

Облигации АИЖК-3: даешь финансирование ипотеки!

- Госгарантия практически уравнивает кредитные риски держателей облигаций Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) и ОФЗ, если не учитывать риски отсрочки при исполнении обязательств по госгарантии и необходимость соблюдения процессуальных требований.
- Динамика развития АИЖК подтверждает правильность разработанной компанией бизнес-модели.
- Анализ финансовой отчетности АИЖК позволяет сделать вывод об адекватной достаточности капитала и низких кредитных рисках, что компенсирует относительно низкую рентабельность.
- Снижение объема госгарантий в будущем может негативно повлиять на деятельность агентства, однако в среднесрочной перспективе АИЖК располагает альтернативными источниками финансирования.
- Справедливая доходность облигаций АИЖК-3 находится в диапазоне 9.36-9.56% годовых и достигается при купонной ставке 9.05-9.24%.
- Привлекательность облигаций АИЖК для инвесторов заключается в комбинации низких рисков и длинной дюрации.
- Кроме того, облигации АИЖК являются единственным корпоративным долговым инструментом, относящимся ко второй группе активов с коэффициентом риска 10% для расчета норматива достаточности капитала банков.
- Конъюнктура рынка рублевых долговых инструментов на момент размещения облигаций может существенно отличаться от текущей, поэтому мы рассчитываем «справедливые» спрэды и доходности по состоянию на настоящий момент без учета премии на первичном рынке.

Таблица 1. Оценка справедливой доходности облигаций АИЖК-3

Долговой инструмент	Погашение	Доходность, % годовых	Купон, % годовых	Спрэд к соотв. ОФЗ, б. п.	Спрэд к соотв. инструментам Москвы, б.п.	Дюрация, лет	Объем выпуска, млн руб.
АИЖК-1	1 дек 08	9.19%	11.00%	224	141	3.38	1070
АИЖК-2	1 фев 10	9.48%	11.00%	188	156	4.30	1500
АИЖК-3	15 окт 10	9.36%-9.56%	9.05%-9.24%	200	150	4.02	2250

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Оценка справедливой доходности

Во начале декабря запланирован к размещению третий выпуск облигаций Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК-3) объемом 2.25 млрд руб. и сроком обращения чуть менее шести лет. Купон по облигациям выплачивается на ежеквартальной основе, а структура погашения – амортизационная: 30% от номинала облигаций выплачиваются за два с половиной года до даты погашения, и еще 30% - за полтора года. Размещение будет проходить по номиналу, купонная ставка определяется на конкурсе, дюрация предположительно будет составлять 4.02 года. На основе сравнительного анализа с облигациями АИЖК-1 и АИЖК-2 мы оцениваем справедливый спрэд облигаций АИЖК-3 к ОФЗ в 200 б. п., а к облигациям Москвы — в 150 б. п. Следовательно, справедливая доходность облигаций АИЖК-3 находится в диапазоне 9.36—9.56% годовых и достигается при купонной ставке 9.05—9.24%. **Это не ожидаемые при размещении параметры, а лишь те, которые мы считаем справедливыми на вторичном рынке на сегодняшний день.**

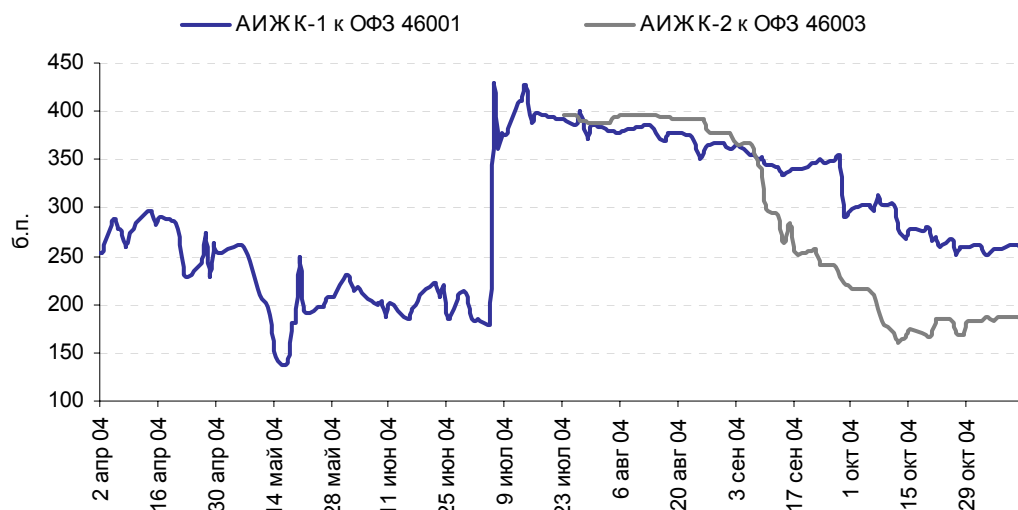
С нашей точки зрения, привлекательность облигаций АИЖК заключается в комбинации низких рисков и длинной дюрации. Благодаря данной комбинации они являются единственной альтернативой ОФЗ и инструментам Москвы в сегменте долгосрочных облигаций. В то же время, растет число инвесторов, заинтересованных в долгосрочных инструментах – в первую очередь это управляющие и страховые компании, растущие долгосрочные активы которых необходимо вкладывать в инструменты с сопоставимой дюрацией. До недавнего времени инструменты АИЖК уступали долгосрочным ОФЗ и облигациям Москвы в ликвидности, однако объем нового выпуска (почти в два раза превышающий объем предыдущего) позволяет рассчитывать на нивелирование этой разницы.

Кроме того, после размещения облигаций АИЖК-3 появляется возможность построения кривой доходности инструментов агентства. На наш взгляд, располагая кривой доходности долговых обязательств эмитента, инвесторы получают ряд существенных преимуществ:

- Ценообразование долговых обязательств, образующих кривую доходности одного эмитента, во многом более эффективно. Причина заключается в более прозрачной оценке стоимости инструментов кривой, т.к. в этом случае существует возможность сравнения спрэдов разных облигаций к бескупонной кривой доходности долговых обязательств Москвы или ГКО/ОФЗ.
- При наличии кривой доходности держатели облигаций АИЖК получают возможность осуществления арбитража внутри кривой доходности облигаций эмитента.
- Наличие дополнительных возможностей арбитража увеличивает активность игроков рынка в инструментах данного эмитента и, соответственно, положительно влияет на ликвидность облигаций.

