

АО «Народный Банк Казахстана» Определение целевой цены ...



Halyk Bank (HSBK KZ Equity) — крупнейший банк Казахстана по объему активов и ведущая универсальная финансовая организация, предоставляющая услуги в розничном, корпоративном и МСБ-сегментах. Банк обладает широкой филиальной сетью по всей стране: 25 региональных филиалов, 119 субрегиональных офисов и около 400 расчетно-кассовых узлов. Также Halyk осуществляет банковскую деятельность в Грузии и Узбекистане, а также владеет дочерними компаниями в сферах лизинга, страхования, брокерского обслуживания и управления активами.

Основное внимание банк уделяет внутреннему розничному и корпоративному кредитованию, имея диверсифицированный кредитный портфель и устойчивую базу фондирования. Halyk сохраняет лидирующие позиции по объему депозитов и кредитов, а также играет важную роль в финансовой инфраструктуре Казахстана, включая распределение пенсионных и бюджетных выплат от имени государства.

На фоне высоких процентных ставок в Казахстане банк был бенефициаром за счет роста процентной маржи, хотя крупный и диверсифицированный баланс делает общую чувствительность к ставкам умеренной. Halyk обладает высоким уровнем ликвидности и прочной капитальной позицией, а доля доходов от комиссионного бизнеса — таких как страхование и управление активами — обеспечивает диверсификацию выручки.

Контрольный пакет акций (69,7%) принадлежит ТОО «HG Almex», подконтрольному Тимуру Кулибаеву и Динаре Кулибаевой. Банк основан в 1994 году, а его глобальные депозитарные расписки торгуются на Лондонской фондовой бирже, а также на KASE и AIX. По состоянию на декабрь 2024 года в группе работало 16 656 сотрудников.

Портфель кредитов. В структуре активов банка кредиты занимают самую высокую долю (рисунок-1). На конец 4кв24 объем кредитного портфеля насчитывал почти 11.5 трлн тенге, что составляет 62% от всех активов. Портфель АО «Халық Банк» остается одним из крупнейших и наиболее диверсифицированных на банковском рынке Казахстана. Доля компании на рынке кредитования страны составляла около 33% и за последние 4 года она выросла на 400 бп (рисунок-2).

Большую часть в структуре кредитов банка традиционно занимает корпоративное кредитование (50% на конец 4кв24), что обусловлено историческим фокусом на обслуживании крупного бизнеса, а также значительной долей государственных и квазигосударственных клиентов среди заемщиков. В то же время, банк наращивает присутствие в розничном сегменте, поддерживая устойчивый рост за счет кредитования физических лиц.

Сектор	Банковский
Тикер KASE	HSBK KZ
Цена HSBK KZ (за 30.04.2025 г.)	288,94 (KZT)
Целевая цена	343 KZT)
Рекомендация	Покупать
Потенциал роста	18,8%
Чистая прибыль (2024, млрд. T):	921
Капитализация, млрд. долл. США:	7,6
Кол-во размещенных акций, млн. шт.:	10 869
Website Компании:	www.halykbank.kz
Источник: Refinitiv Eikon	



