

Специальный комментарий к размещению еврооблигаций

ОАО «Казкоммерцбанк»

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Ключевые моменты

- ✓ банк занимает 1 первое место в Казахстане по объему работающих активов и 9 место среди стран СНГ;
- ✓ банк обладает широкой филиальной сетью, состоящей из 35 филиалов и 135 дополнительных офисов;
- ✓ низкое качество кредитного портфеля; на 01.07.2010 г. доля просрочки в ссудном портфеле составила 17,58%;
- ✓ существенная зависимость от рынка недвижимости Казахстана; общая доля кредитов, выданных организациям строительного сектора и недвижимости, составила 39,7%;
- ✓ высокая концентрация депозитов - на 10 клиентов приходится 54% всех депозитов банка;
- ✓ риск нарушения ковенант по займу от ЕБРР;
- ✓ адекватный уровень достаточности капитала;
- ✓ участие в государственных программах по поддержке экономики и финансового сектора Казахстана;
- ✓ доля участия государства в капитале банка составляет 21,26%.

Финансовое состояние

Активы

По состоянию на 01.07.2010 г. активы банка составили \$17 646 млн. При этом, за год активы сократились на 5,3% в долларовом эквиваленте.

Совокупный объем ссудной задолженности составил \$14 746 млн. Относительно предыдущего года ссудный портфель сократился на 8,6%. При этом в активах его доля составила 83,6%. За последние 4 года наблюдается увеличение доли кредитов и займов, выданных клиентам. Так, еще в 2006 г. их доля составляла около 69%, а активы были более диверсифицированы.

Инвестиции в ценные бумаги составили около 6% от активов банка, при этом за год их объем вырос более чем вдвое.

В свою очередь, высоколиквидные активы снизились на 38% и составили \$492 млн.

Параметр выпуска:

Серия	ККБ-15
Объем размещения	до \$750 млн.
Срок обращения	5 лет
Купонный период	182 дня
Ориентировочная доходность к погашению (по информации организатора)	Ожидается сегодня
Кредитный рейтинг	B-/Ba3/B

Активы и пассивы ОАО «ККБ», \$млн. (по МСФО)

	1 пол 2009	Доля, %	1 пол 2010	Доля, %	Изм., %
Высоколиквидные активы	799	4,3%	492	2,8%	-38,4%
Предоставленные МБК	810	4,3%	960	5,4%	18,6%
Инвестиции в ценные бумаги	469	2,5%	1 084	6,1%	131,3%
Ссудная задолженность клиентов	16 136	86,6%	14 746	83,6%	-8,6%
Основные средства и нематериальные активы	258	1,4%	222	1,3%	-14,0%
Прочие активы	159	0,9%	141	0,8%	-10,9%
Итого активы	18 630	100,0%	17 646	100,0%	-5,3%
Капитал и резервы	2 517	13,5%	2 699	15,3%	7,2%
Субординированный заем	928	5,0%	927	5,3%	-0,1%
Привлеченные МБК	1 869	10,0%	1 129	6,4%	-39,6%
Средства клиентов	7 743	41,6%	9 491	53,8%	22,6%
Выпущенные долговые ценные бумаги	5 123	27,5%	2 930	16,6%	-42,8%
Прочие пассивы	450	2,4%	470	2,7%	4,4%
Итого пассивы	18 630	100,0%	17 646	100,0%	-5,3%

Качество кредитного портфеля АО «ККБ», \$млн. и %



Величина межбанковских кредитов на 01.07.2010 г. составила \$960 млн. Их доля в активах по итогам года осталась стабильной и составила 5,4%.

Одним из самых значительных рисков в деятельности банка по-прежнему является низкое качество кредитного портфеля. Так, на 01.07.2010 г. доля просроченных ссуд составила 17,58% от общего портфеля кредитов, при этом 77% «просрочки» - свыше 90 дней. С начала года объем просроченной задолженности вырос почти на 37%, с \$1 898 млн. до \$2 594 млн.

Высокие риски ссудного портфеля определяются еще и его относительно низкой диверсификацией по отраслям. Так, 23,2% портфеля приходится на предприятия строительной отрасли, а 16,5% - на предприятия, занятые покупкой/продажей недвижимости. Т.е., фактически около 40% кредитного портфеля зависит от рынка недвижимости Казахстана, который по-прежнему находится в глубокой депрессии.

В то же время, объем резервов на возможные потери по ссудам всегда был выше объема просроченной задолженности. По итогам 1 пол. 2010 г. объем резервов составил \$3 614 млрд., что почти в 1,4 раза выше объема «просрочки».