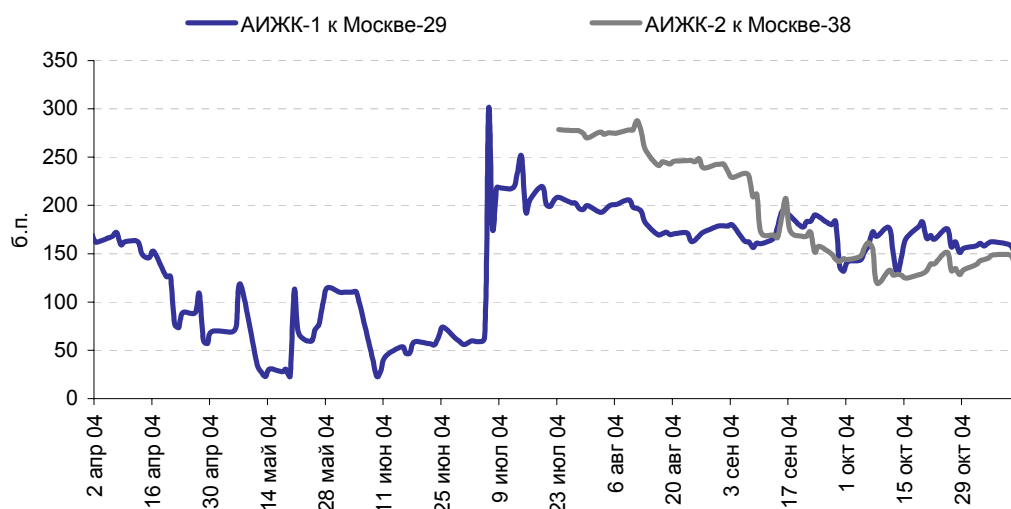
Для оценки справедливой доходности облигаций АИЖК-3 мы сравнили их с торгующимися облигациями АИЖК-1 с дюрацией 3.38 года и АИЖК-2 с дюрацией 4.3 года, поскольку, на наш взгляд, именно таким образом большинство инвесторов будет оценивать эти облигации. На *рис. 1 и 2* показаны исторические спрэды по доходности инструментов АИЖК к близким по дюрации ОФЗ и облигациям Москвы.

Рисунок 1. Спрэды облигаций АИЖК к ОФЗ



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Спрэды облигаций АИЖК к облигациям Москвы

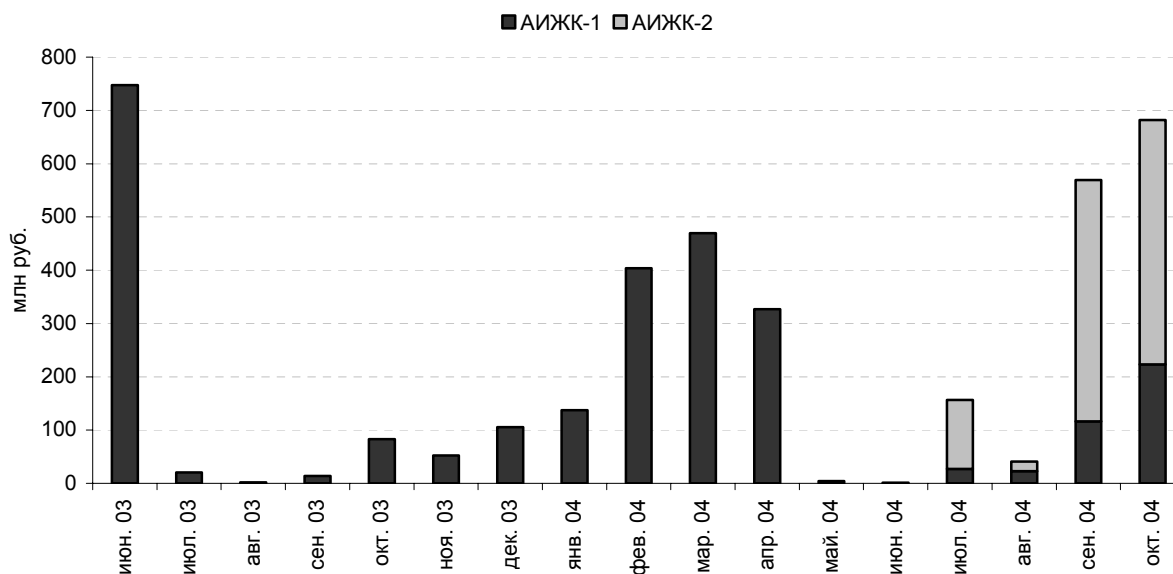


Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Нам бы хотелось подчеркнуть продемонстрированную на рис. 1 и 2 волатильность спрэдов инструментов АИЖК. На наш взгляд, это объясняется тем, что дюрация инструментов агентства превышает инвестиционный горизонт большинства банков (кроме крупнейших), обладающих значительной долей рынка рублевых облигаций. Данный класс инвесторов покупает облигации АИЖК на короткий срок из спекулятивных соображений, когда ожидает снижения доходностей, но спешит расстаться с данными инструментами в моменты коррекции рынка. Динамика объемов торгов облигациями АИЖК также подтверждает наши наблюдения (см. рис. 3).

В последние месяцы, однако, наблюдается сужение спрэдов облигаций АИЖК при одновременном снижении амплитуды их колебаний, причем начался этот процесс летом 2004 г., т. е. до начала роста котировок рублевых облигаций. С нашей точки зрения, это говорит о повышении эффективности ценообразования по облигациям АИЖК, т. е. участники рынка сформировали более четкое мнение об оценке госгарантии и кредитоспособности самого заемщика.

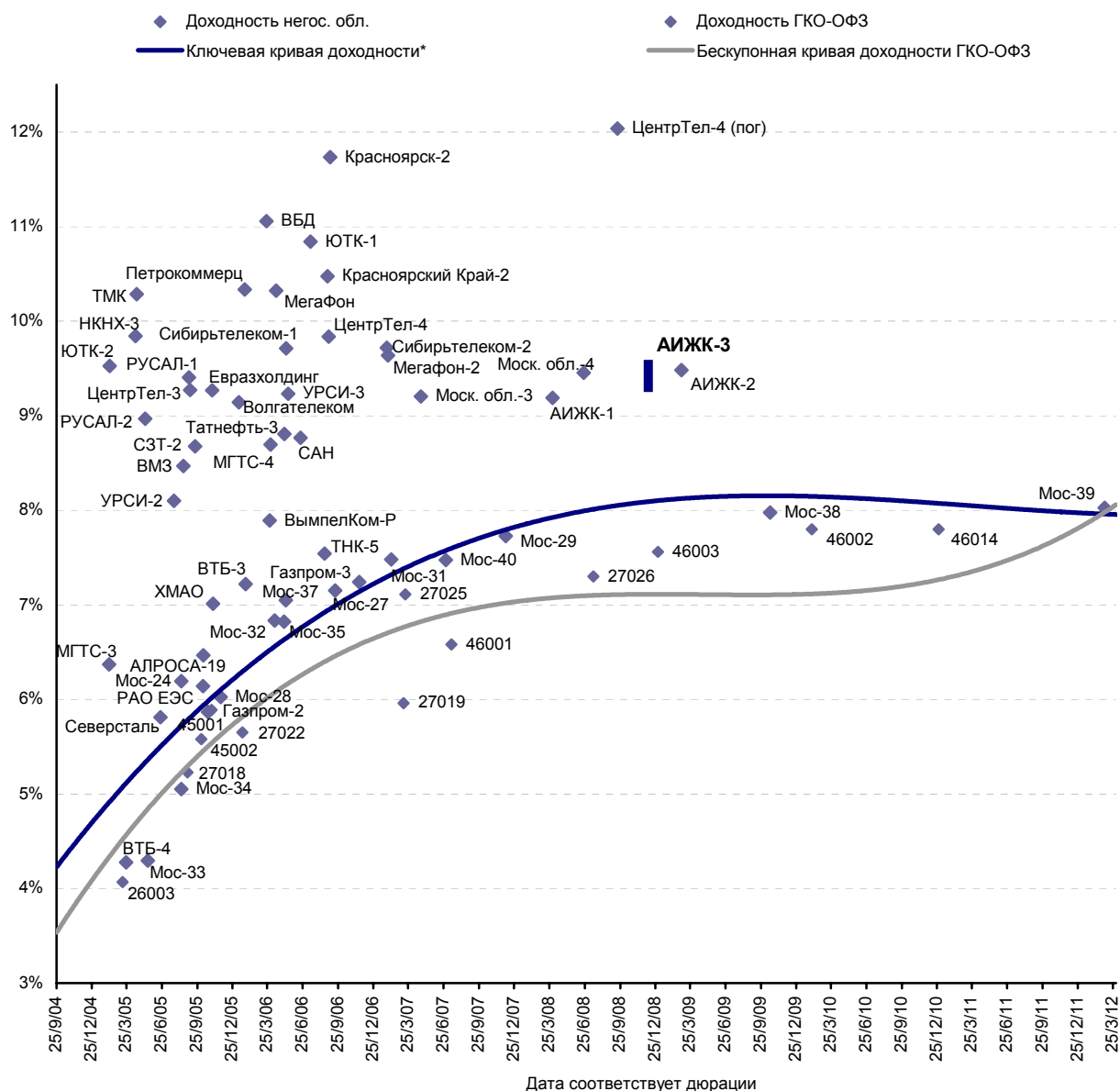
Рисунок 3. Ежемесячные объемы торгов облигациями АИЖК