Источник: Refinitiv Eikon

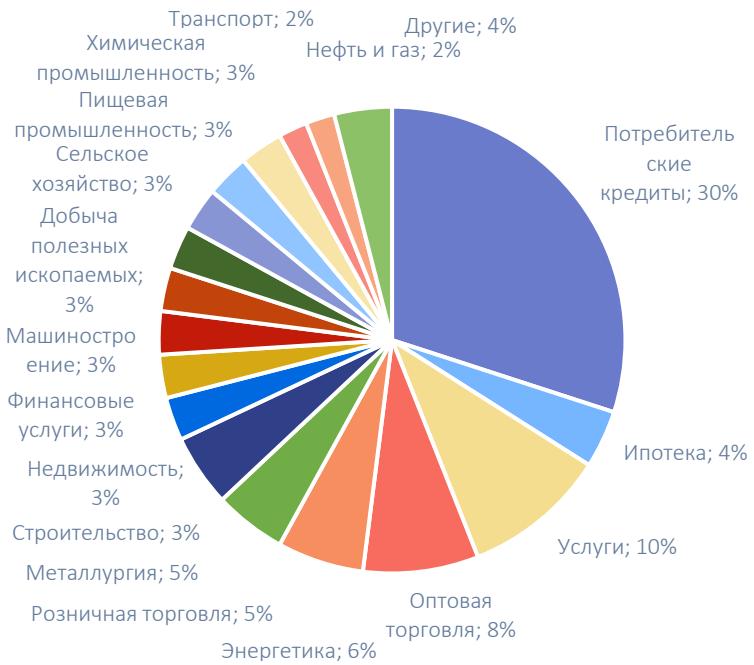


Рисунок-4. Разбивка кредитного портфеля по секторам

Важно отметить, что банк уделяет большое внимание вопросам диверсификации кредитного портфеля – как по отраслям, так и по категориям заемщиков. Это позволяет снизить влияние отдельных негативных событий на устойчивость всего бизнеса. Среди ключевых отраслей, финансируемых банком, можно отметить услуги, торговлю и энергетику, доля которых на конец 4кв24 составила 24%. На нефтегазовую отрасль приходится всего 2% несмотря на ее большую долю в структуре ВВП страны.

Розничное кредитование за последние несколько лет демонстрировало высокие темпы роста, являясь локомотивом роста всего портфеля, а его доля с начала 2022 года выросла с 30% до 34%. В структуре розничных кредитов преобладают потребительские беззалоговые займы, а ипотечное кредитование занимает всего 4%, что связано с присутствием банка "Отбасы" на этом рынке, который является оператором почти всех государственных льготных программ.

Качественные характеристики портфеля отражаются в показателях просроченной задолженности и созданных резервов. Уровень NPL (90+ дней) находится на довольно низком уровне во многом благодаря консервативным скоринговым моделям. Так, на конец 4кв24 доля займов 3-стадии (stage 3 loans) от валового портфеля составляла 6.3%, а соотношение покрытия провизиями составляло 54.5%.

Качество портфеля Халық банк в среднем лучше, чем портфель среднего казахстанского банка и исторически так было (рисунок-5). Доля неработающих займов (NPL 90+дней) на конец года была на уровне 2.3%, тогда как средний показатель банковского сектора 3.05%.

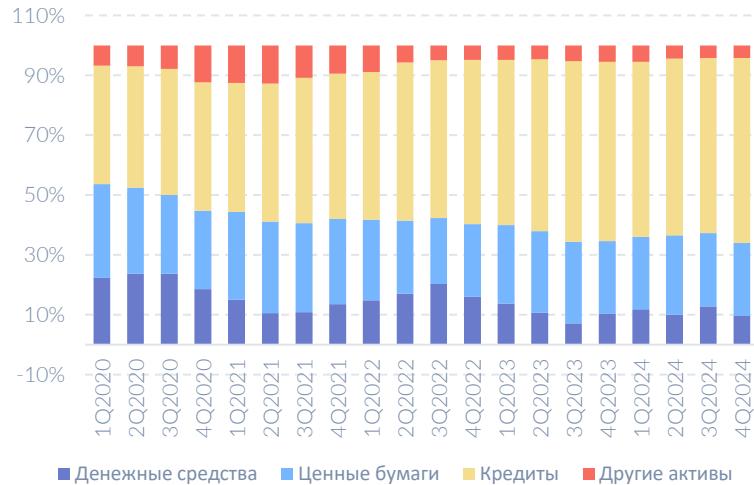


Рисунок-1. Кредиты в разрезе активов банка



Рисунок-2. Доля АО «Халық банк» на рынке кредитования

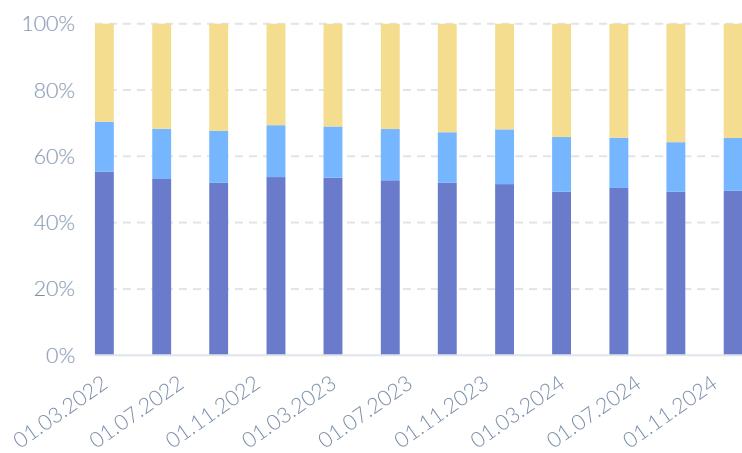


Рисунок-3. Доля сегментов в динамике...

