

СУЩЕСТВЕННОЕ УЛУЧШЕНИЕ ПО СРАВНЕНИЮ С 2009 Г., НО ВО МНОГОМ ЗА СЧЕТ I ПОЛУГОДИЯ

Финансовая отчетность за 2010 г.

II полугодие оказалось хуже первого. Вчера Альфа-Банк опубликовал результаты 2010 г., показавшие существенное улучшение ситуации по сравнению с 2009 г. Вместе с тем улучшение было достигнуто в основном за счет I полугодия, в котором показатели отчета о прибылях и убытках значительно превысили уровень второй половины года. Снижение прибыли во II полугодии было обусловлено повышением стоимости риска, сокращением доходов от операций с ценными бумагами и некоторым увеличением операционных расходов.

Кредитный портфель продолжает расти. Если в I полугодии 2010 г. объем валовых кредитов Альфа-Банка вырос на 12%, то во втором увеличился уже на 20%, достигнув 18,1 млрд долл. В результате совокупные активы выросли на 32% и составили 28,5 млрд долл. Таким образом, были существенно превышены как среднеотраслевые темпы роста активов, равные 15%, так и прогноз банка по их объему на уровне 23–24 млн долл. Основным источником роста активов стало увеличение корпоративного кредитования, однако следует отметить и возобновление роста розничного кредитного портфеля банка после его сокращения в I полугодии 2010 г. Увеличение розничного портфеля было достигнуто за счет выдачи кредитных карт и потребительских кредитов. Объем ипотечных и автокредитов уже довольно давно стагнирует.

Крупный портфель ценных бумаг. Портфель финансовых активов Альфа-Банка достиг 17,3% совокупных активов, или 4,9 млрд долл., против 14,5% в 2009 г., в результате чего банк вошел в число лидеров банковской системы по объему портфеля ценных бумаг. В будущем накопление финансовых активов (преимущественно облигаций) может отрицательно сказаться на чистой процентной марже банка, поскольку в последнее время доходности облигаций быстро идут вниз. Кроме того, у нас нет уверенности, что портфель позволит получать стабильный доход от торговых операций – так, во II полугодии 2010 г. он был нулевым.

Качество активов повысилось до уровня 2008 г. К концу 2010 г. доля задолженности по кредитам, просроченной на один день и больше, снизилась до 4,7% с 12,1% в июле 2010 г. и 21,2% в декабре 2009 г. В настоящий момент резервы на потери по ссудам (7,6% валовых кредитов) превышают объем просроченной задолженности, тогда как в 2008 – I полугодии 2010 г. картина была противоположной. По итогам 2010 г. объем резервов в абсолютном выражении сократился на 8% до 1,38 млрд долл. Однако это не значит, что банк не списывал безнадежные кредиты – во II полугодии 2010 г. потери кредитного портфеля, отраженные в отчете о прибылях и убытках, составили 2012 млн долл. против 169 млн долл. в I полугодии 2010 г. и 194 млн долл. – II полугодии 2009 г. В 2010 г. банк списал безнадежные кредиты в размере 522 млн долл. (из них 326 млн долл. – во II полугодии). В настоящий момент уровень резервов (7,6%) остается значительно более высоким, чем в предкризисные годы (например, в 2007 г. он был равен 2,5%), и это позволяло надеяться, что по итогам 2011 г. стоимость риска существенно меньше скажется на прибыли. Мы осторожно оцениваем объем затрат на резервирование по итогам 2011 г. в 250 млн долл.

Чистая процентная маржа снижается, но по-прежнему высока. Обсуждение резервов дает возможность плавно перейти к теме отчета о прибылях и убытках, показатели которого в I квартале 2010 г., как мы уже отмечали, были луч-

Основные финансовые показатели Альфа-Банка, млн долл.