Источники: ММВБ, НДЦ, оценка Ренессанс Капитала

Для оценки справедливого спреда облигаций АИЖК-3 мы ориентируемся на текущие спрэды инструментов АИЖК-2 – ввиду большей ликвидности данного инструмента мы считаем его спрэды более показательными. В связи с этим, мы оцениваем справедливый спред облигаций АИЖК-3 к ОФЗ в 200 б. п., а к облигациям Москвы — в 150 б. п. Следовательно, справедливая доходность облигаций АИЖК-3 находится в диапазоне 9.36—9.56% годовых.

Рисунок 4. Облигации АИЖК-3 относительно ключевой кривой доходности



* В качестве ключевой кривой используется синтетическая бескупонная кривая доходности облигаций Москвы. Доходность считается по средневзвешенным ценам ММВБ с учетом сделок РПС.

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Госгарантия – вопросы и ответы

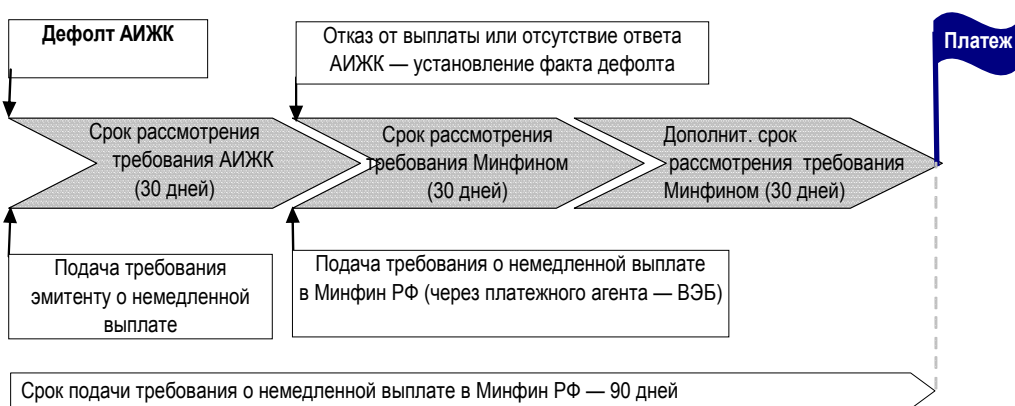
Государственная гарантия является основным фактором низкого кредитного риска облигаций АИЖК-3. Участники рынка уже хорошо знакомы с механизмом госгарантии по двум предыдущим выпускам облигаций агентства, поэтому в данном отчете мы остановимся на четырех аспектах, которые, по нашему опыту, в наибольшей степени интересуют инвесторов в связи с госгарантией. Более подробно механизм госгарантии описан в Приложении 2.

В чем разница между гособлигациями и обеспеченными госгарантией инструментами?

Госгарантия по облигациям АИЖК в полном объеме покрывает основную сумму долга и купонные платежи. Выданная держателям облигаций, она является безотзывной и не может быть изменена. Гарантия внесена в книгу внутреннего долга Российской Федерации и фиксируется в госбюджете как федеральное внутреннее заимствование. Однако, в случае (с нашей точки зрения маловероятном) дефолта эмитента госгарантия не предусматривает немедленного получения держателями облигаций их средств, а обеспечивает их выплату только с определенной отсрочкой и только в случае надлежащего соблюдения требований процессуального характера.

Процесс выплаты средств по государственной гарантии в случае дефолта АИЖК представлен на рис. 5. Держателю облигаций для получения средств по госгарантии необходимо, во-первых, своевременно предъявить эмитенту и гаранту требования об исполнении обязательств, во-вторых, представить документы, подтверждающие право собственности на облигации. Минимальный срок между дефолтом эмитента и выплатой по госгарантии (если держатель облигаций производит свои действия в кратчайшие сроки) составляет два месяца, максимальный (если гарант продлевает сроки рассмотрения требования, но не оспаривает его) — три месяца.

Рисунок 5. Порядок получения средств по госгарантии в случае дефолта АИЖК



Источники: Минфин РФ, оценка Ренессанс Капитала

Международное рейтинговое агентство Standard & Poor's разработало 11 критериев для оценки государственной гарантии по долговым инструментам. В том случае, если гарантия соответствует всем критериям, агентство считает, что риск гарантированных облигаций полностью соответствует риску гаранта. С нашей точки зрения, государственная гарантия по облигациям АИЖК не соответствует лишь двум из 11-ти критериев — она не предусматривает солидарной ответственности и не является безусловной. Таким образом, госгарантия практически (но не полностью) уравнивает облигации АИЖК и ОФЗ с точки зрения кредитных рисков.

Каким образом в государственном бюджете учитывается госгарантия на протяжении обращения облигации?

В отличие от корпоративной отчетности, в государственных финансах отсутствует понятие забалансовых обязательств — долговые обязательства и гарантии являются внутренним государственным долгом. В тот год, когда предоставляется госгарантия, она отражается в «Программе государственных внутренних заимствований Российской Федерации» (которая является приложением к государственному бюджету) как увеличение внутреннего долга. При этом отдельной строкой утверждаются только госгарантии, сумма которых превышает 1 млн МРОТ (гарантии АИЖК соответствуют данному требованию). В каждый следующий год гарантия учитывается при определении верхнего предела внутреннего государственного долга (см. закон «О федеральном

бюджете на 2004 г.», статья 108). Однако расшифровка составляющих внутреннего государственного долга в госбюджете отсутствует. В год погашения гарантия снова отражается в программе государственных внутренних заимствований в позиции «Иные долговые обязательства / погашение основной суммы задолженности» опять же без расшифровки, причем вне зависимости от того, была ли она исполнена или нет. В случае досрочного погашения ввиду дефолта получателя гарантии внутренний государственный долг уменьшается на сумму погашения госгарантии.

Таким образом, госгарантия по каждому выпуску облигаций АИЖК учтена в госбюджете каждого года вплоть до погашения облигаций.

