

Российские корпоративные облигации

Специальное обозрение

23 ноября 2005 г.

Курс на удвоение: теперь АИЖК

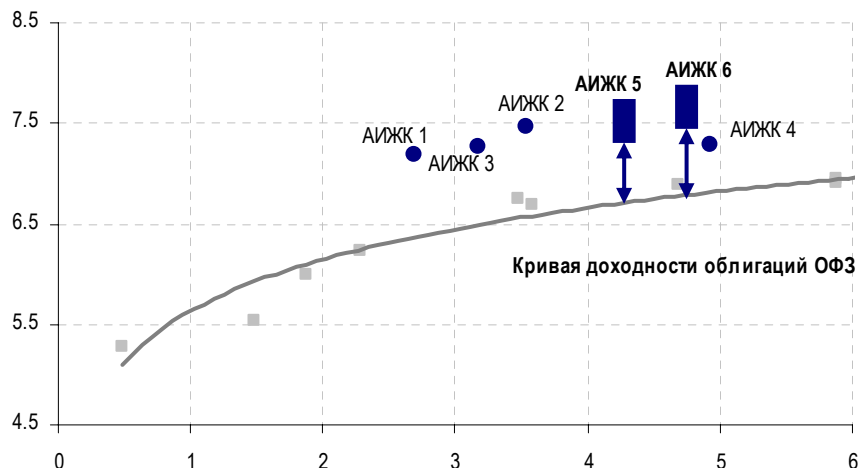
Краткое резюме

- За первое полугодие 2005 г. объем первичного ипотечного рынка более чем удвоился. Согласно опросам населения, свыше 61% населения готовы использовать ипотеку для улучшения своих жилищных условий, что подтверждает высокий потенциал развития первичного рынка.
- АИЖК — единственная компания быстрорастущего вторичного рынка ипотечных кредитов, имеющая доступ к сравнительно недорогим рублевым пассивам для обеспечения рефинансирования первичных ипотечных агентов.
- Агентство на 100% принадлежит государству. Концепция развития ипотеки, принятая Правительством в июне 2005 г., предусматривает выделение значительной государственной поддержки в среднесрочной перспективе. Номинал облигаций АИЖК 5-ой и 6-ой серий гарантирован государством.
- Увеличение уставного капитала АИЖК на 3,7 млрд руб. в следующем году (проект Федерального бюджета на 2006 г.) было одобрено Думой в третьем чтении.
- Валюта баланса Агентства к концу 3-его кв. 2005 г. достигла 9,7 млрд руб., портфель закладных — 9,1 млрд руб., а доходы за 9 мес. 2005 г. выросли почти в 2 раза по сравнению с 2004 г.

«Справедливый» кредитный спред АИЖК 5-ой и 6-ой серий к кривой облигаций ОФЗ составляет 50—75 б.п. «Справедливая» доходность облигаций АИЖК 5 и 6, по нашим оценкам, составляет 7,40—7,65% и 7,50—7,75% год., соответственно.

Оценка доходности облигаций АИЖК на 22.11.05, % год.

«Справедливый» спред облигаций АИЖК к кривой облигаций ОФЗ составляет 50—75 б.п.



Краткое описание эмитента

ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (АИЖК, Агентство, Эмитент) — акционерная компания, действующая в качестве национального оператора вторичного рынка ипотечных кредитов, 100% акций которой принадлежит государству.

АИЖК — лидер рынка ипотеки

На конец 3-го квартала 2005 г. объем портфеля закладных, выкупленных АИЖК, достиг уровня 9,2 млрд руб. За 9 мес. 2005 г. Агентством было выкуплено более 11 тыс. закладных на сумму более 5,3 млрд руб. Таким образом, АИЖК — крупнейший участник ипотечного рынка России (без учета Сбербанка) — доля рефинансированных Агентством закладных в совокупном объеме предоставленных ипотечных кредитов составила около 30%.

Государство гарантирует обязательства АИЖК

АИЖК осуществляет свою деятельность при всесторонней поддержке государства. 30 июня правительство одобрило «Концепцию развития унифицированной системы рефинансирования ипотеки», по которой до 2010 г. на гарантии АИЖК будет выделено 152 млрд руб. Все публичные заимствования Агентства обеспечены государственной гарантией РФ.