Пассивы

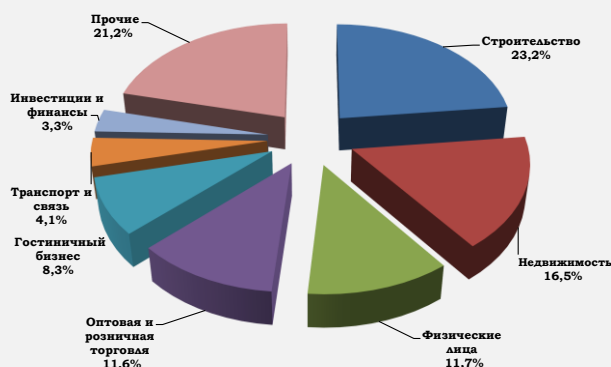
На 01.07.2010 г. около 53% активов было профинансировано за счет средств клиентов, стоимость которых составила \$9 491 млн. Из них около \$5 125 млн. (54%) относились к 10 клиентам, что представляет собой значительную концентрацию.

Отметим, что банк участвует в государственной стабилизационной программе по поддержке экономики и банковского сектора. В соответствии с ней в 2009 г. на депозитах банка были размещены средства АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына» в размере \$960 млн.

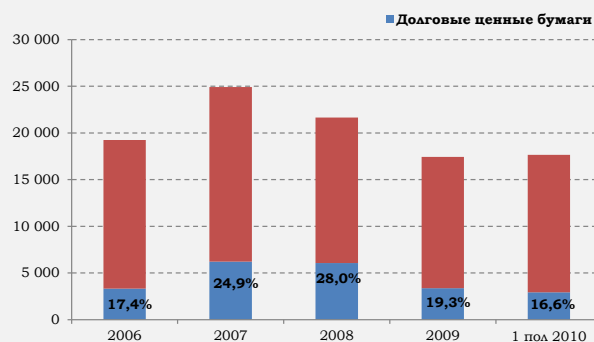
Эмитента отличает умеренная зависимость от публичных рынков долгового капитала. Так, по итогам 1 пол. 2010 г. на выпущенные ценные бумаги приходилось 16,6% пассивов банка. Всего с 2001 г. было размещено 23 еврооблигационных займа. Отметим, что ни по одному из них не было просрочек по выплате купонов или погашению номиналов.

В настоящий момент в обращении находятся 15 выпусков. В следующем году

Структура кредитного портфеля на 01.07.2010 г. в % (по МСФО)



Доля долговых ценных бумаг в пассивах АО «ККБ», \$млн. и %



эмитенту предстоит погасить около \$370 млн. долга. Наибольшие выплаты будут приходиться на 2013 г., 2016 г. и 2017 г. Тогда эмитент выплатит \$463 млн., \$485 млн. и \$523 млн. соответственно. Напомним, что на 01.07.2010 г. величина абсолютно ликвидных активов банка составила \$492 млн. При этом в среднем за последние 4 года эта величина находилась в районе \$800 млн. Мы полагаем, что в ближайшее время у банка не должно возникнуть проблем с ликвидностью, в том числе и при погашении облигаций.

Величина собственных средств по итогам 1 пол. 2010 г. составила \$2 699 млн. (15,3% от совокупных пассивов). Из них примерно \$1 284 млн. приходилось на нераспределенную прибыль. При этом банк имеет адекватный уровень достаточности капитала. Общий коэффициент достаточности на 01.07.2010 г. составлял 20,6 (18,1 - годом ранее); коэффициент достаточности капитала 1 уровня был равен 16,1 (13,9 - годом ранее).

Основным собственником банка является г-н Н.С. Субханбердин. Напрямую ему принадлежит 9,32% банка. Еще 20,69% банка г-н Субханбердин контролирует через АО «Центрально-азиатскую инвестиционную компанию». 28,57% акций владеет банковский холдинг Alnair Capital, принадлежащему шейху Тахуну Аль-Нахаяну. Доля государства в капитале банка составляет 21,26%. Оно владеет банком через АО «Фонд Национального благосостояния «Самрук-Казына».

Отсутствие у государства блокирующего пакета создает дополнительные риски для устойчивости банка.

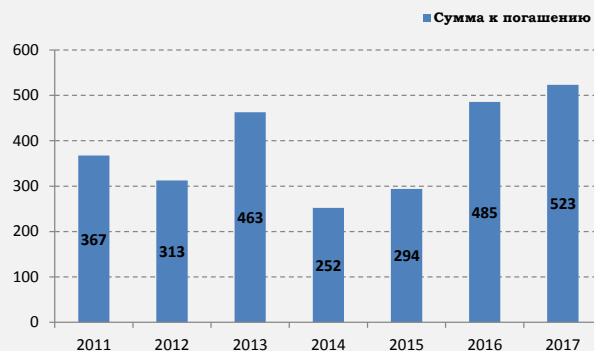
Однако, по нашему мнению, ввиду системной важности банка для экономики Казахстана, существует высокая вероятность поддержки АО «ККБ» со стороны государства в случае возникновения у него финансовых трудностей.