Не постигнет ли держателей облигаций АИЖК участь кредиторов РАО ВСМ?

АИЖК не первая организация, размещающая рублевые облигации с государственной гарантией. Первым на рынке такое финансирование было привлечено РАО «Высокоскоростные магистрали» путем размещения в 1997-1998 гг. шесть выпусков облигаций под гарантии государства. С точки зрения держателей облигаций, первый опыт был неудачным — осенью 1998 г. РАО ВСМ прекратило платежи по непогашенным на тот момент четвертому, пятому и шестому выпускам. Что касается государственной гарантии, то держателям облигаций пришлось добиваться ее исполнения через суд, и облигации были, наконец, погашены государством в 2001 г., но с учетом НКД на момент дефолта в 1998 г.

Тем не менее, было бы неправильно судить о возможной судьбе облигаций АИЖК по неудачному опыту РАО ВСМ, т. к. различия между этими инструментами значительно превосходят сходства:

- Дефолт по облигациям РАО ВСМ произошел 18 сентября 1998 г. (дата четвертого купонного платежа четвертого выпуска), т. е. уже после суверенного дефолта по краткосрочному внутреннему долгу. С нашей точки зрения, отказ государства выполнять гарантии по облигациям РАО ВСМ в значительной степени был обусловлен суверенным дефолтом.
- Сложности держателей облигаций с получением средств по госгарантии РАО ВСМ связаны с особенностями ее оформления. В случае с РАО ВСМ госгарантия обязывала Минфин предоставить субъекту федерации (в данном случае Санкт-Петербургу) средства для погашения задолженности перед держателями облигаций. В результате Минфин не имел достаточных законодательных оснований для исполнения госгарантии, таким основанием для него явилось только решение суда. Госгарантия по облигациям АИЖК, в свою очередь, была выдана непосредственно в пользу держателей облигаций.
- На момент предоставления гарантии РАО ВСМ еще не существовало Бюджетного кодекса РФ, в котором сейчас установлены требования к форме госгарантии и прописан порядок их отражения в бюджетном процессе. Юридической основой выдачи госгарантии РАО ВСМ являлся закон «О государственном внутреннем долге РФ» от 13 ноября 1992 г., который предусматривал только возможность предоставления гарантии со стороны государства, но не регулировал ее форму и то, как она учитывается в госбюджете. Таким образом, в отличие от гарантий по облигациям АИЖК гарантии по инструментам РАО ВСМ не были внесены в госбюджет 1997-1998 гг. и появились только в бюджете 2001 г., когда держатели облигаций выиграли судебный иск против Минфина.

К какой группе активов относятся облигации АИЖК при расчете норматива достаточности капитала банков?

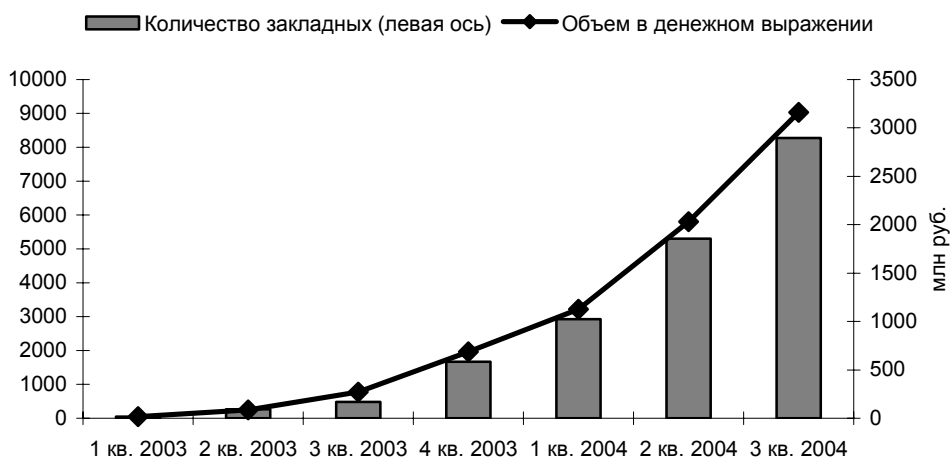
Облигации АИЖК относятся ко второй группе с коэффициентом риска 10% для расчета норматива достаточности капитала банка по Инструкции № 110-И Банка России. В перечислении активов, относящихся ко второй группе в статье 2.3 данной инструкции есть позиция с кодом 8973: «кредитные требования, то есть требования банка к заемщику (контрагенту), которым присущ кредитный риск, включая ссуды, ссудную и приравненную к ней задолженность, определенные в соответствии с нормативным актом Банка России о порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, по ссудной и приравненной к ней задолженности, гарантированные Российской Федерацией, в части, под которую получены гарантии». Согласно перечню расшифровок кодов, используемых при расчете обязательных нормативов (Приложение № 1 к данной инструкции), в данную позицию входят счета №№ 50107, 50208 и 50308, т. е. приобретенные для перепродажи, некотируемые или котируемые приобретенные для инвестирования прочие долговые обязательства. Позиции банка в облигациях АИЖК должны быть отражены по одному из этих счетов.

Вторая составляющая кредитоспособности – финансовый анализ

Развитие бизнеса

Тогда как в момент выпуска облигаций АИЖК-1 агентство только начинало свою деятельность (т. е. выкуп закладных у региональных операторов), в настоящий момент данный бизнес растет быстрыми темпами (см. рис 6). В 2003 г. агентство выкупило 2074 закладные общим объемом 687 млн руб., а за 9 месяцев 2004 г. — уже 6605 закладных объемом 2472 млн руб. В настоящее время (по состоянию на 15 ноября 2004 г.) портфель АИЖК составляют 10024 закладных объемом 3655 млн руб. Рост объемов бизнеса позволил агентству повысить планку и увеличить плановый объем портфеля закладных на конец 2004 г. с 3.6 млрд руб. до 5.5 млрд руб. Долгосрочные планы агентства также весьма амбициозны: объем портфеля – 17.5 млрд руб. на конец 2005 г., объем выкупа закладных – 400 тыс. (ориентировочно около 230 млрд руб.) на период 2005-2010 гг.

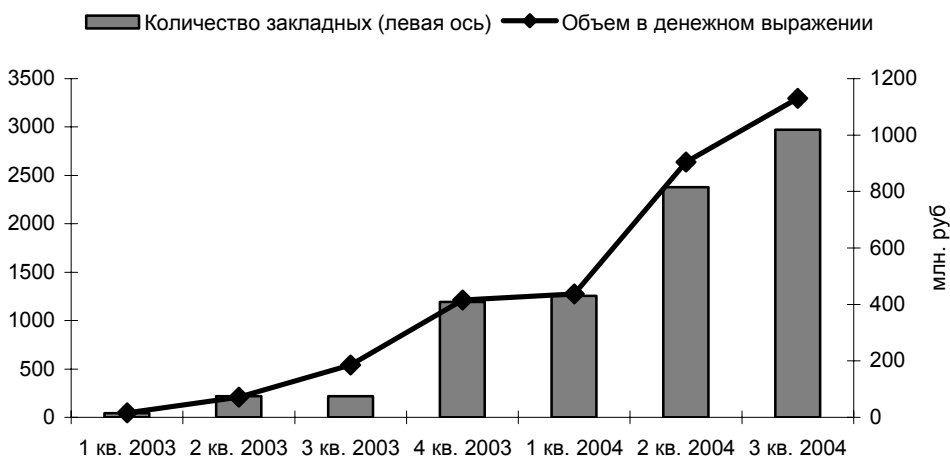
Рисунок 6. Кумулятивный поквартальный прирост портфеля закладных АИЖК



Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Поквартальные итоги деятельности АИЖК свидетельствуют не о быстром росте бизнеса, существенно зависящего, однако, от объемов получаемого финансирования. Рост в первую очередь связан с расширением регионального присутствия за 2004 г с 54 до 68 регионов. Зависимость же от финансирования наглядно демонстрируется скачкообразным приростом операций – сразу после выпуска очередного облигационного займа активность АИЖК по выкупу закладных возрастает, и несколько замедляется перед выпуском следующего займа, когда средства от размещения предыдущего начинают подходить к концу.

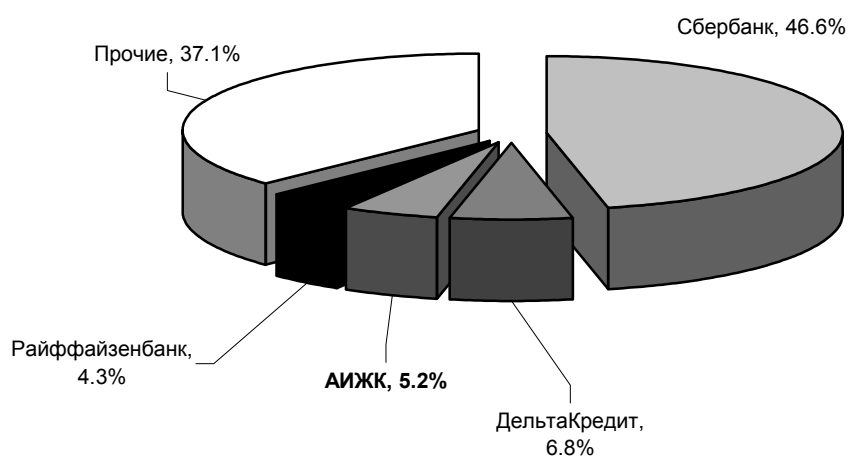
Рисунок 7. Поквартальный прирост портфеля закладных АИЖК



Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Высокие темпы роста позволили АИЖК занять третье место в России по объему ипотечных кредитов по итогам 2003 г. (см. рис 8). Однако необходимо учитывать, что часть ипотечных кредитов других участников рынка являются такими только по названию, т. к. не обеспечены залогом жилья. Таким образом, доля АИЖК даже по результатам 2003 г., скорее всего, превышает 5.2%. В 2004 г., по данным www.rusipoteka.ru, АИЖК лидирует по количеству выданных кредитов: более 6.5 тыс. против 2.8 тыс. (за период с января по август) следующего за АИЖК участника рынка банка ДельтаКредит. По нашей оценке, АИЖК переместится с третьего места по доле рынка (по объему портфеля ипотечных кредитов) на второе, благодаря опережающему конкурентов росту объемов бизнеса. Кроме того, АИЖК является безусловным лидером ипотечного кредитования в регионах, где прогнозируемые объемы роста ипотечного кредитования значительно выше, чем в Москве. Таким образом, АИЖК может достичь своей достаточно амбициозной цели и, скорее всего, доведет свою рыночную долю до 20% к 2010 г.

Рисунок 8. Лидеры рынка ипотечного кредитования



Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Анализ финансовых показателей – достаточность капитала

Основная деятельность АИЖК предусматривает выкуп ипотечных закладных, выпуск долговых обязательств для рефинансирования данной деятельности и временное размещение свободных средств в ликвидные финансовые вложения. С точки зрения профиля деятельности и основных позиций баланса и отчета о прибылях и убытках, АИЖК напоминает кредитную организацию – поэтому мы проводим финансовый анализ агентства, как анализ финансовой организации.

При анализе баланса (см. Приложение 3) становится ясно, насколько быстро росли показатели бизнеса АИЖК в 2004 г. — валюта баланса выросла на 83%, а портфель выкупленных закладных — в 3.3 раза. Поскольку в текущем году государство не проводило дополнительных вложений в капитал АИЖК, и по итогам 2003 г. были выплачены дивиденды в размере 10 млн руб., собственный капитал агентства незначительно снизился и составил 736 млн руб. Коэффициент достаточности капитала снизился с 39% до 21%, но продолжает находиться выше среднего уровня российской банковской системы (составляющего 10-12%). Снижение данного коэффициента закономерно по мере роста объемов операций. Однако АИЖК планирует сохранять уровень достаточности капитала выше 14% (минимальный уровень, предписанный Банком России для банков-эмитентов ипотечных ценных бумаг). С этой целью АИЖК поставило вопрос об увеличении капитала уже в 2005 г. Ждать ответа осталось сравнительно недолго – до публикации проекта госбюджета на 2005 г.

Таблица 2. Показатели достаточности капитала, млн руб.

	9 мес 2004	2003	2002
Валюта баланса	3479.1	1900.0	730.4
Собственный капитал	727.2	746.5	726.3
Достаточность капитала	20.9%	39.3%	99.4%

Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Рентабельность

Основным источником доходов АИЖК является чистый процентный доход, который превысил чистый операционный доход. Последний показатель остался практически неизменным, несмотря на рост процентного дохода по портфелю закладных в шесть раз. Это объясняется значительным снижением чистой процентной маржи ввиду снижения процентных доходов по вложениям агентства в 2004 г. по сравнению с 2003 г. Чистая процентная маржа находится на низком уровне, однако высокая рентабельность не является основной целью агентства. Уровень чистой процентной маржи соотносится с разницей в процентных ставках по закладным с учетом комиссии региональным операторам (13%) и стоимостью заимствования по последнему выпуску облигаций АИЖК-2 (чуть выше 11%).

Несмотря на рост бизнеса, операционные доходы агентства снизились на 22%. Операционные расходы также снизились приблизительно на 5%, невзирая на увеличение штата сотрудников и значительные расходы на развитие информационных систем. Тем не менее, операционные расходы (почти половину которых составляют затраты на оплату работы персонала) еще слишком велики — их отношение к доходам (коэффициент эффективности) составляет 91% против среднего по банковской системе уровня в 55-60%. По нашим оценкам, это отношение будет продолжать снижаться с ростом объема операций агентства.

Таблица 3. Показатели рентабельности, млн руб.

	9 мес 2004	2003	2002
Чистый процентный доход	95.7	97.6	10.2
Операционный доход	82.3	105.5	11.0
Комиссионные расходы	-23.8	-3.1	0.0
Операционные расходы	-75.4	-79.1	-35.8
<i>из них - расходы на персонал</i>	<i>-35.9</i>	<i>-39.3</i>	<i>-17.8</i>
Прибыль/убыток до налогообложения	2.6	19.2	-42.2
Чистая процентная маржа	3.7%	10.7%	41.5%
Коэффициент эффективности	91.7%	75.0%	326.0%
Рентабельность капитала	0.3%	2.6%	н.д.
Рентабельность активов	0.1%	1.5%	н.д.

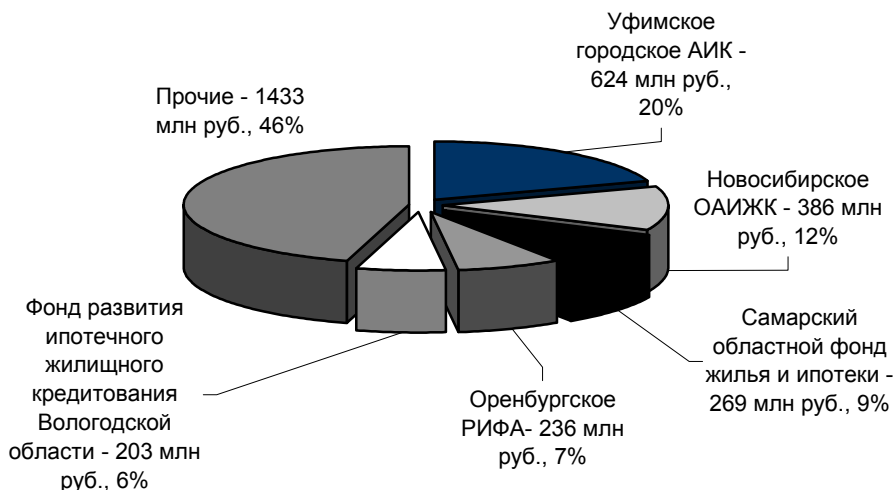
Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Качество активов и кредитные риски

Качество активов АИЖК не подвержено прямой зависимости от портфеля ипотечных закладных. АИЖК имеет право обратной продажи дефолтной закладной региональному партнеру (у которого она была выкуплена) по остаточной стоимости кредита. Если после обратного выкупа региональный партнер в течении одного года реализует объект залога с убытком, АИЖК обязуется возместить 50% данного убытка. Таким образом, риск АИЖК заключается в одновременном дефолте заемщика и регионального партнера, а также в невозможности обратиться взыскание на предмет ипотеки. С нашей точки зрения, вероятность такого совпадения низка, если не брать во внимание возможность полномасштабного финансового кризиса, подобного кризису 1998 г.

Следовательно, АИЖК стремится к ограничению рисков как со стороны региональных партнеров, так и со стороны портфеля закладных. Кредитный комитет АИЖК устанавливает лимиты на каждого регионального партнера. Методика установления лимитов достаточно прозрачна и включает в себя размер, достаточность капитала, анализ финансовой устойчивости и кредитную историю. Лимиты регулярно пересматриваются по результатам мониторинга. Однако размеры лимитов на некоторых региональных партнеров достаточно велики по сравнению с объемом портфеля закладных АИЖК, что влечет за собой концентрацию кредитных рисков на данных партнерах.

Рисунок 9. Доля региональных операторов в выкупленных АИЖК закладных



Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Что касается собственно кредитного качества закладных, основную роль играют проверка юридической чистоты сделки уполномоченным депозитарием и минимальные требования, которым должны соответствовать все закладные:

- сумма аннуитетного платежа не должна превышать 50% от документально подтвержденного дохода заемщика (средний показатель по портфелю АИЖК — 40.2%);
- сумма кредита не должна превышать 70% от оценочной стоимости недвижимости (средний показатель по портфелю АИЖК — 57%);
- авансовый платеж заемщика должен составлять не менее 30%;
- недвижимость должна быть оценена уполномоченным АИЖК оценщиком и застрахована в уполномоченной страховой компании;
- допускается кредитование только под жилую недвижимость при наличии закладной и права залога.

В настоящий момент портфель АИЖК имеет следующие характеристики: средний размер кредита — 370 тыс. руб., средний срок кредита — 190 месяцев, единая процентная ставка — 15%.

АИЖК присваивает ипотечному кредиту статус технического дефолта в том случае, если заемщик просрочил более трех платежей в течение последних 12 месяцев. По таким кредитам региональные операторы проводят работу с заемщиком и проверяют заложенное имущество. В случае изначального отказа заемщика от выполнения обязательств, либо в случае, если принятые меры не дали результата, кредиту присваивается статус юридического дефолта.

По состоянию на 15 ноября 2004 г. у АИЖК было 58 дефолтов или 0.57% от объема портфеля на данное число. 51 кредиту был присвоен статус технического дефолта (по 23-ти из них возобновились нормальные платежи, 28 находятся под контролем агентства). Из семи юридических дефолтов в одном случае кредит был впоследствии погашен заемщиком, в трех — использовано право обратной продажи региональному оператору. Три других закладных на общую сумму 1879 тыс руб. находятся на балансе АИЖК, и принято решение о продаже квартир, находящихся в залоге. До продажи квартир платежи по этим закладным осуществляют региональные операторы.

Риски агентства в случае дефолтов по закладным связаны в первую очередь с отсутствием судебной практики выселения заемщика и лишения его права собственности на жилое помещение, поэтому стандарты выдачи кредитов АИЖК предусматривают обязательство субъекта Российской Федерации по предоставлению жилья для выселения.

Дополнительным источником кредитного риска для АИЖК является инвестирование временно свободных средств в финансовые активы. АИЖК инвестирует такие средства в векселя, депозитные сертификаты и депозиты банков, список которых утвержден Минфином РФ. В основном это государственные и крупные коммерческие банки.

Ликвидность

Текущую ликвидность АИЖК достаточно легко прогнозировать — график погашения закладных известен, а выкуп осуществляется согласно предварительно заключенным срочным контрактам и, таким образом, график выкупа также известен. Это позволяет АИЖК достаточно точно подбирать срочность инструментов, в которые инвестируются свободные средства. На случай сбоев в графиках погашения или выкупа закладных АИЖК пользуется краткосрочными банковскими кредитами как инструментом управления ежедневной ликвидностью.

Финансирование как условие роста – существуют ли проблемы?

В последнее время дискуссия АИЖК и Минфина о предоставлении госгарантий на 2005 г. привлекла интерес общественности и СМИ. В частности, активно обсуждаются вопросы выполнения агентством поставленных перед ним целей и его жизнеспособности без госгарантий. Высказывается мнение, что попытки развития рынка ипотечного кредитования нерыночными методами не будут иметь успеха, поскольку крупные российские банки в этой сфере могут оказаться более эффективными, применяя рыночные методы.

Мы не согласны с вышеназванными точками зрения. Во-первых, основной причиной создания АИЖК был «провал рынка» в области ипотечного кредитования, вызванный в первую очередь отсутствием долгосрочного финансирования в российской финансовой системе. Таким образом, в деятельности агентства была запрограммирована определенная «нерыночность». Во-вторых, выгодные условия кредитования АИЖК, на наш взгляд, снижают маржу коммерческих банков в той же степени, в которой естественные и искусственные преимущества Сбербанка снижают их способность привлекать вклады физических лиц. С нашей точки зрения, эффект нерыночного характера деятельности АИЖК не стоит переоценивать:

- По данным www.rusipoteka.ru, ставки по ипотечному кредитованию в рублях большинства банков варьируются от 14% до 19%, т. е. единая ставка АИЖК находится в рыночном диапазоне.
- Как мы установили выше в главе «Развитие бизнеса», основным ограничителем роста кредитного портфеля АИЖК является доступность финансирования – высокий спрос подтверждает рыночный характер продукта.