Акционеры

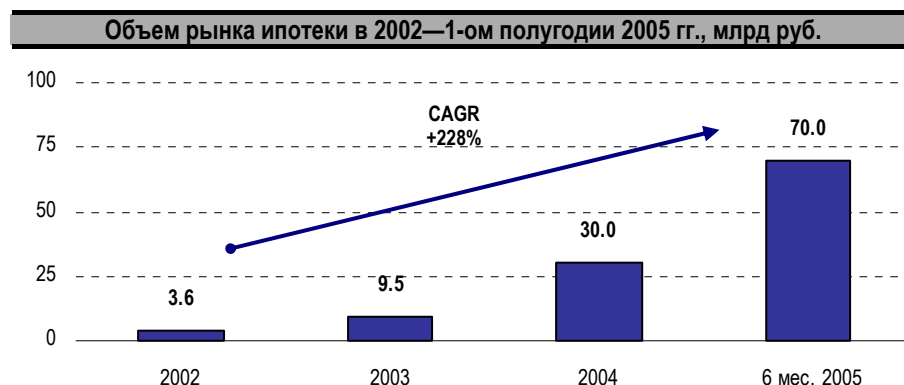
100% АИЖК принадлежат государству

Уставный капитал Агентства составляет 690 млн руб. Единственным акционером Агентства является Российская Федерация (представитель — Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом). Согласно проекту Федерального Бюджета, утвержденного Государственной Думой в 3-м чтении, уже в 2006 г. уставный капитал увеличится на 3,7 млрд руб.

Развитие ипотечного рынка в 2005 г.

Объем рынка более чем удвоился за первую половину 2005 г.

Рынок ипотечного жилищного кредитования в России является одним из наиболее динамичных секторов кредитования физических лиц. По данным Банка России и оценкам экспертов, объем задолженности по ипотечным жилищным кредитам вырос с примерно 4 млрд руб. в конце 2002 г., до примерно 70 млрд руб. к концу первого полугодия 2005 г.



Источник: Оценки АИЖК, Райффайзенбанка

Ипотечный рынок имеет огромный потенциал роста

По оценке экспертов, к 2010 г. объем жилищного ипотечного кредитования в России достигнет 5—6% ВВП. На настоящий момент этот показатель составляет чуть более 1% от ВВП. Для сравнения — в странах Европейского Союза этот показатель равен 34%.

Согласно прогнозам объема ипотечного кредитования, подготовленным Министерством промышленности и энергетики РФ, объем федеральной программы рефинансирования ипотечных кредитов к 2010 г. должен достичь 415 млрд руб. (в ценах 2004 г.).

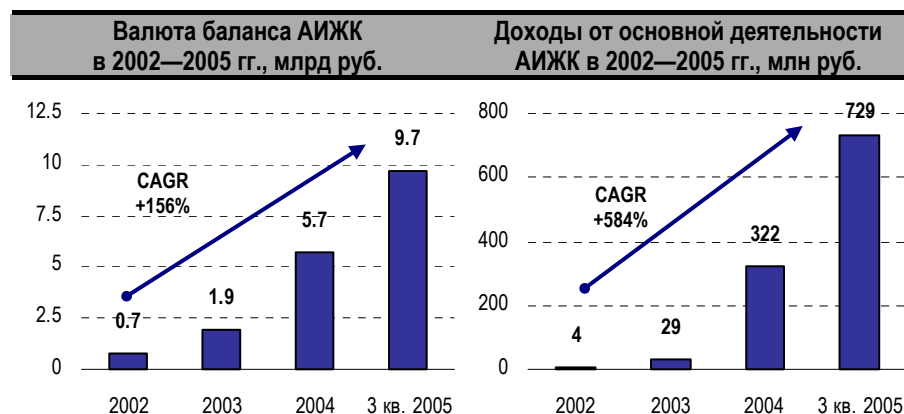
АИЖК — крупнейший игрок на рублевом рынке ипотеки

В настоящее время большая часть ипотечных кредитов в России выдается в долларах США — согласно бюллетеням ЦБ РФ, более 57% за 2004 г. По данным агентства «Ипотека в России» из 25 крупнейших участников рынка 10 банков не имеют программ рублевого ипотечного кредитования. Фактически АИЖК является едва ли не единственным источником долгосрочных рублевых ресурсов для первичных агентов на рынке рублевых ипотечных кредитов.