МСФО	6M09	2009	6M10	2010
Чистый процентный доход	571	1 075	640	1 307
Чистые комисс. доходы	109	255	127	317
Доходы от операций с ц.б.	89	170	87	157
Доходы от операций с дериватив.	(79)	(118)	(22)	(15)
Д-ды от опер. с валютой и метал.	22	(51)	136	57
Сумм. операц. доходы	777	1 460	1 005	1 912
Операционные расходы	(352)	(747)	(403)	(842)
Резервы	(395)	(589)	(168)	(370)
Чистая прибыль	6	77	296	553
Денежные средства и эквив.	2 911	1 966	2 397	3 182
Средства в банках	2 870	2 270	2 147	2 754
Ценные бумаги	2 056	2 880	3 074	4 448
Деривативы	297	63	113	106
Кредиты и авансы клиентам	13 830	13 449	13 695	16 795
Основные средства	322	366	451	304
Прочие активы	679	652	702	889
Активы	22 995	21 646	22 579	28 478
Средства банков	3 961	1 108	1 516	2 097
Деривативы	260	174	215	163
Средства клиентов	12 598	13 686	12 985	16 812
Синдиц. и прочие кредиты	588	295	218	190
Долговые ценные бумаги	2 000	1 565	2 652	4 107
Прочие обязательства	299	373	404	635
Субординированный долг	768	1 747	1 706	1 395
Собственный капитал	2 521	2 698	2 883	3 079
Коэффициенты				
Чистая процентная маржа, %	5,4	5,2	6,8	6,0
ROAA, %	0,1	0,3	2,7	2,2
ROAE, %	0,5	3,0	21,2	19,1
Просроч. задолженность*, %	24,2	21,2	12,1	4,7
Норма резервирования, %	9,5	10,1	9,5	7,6
Достаточность капитала, %	14,7	20,2	22,1	18,2
Дост-ть капитала I уровня, %	12,0	13,1	14,7	12,6
Кредиты/депозиты, %	109,8	98,3	105,5	99,9
Расходы/доходы, %	45,3	51,2	40,1	44,0

* Кредиты, просроченные более 1 дня

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

ше, чем во втором. Чистая процентная маржа по итогам 2010 г. составила 5,7% против 6,2% в I полугодии 2010 г. Вышеупомянутые потери по кредитам привели к снижению чистой процентной маржи после резервов до 4,1%, что, тем не менее, существенно лучше, чем 2,3% в 2009 г. Хуже обстояло дело с доходом от операций с ценными бумагами и иностранной валютой, который упал до нуля во II полугодии 2010 г. с 200 млн долл. в первом. В результате операционный доход по итогам II полугодия 2010 г. составил 705 млн долл. – совсем неплохо по сравнению с 489 млн долл. по итогам II полугодия 2009 г., но существенно хуже, чем 837 долл. во I полугодии 2010 г. Вычтя операционные расходы, получаем прибыль до налогообложения по итогам 2010 г. в размере 700 млн долл., что на 465% превышает уровень 2009 г., но, опять-таки, подчеркнем, что во II полугодии банк получил 266 млн долл. прибыли, а в первом – 434 млн долл. Следует заметить, что чистая процентная маржа Альфа-Банка остается более высокой, чем у многих его конкурентов, и, таким образом, снижение прибыли по сравнению с I полугодием, стало в основном результатом волатильности доходов от операций с ценными бумагами и сезонного роста операционных расходов в IV квартале.

Достаточность капитала постепенно падает, ликвидность остается высокой. По итогам 2010 г. показатель ROE достиг 18% против 2,9% в 2009 г., но кредитный портфель рос опережающими темпами, что создало давление на достаточность капитала I уровня. Как следствие, отношение капитала к совокупным активам снизилось с 12,8 в июле 2010 г. до 10,8 в декабре, хотя показатель общей достаточности капитала (CAR) Альфа-Банка остается высоким на уровне 18,2%. Менеджмент банка даже считает его излишне высоким, но мы не можем с этим согласиться. Достаточность капитала I уровня ниже 10% всегда считалась и будет считаться в России рискованной, что особенно справедливо в отношении Альфа-Банка, известного большим объемом кредитования связанных сторон – по итогам 2010 г. объем таких кредитов достиг 1,5 млрд долл., или 49% акционерного капитала, против 0,9 млрд долл. в 2009 г. Между тем баланс Альфа-Банка остается достаточно ликвидным. На конец декабря объем денежных средства на балансе был равен 3,2 млрд долл., а сумма обязательств по оптовому фондированию, подлежащих погашению во II–IV кварталах 2011 г., составляет лишь 329 млн долл. Значительно больший, но не катастрофический объем погашений приходится на 2012 г. – 823 млн долл. Отношение чистых кредитов к депозитам на отчетную дату было практически равным единице, что не оставляет сомнений в финансовой устойчивости банка.

