

# Ренессанс Капитал

Дмитрий Поляков, CFA  
+7 (495) 725 5229  
DPolyakov@rencap.com

## АИЖК Первая отчетность по МСФО

- **Первая публикация отчетности по МСФО.** Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) впервые в своей истории опубликовало отчетность по МСФО. Были представлены финансовые показатели по состоянию на конец 2004-2005 гг. Публикация этих данных в конце 2006 г. представляется несколько запоздалой, поэтому в своем анализе мы уделяем основное внимание отличиям от опубликованных ранее данных по РСБУ.
- **Знаковое событие.** Выпуск отчетности по МСФО – важный шаг для повышения прозрачности АИЖК. Учитывая повсеместное распространение МСФО и US GAAP в качестве эталонных стандартов, компании, не публикующие отчетность по МСФО, рискуют потерять потенциальных инвесторов. Однако, на наш взгляд, в случае АИЖК вопрос не стоит так остро ввиду существенной поддержки со стороны государства (один из ключевых факторов, определяющих кредитное качество компании). Тем не менее, отчетность АИЖК по МСФО, наверняка, представляет интерес для инвесторов, которые положительно оценят сам факт публикации.
- **Несколько более высокая долговая нагрузка.** Часть ипотечных кредитов (закладных), переданных третьим сторонам в соответствии с правом регресса, осталась на балансе АИЖК по МСФО, так как на дату составления баланса значительная часть рисков сохранялась за АИЖК. В результате несколько увеличился портфель ипотечных кредитов, общая величина активов и финансовые обязательства. Как следствие, коэффициент автономии (отношение капитала к активам) АИЖК по состоянию на конец 2005 г. оказался на 1% ниже, чем в отчетности по РСБУ, но с учетом консервативной политики управления рисками не опустился ниже приемлемого уровня 11.4%.
- **Рентабельность немногим ниже.** Чистая прибыль по МСФО оказалась немногим (на 6%) ниже аналогичного показателя по РСБУ под воздействием двух основных факторов, которые в 2005 г. в значительной степени компенсировали друг друга. Во-первых, в отчетности по МСФО показаны более высокие отчисления в резервы под обесценение (в связи с отказом в 2006 г. от частичного права обратной продажи закладных первоначальным банкам-кредиторам и сервисным агентам со временем разница может увеличиться). Во-вторых, в отчетности по МСФО уровень операционных затрат оказался ниже, так как их часть переносится на будущие периоды.
- **Заключение.** Публикация отчетности по МСФО представляется нам очень позитивным шагом со стороны АИЖК, так как позволяет инвесторам более адекватно оценить деятельность компании по общепризнанным (и во многом более жестким) стандартам учета. Незначительность расхождений результатов за 2005 г. по МСФО и РСБУ также добавляет оптимизма. Вместе с тем мы приходим к выводу, что результаты по РСБУ служат не самой надежной базой для оценки показателей по МСФО. Следует отметить разницу в отчислениях в резервы под потери от обесценения (МСФО предполагают более консервативный подход). Поскольку до настоящего времени качество активов АИЖК не вызывало нареканий, эта разница не оказывала значительного воздействия на финансовый результат по МСФО, однако в будущем степень расхождения может измениться. Кроме того, отличаются подходы к учету операций по передаче ипотечных кредитов (по РСБУ они учитываются как продажа, а по МСФО – в ряде случаев как операция по финансированию), что сказывается на показателях долговой нагрузки и других финансовых характеристиках. Со временем разница может стать более ощутимой, если увеличится доля таких операций. Впрочем, с учетом изложенных выше оговорок, отчетность по РСБУ дает вполне объективную оценку положения и результатов деятельности АИЖК.

### Отдельные показатели АИЖК по РСБУ и МСФО (2005 г.)

USD млн, если не указано иное	РСБУ	МСФО	Разница
Активы	422.2	455.5	7.9%
Собственный капитал	52.3	52.1	-0.4%
Коэффициент автономии	12.4%	11.4%	-1.0%
Долг	367.7	401.5	9.2%
Чистая прибыль	2.6	2.4	-5.8%
RoaA	0.8%	0.7%	-0.1%
RoaE	6.5%	6.2%	-0.3%
Чистая процентная маржа	4.8%	4.8%	0.0%
Коэффициент эффективности	61.2%	61.0%	-0.2%

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

125009, Москва  
Вознесенский переулок, 22  
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

### Начальник отдела анализа акций

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

### Заместитель начальника отдела анализа акций

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

### Начальник отдела анализа долговых обязательств

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

#### Аналитики

##### Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Хангл  
Dnangle@rencap.com  
Светлана Ковальская

##### Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
Malexeenkova@rencap.com

##### Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
Nzagvozdina@rencap.com  
Алексей Языков  
Иван Николаев

##### Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
Rnash@rencap.com  
Тим Брэнтон

##### Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
Amoisseev@rencap.com  
Павел Мамай  
Николай Подгузов  
Дмитрий Поляков  
Петр Гришин  
Наргиз Садыхова  
Валентина Крылова  
Олеся Черданцева

##### Металлургия

+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
Redwards@rencap.com  
Юрий Власов

##### Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
Alandes@rencap.com  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
Aburgansky@rencap.com  
Елена Савчик  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

##### Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930  
Владимир Пантюшин  
Vpantuyushin@rencap.com  
Олеся Черданцева

##### Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463  
Ричард Уоллас  
Rwallace@rencap.com  
Ирина Черная  
Жанна Старостина  
Валерия Кутеева

##### Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
Akazbegi@rencap.com  
Анна Куприянова

##### Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
Kmalofeeva@rencap.com  
Файг Байрамов  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Голеусова  
Владислав Носик

##### Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216  
Юлия Попова  
Jropova@rencap.com

##### Технический анализ, базы данных,

##### разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906  
Ованес Оганисян  
Ooganisian@rencap.com  
Александр Фомичев  
Евгений Кудрин

##### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
Awaldman@rencap.com  
Патриция Сомервилль  
Джулия Белл

##### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
Emalakhova@rencap.com  
Оксана Бутурлина  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун

© 2006 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