Процентная маржа выросла на фоне ужесточения ДКП НБРК и ФРС... В 2024 году Халық продемонстрировал значительный рост ключевых финансовых показателей по сравнению с предыдущим годом. Чистая прибыль банка по итогам отчетного периода достигла 921 млрд тенге, что на 48,5% выше уровня 2023 года. Существенный прирост чистой прибыли стал следствием роста процентных доходов и сохранения контроля над расходами, несмотря на возросшую стоимость фондирования. Совокупные процентные доходы за 2024 год составили 2 016 млрд тенге, увеличившись на 26,3% по сравнению с годом ранее. Рост обеспечивался как расширением кредитного портфеля, так и эффектом повышения рыночных ставок в Казахстане. Процентные расходы также выросли на фоне ужесточения денежно-кредитной политики: в 2024 году они составили 1 051 млрд тенге против 788 млрд тенге в 2023 году, что соответствует росту на 33,4%. Несмотря на опережающий рост процентных расходов по сравнению с доходами, банк сумел сохранить положительную динамику чистого процентного дохода, который увеличился на 19,3% и составил почти 965 млрд тенге против 809 млрд тенге годом ранее.

Чистая процентная маржа на протяжении последних 2-3 лет демонстрировала стабильный рост и с 2022 года выросла с 4,8% 190 бп в 2024 году, достигнув 6,7%. Эта устойчивость обусловлена как структурой баланса, так и сбалансированным управлением пассивами. В период с 2020 по 2021 год маржа находилась под умеренным давлением, однако уже с 2022 года, на фоне начала цикла ужесточения денежно-кредитной политики, маржа начала расти. Еще одной причиной этого феномена является регуляторная среда. Предельная ставка вознаграждения по валютным вкладам банков второго уровня в Казахстане была установлена на уровне 1% годовых с 1 июля 2018 года. В ответ на возросшую инфляцию ФРС США начал поднимать ставку с начала 2022 года и к концу того же года она достигла 4,25%-4,5%. Данная ситуация создала арбитражную возможность для всех банков второго уровня, то есть банки платили всего 1% по своим валютным вкладам, а зарабатывали на них больше.

Комиссионные доходы также продемонстрировали положительную динамику: чистый комиссионный доход в 2024 году составил 127 млрд тенге, что на 11,5% больше по сравнению со 113,5 млрд тенге годом ранее. Данный рост связан с увеличением количества безналичных операций, расширением продуктовой линейки в цифровом сегменте, а также активным развитием экосистемы дополнительных финансовых и нефинансовых услуг.



Рисунок-5. Доля NPL (90+ дней) от всего портфеля в динамике...



Рисунок-6. Чистая процентная маржа.

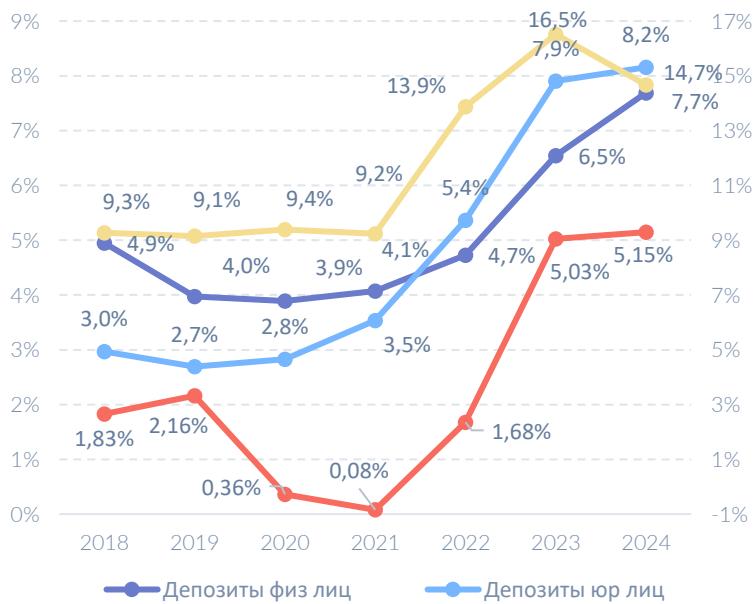


Рисунок-7. Стоимость фондирования и ставки рефинансирования

Справедливая стоимость одной акции

	Ставка роста в бесконечности				
	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	8,00%
24,00%	288	296	306	316	328
23,00%	303	312	323	335	349
22,00%	320	331	343	357	374
21,00%	338	351	366	383	402
20,00%	360	375	392	412	435