Финансовые результаты

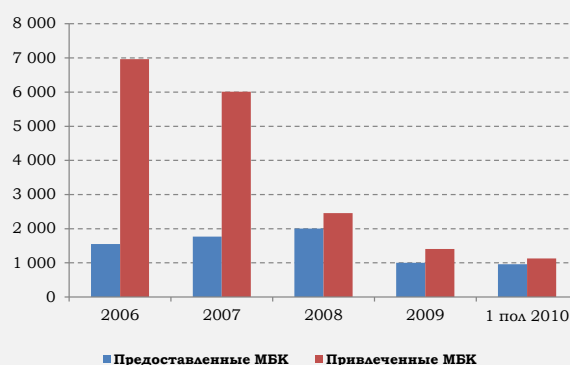
По итогам 1 полугодия 2010 г. чистые процентные доходы банка составили \$501 млн.; при этом их величина сократилась на 29,2% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года.

Отчисления в резервы по итогам полугодия снизились почти на 58% и составили \$343 млн. В результате этого банк получил чистый процентный доход после создания резервов в

График погашения публичного долга АО «ККБ», \$млн.



Динамика оборотов на межбанковском рынке АО «ККБ», \$млн.



Доходы и расходы АО «ККБ», \$млн.

(по МСФО)

	1 пол 2009	1 пол 2010	Изм., %
Процентный доход	1 330	1 018	-23,5%
Процентный расход	622	517	-16,9%
Чистый процентный доход	708	501	-29,2%
Резервы на возм. потери по ссудам	811	343	-57,7%
Чистый процентный доход после создания резервов	-103	158	251,5%
Прочие операционные доходы	151	160	6,2%
Прочие операционные расходы	95	114	19,3%
Прибыль до налогообложения	89	51	-42,9%
Чистая прибыль	68	67	-1,6%

размере \$158 млн. против \$103 млн. убытка годом ранее. В то же время за отчетный период значительно выросли прочие операционные расходы (на 19,3%).

В результате чистая прибыль по итогам полугодия 2010 года практически не изменилась к 1 полугодию 2009 г. и составила \$67 млн.

В будущем финансовые результаты банка будут зависеть от динамики просроченной задолженности. В случае замедления ее роста или сокращения банк может начать «распускать» резервы, что наблюдается за первые шесть месяцев 2010 г. Однако ситуация с «просрочкой» продолжает оставаться мало предсказуемой, ввиду высокой концентрации ссуд в строительном секторе Казахстана.

Факторы неопределенности

В соответствии с проспектом эмиссии, у АО «ККБ» существует высокий риск нарушения ковенант по займу ЕБРР на сумму \$300 млн.

Согласно условиям займа, отношение операционных расходов к операционным доходам не должно превышать 0,7. В настоящее время этот показатель находится на уровне 69,1. Если нарушение ковенант произойдет, это спровоцирует кросс-дефолты по другим обязательствам, что в дальнейшем может привести к возникновению требований об их досрочном погашении.

В настоящее время, банк ведет переговоры с ЕБРР об изменении условий займа, однако нет уверенности, что переговоры закончатся успешно.

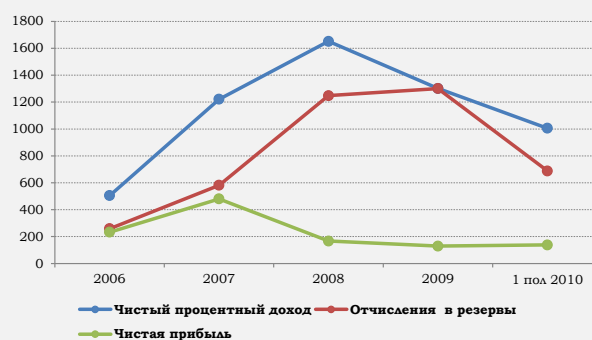
Этот фактор является значительным риском, способным привести к существенному изменению котировок ценных бумаг банка.

Позиционирование займа

АО «ККБ» намного крупнее других банков-аналогов. Так, по размеру кредитного портфеля эмитент превосходит Халык банк в 2 раза. В то же время, по чистой прибыли и рентабельности активов эмитент выглядит хуже, чем Халык банк.

Значительно хуже выглядит эмитент и по уровню ликвидности. Так, доля ликвидных активов АО «ККБ» составляет всего 2,8% против 17,3% у Халык банка, и 16,9% у банка ЦентрКредит. Банки-аналоги не раскрывают уровень просрочки, однако, судя по коэффициенту Резервы/кредиты, АО «ККБ» имеет больший уровень просрочки, чем у других казахских публичных банков.