Альфа-Банк в сравнении с некоторыми конкурентами на рынке облигаций

Финансовые показатели отдельных российских банков

	Рейтинг (S/M/F)	Активы, млн долл.	ЧПМ, %	Затраты/ доходы	Доходность активов, %	Кредиты/ депозиты	Капитал I уровня, %	Резервы/ Кредиты, %	
2009	Альфа-Банк	21 646	5,1	0,51	0,3	1,0	12,5	10,1	
	Банк С.-Петербург	7 844	5,0	0,25	0,3	0,9	10,7	9,1	
	МКБ	2 898	5,8	0,42	1,0	1,3	12,7	2,4	
	Кредит Европа Банк	2 311	8,2	0,40	2,1	2,2	18,2	7,3	
	ХКФБ	3 212	22,8	0,37	4,6	4,3	27,8	13,1	
	МДМ	13 411	6,5	0,43	- 0,4	1,2	15,3	15,7	
	НОМОС	9 226	6,2	0,29	1,4	1,2	13,2	9,5	
	Промсвязьбанк	15 688	6,7	0,41	- 0,1	0,9	8,1	12,7	
	Ренессанс Кредит	1 436	12,5	0,67	- 8,1	4,3	22,0	15,2	
	Русский Стандарт	4 665	12,8	0,66	- 2,3	3,5	21,1	9,2	
СКБ-Банк	1 979	6,0	0,64	0,1	0,7	17,1	9,0		
Восточный экспресс	1 745	10,6	0,63	0,2	0,9	14,1	6,8		
2010	Альфа-Банк	BB-/Ba1/BB	28 478	5,7	0,44	2,2	1,0	10,8	7,6
	Банк С.-Петербург	Ba3	8 927	5,1	0,32	1,6	1,0	10,5	9,6
	МКБ	B1/B+	5 418	5,5	0,39	2,4	1,1	8,3	2,6
	ХКФБ	B+/Ba3	3 310	24,9	0,38	9,5	3,2	32,7	7,3
	НОМОС	Ba3/BB-	17 363	5,2	0,38	2,6	1,1	10,9	4,4
	Промсвязьбанк	Ba2/BB-	15 559	5,3	0,53	0,5	1,0	9,4	10,8
	Ренессанс Кредит	B-/B3/B	1 334	32,3	0,42	3,7	1,7	27,8	3,6

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Прогноз по итогам 2011 г. – умеренная прибыль. Согласно оценке менеджмента Альфа-Банка, по итогам 2011 г. кредитный портфель банка вырастет на 20–25%, исходя из чего можно предсказать, что объем средних работающих активов банка достигнет 28 млрд долл., а совокупных активов – превысит 30 млрд долл. Мы полагаем также, что банк сможет стабилизировать чистую процентную маржу на уровне 5%, что дает чистый процентный доход в размере 1,4 млрд долл. и чистый процентный доход после резервов на уровне 1 150 млн долл. Комиссионный доход – функция масштаба бизнеса, и мы ожидаем, что по итогам года этот показатель достигнет не менее 380 млн долл. По нашему прогнозу, доход от операций с ценными бумагами не изменится по сравнению с предыдущим годом и составит 200 млн долл. Исходя из этого общий операционный доход будет равным 1 730 млн долл. Предположив, что отношение непро-

центных доходов к средним активам останется стабильным на уровне 3,5%, мы получаем операционные расходы в объеме 1 050 млн долл., что соответствует прибыли до налогообложения в размере 680 млн долл. и чистой прибыли, равной 550 млн долл. Таким образом показатель ROAA составит 1,8% против 2,2% в 2010 г., а ROE снизится до 15% с 18% годом ранее. Часть наших прогнозов достаточно консервативна: например, ЧПМ на уровне 5% – это сравнительно низкий показатель по сравнению с историческим.