Финансовое состояние эмитента

Расширение основной деятельности АИЖК положительно отразилось на динамике активов и доходов от ипотечного рефинансирования.

Доходы АИЖК более чем удвоились за первые 3 кв. 2005 г., а активы выросли на 70%



Источник: финансовая отчетность АИЖК

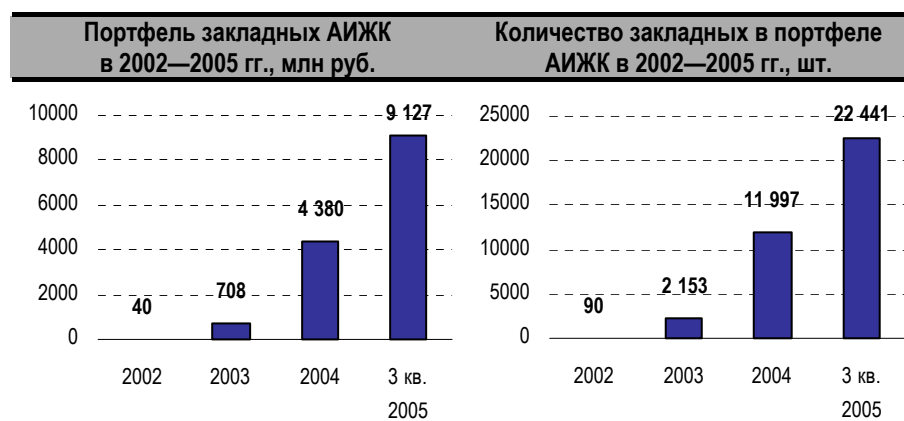
Портфель закладных

Портфель закладных АИЖК характеризуется следующими аналитическими показателями по состоянию на 30 сентября 2005 г.:

- средневзвешенная процентная ставка — 14,8% год.;
- средний размер кредита (займа) — 432 тыс. руб.;
- средняя стоимость жилой недвижимости в залоге — 755 тыс. руб.; средняя площадь — 51,9 кв. м.;
- средневзвешенное по остатку основного долга отношение суммы кредита (займа) к стоимости заложенного имущества (loan to value) составляет 60,5% (60,4% по состоянию на конец 30.06.2005 г.);
- средневзвешенный срок кредитного портфеля — 201 мес.

За 9 мес. 2005 г. портфель закладных вырос более чем в 2 раза

За 9 мес. 2005 г. портфель закладных АИЖК вырос более чем в 2 раза до 9,13 млрд руб. Количество закладных по состоянию на конец 3-его квартала превысило 22 400 шт.



Источник: АИЖК

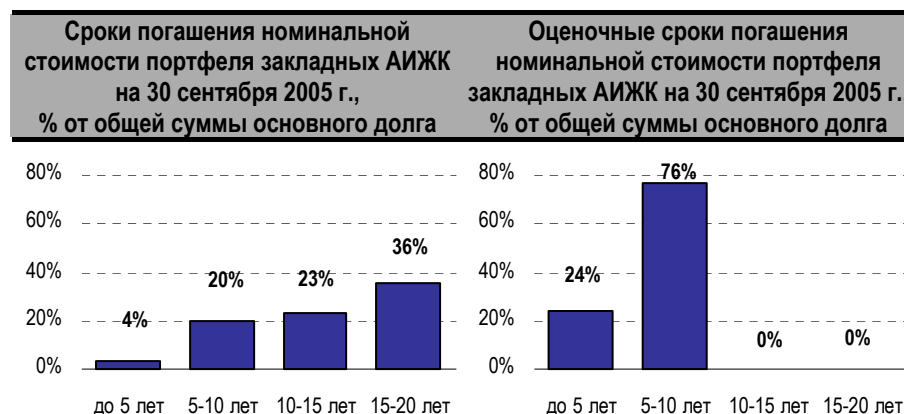
Номинальный срок до погашения портфеля — свыше 10 лет

Большая часть портфеля закладных АИЖК (59% от общего объема портфеля закладных по состоянию на 30 сентября 2005 г.) имеет номинальный срок до погашения свыше 10 лет.

