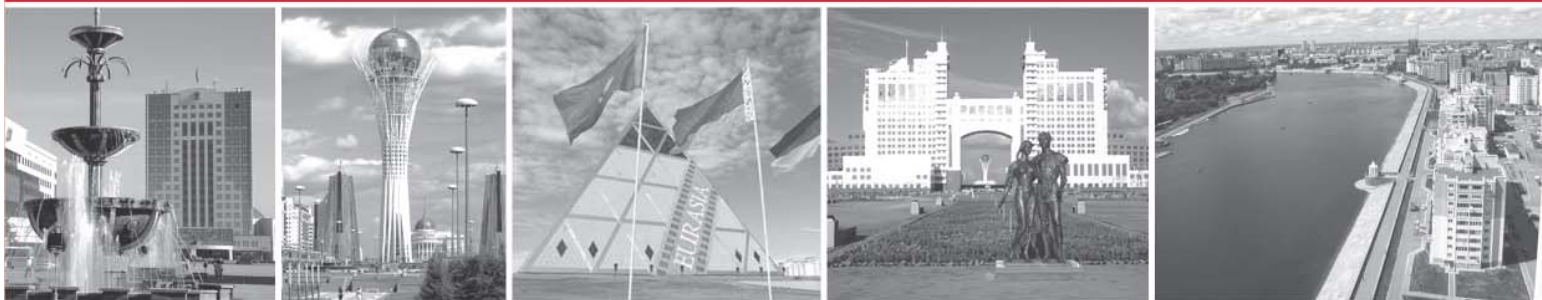




**ДВОЙСТВЕННОСТЬ КАЗАХСТАНСКОГО  
РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ:**

**Сохранится относительно низкая  
доходность госбумаг, высокая - корпоративных.**



## Двойственность Казахстанского рынка облигаций: Сохранится относительно низкая доходность госбумаг, высокая - корпоративных.

- Долговые инструменты фавориты рынка.
- Предложение госбумаг повышается.
- Внешний долг правительства сравнительно маленький.
- Гос. облигации куплены банками и брокерами, корп. облигации клиентами и пенсионными фондами.
- Но с 1 апреля 09 пенсионные фонды должны содержать не менее 20% гос бумаг, а с первого октября доля гос бумаг должна составлять не менее 30%.
- Благодаря использованию пенсионных средств и средств Нац. Фонда возрастание предложения гос. бумаг не должно серьезно взвинтить их доходность, может быть в диапазоне 8-10%.
- Доходность корп. облигации остается высокой, отражая риск и ограниченный спрос, может быть в диапазоне 14-18%.
- Бумаги отдельных компании и банков могут быть интересными.

### Долговые инструменты фавориты рынка, предложение гос. бумаг повышается.

Ухудшающаяся кредитоспособность участников и неприятие риска иностранными участниками привели к снижению объемов торгов акциями; за период первое полугодие 08 к первому полугодию 09 - обвалились почти в два раза (график 1). В то же время объемы торгов по корпоративным и государственным обязательствам выросли на

30% и 14% соответственно. Все большую долю на рынке набирают инструменты МинФина (график 2) так как даже увеличивающееся использование ресурсов Нац фонда во время финансового кризиса не позволяет сбалансировать бюджет.

График 1

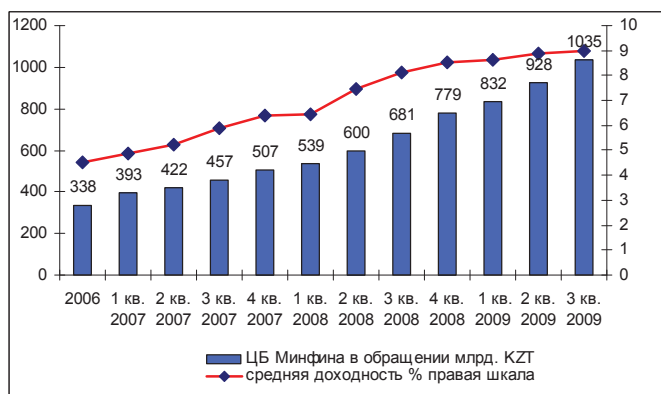
Объемы торгов ГЦБ НЦБ, USD mln



Источник: КФБ, ATFBank Research

График 2

Внутренний долг Правительства РК в среднем за период и доходность гос. бумаг



Источник: Минфин РК, ATFBank Research

Таблица 1: Государственные ценные бумаги.