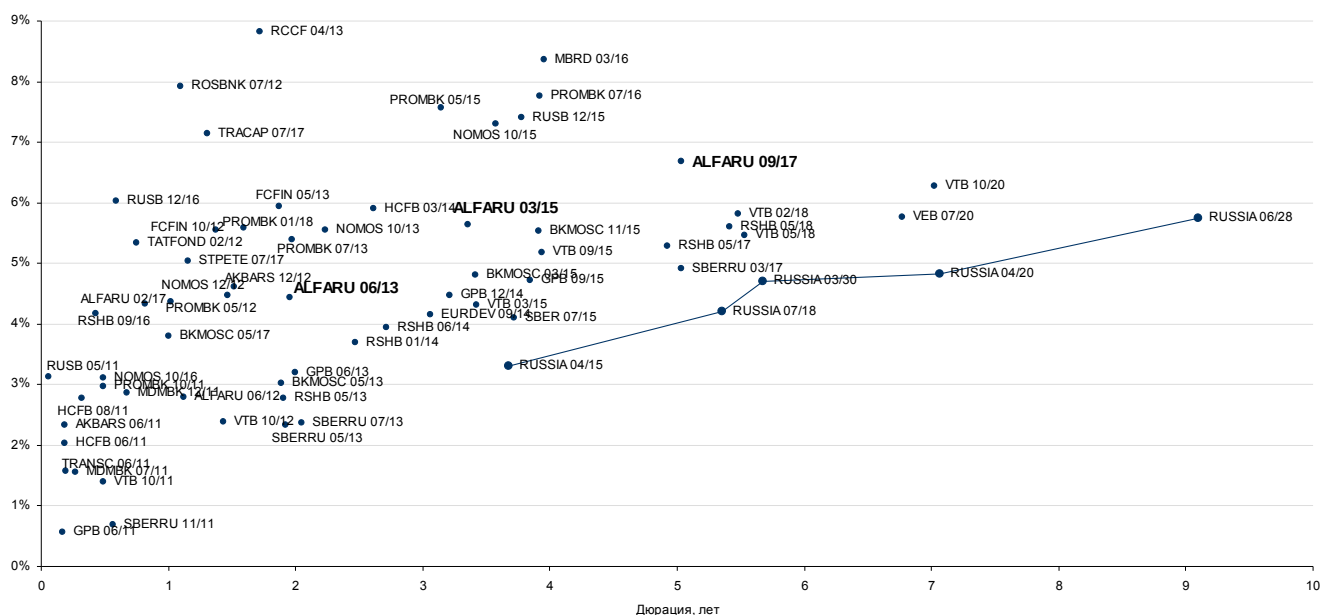
Можно ожидать размещения евробондов. Касаясь будущих сделок на рынках капитала, менеджмент Альфа-Банка сообщил, что в нынешнем году могут быть размещены два выпуска еврооблигаций: один – после публикации результатов за 2010 г. (то есть вскоре), другой – после представления отчетности за I полугодие 2011 г. (осенью). Возможна также выплата – руководство оценивает их возможный объем в 150 млн долл. Это не очень заметно скажется на капитале банка, поскольку в настоящий момент он составляет 3 079 млн долл., и, по нашим приблизительным расчетам, в нынешнем году к нему добавятся 550 чистой прибыли. Таким образом, в конце 2010 г. отношение капитала к совокупным активам может составить 10,2% – что несущественно ниже текущего уровня – 10,8%.

Мы считаем облигации Альфа-Банка фундаментально привлекательными. Некоторое ухудшение результатов ближе к концу года представляется общей характеристикой многих банков, которые в настоящий момент публикуют результаты за IV квартал 2010 г., и это позволяет нам остаться при мнении, что облигации Альфа-Банка являются хорошей альтернативой долгу банков с рейтингами инвестиционного уровня и дают возможности для увеличения доходности при вполне контролируемом повышении риска.

- На рынке еврооблигаций выбор сводится к трем выпускам с погашением в 2013, 2015 и 2017 гг. Самая короткая бумага, котирующаяся с доходностью 4,4%, или со спредом в размере 330 б.п. к долларovým свопам, многим покажется слишком низкодходной. Срок обращения самой длинной бумаги с доходностью 6,7%, или спредом на уровне 380 б.п., слишком велик, если исходить из нашего осторожного взгляда на долларové ставки, которые, как мы ожидаем, существенно повысятся в долгосрочной перспективе. Следовательно, мы останавливаем свой выбор на ALFARU'15, торгуемом с доходностью 5,6% к погашению, или спредом в размере 360 б.п. к свопам.
- На внутреннем рынке единственный возможный вариант – Альфа-Банк-1, котирующийся с доходностью 7,6% к погашению через три года. Бумага справедливо оценена относительно аналогов, но ликвидна, а ее дюрация идеальна для получения дохода от скольжения вниз по кривой: через год, если положение кривой не изменится, ее доходность составит около 7%, что, помимо купона, равного 8,25%, дает повышение в цене, хотя выпуск уже котируется выше номинала.

Мы остановили выбор на ALFARU'15

Отдельные долларové облигации российских банков



Источники: Bloomberg

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Юзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Капитал 2011