



СНИЖЕНИЕ ЧПМ И ЛИКВИДНОСТИ БАЛАНСА

Финансовые результаты за 1 п/г 2011 г.

Могло быть и лучше. В среду Альфа-Банк опубликовал результаты по МСФО за 1 п/г 2011 г., а вчера провел телефонную конференцию для инвесторов. Показатели отчета о прибылях и убытках оказались ниже уровней годичной давности, а самым неприятным сюрпризом стало существенное падение чистой процентной маржи. Структура фондирования не изменилась по сравнению с 1 п/г 2010 г., тогда как ликвидность баланса несколько снизилась, что стало следствием усилий банка повысить ЧПМ, но это укладывается в рамки тенденции, выявленной в отчетности ряда других российских банков за 1 п/г 2011 г.

Интенсивный рост кредитного портфеля. Нам представляется, что в последние 12 месяцев менеджмент банка прежде всегоставил перед собой задачу увеличения объема активов. Напомним, за 2 п/г 2010 г. объем валовых кредитов банка увеличился на 20%, а за 1 п/г 2011 г. – на 17,9%, что существенно превышает средний показатель банковского сектора. Пока этот рост не обернулся ухудшением качества активов – в 1 п/г 2011 г. доля просроченной задолженности оставалась неизменной на уровне 4,7%, а доля резервов в валовом кредитном портфеле сократилась до 6,7% с 7,6%. К тому же Альфа-Банк традиционно включает в состав просрочки кредиты, просроченную на один день, так что, если бы применялся более распространенный критерий: 90 дней и больше, то доля просрочки оказалась бы еще меньше.

Ухудшение показателей отчета о прибылях и убытках. Показатель ROAA по итогам 1 п/г 2011 г. был равен 1,8% в годичном исчислении против 2,7% в 1 п/г 2010 г. В абсолютном выражении чистая прибыль составила 275 млн долл. по сравнению с 296 млн долл. годом ранее. Сокращение прибыли было обусловлено двумя основными причинами: существенным снижением чистой процентной маржи и убытками от курсовых разниц. По итогам 1 п/г чистая процентная маржа упала до 5,1% с 5,7% в 2010 г. и 6,1% в 1 п/г 2010 г. По нашему мнению, это объясняется прежде всего отмечавшимся выше стремлением увеличить кредитный портфель. Итогом этого стал динамичный рост и корпоративного, и розничного кредитования, причем последнее лидировало (+21% к концу 2010 г.). Убыток от торговых операций в размере 64 млн долл. отчасти стал результатом хеджирования валютных обязательств (евробонды объемом 1 млрд долл., размещенные в апреле), поскольку банк выдает почти исключительно рублевые кредиты. Валютная составляющая весьма волатильна, так как, кроме прочего, банк представляет долларовую отчетность, и результаты в отчете о прибылях и убытках зависят от обменного курса. В результате, несмотря на убыток по статьям выше чистой прибыли и чистую прибыль в размере 275 млн долл. Альфа-Банк показал совокупный доход, равный 402 млн долл. (с учетом конвертации и нереализованной прибыли от портфеля ценных бумаг, который пополнил собственный капитал банка).

Обращающиеся выпуски Альфа-Банка

| Выпуск | Купон | Оф/Пог | Валюта | Объем, млн | Дох-ть |
|-------------|-------|----------|--------|------------|--------|
| ALFARU12 | 8,20 | 25.06.12 | USD | 500 | 4,25 |
| ALFARU13 | 9,25 | 24.06.13 | USD | 392 | 4,94 |
| ALFARU15 | 8,00 | 18.03.15 | USD | 600 | 6,90 |
| ALFARU17 | 7,88 | 25.09.17 | USD | 1 000 | 7,70 |
| ALFARU21 | 7,75 | 28.04.21 | USD | 1 000 | 8,00 |
| Alfa-Bank-1 | 8,25 | 04.02.14 | RUB | 5 000 | 8,00 |

Источники: Bloomberg

Ключевые показатели Альфа-Банка

Финансовые показатели по МСФО, млн долл.