Доходы и расходы АО «ККБ», \$млн.



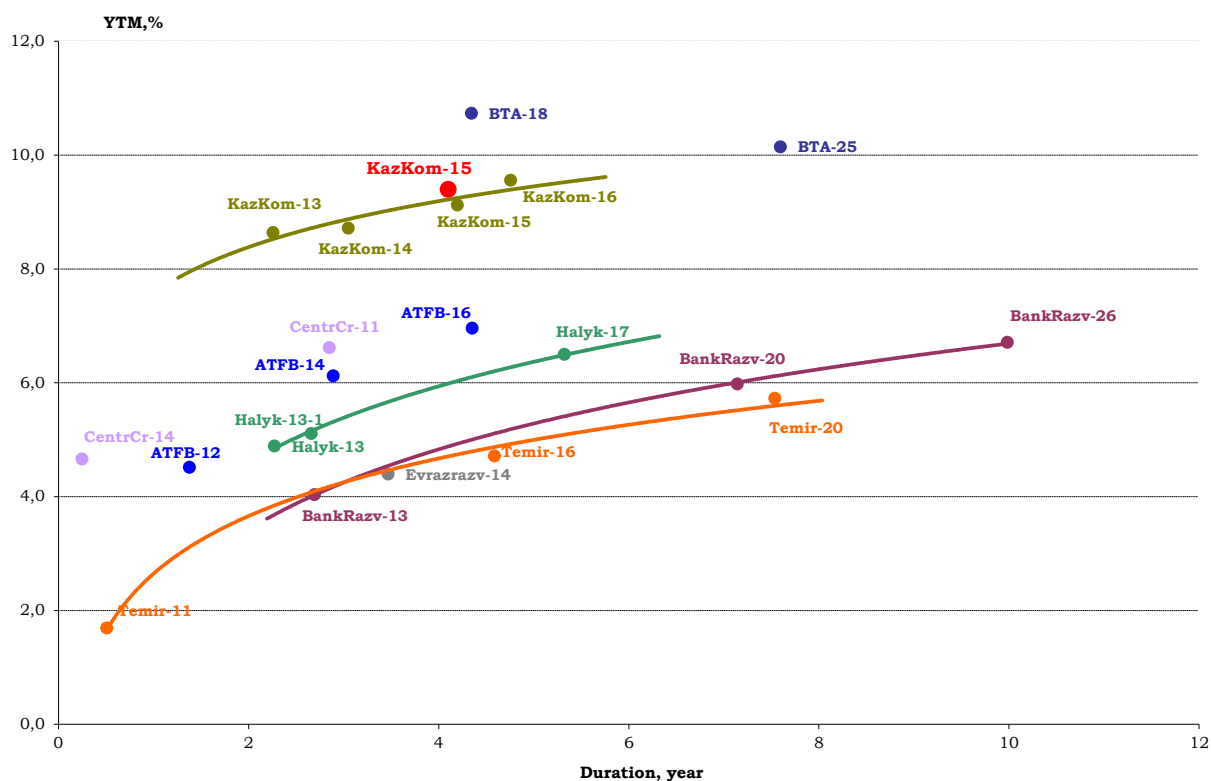
Основные показатели банков-аналогов (по МСФО)

	КазКоммерцбанк	Халык банк	Банк ЦентрКредит
	В-/В2/В	В+/Ва3/В+	В/В1/-
Активы, млн. \$	17 646	14 733	8 719
Кредитный портфель, млн. \$	14 746	7 375	4 711
Чистый процентный доход, после начисления резервов млн. \$	158,00	129,00	58,00
Чистая прибыль, млн. \$	67,00	112,00	12,00
Доля ликвидных активов, %	2,8%	17,3%	16,9%
Резервы/кредиты, %	25,4%	21,1%	18,9%
Рентабельность активов, %	0,38%	0,76%	0,14%

Указанные недостатки находят свое отражение на вторичном рынке в существенной премии бумаг АО «ККБ» к кривой доходности Халык банка. При этом в настоящее время, на коротком участке кривой премия составляет порядка 345 б.п., на длинном участке – 290 б.п.

Таким образом, доходность по новому выпуску с дюрацией в 4,1 года должна составлять **9,3%-9,4%** годовых.

Оценка справедливой доходности еврооблигаций Казкоммерцбанк-15 с учетом ситуации на долговом рынке на 29 октября 2010 г.



Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 737 93 03
Кулаева Тамара Борисовна	Тел. +7 (495) 737 93 71
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 737 93 44
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 737 93 81
Горев Сергей Александрович	Тел. +7 (495) 956-26-78
Куш Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 737 93 70

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 956 15 47
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 737 93 71
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 956 12 52