	ЦБ Минфин РК, всего, млн.тенге	МЕККАМ		МУИКАМ		МЕОКАМ		МЕУКАМ		МЕУЖКАМ	
		объем	Эффект. дох-ть, %	объем	Эффект. дох-ть, %	объем	Эффект. дох-ть, %	объем	Эффект. дох-ть, %	объем	Эффект. дох-ть, %
<b>12.08</b>	816 066	174 055	6,91	52 909	14,28	283 775	6,31	84 018	6,78	221 309	-
<b>01.09</b>	809 579	177 826	6,90	52 909	14,28	272 517	6,45	84 018	6,78	222 309	-
<b>02.09</b>	833 293	180 127	6,96	52 909	14,28	274 653	6,47	87 618	6,86	237 986	-
<b>03.09</b>	853 238	141 977	6,73	52 909	14,28	301 909	6,69	103 458	7,11	252 986	-
<b>04.09</b>	893 442	131 101	6,71	52 909	14,28	320 356	6,69	126 090	7,00	262 986	-
<b>05.09</b>	932 527	117 405	7,55	52 909	14,28	338 128	6,81	149 100	7,23	274 986	-
<b>06.09</b>	959 263	84 081	7,58	52 909	14,28	351 594	6,83	183 693	7,38	286 986	-
<b>07.09</b>	1 003 080	62 759	7,56	52 909	14,28	376 134	6,84	209 293	7,24	301 986	-
<b>08.09</b>	1 067 551	53 273	7,58	52 909	14,28	402 224	6,73	238 160	7,25	320 986	-
<b>09.09</b>	1 119 336	88 197	6,26	52 909	14,28	406 738	6,73	244 840	7,24	326 652	-

Источник: НБК, ATFBank Research

Таблица 2: План эмиссий Минфина РК на 2009 г.

Аукционы	Тип ЦБ	Планируемый объем млрд. KZT	Факт
1кв	МЕККАМ	36,0	
	МЕОКАМ	36,0	
	МЕУКАМ	49,0	
	МЕУЖКАМ	54,0	
Итого:		<b>175,0</b>	<b>100,2</b>
2кв	МЕККАМ	42,0	
	МЕОКАМ	51,0	
	МЕУКАМ	42,0	
	МЕУЖКАМ	49,0	
Итого:		<b>169,0</b>	<b>164,5</b>
3кв	МЕККАМ	36,0	
	МЕОКАМ	34,0	
	МЕУКАМ	44,0	
	МЕУЖКАМ	49,5	
Итого:		<b>163,5</b>	<b>138,6*</b>
4кв	МЕККАМ	36,0	
	МЕОКАМ	52,0	
	МЕУКАМ	31,0	
	МЕУЖКАМ	47,4	
Итого:		<b>166,4</b>	
<b>Итого за год:</b>		<b>668,9</b>	<b>403,3</b>

\*данные за июль, август

Источник: Минфин РК, ATFBank Research

МЕККАМ - ГККО гос. казначейские краткосрочные обязательства до 1 года;  
 МЕОКАМ - ГККО от 1 до 5 лет;  
 МЕУКАМ - ГДКО гос. казначейские долгосрочные обязательства 5 л+ 30/360;

МУИКАМ - ГДКО 5 л+ индексированный купон 30/360;  
 МЕУЖКАМ - ГДКО 5 л+ индексированный купон размещаются и обращаются среди НПФ половину своего срока 30/360;

**Таблица 3:** Распределение выпущенных обязательств Минфина РК по срокам в %

	< 5 лет	< 10 лет	<15 лет	<20 лет
2007	41%	59%		
2008	76%	20%	4%	
2009*	42%	34%	11%	13%

\* предварительные

Источник: Минфин РК, ATFBank Research

## Внешний долг правительства сравнительно маленький.

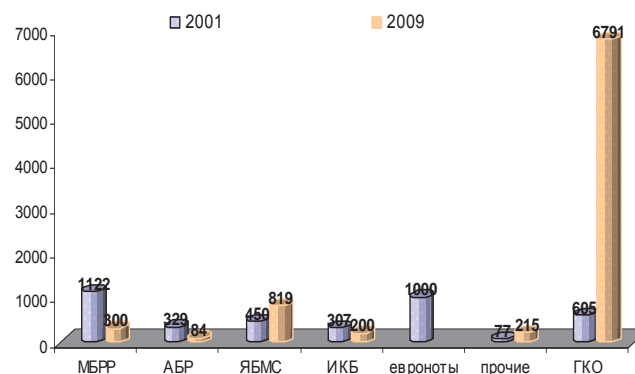
Внешний долг правительства в сравнении с внутренним маленьким (график 3, таблица 4). С начала 2000 гг. структура гос. долга не претерпела существенного изменения. Доля основных четырех кредиторов - Международного Банка Реконструкции и Развития, Азиатского Банка Развития, Японского банка международного сотрудничества, иностранных коммерческих банков (без учета евроноут) снизилась незначительно с 97% в 2001 г. до 87% в 2009 при этом уже подписано кредитное соглашение с АБР о предоставлении 500 млн USD на покрытие дефицита бюджета. Доля прочих кредиторов возросла с 3% за аналогичный период до 13% за счет расширения числа участников с Аравийского полуострова как например - Саудовский Фонд Развития, Кувейтский Фонд Арабского Экономического Развития, Фонд Развития Абу-Даби, а также существенный рост доли ЕБРР свыше 118 млн USD.

В 2010 и 2011 гг. внешнее заимствование Правительства будет расти. Украина и Россия уже рассматривают возможность выхода на международные долговые рынки и Казахстан тоже кандидат, но сомнительно, что внешний долг увеличится в очень больших объемах. Внешнее заимствование не настолько дешевле внутреннего чтобы Правительство существенно переориентировалось на за границу.

Мы ожидаем, что в 2010 внутренний долг Правительства увеличивается приблизительно равно 75% дефицита республиканского бюджета указанного в проекте бюджета на 2010 г. т.е. 4.1% ВВП (USD 3 млрд.- KZT 450 млрд.)

**График 3**

Структура внутреннего и внешнего долга правительства РК, млн USD



МБРР-Международный Банк Реконструкции и Развития, АБР-Азиатский Банк Развития, ЯБМС-Японский банк международного сотрудничества, ИКБ-Иностранные коммерческие банки.

**Таблица 4:** Внутренний и внеш. долг Правительства РК USD млн.

	Внутр. ГКО	Внеш. долг МФО	Евроноуты
июл.09	6 386	1 584	-
июл.08	5 157	1 467	-
2006	2 227	1 427	350
2004	1 154	2 423	650
2002	559	2 262	1 000
2001	605	2 285	1 000

Источник: Минфин РК, ATFBank Research

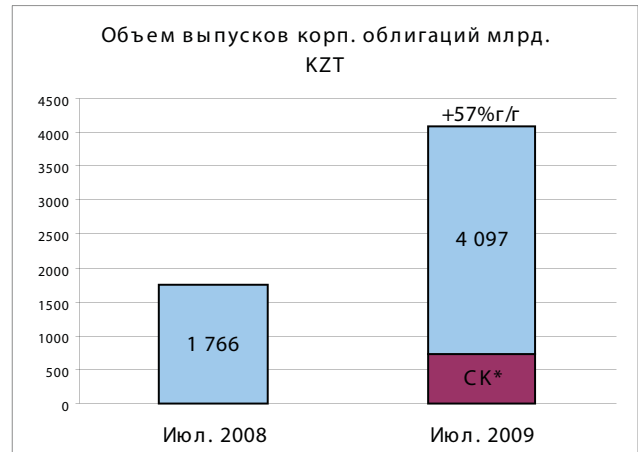
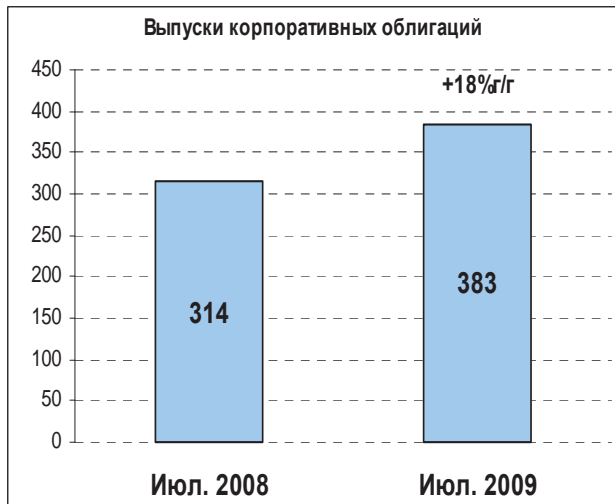
## Взрывной рост выпусков корп. (банковских) облигаций.

За период июль 08 к июлю 09 объемы выпусков корпоративного долга подскочили на 57%, превысив в номинальном выражении

4 триллиона тенге (график 5) так как банкам внешнее фондирование стало менее доступным.

График 4, 5

### Эмиссии корпоративного сектора



\* облигации СК в объеме KZT745 млрд.