Реальный срок до погашения портфеля — менее 7 лет

Согласно статистике, накопленной АИЖК, заемщики активно пользуются правом досрочного погашения ипотечного кредита. Как следствие, сроки до погашения портфеля закладных значительно уменьшаются.

Большая часть портфеля закладных АИЖК, согласно оценкам Агентства и в соответствии с существующей статистикой о досрочных выплатах, будет погашена в период от 5 до 7 лет.



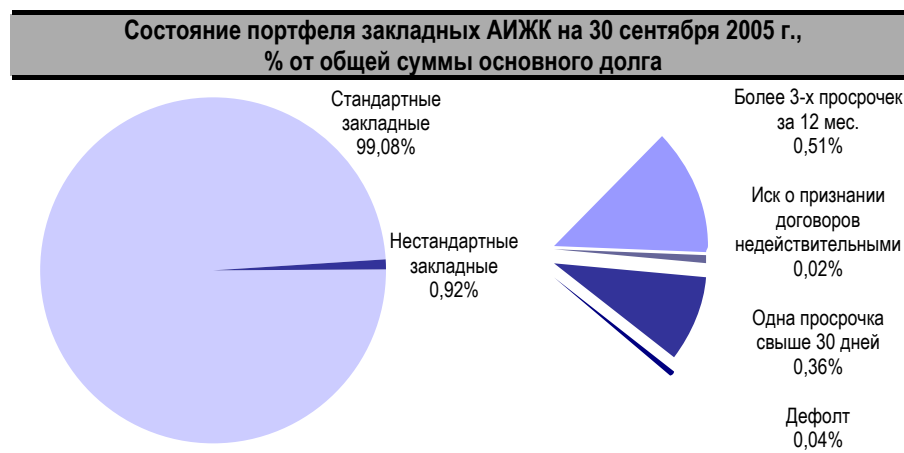
Источник: АИЖК

Управление кредитными рисками

Ипотека — низкорискованный бизнес

За все время существования (до 30 сентября 2005 г.) Агентства зафиксировано всего 27 дефолтных закладных, 2 из которых были впоследствии погашены заемщиками, еще по 16 АИЖК воспользовались правом обратной продажи региональным операторам.

Таким образом, на 30 сентября 2005 г. на балансе АИЖК находится 9 дефолтных закладных на общую сумму 2,87 млн руб. (или 0,04% от суммы портфеля). Эти закладные находятся в стадии подготовки к обратной продаже.



Источник: АИЖК

В случае дефолта региональный агент выплачивает АИЖК остаток основного долга и занимается реализацией залога

АИЖК применяет эффективную систему управления кредитными рисками по портфелю закладных, разделяя убытки от возможных потерь с региональными операторами и сервисными агентами. Последние по требованию Агентства выкупают закладную в случае дефолта в сумме, эквивалентной остатку основного долга. Впоследствии, после обращения взыскания на предмет залога, реальные убытки делятся в равных долях между АИЖК и региональными операторами (сервисными агентами).

В настоящее время АИЖК обсуждает с региональными агентами возможность принятия на себя кредитного риска по закладным при условии снижения комиссионного вознаграждения за обслуживание (с 2% до 1% год.).

Прочие активы

К активам Агентства, которые не использованы для финансирования основной деятельности, относятся краткосрочные финансовые вложения, денежные средства (остатки на расчетных счетах) и дебиторская задолженность.

Свободные деньги размещаются на рынке по согласованию с представителями госорганов

Временно свободные денежные средства АИЖК размещает в долговые инструменты коммерческих банков, перечень которых согласуется с Наблюдательным Советом АИЖК, в состав которого входят представители министерств и ведомств. Объем свободных денежных средств определяется исходя из графиков размещения облигационных займов и графика поставки закладных в соответствии с законтрактованными объемами.

