

Отчетность АИЖК за 2007 г. Обращаем внимание на качество активов

- **Вчера АИЖК опубликовало отчетность по МСФО за 2007 г.**, которая отражает продолжение основных тенденций, отмеченных в первом полугодии 2007 г.: снижение качества активов и падение рентабельности. Мы рассматриваем опубликованные результаты как умеренно негативные с точки зрения фундаментальных характеристик бизнеса АИЖК, но не ожидаем, что публикация приведет к пересмотру взгляда участников рынка на кредитный профиль АИЖК. В связи с этим мы не ожидаем существенной ценовой реакции облигаций Агентства на выход отчетности.
- **Общий объем просроченной задолженности вырос до 4.4%** с 0.8% по состоянию на конец 2007 г. Около 60% данного объема представлено залоговыми, просроченными более чем на 90 дней (42% на 30 июня 2007 г.). Такой показатель свидетельствует о том, что проблемы просрочки носят не только технический характер. В любом случае, пока мы не рассматриваем данную ситуацию в качестве угрозы стабильности бизнеса компании, т.к. уровень обеспечения весьма высок (соотношение Кредит/Залог составляет 51%). Несмотря на то, что АИЖК существенно ужесточило критерии выкупа залоговых во втором полугодии 2007 г., вопросы качества портфеля, очевидно, требуют пристального внимания.
- **Рост резервов привел к падению рентабельности.** С учетом снижения качества активов, АИЖК пришлось нарастить резервы до 1.1% от портфеля (с 0.26% на конец 2006 г.), что привело к уменьшению рентабельности активов до 0.9% с 2.8% годом ранее, при этом за второе полугодие 2007 г. показатель составил всего 0.4%. Все остальные статьи доходов и расходов практически не изменились.
- **Уровень поддержки остается очень высоким:** в 2007 г. капитал АИЖК вырос почти вдвое, главным образом за счет доэмиссии акций на сумму 4.5 млрд руб. В результате отношение капитала к активам повысилось до 15.7%, что, на наш взгляд, в значительной мере компенсирует риски, связанные со снижением качества активов.
- С точки зрения привлечения внешних ресурсов, поддержка государства выражается в значительных объемах бюджетных гарантий. Из объема в 28 млрд руб., выделенного на 2008 г., использовано всего 10 млрд руб.; лимит на 2009-2010 г. составляет еще 80 млрд руб. Портфель АИЖК вырос на 10.4 млрд руб. за январь-май 2008 г., и мы полагаем, что этот рост финансировался за счет двух выпусков облигаций (АИЖК-11 и ВИА АИЖК). Мы ожидаем, что во втором полугодии предложение нового долга АИЖК существенно увеличится.
- **Общий взгляд на кредитный профиль АИЖК остается неизменным.** Мы не ожидаем, что восприятие АИЖК участниками рынка в качестве квази-суверенного заемщика претерпит изменения в связи с публикацией отчетности за 2007 г. Государственная поддержка остается основным кредитным фактором для Агентства, и, на наш взгляд, негативные тенденции в качестве активов вряд ли существенно изменят данную ситуацию.
- Облигации АИЖК показывали динамику хуже рынка в течение длительного времени в первую очередь из-за их длинной дюрации. После некоторой коррекции в апреле-мае, динамика цен вновь приобрела негативный характер в июне. В настоящий момент мы выделяем два основных фактора, которые будут определять динамику цен облигаций АИЖК: 1) рост предложения долга АИЖК и других заемщиков первого эшелона и 2) риск дальнейшего повышения ставок Банком России и существенную коррекцию доходностей в сторону повышения. Несмотря на то, что с фундаментальной точки зрения премия в 250 б. п. к ОФЗ по бумагам, обеспеченным государственной гарантией, выглядит привлекательной, мы не рекомендуем наращивать позиции в длинных выпусках АИЖК при текущей конъюнктуре долгового рынка. При этом более короткие выпуски (например, ВИА АИЖК, торгующийся с доходностью выше 9% к оферте в июле 2009 г.), на наш взгляд, все еще могут быть привлекательны.

Динамика спреда облигаций АИЖК к кривой доходности ОФЗ, б. п.



Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

Основные финансовые показатели по МФСО

Млн руб., если не указано иное	2007	1 пол 2007	2006
Активы	66 471	54 675	36 087
Собственный капитал	10 482	5 920	5 532
Коэффициент достаточности капитала	15.77%	10.83%	15.33%
Валовые кредиты	62 216	52 290	34 998
Общий объем просроченной задолженности, %	4.37%	2.48%	0.75%
Чистый процентный доход	2 907	1 239	1 204
Чистая процентная маржа	5.67%	5.46%	4.89%
Коэффициент достаточности капитала	15.77%	10.83%	15.33%
Чистая прибыль	501	387	342
ROAA	0.98%	1.71%	2.78%
ROE	6.26%	13.52%	19.46%

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (ьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

123317, Москва
Краснопресненская набережная, 18
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости + 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Ареева

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр

Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия + 38 (044) 492 7394

Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джефффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головкин

Рынок акций Средней Азии, стратегия + 7 (727) 244 1581

Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Анна Кучеревская

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100