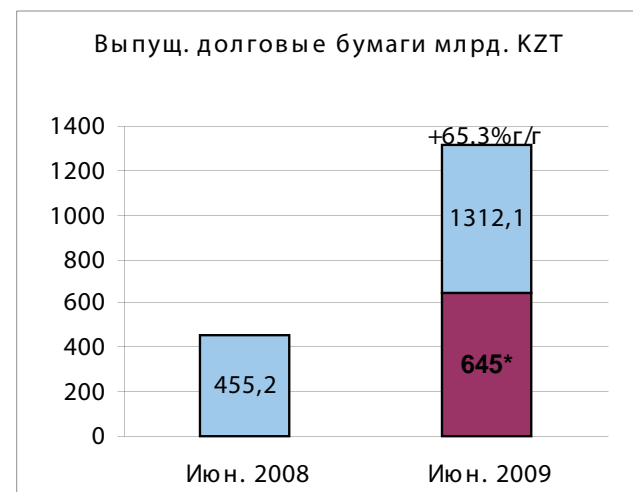
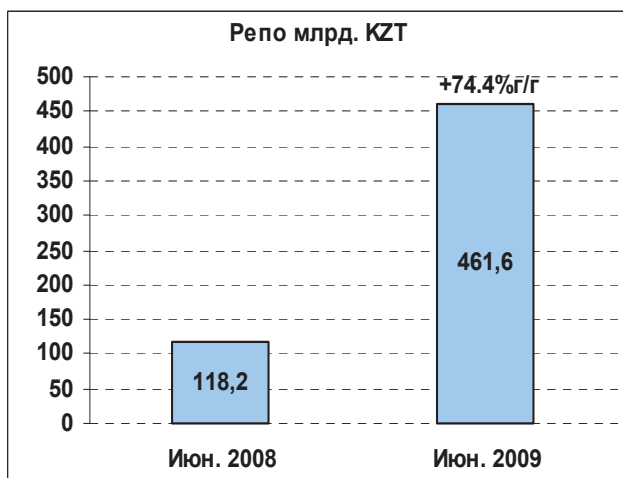
Источник: АФН, ATFBank Research

Взрывной рост операций репо и выпущенных банками долговых бумаг в совокупных обязательствах банков свидетельствует о возрастающей зависимости от внутреннего финансового рынка.

Доля операций репо и выпущенных долговых бумаг в обязательствах банков выросли с 5.5% на 1 Июня 2008 до 14.1% на 1 Июня 2009 (график 6,7).

График 6, 7

### РЕПО и ЦБ в обязательствах банков



\* облигации БТА купленные СК.

Источник: АФН, ATFBank Research

Доля финансового сектора в структуре корпоративного долга достигла 88% (таб. 5).

Таблица 5:

**Отраслевая структура эмитентов корпоративных облигаций, USD mln**

	Финансы/	потребительский	промышленность	энергетика	коммунальный	сырьевой
1/01/09	11 129,4	399,2	357	234,9	154,2	149,6
1/01/08	12 945,9	470,2	564,5	287,4	194,6	178,6
1/01/07	11 278,7	436,2	410,2	308,7	181,1	240,1

В таблице данные представляет суммарную номинальную стоимость размещенных ценных бумаг и превышающих 100 млн USD.

Источник: КФБ, ATFBank Research

### Самрук Казына.

Рост новых выпусков в первом квартале 2009г. частично связан с выходом на рынок корпоративного долгового капитала главного агента государства Фонда нац. благосостояния Самрук-Казына, который в рамках гос. анти-кризисной программы выпустил долгосрочных облигаций на сумму 745,5 млрд тенге, с годовой ставкой купона 8%. До конца 2009 года СК планирует довести объем эмиссий до эквивалента 10 млрд. USD при этом общая капитализация корпоративных долговых инструментов на Казахстанской фондовой бирже в июле с.г. составляла USD11.6 млрд.

Но учитывая, что бумаги СК не обращаются на открытом рынке и учитываются в Нац фонде это не должно прямо повлиять на лик-

видность фондового рынка за исключением предложения о покупке облигаций СК пенсионными фондами в объеме 360 млрд. тенге.

Национализация проблемных банков БТА и Альянса вызвала необходимость привлечения новых средств, так в марте БТА и Альянс выпустили облигаций на сумму KZT345 млрд и KZT105 млрд, соответственно. Для решения срочных проблем с ликвидностью до недавнего времени крупнейшего казахстанского банка СК приобрела облигаций БТА на огромную сумму 645 млрд тенге (график 7).

### Несмотря на слабое внешнее фондирование, объем выпуска корп. облигаций в 2010 не будет большим

В «Концепции новой финансовой системы» НБРК и АФН озвучен 30% порог внешних заимствований от обязательств банка. Исходя из этого, гонка за капиталом и в ближайшие годы должна быть жаркой. Но с другой стороны и кредитование будет расти слабо ввиду низкого качества кредитного портфеля и из-за сдержанности инвестиционной активности предприятий и в следствии ограниченного спроса на

кредиты на ранних фазах экономического подъема. «Концепцией» предусматривается не только ограничение внешнего заимствования но и вообще ограничение по оптовому фондированию, соответственно и выпуска облигаций. Поэтому мы ожидаем, что выпуски банковских облигации в 2010, 2011 гг. будут ограничены отдельными институтами с хорошей кредитоспособностью.

### Рынок небанковских корп. облигаций не значительный

По данным биржи среди 10 самых ликвидных корпоративных облигаций за год на середину октября 2009 было представлено всего два не-банковских эмитента:

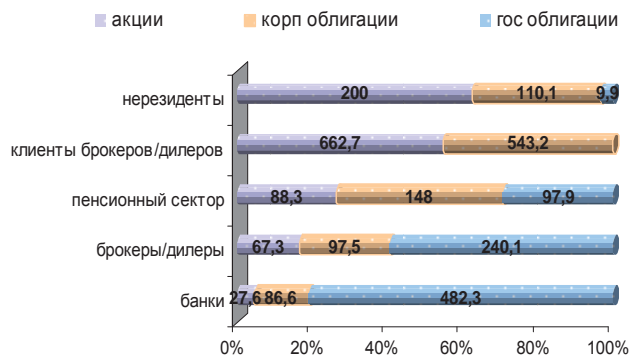
АО «Корпорация «Ордабасы» (ORDBb2) с объемом торгов USD27 млн.

за год на середину октября 2009, и доходностью 78,0% по последней сделке, и облигации (см. так же график 16). АО «Батыс транзит» с объемом торгов USD23 млн., за год на середину октября 2009 с доходностью 9,7% по последней сделке.

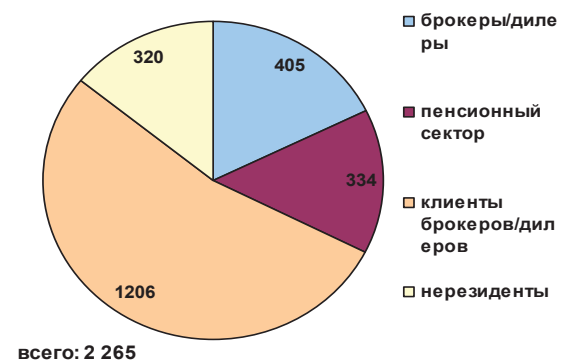
## Гос. облигации куплены банками и брокерами, корп. облигации клиентами и пенсионными фондами.

График 8, 9

Основные покупатели ценных бумаг на КФБ 2008 г. в разрезе рынков. (гросс-оборот млрд. KZT)



Основные покупатели ценных бумаг на КФБ 2008 г. (гросс-оборот млрд. KZT)



Источник: КФБ, ATFBank Research

## Нерезиденты: доля скромная

Доля нерезидентов (график 8,9) в сделках с гос бумагами в 2008 резко упала до 1,2% (9,9 млрд. тенге), против 16,6% в 2007 году, что свидетельствует об очень низком уровне присутствия нерезидентов на местном фондовом рынке через организованный рынок (КФБ). Кроме того, значительные объемы транзакции акций и корпоративных облигаций отчасти инвестиции местных игроков использующих

иностранные компании во избежание раскрытия информации о конечных владельцах.

Одной из причин малого интереса нерезидентов является низкая ликвидность рынка (Таблица 6).

Таблица 6:

### Низкая ликвидность долгового рынка.

Капитализация корп. рынка долга	Ср. дневной оборот*	Ср. дневной оборот % капитализации
USD11.6 bn	USD12.1 mln	0.001

\* шесть месяцев 2009.

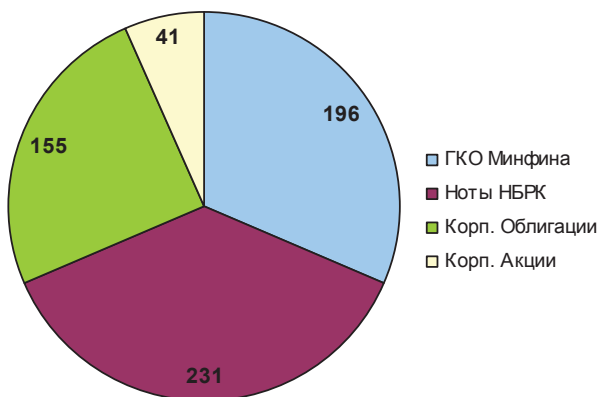
Источник: КФБ, ATFBank Research

## Банки: выкупают свои облигации.

График 10, 11

Вложения банков в местные финансовые инструменты млрд. KZT.

1 Июл 2008

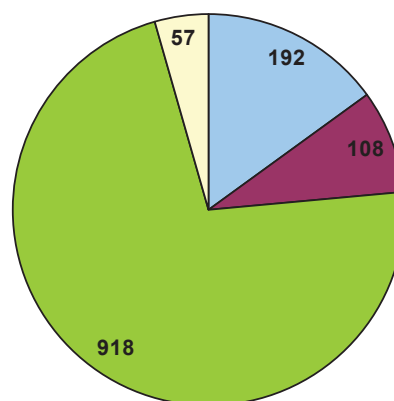


всего: 623

Источник: АФН, ATFBank Research

Стремительное падение цен по евробондам казахстанских банков на западных рынках, вследствие массового выхода международных инвесторов из бумаг развивающихся стран, когда доходности с легкостью превышали 50% вызвало волну скупки самими банками своих собственных бондов. Так со второй половины 08 года объемы корп. бондов в портфелях банков выросли в пять раз и достигло невиданных объемов превысив 900 млрд. тенге (график 10,11), при этом снизили долю краткосрочных нот НБК. Практически все банки имевшие евробонды воспользовались возможностью частично вы-

1 Июл 2009



всего: 1 275

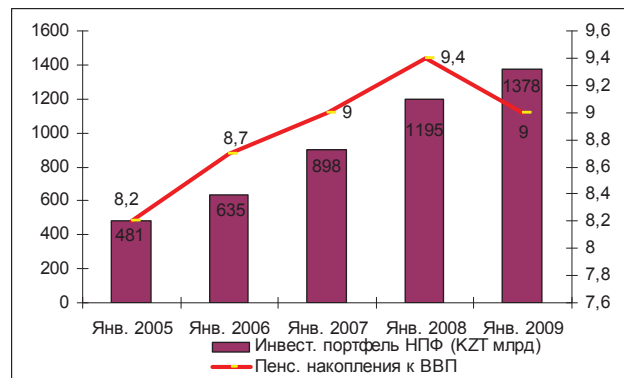
купить свои долговые бумаги с открытого рынка в результате доходности по ним существенно снизились.

При этом банки не только участвовали в обратном выкупе, но и провели листинг своих евробондов на КФБ (в частности Казком) объемом в десять раз превышающем объем своих уже обращавшихся на бирже облигаций, заметно оживив местный рынок бумагами номинированными в различных мировых валютах предложив определенную диверсификацию местным инвесторам.

## НПФы: источники дешевого фондирования.

На 1 января 09 активы НПФ составили 1,4 трлн тенге 8.9% от ВВП (график 12). Среднемесячный приток от пенсионных отчислений эквивалентный 150 млн USD. За период янв-июн 2009 пенсионные накопления несмотря на рецессию увеличились на 224,6 млрд. тенге. Имея такие ресурсы НПФ являются в настоящих условиях единственным источником долгосрочного и дешевого фондирования.

График 12 Пенсионный сектор в экономике



Источник: АФН, ATFBank Research



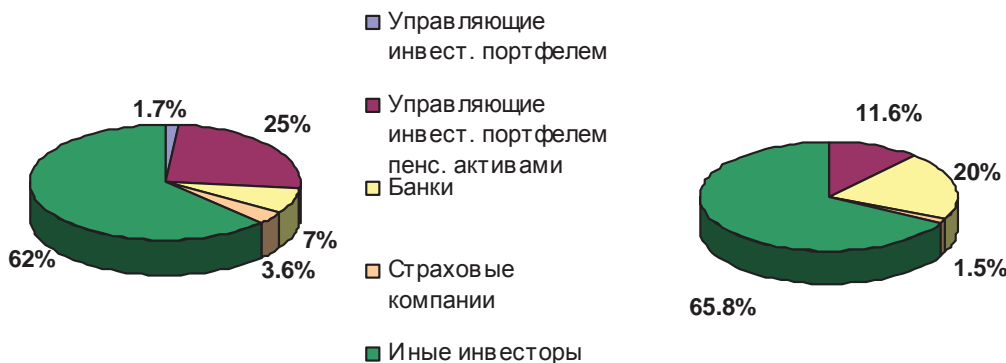
В соответствии с новыми требованиями АФН инвест. портфель НПФ с 1 апреля 09 должен содержать не менее 20% гос бумаг, а с первого октября доля гос бумаг должна составлять не менее 30%. В связи с этим НПФ за период июль 08-июль 09 сократили инвестиции в корп. облигации более чем в два раза (с 25% до 11.6%), в тоже время коммерческие банки увеличили долю вложений в корп. облигации с 7% до 20% (график 14).

На 1 июля текущего года доля гос. бумаг в портфелях НПФ уже превышает 31% объемом 502 млрд тенге, тогда как на 1 июля в 2008 году не достигала 25%, 332 млрд тенге (график 13,14).

В условиях когда доля гос. бумаг уже превышает 30% доли портфеля пенсионных фондов, а потребности финансирования дефицита бюджета превышают приток средств в пенсионные фонды, и правительство вынуждено использовать другие источники так как внешнее заимствование, средства Нац. Фонда, частные инвесторы.

График 13, 14

Инвесторы корп. облигаций Июль 08-Июль 09



Источник: АФН, ATFBank Research

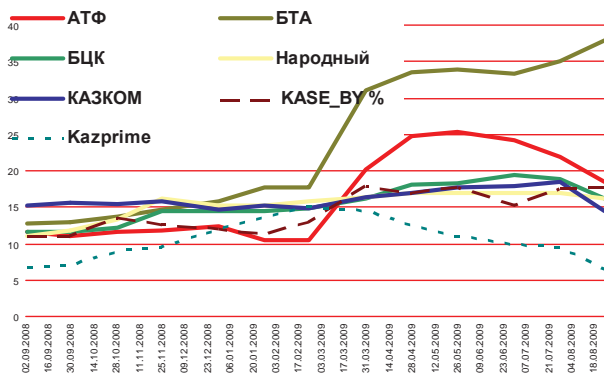
## Доходность (корп. облигаций) осталась высокая, отражая высокий риск в банковском секторе и ограниченность спроса.

Индекс доходности корпоративных облигаций KASE\_BY достигал 15% в марте 09 (график 15). Банковские облигации занимают наибольший вес. Не взвешенная средняя доходность банковских облигаций находится на уровне 15%, несмотря на выкуп самими банками, отражая невысокое качество кредитного портфеля банков.

К росту доходности добавился и рост дефолтов. На 1 августа количество эмитентов допустивших дефолт в 2009г. достигло 22, общий объем выпусков под дефолтом превысил 128 млрд. тенге представляющие в большей части финансовый и строительный секторы.

График 15, 16

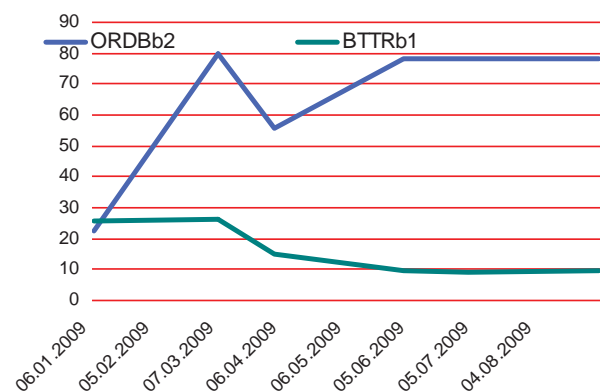
Доходности\* корп. облигаций и индекс KASE\_BY, Kazprime



\* не взвешенная средняя

Источник: КФБ, ATFBank Research

Доходности\* корп. небанковских облигаций



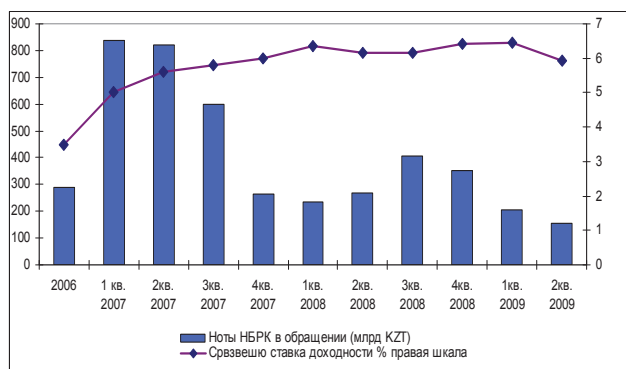
## Нацбанк добавит ликвидность

Доходности остались высокими несмотря на большие объемы ликвидности предоставленными Нацбанком в периоды ухудшения ликвидности в банковской системы. Эмиссионная активность Нацбанка с начала кризиса снижается, находящиеся в обращении ноты НБРК (график 17) с июля прошлого года по июль текущего года уменьшились более чем в два раза (322 млрд тенге и 145 млрд тенге). Нац. банк проводил операции обратного РЕПО, операции валютного СВОП. Объемы обратного репо НБРК за первое полугодие 2009 превысили более чем в полтора раза аналогичные показатели

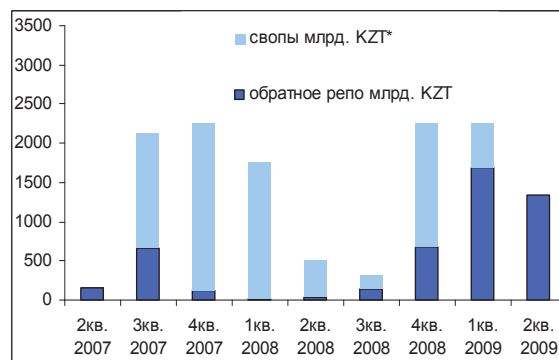
за 2007 и 2008 гг. вместе взятые. Рекордные объемы операций рефинансирования НБРК (график 18), вместе с вливанием 30 янв. 2009 года Народному и Казкоммерцбанку 120 млрд. тенге каждому, а также 2 февраля БТА 212 млрд. тенге и Альянс Банк 24 млрд. тенге от ФНБ «Самрук-Казына», кроме того учитывая и другие средства банковскому сектору, удалось улучшить ликвидность на рынке и снизить давление на сектор (в сентябре 09г Kazprime опустился до 6.3%).