COE

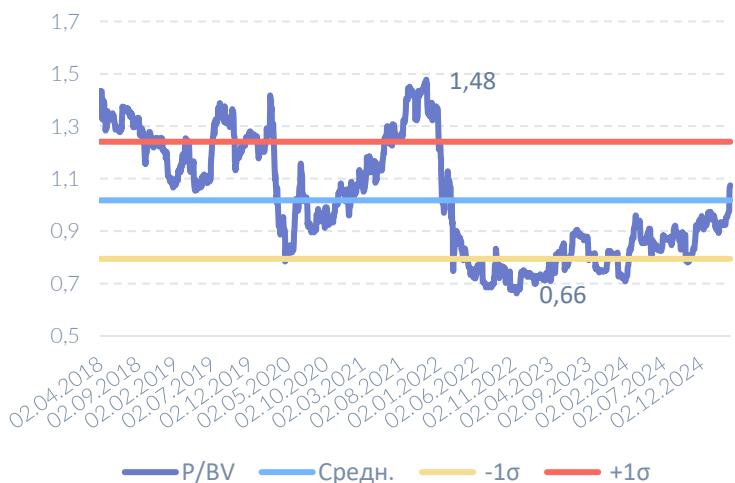


Рисунок-9. P/BV в динамике

Риски

- Ужесточение требований регулятором к достаточности собственного капитала;
- Замедление экономической активности в Казахстане;
- Факторы политической и макроэкономической неопределенности;
- Возможные изменения в налоговом законодательстве.

Рекомендация

Мы инициируем покрытие АО «Халык Банк» с рекомендацией «Покупать» и целевой ценой в размере 343 тенге за акцию. Наша целевая цена подразумевает соотношение около 1.07x по мультипликатору P/BV (2025П) против текущего 1.04x (2024Ф). Мы считаем, что акции банка недооценены, поскольку за свою историю мультипликатор цены к балансовой стоимости варьировался в диапазоне 0.64x – 1.32x, а среднее значение мультипликатора за последние 6 лет составляет 1.0x. Наша целевая цена основана на модели дисконтирования дивидендов (DDM: perpetuity approach), которая оценивает дивиденды компании за 5-летний период (2025-2029) и терминальный период (после 2029 года). Прогнозные дивиденды и терминальная стоимость компании дисконтируются на текущий период (с учетом тайминга дивидендов), чтобы определить справедливую цену. Основные предположения, которые легли в основу нашей модели следующие: (1) 22% - стоимость акционерного капитала; В нашем предположении о стоимости капитала учитывается (2) 16% - безрисковая ставка (доходность 5-летних ГЦБ Казахстана согласно последним размещениям); (3) 6.5% премия за риск по акциям (equity risk premium); (4) 0.92 – бета акций HSBK к широкому рынку; (5) 6% - ставка роста дивидендов в бесконечности.

Активы	2023Ф	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Денежные средства и эквиваленты	1 622	1 780	2 598	3 406	4 427	5 679	6 971
Межбанковское и прочее кредитование	172	157	157	157	157	157	157
Кредиты	9 285	11 466	13 992	16 818	19 925	23 224	26 631
Ценные бумаги	9 285	11 466	13 992	16 818	19 925	23 224	26 631
Процентные активы	20 364	24 868	30 739	37 200	44 434	52 284	60 389
Совокупные активы	15 494	18 548	21 893	25 527	29 654	34 206	38 904
Обязательства	2023Ф	2024Ф	2025	2026П	2027П	2028П	2029П
Межбанковские депозиты	778	814	814	814	814	814	814
Депозиты клиентов	10 930	12 990	15 900	19 112	22 642	26 390	30 262
Выпущенные долговые ценные бумаги	653	879	879	879	879	879	879
Прочие заемные средства	4	7	7	7	7	7	7
Субординированный долг	-	-	-	-	-	-	-
Процентные обязательства	12 365	14 690	17 600	20 812	24 342	28 091	31 962
Прочие обязательства	652	790	790	790	790	790	790
Совокупный акционерный капитал	2 477	3 068	3 503	3 925	4 522	5 325	6 151
Всего обязательств и капитала	15 494	18 548	21 893	25 527	29 654	34 206	38 904
Коэффициент качества активов	2023Ф	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Кредиты 3 стадии	624	763	978	1 197	1 421	1 659	1 906
Провизии	490	544	764	975	1 183	1 410	1 651
Доля кредитов 3 стадии	7,5%	6,3%	6,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Коэффициент покрытия кредитов 3 стадии	67,7%	75,1%	78,1%	81,4%	83,3%	85,0%	86,6%
Капитал и ключевые коэффициенты	2023Ф	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
РВА	12 677	16 012	18 828	21 953	25 503	29 417	33 457
Капитал первого уровня (Tier 1)	2 451	3 010	3 506	3 929	4 526	5 328	6 155
Коэффициент Tier 1	19,34%	18,80%	18,62%	17,90%	17,75%	18,11%	18,40%
Леверидж (Активы/Капитал)	6,26x	6,05x	6,25x	6,50x	6,56x	6,42x	6,32x
Валовый долг	2023Ф	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Кредиты корпорациям	5 044	5 974	6 989	8 020	9 026	9 963	10 784
Кредиты МСБ	1 619	1 916	2 329	2 777	3 249	3 728	4 196
Потребительские кредиты	3 112	4 149	5 439	6 997	8 833	10 943	13 301
Кредиты корпорациям, %	52%	50%	47%	45%	43%	40%	38%
Кредиты МСБ, %	17%	16%	16%	16%	15%	15%	15%
Потребительские кредиты, %	32%	34%	37%	39%	42%	44%	47%
Структура фондирования	2023Ф	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Межбанковские депозиты	6%	5%	4%	4%	3%	3%	2%
Депозиты клиентов	84%	84%	86%	88%	90%	91%	92%
Выпущенные долговые ценные бумаги	5%	6%	5%	4%	3%	3%	3%
Прочие заемные средства	5%	5%	4%	4%	3%	3%	2%

