

Рублевые облигации АИЖК-7 и АИЖК-8 Собираем головоломку спрэдов

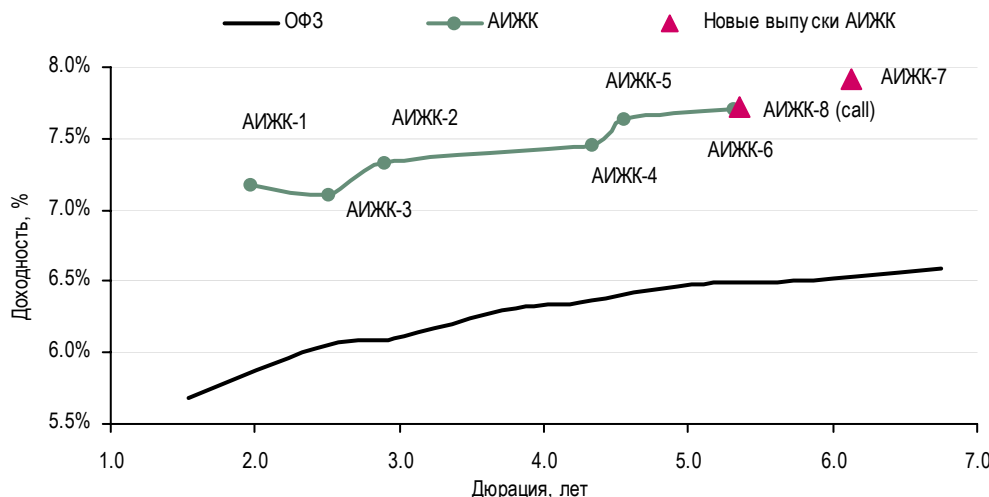
- **Выпуски АИЖК-7 и АИЖК-8** будут размещаться в первой половине октября 2006 г. Оба инструмента обеспечиваются гарантией государства, которая покрывает основную сумму долга, но не процентные платежи.
- **Компоненты суммарного спрэда.** По нашему мнению, спрэд к ОФЗ облигаций АИЖК с частичной гарантией состоит из трех составляющих:
 - 1) Спрэд, обусловленный различиями в условиях налогообложения ОФЗ и корпоративных облигаций.
 - 2) Спрэд, обусловленный разницей между кредитными рисками суверенных и гарантированных государством долговых обязательств.
 - 3) Кредитный спрэд АИЖК, отражающий собственное кредитное качество агентства.
- **Результаты.** Согласно нашей модели, рынок оценивает «гарантийный спрэд» в размере 31 б. п., «налоговый спрэд» в пределах 70-100 б. п., а собственный кредитный спрэд АИЖК – на уровне 127-160 б. п.
- **Справедливый кредитный спрэд облигаций АИЖК составляет 120-140 б. п.,** так как он должен находиться между спрэдами облигаций ВТБ и РСХБ (ближе к последнему) и быть примерно на 150 б. п. уже спрэда облигаций Банка Русский Стандарт.
- **Оценка стоимости.** На основании справедливого кредитного спрэда и нашей модели оценки стоимости справедливая ставка купона составляет **7.67-7.73% для выпуска АИЖК-7** и **7.49-7.54% для выпуска АИЖК-8** (при оценке к опциону компании на досрочный выкуп). Справедливая доходность равна **7.88-7.95%** и **7.70-7.75%** соответственно.
- Ситуация на рынке рублевых облигаций на момент аукциона может измениться, поэтому фактические результаты размещения могут существенно отличаться от наших расчетов.

Основные финансовые показатели

USD млн, если не указано иное	2004	2005	6 мес. 2006
Активы	205.9	422.2	595.0
Собственный капитал	26.5	52.3	195.6
Достаточность капитала	12.9%	12.4%	32.9%
RoaA	0.1%	0.8%	1.3%
RoaE	0.8%	6.5%	5.3%
Чистая процентная маржа	3.7%	4.8%	2.9%
Затраты/прибыль	89.2%	61.2%	44.8%

Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. АИЖК-7 и АИЖК-8: оценка справедливой доходности



Оценка справедливой стоимости

Структура выпусков АИЖК-7 и АИЖК-8

Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) планирует разместить седьмой и восьмой выпуски облигаций в первой половине октября 2006 г. Государственная гарантия по обоим выпускам покрывает только основную сумму долга. Условия размещения новых облигаций следующие:

