

## АИЖК: отчетность по МСФО за первое полугодие Проблемы с качеством активов

- **Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК; Moody's: A3)** представило вчера отчетность за январь-июнь по МСФО. Мы считаем результаты в целом слабыми как по темпам роста кредитного портфеля, так и по качеству активов. Хотя мы по-прежнему не сомневаемся в способности эмитента обслуживать свои обязательства, модель бизнеса, в которой критически важная роль отводится привлечению фондирования на публичном рынке, требует перестройки с учетом нынешних проблем с заимствованиями на рынке капитала.
- **Основные опасения связаны с качеством активов.** За первое полугодие доля кредитов, просроченных более чем на 90 дней, возросла с 2.5% до 3.7%. Само по себе снижение качества активов АИЖК не стало новостью, поскольку признаки ухудшения ситуации начали проявляться еще в отчетности за январь-июнь прошлого года. Более того, в ходе состоявшейся в июле встречи с аналитиками руководство АИЖК признало, что проблемы качества активов продолжались и в первом полугодии 2008 г., однако их масштабы нам пока не ясны. Вместе с тем, следует отметить, что, несмотря на давно возникшие у АИЖК проблемы с ростом доли просроченных кредитов, согласно отчетности по МСФО, эмитент списаний не производил. Мы весьма позитивно оцениваем это обстоятельство, свидетельствующее о способности агентства урегулировать задержки платежей без существенных потерь.
- **Падение темпов роста кредитного портфеля.** За отчетный период валовой кредитный портфель увеличился лишь на 13% (за первое полугодие 2007 г. ссудная задолженность выросла на 49%), что, по нашему мнению, связано с ужесточением требований к заемщикам. Кроме того, с учетом непростых условий с привлечением фондирования вызывают сомнения перспективы наращивания темпов роста во втором полугодии. Исключительно высокая степень зависимости от оптового финансирования, как нам представляется, по-прежнему будет ограничивать возможности АИЖК по расширению масштабов бизнеса. Если ситуация на рынке заемного капитала не выправится, решение вопросов фондирования, на наш взгляд, может быть найдено за счет использования государственных гарантий в обеспечение банковских кредитов или развития сотрудничества с одним из подконтрольных государству банков.
- **Пока без новых выпусков?** Согласно нашим расчетам, эффективная процентная ставка по портфелю ипотечных кредитов АИЖК составила в отчетном периоде приблизительно 13.5%, а значит, текущие уровни доходностей рублевых облигаций (12% и выше) представляются запретительными для новых размещений обязательств агентства. Как следствие, мы не ожидаем выпуска рублевых инструментов АИЖК, пока процентные ставки не вернуться к более приемлемым значениям. В то же время, нежелание инвесторов вкладываться в длинные бумаги, по нашему мнению, по-прежнему будет оказывать давление на котировки инструментов АИЖК на вторичном рынке.

Таблица 1. АИЖК: основные показатели по МСФО

Млн руб., если не указано иное	1 пол. 2008	2007	1 пол. 2007	2006
Активы	73 879	66 471	54 675	36 087
Акционерный капитал	10 966	10 482	5 920	5 532
Капитал/Активы	14.8%	15.77%	10.83%	15.33%
Кредиты	70 260	62 216	52 290	34 998
Доля просроченных кредитов, %	5.7%	4.4%	2.5%	0.7%
Доля кредитов, просроченных на 90 дней и более (NPL), %	3.7%	2.5%	1.0%	0.4%
Резервы/NPL	32.6%	41.4%	35.1%	64.3%
Чистый процентный доход	1 659	2 907	1 239	1 204
Чистая процентная маржа	5.0%	5.7%	5.5%	4.9%
Чистая прибыль	484	501	387	342
ROAA	1.4%	1.0%	1.7%	2.8%
ROE	9.0%	6.3%	13.5%	19.5%

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи 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  
Дэвид Азеркофф  
DAserkoff@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян  
Искандер Абдуллаев

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Светлана Ковальская  
Кристина Лядская

**Металлургия**  
+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Андрей Крупник  
Борис Красноженов

**Нефть и газ**  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
+ 44 (20) 7367 7741  
Елена Савчик  
Евгения Дышлок  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская  
Анна Гальцова

**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  
Тиббор Бокор  
Дэвид Фергусон

**Транспорт и автомобилестроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Ольга Агеева

**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 Складя

**Экономика и политика**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова  
Алексей Алехин  
Михаил Матыцин

**Украинский рынок акций, стратегия**  
+ 38 (044) 492 7394  
Уилфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Владимир Динул  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Сергей Петренко  
Константин Головки  
Александр Хоролец

**Рынок акций Средней Азии, стратегия**  
+ 7 (727) 244 1581  
Гайрат Салимов  
GSalimov@rencap.com  
Екатерина Газадзе  
Милена Иванова  
Бектас Мукажанов

**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  
Милана Романенко

**Кредитный анализ**  
+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
PGrishin@rencap.com  
Максим Раскоснов  
Андрей Марков  
Яков Яковлев

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
OSTepanova@rencap.com  
Юлия Попова  
Елена Ломакина

**Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервилл  
Лорен Мэнди

© 2008 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (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.