Отчет о прибылях и убытках, млрд тенге	2023Ф	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Чистая процентный доход	810	1 108	1 412	1 320	1 501	1 875	2 119
Комиссии	100	110	118	125	135	146	159
Доход от торговли	159	217	223	239	255	271	287
Прочий операционный доход	55	116	92	92	92	92	92
Выручка	1 124	1 551	1 845	1 776	1 983	2 383	2 656
Расходы на персонал	(127)	(160)	(180)	(201)	(224)	(250)	(279)
Прочие операционные расходы	(90)	(101)	(111)	(119)	(128)	(138)	(148)
Общие операционные расходы	(217)	(262)	(291)	(320)	(352)	(388)	(427)
Валовый операционный доход	907	1 290	1 554	1 456	1 630	1 996	2 229
Провизии	(92)	(188)	(320)	(342)	(371)	(422)	(470)
Прибыль до налогообложения	815	1 102	1 234	1 114	1 260	1 574	1 759
Налог на прибыль	(121)	(181)	(185)	(167)	(189)	(236)	(264)
Чистая прибыль	693	921	1 049	947	1 071	1 338	1 496
Неконтролирующаяся доля	(0)	(0)	-	-	-	-	-
Прибыль после миноритариев	693	921	1 049	947	1 071	1 338	1 496
Дивиденды	277	309	553	524	473	535	669

Показатели на одну акцию	2023Ф	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Количество акций (млн), на конец периода	10 899	10 899	10 899	10 899	10 899	10 899	10 899
Прибыль на акцию	64	85	96	87	98	123	137
Дивиденды на акцию	25	28	51	48	43	49	61
Балансовая стоимость на акцию	227	281	321	360	415	489	564

Ключевые мултиплекторы	2023Ф	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
P/E	4,6x	3,5x	3,1x	3,4x	3,0x	2,4x	2,1x
P/BV	1,3x	1,0x	0,92x	0,8x	0,7x	0,6x	0,5x
Дивидендная доходность	8,6%	9,6%	17,2%	16,3%	14,7%	16,7%	20,8%

Ключевые операционные метрики	2023Ф	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
ЧПД/ Активы	11,69%	13,04%	15,03%	14,37%	12,70%	12,09%	12,05%
Комиссии / Займы	1,03%	0,92%	0,80%	0,70%	0,64%	0,59%	0,56%
Расходы / Доходы	19%	17%	16%	18%	18%	16%	16%
Провизии / Займы	1,09%	1,58%	2,14%	1,89%	1,73%	1,69%	1,64%
Эффективная налоговая ставка	14,9%	16,4%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%

Ключевые операционные метрики	2023Ф	2024Ф	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
ROE	31,6%	33,3%	31,7%	25,1%	25,0%	26,9%	25,8%
ROA	4,7%	5,4%	5,2%	4,0%	3,9%	4,2%	4,1%
NIM	6,6%	7,6%	8,1%	6,6%	6,5%	7,1%	7,2%

Контактная информация:

АО «Сентрас Секьюритиз»
Республика Казахстан, г. Алматы, 050008, ул. Манаса, 32А
Телефон: 8 (727) 259 88 77
Email: info@centras.kz
Website: www.cesec.kz

Аналитический департамент:

Директор
Кыстаубаев Куаныш
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 719
Email: kkystaubayev@centras.kz

Младший аналитик
Сарсембаева Аяулым
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 719
Email: asarsembayeva@centras.kz

Младший аналитик
Токкожа Томирис
Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 719
Email: ttokkozha@centras.kz