| | 2009 | 1 п/г 2010 | 2010 | 1 п/г 2011 |
|---------------------------------|---------|------------|---------|------------|
| Валовые кредиты | 1 966 | 2 397 | 3 182 | 2 629 |
| Средства в банках | 2 270 | 2 147 | 2 754 | 2 346 |
| Финансовые активы | 3 131 | 3 478 | 4 922 | 5 530 |
| Валовые кредиты | 14 953 | 15 136 | 18 175 | 21 429 |
| Р-вы на возм. потери по ссудам | (1 504) | (1 441) | (1 380) | (1 438) |
| Чистые кредиты | 13 449 | 13 695 | 16 795 | 19 991 |
| Розничные кредиты | 2 104 | 1 884 | 2 286 | 2 760 |
| Корпоративные кредиты | 12 849 | 13 252 | 15 889 | 18 669 |
| Активы | 8 929 | 17 363 | 20 569 | 22 751 |
| Депозиты | 13 686 | 12 985 | 16 812 | 18 761 |
| Долговые ценные бумаги | 1 565 | 2 652 | 4 107 | 4 864 |
| Средства ЦБ | 200 | - | - | - |
| Средства банков | 1 403 | 1 734 | 2 287 | 1 816 |
| Собственный капитал | 2 695 | 2 882 | 3 079 | 3 482 |
| Чистый процентный доход | 1 075 | 640 | 1 307 | 698 |
| Резерв под обеспечен. кредитов | (589) | (168) | (370) | (48) |
| ЧПД после резервов | 486 | 472 | 937 | 650 |
| Комиссионный доход | 255 | 127 | 317 | 211 |
| Доход от оп-й с ц.б. и валютой | 50 | 200 | 199 | (64) |
| Операционный доход | 871 | 837 | 1 542 | 815 |
| Операционные расходы | (747) | (403) | (842) | (468) |
| Прибыль до налогов | 124 | 434 | 700 | 347 |
| Чистая прибыль | 77 | 296 | 553 | 275 |
| ЧПМ, % | 5,1 | 6,2 | 5,7 | 5,1 |
| ЧПМ после резервов, % | 2,3 | 4,6 | 4,1 | 4,7 |
| Доходность средн. активов, % | 0,3 | 2,7 | 2,2 | 1,8 |
| Доходность собств. капитала, % | 2,9 | 20,5 | 18,0 | 15,8 |
| Затраты/доходы | 0,51 | 0,40 | 0,44 | 0,54 |
| Опер. расходы, % сред. активов | 3,1 | 3,6 | 3,4 | 3,1 |
| Чистые кредиты/Депозиты | 1,0 | 1,1 | 1,0 | 1,1 |
| Ликв. активы/Совокуп. активы, % | 9,8 | 11,3 | 11,8 | 9,5 |
| Резервы/Валовые кредиты, % | 10,1 | 9,5 | 7,6 | 6,7 |
| Просрочен. задолженность, % | 21,2 | 12,1 | 4,7 | 4,7 |
| Капитал/Совокупные активы, % | 12,5 | 12,8 | 10,8 | 11,1 |

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

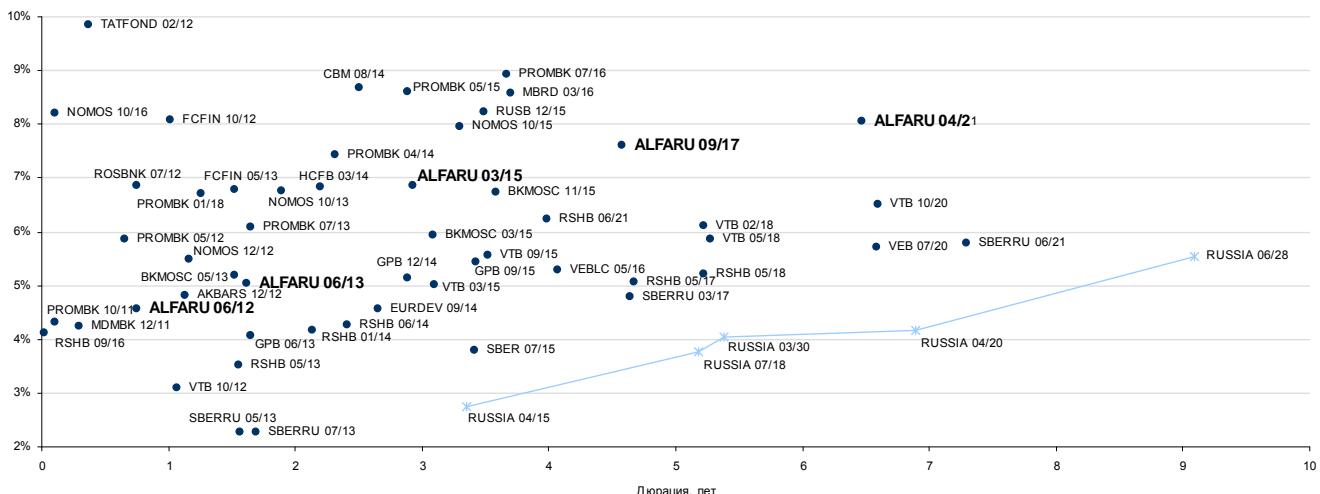
Повышение достаточности капитала при снижении ликвидности. В результате вышеупомянутого увеличения собственного капитала достаточность капитала первого уровня выросла с 10,8% в 2010 г. до 11,1% по состоянию на конец июля, несмотря на существенное увеличение валюты баланса. В то же время для поддержания чистой процентной маржи банк использовал часть ликвидных активов (денежные средства и средства в банках) для увеличения кредитного портфеля. В результате на конец 1 п/г 2011 г. доля ликвидных активов в их совокупном объеме снизилась с 11,8% до 9,5% – изменение существенное, но не вызывающее беспокойства. Вновь отметим, что эта тенденция свойственна многим российским банкам, отчитавшимся за 1 п/г 2011 г. В июле на балансе Альфа-Банка числились денежные средства и средства в банках в размере почти 5 млрд долл., а его финансовые активы оценивались в 5,5 млрд долл. – в совокупности этого более чем достаточно для покрытия обязательств по оптовому фондированию объемом 6,7 млрд долл. (без учета субординированного долга), особенно учитывая комфортную структуру последних (например, в апреле банк разместил десятилетние еврооблигации, что само по себе является важным достижением, поскольку ранее российские частные банки не размещали столь длинных евробондов).