Мы не согласны и с тем, что коммерческие банки имеют неоспоримые преимущества перед АИЖК. Ни один из российских банков, включая Сбербанк, не имеет доступа к долгосрочным (более 10 лет) финансовым ресурсам в достаточном объеме. В отличие от российских корпоративных заемщиков банки неспособны разместить даже еврооблигации, сроком обращения более пяти-семи лет. Выпуск ипотечных облигаций банками не решит проблему – в рамках существующего законодательства отсутствует возможность разделения кредитного риска банка и риска пула закладных, т. е. выпущенная банком ипотечная облигация является лишь банковским долговым инструментом с дополнительным покрытием и не защищает инвестора от риска дефолта самого банка.

С нашей точки зрения, желание Минфина снизить объем предоставления госгарантий АИЖК на 2005 г. (агентство запросило 9.5 млрд руб.) обусловлено скорее свойственным этому ведомству консервативным подходом к увеличению внутреннего долга, а не критикой деятельности агентства.

Тем не менее, вопрос жизнеспособности бизнес-модели АИЖК в отсутствии необходимого объема госгарантий остается. На данный момент он не может быть решен с помощью выпуска ипотечных ценных бумаг:

Выпуск облигаций с ипотечным покрытием пока невозможен ввиду несовершенства российского законодательства, которое не предусматривает возможности передачи всех связанных с пулом закладных рисков конечным инвесторам. При выпуске таких инструментов АИЖК пришлось бы нести риски дефолтов и предоплаты по закладным, что значительно увеличивает стоимость заимствований с учетом рисков и ставит очень высокие требования к размеру собственного капитала.

Ипотечный сертификат участия не является облигацией, его обращение на вторичном рынке затруднено, поэтому он обладает низкой привлекательностью для конечных инвесторов.

Несмотря на то, что использовать ипотечные ценные бумаги АИЖК не может, в среднесрочной перспективе агентство сохранит существующие темпы роста бизнеса и при недостаточном объеме госгарантий. Во-первых, агентство недавно освоило новый инструмент – банковское кредитование под залог закладных. В октябре 2004 г. была открыта кредитная линия объемом 1 млрд руб. в Газпромбанке, планируется открытие кредитных линий банком еще несколькими российскими банками. Проблемой такого привлечения средств является несоответствие сроков активов и пассивов, что ограничивает объем их использования.

Во-вторых, мы убеждены, что АИЖК сможет разместить и необеспеченные облигации по приемлемой доходности. Поскольку мы считаем АИЖК финансовым институтом, наиболее правильным является сравнение его кредитоспособности с российскими банками. Оптимальным объектом для сравнения представляется Банк Русский Стандарт – он также специализируется в узкой области кредитования населения (только не ипотечного, а потребительского), и его бизнес растет сопоставимыми с бизнесом АИЖК темпами. Облигации Русский Стандарт-3 торгуются с доходностью 8.3% к оферте через 10.5 месяцев. Безусловно, АИЖК несколько проигрывает Банку Русский Стандарт в прямом сравнении вследствие значительно меньшего (пока) размера капитала и валюты баланса (см. табл. 4). Кроме того, инвесторы будут рассматривать необеспеченные облигации АИЖК как квази-субординированные по отношению к другим долгам компании. Однако различие в кредитоспособности, с нашей точки зрения, не настолько велико, чтобы не позволить АИЖК разместить необеспеченные облигации по приемлемой доходности ниже 13%, т. е. ниже ставки по ипотечным кредитам (15%) за вычетом 2%-ной комиссии региональным операторам.

Таблица 4. Сравнительный анализ факторов кредитоспособности АИЖК и Банка Русский Стандарт

Сильные стороны	Слабые стороны
Значительно более низкий уровень рисков в кредитном портфеле.	Вероятность поддержки Банка Русский Стандарт крупным акционером BNP Paribas выше, чем вероятность господдержки АИЖК.
Более высокий уровень достаточности капитала.	Более низкая рентабельность.
	Более низкий абсолютный размер капитала.

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Приложение 1. Структура выпуска облигаций АИЖК-3

Эмитент	ОАО АИЖК
Гарант	Российская Федерация в лице Министерства финансов РФ
Вид ценных бумаг	Облигации документарные процентные на предъявителя серии А3 с обязательным централизованным хранением в количестве 2 250 000 (два миллион двести пятьдесят тысяч) штук
Объем эмиссии	2 250 000 000 (два миллиарда двести пятьдесят миллионов) рублей
Дата погашения	15 апреля 2008 г. – 30% от номинала, 15 апреля 2009 г. – 30% от номинала, 15 октября 2010 г. – 40% от номинала
Ставка купона	Ставка первого купона определяется эмитентом на конкурсе в первый день размещения облигаций, ставки остальных купонов равны ставке первого купона
Даты купонных выплат	Эмитент выплачивает купонный доход 15 января, 15 апреля, 15 июля и 15 октября ежегодно, начиная с 15 апреля 2005 г. по 15 октября 2010 г. (включительно)
Способ размещения	Размещение облигаций осуществляется путем открытой подписки
Дата размещения	2 декабря 2004 г.
Организаторы	Ренессанс Капитал, Внешэкономбанк, Внешторгбанк
Вторичный рынок	ММВБ и внебиржевой рынок
Андеррайтер и платежный агент	Внешэкономбанк
Финансовый консультант	ИК «Горизонт»
Депозитарий	Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр»

Приложение 2. Механизм государственной гарантии

В Российской Федерации существует только один тип государственной гарантии федерального уровня. Гарантия по облигациям АИЖК является именно таким обязательством государства. Юридические основания для выдачи госгарантии следующие:

- Бюджетный кодекс РФ. Его статьи 115 и 116 определяют понятие государственной гарантии, устанавливают основные требования к ее форме и порядок отражения госгарантий в бюджете.
- Закон «О федеральном бюджете на 2004 г.». В «Программе внутренних заимствований» (Приложение № 25 к закону о бюджете) предусмотрена государственная гарантия АИЖК в размере 4.5 млрд руб.
- Постановление Правительства РФ № 628 «Об утверждении правил предоставления государственных гарантий Российской Федерации по заимствованиям открытого акционерного общества „Агентство по ипотечному жилищному кредитованию”», в редакции от 10 декабря 2002 г. Данное постановление определяет условия получения госгарантий АИЖК, порядок их предоставления и контроля над целевым использованием займов. Неточное соблюдение или несоблюдение данного постановления при выдаче госгарантии, однако, не ведет к недействительности уже выданных гарантий.
- Постановление Правительства РФ № 462 «О предоставлении государственной гарантии Российской Федерации открытому акционерному обществу „Агентство по ипотечному жилищному кредитованию”» от 8 сентября 2004 г. Данное постановление определяет предоставление конкретной государственной гарантии по планируемому выпуску.