Структура пассивов

Финансирование деятельности — за счет долгосрочных займов

Концепция развития АИЖК как оператора рынка ипотечного рефинансирования предполагает осуществление основной деятельности главным образом за счет долгосрочных заемных средств. По итогам первых 9 мес. 2005 г. доля займов и кредитов со сроком погашения более 1 года составляет 60% валюты баланса.

Долгосрочная финансовая задолженность АИЖК состоит из четырех рублевых корпоративных займов, обеспечение по которым предоставлено Российской Федерацией в лице Министерства Финансов РФ. Общая сумма долгосрочных финансовых обязательств АИЖК по состоянию на 30 сентября 2005 г. составляет 5,85 млрд руб. (4,82 млрд руб. по состоянию на 31 декабря 2004 г.).

История облигационных займов АИЖК

Выпуск	Объем эмиссии, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Доходность до погашения на размещения, % год	Доходность на 22 ноября 2005 г., % год.
1-ая серия облигаций АИЖК	1 070	24.04.2003	1.12.2008	9.69%	7.19%
2-ая серия облигаций АИЖК	1 500	25.05.2004	1.02.2010	11.31%	7.47%
3-ая серия облигаций АИЖК	2 250	02.12.2004	15.10.2010	9.73%	7.26%
4-ая серия облигаций АИЖК	900	12.05.2005	01.12.2012	8.99%	7.28%

Источник: Reuters

В 3-ем кв. 2005 г. АИЖК привлекло краткосрочные заимствования от коммерческих банков для финансирования закупок закладных. Привлечение краткосрочных заимствований является временной мерой, связанной с техническими задержками по организации выпусков рублевых облигаций. Кроме того, впервые Агентство привлекло дополнительные средства за счет продажи пула закладных на общую сумму 1 млрд руб.

Краткосрочные кредиты — де-факто бридж-финансирование

Краткосрочные кредиты будут использоваться Агентством только как бридж-финансирование до получения долгосрочных займов и не рассматриваются в качестве основного источника финансирования.

В 2006 г. возможен дебит на рынке ипотечных облигаций

В будущем Агентство рассчитывает привлекать средства за счет трех основных источников:

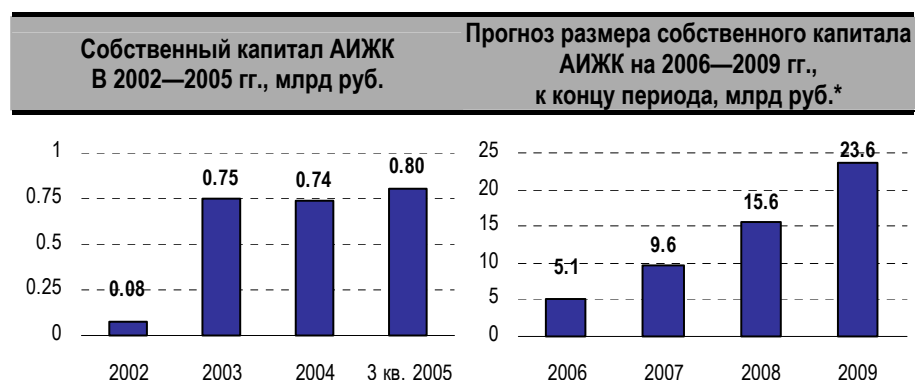
- Выпусков рублевых облигаций, обеспеченных госгарантиями РФ;
- Выпусков ипотечных ценных бумаг. АИЖК планирует дебютный выпуск ипотечных облигаций на сумму 3 млрд рублей (без государственной гарантии) в первом полугодии 2006 г., в случае если к тому времени будут приняты соответствующие законодательные акты;
- Продаж пулов закладных. Первая такая продажа на сумму 1 млрд руб. была осуществлена в октябре 2005 г.

Собственный капитал

Собственный капитал АИЖК за счет чистой прибыли за 9 мес. 2005 г. вырос на 9% и составил 803 млн руб.

Государство доведет 3,7 млрд руб. в капитал в 2006 г.

Концепция развития ипотеки, законодательно принятая в июне 2005 г., предусматривает дополнительные взносы в УК Агентства исходя из норматива достаточности капитала в размере 14%. Соответственно, в 2006 г. дополнительные взносы в капитал АИЖК составят 3,7 млрд руб.