Прогноз на 2011 г. Осторожность менеджмента при оценке показателей банка на конец 2011 г. вполне объяснима в условиях столь значительной неопределенности, однако согласно базовому сценарию банка по итогам года его активы увеличатся на 15–20% (11% в 1 п/г) при росте корпоративного кредитного портфеля на 20–25% и розничного – на 25–30%. Такой прогноз свидетельствует о том, что валовой кредитный портфель будет и дальше расти быстрее совокупных активов, а это чревато дальнейшим снижением ликвидности баланса. Однако этот риск неочевиден, так как увеличение кредитного портфеля может быть отчасти профинансирано за счет сокращения портфеля ценных бумаг. Банк намерен закончить год с ROAE на уровне 15–20% (15,8% в 1 п/г) и ожидает, что увеличение доли кредитного портфеля в совокупных активах позволит поддержать снижающуюся ЧПМ.

Облигации банка остаются в числе наших фаворитов. Хотя нас несколько разочаровала динамика результатов Альфа-Банка за 2 кв. 2011 г. относительно прошлогодних уровней, показатели рентабельности, в том числе ЧПМ, вызывавшей самое большое беспокойство, остаются вполне приемлемыми. Это нашло отражение в недавних решениях рейтинговых агентств: S&P повысило прогноз рейтинга банка (BB-) до «Позитивного», а Fitch подняло сам рейтинг на одну ступень до «BB+». Проблема качества активов осталась в прошлом, а позиции Альфа-Банка как крупнейшего частного банка страны только укрепились в результате динамичного роста кредитного портфеля. Исходя из этого, мы по-прежнему рекомендуем к покупке облигации банка, тем более что их котировки растут после августовских распродаж. Наш выбор в сегменте евробондов – ALFARU'15, торгующийся с доходностью 6,9%, или со спредом в размере 615 б.п. к долларовым свопам. ALFARU'17 (7,7%, 635 б.п.) – хороший вариант с точки зрения спреда и торговой ликвидности, но, разумеется, этот выпуск больше подвержен рыночному риску. ALFARU'21 (8%, 600 б.п.) в настоящий момент выглядит слишком дорогим и слишком длинным. Единственный обращающийся на рублевом рынке Альфа-Банк-1 котируется с доходностью 8% на 29 месяцев, и, поскольку евробонды банка торгуются с премией в размере 200 б.п. к кривой бумаг российских банков инвестиционного уровня, а спред Альфа-Банк-1 к соседнему выпуску РСХБ-3 составляет менее 50 б.п., бумага представляется оцененной справедливо, если не дорогой.

Наш фаворит – ALFARU'15

Долларовые еврооблигации 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

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

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

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

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенкова, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkooa@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 Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyuv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, 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
Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevvm@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, shabarinnovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, rya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Розинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru