тенге в первые годы прогнозного периода.

Балансовая стоимость. Балансовая стоимость простой акции Банка, согласно последней аудированной консолидированной отчетности за январь-сентябрь 2017 года, составляет 575 тенге, что значительно выше текущей рыночной стоимости. Также мы посчитали примерную балансовую стоимость Банка на основе неаудированной консолидированной отчетности за весь 2017 год. Основными предположениями расчета являются верность неаудированных показателей и сохранение размера нематериальных активов. На фоне увеличения размера собственного капитала после увеличения доходов за счет финансовой помощи НБРК балансовая стоимость простой акции увеличилась до 701 тенге без учета дополнительной капитализации акционерами Банка в размере 30 млрд тенге в рамках программы помощи НБРК и потенциального разводнения балансовой стоимости.

Доходность на капитал. Согласно нашей модели оценки, доходность на капитал ожидается в размере 3,3% в 2018 году и 14-15% в 2019-2021 гг. Мы заложили в модель оценки эти

дополнительные резервы в размере 18,4 млрд тенге, которые негативно повлияли на чистую прибыль. В дальнейшем же ожидается постепенное снижение данного показателя до 8,6%, после чего стабилизируется на данных уровнях. Данное снижение обуславливается увеличением собственного капитала, некоторого увеличения резервирования и увеличения операционных расходов, которые индексируются по инфляции и будут расти за счет роста Банка. Стабилизация доходности капитала произойдет на фоне уменьшения инфляции вместе со стабильностью базовой ставки.

В итоге, мы оценили Банк ЦентрКредит методом EVA на основе избыточных доходов, полученных от разницы доходности и стоимости собственного капитала. Мы считаем, что недооцененность простых акций Банка по балансовой стоимости, улучшение финансовых показателей, высокий уровень резервирования займов вкупе с консервативным менеджментом дают некоторую уверенность нашей оценке. Кроме того, мы считаем, что возможная смена акционеров может пойти на пользу Банку за счет увеличения гибкости и консолидации при дальнейшей реализации стратегии развития Банка.

Иллюстрация 1. Модель оценки акционерного капитала БЦК методом EVA

Кредитный портфель и депозиты, млрд KZT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ссудный портфель без резервов	927	971	1 004	1 042	1 086	1 138	1 195	1 258	1 328	1 405
Займы физлицам, тенге	251	259	270	282	296	312	330	350	372	396
Займы физлицам, СКВ	63	65	68	71	74	78	83	88	94	100
Займы юрлицам, тенге	407	421	438	458	481	507	536	569	604	643
Займы юрлицам, СКВ	102	106	110	115	121	127	135	143	152	162
Средняя процентная ставка по займам физ. лиц, тенге	16,6%	16,5%	16,4%	16,3%	15,8%	15,3%	15,0%	14,8%	14,5%	14,3%
Средняя процентная ставка по займам физ. лиц, СКВ	10,2%	9,8%	9,3%	8,8%	8,3%	7,8%	7,6%	7,3%	7,1%	6,8%
Средняя процентная ставка по займам юр. лиц, тенге	12,2%	11,9%	11,5%	11,2%	10,7%	10,2%	9,9%	9,7%	9,4%	9,2%
Средняя процентная ставка по займам юр. лиц, СКВ	5,8%	5,1%	4,3%	3,6%	3,1%	2,6%	2,3%	2,1%	1,8%	1,6%
Вклады физлиц, тенге	245	256	267	278	288	299	311	322	334	347
Вклады физлиц, СКВ	168	171	175	180	185	190	197	204	212	220
Вклады юрлиц, тенге	249	260	271	282	293	304	315	327	339	351
Вклады юрлиц, СКВ	171	174	179	183	189	195	202	209	217	226
Средняя процентная ставка по вкладам физлиц, тенге	7,7%	7,2%	6,7%	6,2%	5,7%	5,2%	4,9%	4,7%	4,4%	4,2%
Средняя процентная ставка по вкладам физлиц, СКВ	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Средняя процентная ставка по вкладам юрлиц, тенге	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%	5,2%	5,0%	4,7%	4,5%
Средняя процентная ставка по вкладам юрлиц, СКВ	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%

Модель выручки, млрд KZT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Процентные доходы	108	109	110	112	112	112	115	118	121	125
	-1,5%	0,2%	1,4%	1,5%	0,2%	0,0%	2,6%	2,7%	2,8%	2,8%
Процентные расходы	(55)	(53)	(50)	(48)	(46)	(44)	(43)	(42)	(40)	(39)
Формирование резервов	(37)	(21)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(27)	(28)	(30)
Чистые комиссионные доходы	18	19	20	21	22	23	24	26	27	29
Непроцентные доходы	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Операционные расходы	(31)	(32)	(33)	(34)	(36)	(37)	(39)	(41)	(43)	(46)
Прибыль до налогообложения	5	22	26	28	29	30	32	34	38	40
Чистая прибыль	4	18	21	23	23	24	25	27	30	32
Собственный капитал (нп)	118	121	139	160	183	206	230	255	283	313
Нераспределенная прибыль	4	18	21	23	23	24	25	27	30	32

Модель прогнозного периода, млрд KZT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	ППП
Чистая прибыль	4	18	21	23	23	24	25	27	30	32	32
Стоимость капитала	19	20	22	24	27	29	32	35	38	41	44
Избыточные доходы	(16)	(2)	(1)	(1)	(3)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(85)
фактор периода	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	6,50	7,50	8,50	9,50	10,50
Ставка дисконтирования (COE)	16,6%	16,1%	15,6%	15,1%	14,6%	14,1%	13,8%	13,6%	13,3%	13,1%	12,8%
фактор дисконтирования	0,93	0,80	0,70	0,61	0,54	0,48	0,43	0,38	0,35	0,31	0,28
Дисконтированные избыточные доходы	(15)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	
Расчет COE											
Стоимость капитала											
Безрисковая ставка	7,1%	6,6%	6,1%	5,6%	5,1%	4,6%	4,4%	4,1%	3,9%	3,6%	3,4%
Рыночная премия за акционерный капитал	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Бета (безрычаговый)	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
Рассчитанный коэф. бета	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57
Премия за малую капитализацию	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Итого стоимость капитала	16,6%	16,1%	15,6%	15,1%	14,6%	14,1%	13,8%	13,6%	13,3%	13,1%	12,8%
Оценка капитала Народного Банка, млрд KZT											
(-) Избыточные доходы в прогножном периоде	(33)										
(-) Избыточные доходы в терминальном периоде	(27)										
(=) Избыточные доходы итого	(59)										
(+) Собственный капитал	118										
(=) Оценка собственного капитала	58										
Рыночная капитализация	45										
Целевая цена на акцию, KZT	360										
Рыночная цена на акцию, KZT	275										
Потенциал роста, %	31%										

Источник: предположения Фридом Финанс

Потенциальные риски для модели оценки

Качество кредитного портфеля. Если качество ссудного портфеля Банка окажется хуже наших предположений, то это повлечет пересмотр нашей модели оценки. Тенденции последних лет показывают, что показатель NPL+90 является довольно условным в банковском секторе Казахстана, так как определение проблемности займов осуществляется по субъективным суждениям руководства банков. Зачастую показатели NPL+90 формально не предвещали никаких проблем у тех банков, которые все-таки испытали проблемы, поэтому при текущих регуляторных условиях реальное качество кредитного портфеля Банка может оказаться хуже цифр, отраженных в статистике.

Ухудшение макроэкономической ситуации в Казахстане. Активы банков, как правило, в разной степени относятся почти ко всем секторам экономики страны. Любое значительное секторальное или всеобщее ухудшение ситуации должно негативно повлиять на регулярность процентных выплат, что снизит стоимость Банка.

Анализ чувствительности факторов стоимости Банка ЦентрКредит

Сценарный анализ. В дополнение к определению предполагаемого уровня стоимости капитала мы выполнили анализ чувствительности различной стоимости капитала в прогнозном периоде, а также размера ссудного портфеля и базовой ставки.