Основные параметры государственной гарантии, имеющие важное значение для держателей облигаций, представлены в *табл. 5*:

Таблица 5. Основные параметры государственной гарантии

Гарант	Российская Федерация в лице Министерства финансов РФ
Бенефициары	Физические и юридические лица — держатели облигаций АИЖК
Объем госгарантии	3.6 млрд руб., из которых 2.25 млрд руб. покрывают сумму основного долга, а 1.35 млрд руб. — купонные платежи. Накопленный купонный доход, а также возможные штрафы и пени ввиду несвоевременного исполнения заемщиком своих обязательств не покрыты госгарантией.
Срок действия	С момента государственной регистрации выпуска по 15 января 2011 г.
Вид ответственности	Субсидиарная, т. е. держатель облигаций может потребовать исполнения государством гарантии только в случае дефолта АИЖК. Дефолт АИЖК определяется как неисполнение или неполное исполнение АИЖК обязательств по облигациям. В данном случае держатель облигаций может потребовать выплаты как купонного дохода, так и суммы основного долга по облигациям.
Безотзывность	Гарантия является безотзывной, ее условия не могут быть изменены в одностороннем порядке.

Источники: Минфин, оценка Ренессанс Капитала

Приложение 3. Финансовая отчетность АИЖК

По российским правилам агентство вынуждено составлять финансовую отчетность как обыкновенное акционерное общество. С точки зрения профиля деятельности и основных позиций баланса и отчета о прибылях и убытках, АИЖК, однако, очень напоминает кредитную организацию, хотя формально такой не является. Поскольку стандарты раскрытия информации совершенно не соответствуют профилю деятельности АИЖК, отчетность компании по РСБУ невозможно интерпретировать и анализировать без дополнительной информации. Несколько примеров:

- Выручка от продажи товаров и услуг на самом деле представляет собой процентные доходы по портфелю ипотечных кредитов. Другие процентные доходы (например, от ценных бумаг и банковских депозитов) учитываются в процентах к получению.
- Управленческие расходы компании включают в себя вознаграждение региональным партнерам в размере 2% годовых от портфеля ипотечных кредитов, выкупленного АИЖК и находящегося на обслуживании у регионального оператора. С нашей точки зрения, эти расходы являются комиссионными, и их необходимо рассматривать отдельно от других операционных расходов для адекватной оценки рентабельности АИЖК.
- В отличие от ценных бумаг, доходы от дисконтных векселей учитываются АИЖК на валовой основе — т. е. стоимость приобретения векселей включается в прочие операционные расходы, а полученные при погашении средства — в прочие операционные доходы.
- В балансе АИЖК портфель ипотечных кредитов скрывается под позицией «займы, предоставленные организациям на срок более 12 месяцев». Однако «займы, предоставленные организациям на срок менее 12 месяцев» являются не краткосрочными ипотечными кредитами, а финансированием региональных операторов под покупку ипотечных закладных.

Учитывая вышесказанное, мы осуществили перегруппировку баланса и отчета о прибылях и убытках АИЖК, чтобы они выглядели как финансовая отчетность кредитной организации (см. табл. 5 и табл. 6). С нашей точки зрения, представленная в такой форме отчетность в большей степени отражает род деятельности агентства и значительно лучше поддается анализу.

Таблица 6. Перегруппированный баланс АИЖК, млн руб.

	9 мес 2004	31.12.2003	31.12.2002
Активы			
Кассовая наличность и эквиваленты	52.3	14.5	653.5
Ценные бумаги и банковские депозиты	229.1	996.6	0.0
<i>краткосрочные</i>	171.5	727.0	0.0
<i>долгосрочные</i>	57.6	269.7	0.0
Финансирование региональных операторов под закупку закладных	13.7	88.0	0.0
Портфель закладных	3077.9	707.9	40.7
Прочие активы	93.6	87.9	33.1
Основные средства	12.5	5.1	3.1
Всего активов	3479.1	1900.0	730.4
Пассивы			
Задолженность перед банками	0.0	0.0	0.0
Ценные бумаги в обращении	2636.9	1080.0	0.0
Доходы будущих периодов	52.2	61.6	0.0
Прочие пассивы	62.8	11.9	4.1
Всего пассивов	2751.9	1153.5	4.1
Капитал			
Уставной фонд	690.0	690.0	112.0
Внесенный но незарегистрированный уставной фонд	0.0	0.0	650.0
Накопленная прибыль / дефицит	37.2	56.5	-35.7
Всего капитала	727.2	746.5	726.3
Всего капитала и пассивов	3479.1	1900.0	730.4

Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 7. Перегруппированный отчет о прибылях и убытках АИЖК, млн руб.

	9 мес 2004	2003	2002
Процентный доход	242.4	178.9	10.2
<i>по ипотечным закладным</i>	182.5	29.5	3.7
<i>по депозитам</i>	20.1	92.6	6.3
<i>по долговым ценным бумагам</i>	25.3	53.2	0.2
<i>по дисконтным векселям</i>	14.6	3.6	0.0
Процентный расход	-146.7	-81.3	0.0
Чистый процентный доход	95.7	97.6	10.2
Комиссионные расходы	-23.8	-3.1	0.0
Прочий операционный доход	10.3	11.0	0.8
Операционный доход	82.3	105.5	11.0
Операционные расходы	-75.4	-79.1	-35.8
<i>расходы на персонал</i>	-35.9	-39.3	-17.8
Прочие расходы	-4.0	-6.4	-2.3
Чистые в нереализационные доходы (расходы)	-0.3	-0.8	-15.1
Прибыль/убыток до налогообложения	2.6	19.2	-42.2
Налогообложение	-0.2	-13.2	0.0
Отложенное налогообложение	-1.5	14.2	0.0
Чистая прибыль/убыток	0.9	20.2	-42.2

Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Ренессанс Капитал

Вознесенский переулок, 22, Москва, 103009
Тел.: (+7 501) 258-77-77, факс (+7 501) 258-77-78
www.rencap.com

РЕНЕССАНС КАПИТАЛ УПРАВЛЕНИЕ ПО РАБОТЕ С ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ

Директор управления по работе с долговыми обязательствами

Алексей Сизов
258-77-26
asizov@rencap.com

Директор аналитического управления

Александр Казбеги
258-79-02
akazbegi@rencap.com

Клиентские операции

Михаил Зарецкий	mzaretsky@rencap.com	258-79-43
Петр Кривдин	pkrivdin@rencap.com	258-77-69

Торговые операции

Антон Завьялов	azavialov@rencap.com	258-79-75
Сергей Петров	spetrov@rencap.com	258-79-82

Аналитика

Алексей Моисеев	amoisseev@rencap.com	258-79-46
Павел Мамай	pmamai@rencap.com	258-77-08
Анна Матвеева	amatveyeva@rencap.com	258-79-30
Артем Архипов	aarkhipov@rencap.com	258-79-68
Эдуард Джабаров	ejabarov@rencap.com	258-79-07

Редакционно-издательский отдел

Екатерина Малахова	emalakhova@rencap.com	258-77-64
Мария Сулима	msulima@rencap.com	258-77-62
Станислав Захаров	szakharov@rencap.com	258-79-26
Анастасия Гюльванесян	agiulvanesyan@rencap.com	725-52-21

Администратор

Анна Мартынова	amartynova@rencap.com	725-52-16
----------------	-----------------------	-----------

Котировки и результаты аналитических исследований компании Ренессанс Капитал можно найти на странице RENA в Bloomberg или получить, позвонив нам.

© 2004 Ренессанс Капитал. Все права защищены законодательством

Данный отчет имеет только информационное значение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Этот материал не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Отчет основан 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 отчете, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в нем. Мы не берем на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в отчете или исправлять возможные неточности. Ренессанс Капитал 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.

Этот материал выпущен группой компаний Ренессанс Капитал. 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.