Источник: АИЖК, оценки Райффайзенбанка

* — только за счет предполагаемого увеличения УК, без учета собственной прибыли

Оценка справедливой доходности

На наш взгляд, облигации АИЖК первых серий являются наилучшим инструментом для оценки «справедливой» доходности АИЖК 5-ой и 6-ой серий. По нашему мнению, кредитный риск этих облигаций несущественно отличается от кредитного риска облигаций АИЖК 5-6.

Доходности рублевых корпоративных облигаций на 22 ноября 2005 г.

Эмитент	Объем эмиссии, млн руб.	Остающийся срок до погашения / оферты, лет	Дюрация, лет	Доходность до погашения / оферты, % год	Спрэд к кривой облигаций ОФЗ
АИЖК 1	1 070	3.0	2.7	7.19%	0.81
АИЖК 2	1 500	4.2	3.5	7.47%	0.80
АИЖК 3	2 250	4.9	3.2	7.26%	0.70
АИЖК 4	900	6.2	4.9	7.28%	0.26

Источник: Reuters, оценки Райффайзенбанка

«Справедливый» спред облигаций АИЖК 5 к кривой облигаций ОФЗ составляет **50—75 б.п.** **«Справедливая» доходность** облигаций АИЖК 5, по нашим оценкам, составляет **7,40—7,65% год.**

«Справедливый» спред облигаций АИЖК 6 к кривой облигаций ОФЗ составляет **50—75 б.п.** **«Справедливая» доходность** облигаций АИЖК 6, по нашим оценкам, составляет **7,50—7,75% год.**

Описание облигационного займа

Основные характеристики облигационного займа 5-ой серии

Эмитент	ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию»
Поручители	Государственная гарантия Российской Федерации, обеспечивающая выплату номинальной стоимости облигаций при погашении
Номинал выпуска	2 200 млн руб.
Организаторы	АБ «Газпромбанк» (ЗАО) ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»
Предполагаемая дата размещения	6 декабря 2005 г.
Дата погашения	15 октября 2012 г.
Амортизация основной суммы долга	40% от номинала — 15 июля 2011 г. 60% от номинала — 15 окт 2012 г. (Дата погашения)
Купонный период	4 раза в год
Использование средств	Средства будут направлены на финансирование ипотечного кредитования в России и рефинансирование краткосрочных займов

Основные характеристики облигационного займа 6-ой серии

Эмитент	ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию»
Поручители	Государственная гарантия Российской Федерации, обеспечивающая выплату номинальной стоимости облигаций при погашении
Номинал выпуска	2 500 млн руб.
Организаторы	Внешторгбанк Внешэкономбанк
Предполагаемая дата размещения	6 декабря 2005 г.
Дата погашения	15 июля 2014 г.
Амортизация основной суммы долга	20% от номинала — 15 июля 2011 г. 40% от номинала — 15 июля 2013 г. 40% от номинала — 15 июля 2014 г. (Дата погашения).
Купонный период	4 раза в год
Использование средств	Средства будут направлены на финансирование ипотечного кредитования в России и рефинансирование краткосрочных займов

Райффайзенбанк Австрия

Адрес 129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
 Телефон 721—28—46
 Факс 721—99—01

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

**Член правления, начальник управления корпоративного финансирования
 и инвестиционно—банковских операций**

Павел Гурин pgourine@raiffeisen.ru

**Начальник отдела корпоративного финансирования
 и инвестиционно—банковских операций**

Роман Зильбер rzilber@raiffeisen.ru

Группа структурирования

Никита Патрахин npatrakhin@raiffeisen.ru

Олег Корнилов okornilov@raiffeisen.ru

Дмитрий Степанов dstepanov@raiffeisen.ru

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева npekcheva@raiffeisen.ru (+7095) 721 36 09

Александр Тен aten@raiffeisen.ru (+7095) 775 52 31

Торговые операции

Александр Лосев alosev@raiffeisen.ru (+7095) 721 99 76

Дмитрий Акулов dakulov@raiffeisen.ru (+7095) 721 99 76

Аналитика

Олег Гордиенко ogordienko@raiffeisen.ru (+7095) 721 28 45

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию еженедельный информационно—аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.