Иллюстрация 2. Мы считаем, что COE составляет 16,6% в этом году для БЦК

Чувствительность целевой цены к COE и размеру ссудного портфеля

		COE				
		90,3%	95,0%	100,0%	105,0%	110,3%
Размер портфеля	90,3%	462	398	338	287	239
	95,0%	476	410	349	296	248
	100,0%	490	422	360	306	257
	105,0%	553	478	410	350	296
	110,3%	621	539	464	398	339

Источник: предположения Фридом Финанс

Иллюстрация 3. Мы ожидаем, что базовая ставка будет снижаться на 0,5% ежегодно до 6,25% к 2027 году с уменьшением темпов падения в 2024 году

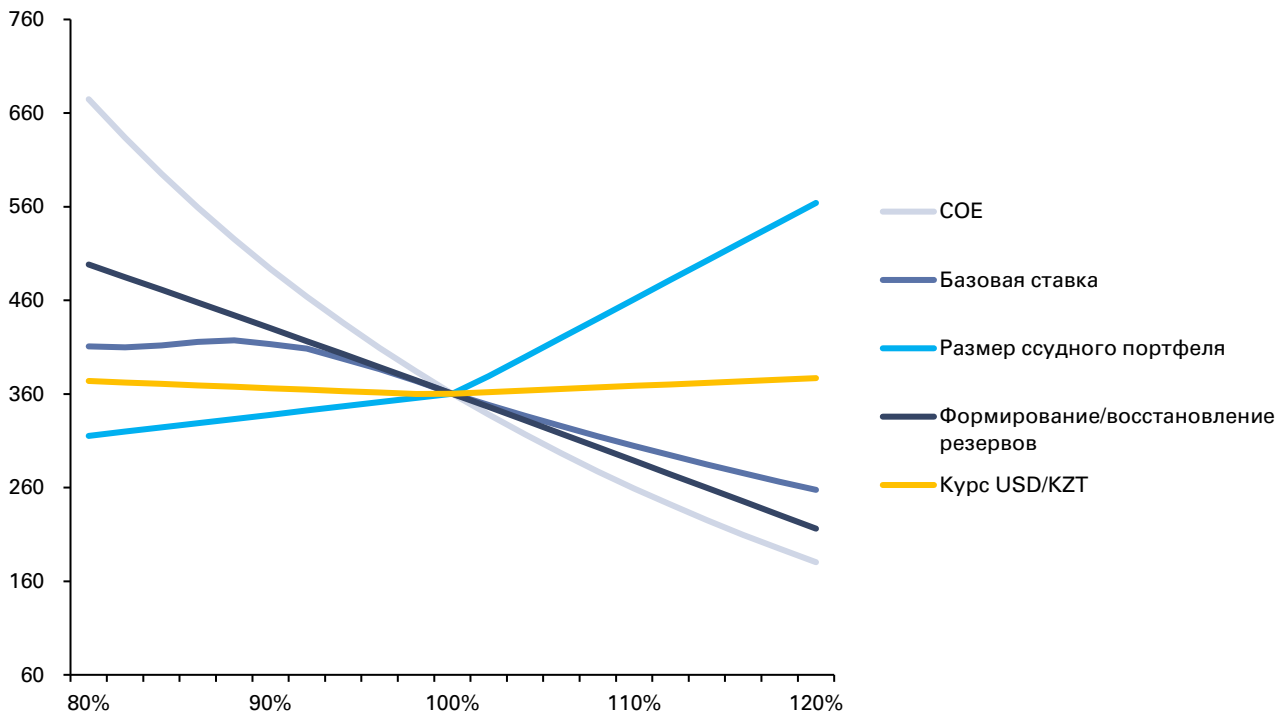
Чувствительность целевой цены к базовой ставке и COE. Увеличение базовой ставки снижает стоимость Компании из-за более высоких темпов инфляции, что увеличивает прогнозные операционные расходы Банка.

		COE				
		90,3%	95,0%	100,0%	105,0%	110,3%
Базовая ставка	90,3%	553	479	413	354	301
	95,0%	528	457	392	335	283
	100,0%	490	422	360	306	257
	105,0%	455	390	331	280	232
	110,3%	421	359	303	254	209

Источник: предположения Фридом Финанс

Ранжирование чувствительности параметров модели. Мы протестировали каждый существенный параметр модели оценки: COE, базовую ставку НБ РК, размер ссудного портфеля, уровень резервирования и курс USD/KZT, использованные в модели. В итоге, к самым чувствительным, а значит и важным параметрам можно отнести COE, размер ссудного портфеля и уровень резервирования. То есть во многом на стоимость БЦК будут влиять COE и размер предполагаемого ссудного портфеля, который сильнее всего влияет на процентные доходы, следовательно, и на чистую прибыль и стоимость Компании.

Иллюстрация 4. Наиболее важные для модели переменные — это COE, размер ссудного портфеля и уровень резервирования
Ранжирование чувствительности параметров модели при изменении их относительно базового уровня



Источник: предположения Фридом Финанс