График 17, 18

Объемы и доходности нот НБРК



Объемы операций рефинансирования НБРК



\*Своп операции сошли на нет в конце первого квартала 09г. в связи с девальвацией тенге.

Источник: Нац. Банк РК, ATFBank Research.

## Прогноз: диапазон для гос. бумаг 8-10 % в 2010 г., для корп. бумаг 14-18 %

Так как у государства имеются альтернативные средства фондирования – Нац. фонд, выход на внешние рынки, перенаправление пенсионных накоплении – доходность гос бумаг наверно останется в среднем в 2010 г. в диапазоне 8-10 %. Мы ожидаем при стабильном обменном курсе и при такой доходности - госбумаги могут стать интересными и нерезидентам.

Для эмитентов с высокой кредитоспособностью доходности будут более низкими, хотя следует учесть низкую ликвидность рынка которая порой оставляет вне фокуса внимания вполне надежные бумаги. Данная ситуация открывает возможности по инвестированию для игроков обладающих необходимыми знаниями подобрать ценные бумаги с существенным профитом на пока еще не переполненном рынке.

По контрасту, слабая ликвидность при высоком корпоративном и именно банковском риске удержит доходность относительно надежных корпоративных облигаций скорее всего в диапазоне 14-18%.

## КОНТАКТЫ

### Казахстан

050000, г. Алматы,  
ул. Фурманова, 100  
www.atfbank.kz

### ATFBank Research

**Ханс Хольцхаккер**  
Главный аналитик, управляющий директор АО  
«АТФБанк»  
H.Holz hacker@atfbank.kz  
**Тимур Дауранов**  
T.Dauranov@atfbank.kz  
**Асан Курманбеков**  
a.kurmanbekov@atfbank.kz  
**Айгуль Омарова**  
A\_Omarova@atfbank.kz  
**Асем Токаева**  
A.Tokaeva@atfbank.kz

### Департамент по работе с международными корпоративными клиентами:

**Ралитца Сербезова**  
Serbezova@atfbank.kz  
**Евгения Парфенова**  
Parfenova@atfbank.kz

### Департамент по работе с кор- поративными клиентам

**Байжанова Алия Ерсеновна,**  
Директор Департамента по работе с  
крупными корпоративными клиентами,  
a.baizhanova@atfbank.kz  
**Исин Мурад Бакыбаевич**  
И.о. Директора Департамента по работе  
с корпоративными клиентами,  
Issin@atfbank.kz

### Департамент Казначейства, Жумабай Касенов,

Kassenov@atfbank.kz

### Управление кастодиального обслуживания

**Владимир Васильев,**  
Начальник Управления  
кастодиального обслуживания,  
vassilyev@atfbank.kz

### АТФ ФИНАНС

**Адлет Алиев,**  
Управляющий директор,  
ali@atfbank.kz  
**Мрат Юсубалиев,**  
Управляющий портфелем,  
Отдел по управлению  
инвестиционным портфелем,  
mrat@atfbank.kz

Данный Обзор (далее - Документ) подготовлен группой аналитиков АО «АТФБанк». Все права автора защищены.

Документ подготовлен только для информационных целей и не является: 1) предложением или ходатайством о предложении, продаже или покупке какого-либо финансового инструмента и/или 2) профессиональным советом в отношении какого-либо инвестиционного решения и/или 3) рейтинговой оценкой бизнес - организаций.

Документ не может быть распространен, воспроизведен, раскрыт или опубликован целиком или частично в какой бы то ни было форме или какими бы то ни было средствами без письменного разрешения авторов.

Информация и мнения, содержащиеся в данном Документе, основаны на сведениях полученных из источников, которые считаются достоверными авторами, однако последние не дают гарантии, скрытой или явной, и не несут обязательств, ответственности, в том числе по какому-либо возмещению, по отношению к получателю данного Документа и/или третьим лицам касательно точности, полноты и/или корректности любой информации, содержащейся в Документе. В дальнейшем авторы не обязаны обновлять информацию в этом Документе.

Любое лицо, приобретшее или получившее данный Документ, должно соблюдать вышеуказанные ограничения.