- Объем выпуска АИЖК-7 составляет 4 млрд руб. График погашения основной суммы долга следующий: 15 октября 2013 г. (50% от номинала); 15 июля 2015 г. (25% от номинала); срок окончательного погашения – 15 июля 2016 г. (25% от номинала).
- Объем выпуска АИЖК-8 составляет 5 млрд руб. График погашения: 15 июня 2012 г. (40% от номинала); 15 марта 2014 г. (30% от номинала); 15 июня 2017 г. (15% от номинала); срок окончательного погашения – 15 июня 2018 г. (15% от номинала). Кроме того, 15 марта 2014 г. предусмотрен опцион компании на досрочный выкуп 60% от номинала облигаций.

Мы оцениваем выпуск АИЖК-8 до опциона на выкуп облигаций. Главный мотив опциона *call* – защитить агентство от риска досрочной выплаты кредитов (когда заемщик выплачивает ипотечный кредит досрочно, агентство не получает запланированный процентный доход в полном объеме, но должно продолжать процентные выплаты по долгосрочному облигационному займу). С нашей точки зрения, в ближайшие годы тенденция к снижению процентных ставок по ипотечным кредитам в России сохранится, следовательно, риск досрочной выплаты кредитов довольно высок, как и вероятность того, что АИЖК воспользуется правом досрочного выкупа.

Головоломка спредов: налогообложение, государственная гарантия и риск АИЖК

Мы проводим сравнение облигаций АИЖК и ОФЗ, что представляется логичным для облигаций, обеспеченных гарантией государства. По нашему мнению, спред инструментов АИЖК к ОФЗ состоит из трех компонентов:

- 1) Спред, обусловленный различиями в налогообложении ОФЗ и корпоративных облигаций – **«налоговый спред»**. Из-за менее благоприятных условий налогообложения спреды корпоративных облигаций шире, даже если по кредитному качеству они находятся на одном уровне с ОФЗ.
- 2) Спред, обусловленный различиями кредитных рисков у облигаций, обеспеченных госгарантией, и государственных облигаций (*Приложение 1*) – **«гарантийный спред»**.
- 3) **Кредитный спред** АИЖК, который отражает собственное кредитное качество компании.

Для расчета всех компонентов мы разработали модель оценки справедливой стоимости облигаций АИЖК (*Приложение 2*).

На первом этапе с помощью первых трех выпусков облигаций АИЖК мы оцениваем гарантийный спред. Эти выпуски полностью обеспечены государственной гарантией (гарантия покрывает все купонные выплаты и основную сумму долга), а значит, их кредитные спреды равны нулю. Таким образом, зная налоговый спред, мы можем рассчитать непосредственно гарантийный спред, среднее значение которого составляет около 31 б. п.

На втором этапе мы используем облигации АИЖК-5 и АИЖК-6, чтобы определить рыночную оценку кредитного спреда компании (у этих выпусков государственная гарантия покрывает только основную сумму долга). Нам известны следующие составляющие: налоговый спред и среднее значение гарантийного спреда, поэтому вычисление кредитного спреда является чисто технической задачей. Согласно нашей модели, рынок оценивает кредитный спред агентства на уровне 127-160 б. п.

Таблица 1. Оценка компонентов спреда облигаций АИЖК

Выпуск	Погашение	Дюрация, лет	Цена	Доходность к погашению	Налоговый спред, б. п.	Гарантийный спред, б. п.	Кредитный спред, б. п.	Суммарный спред, б. п.	Ставка купона, %	Государственная гарантия
АИЖК-1	1 дек. 2008	1.97	107.90	7.18%	98	38	0	136	11.00%	полная
АИЖК-2	1 фев. 2010	2.90	111.20	7.33%	97	29	0	126	11.00%	полная
АИЖК-3	15 окт. 2010	2.50	106.33	7.10%	86	24	0	110	9.40%	полная
АИЖК-5	15 окт. 2012	4.56	99.63	7.64%	69	31	160	125	7.35%	основная сумма долга
АИЖК-6	15 июл. 2014	5.32	99.50	7.71%	70	31	127	124	7.40%	основная сумма долга

Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

Оценка справедливого спреда и доходности АИЖК-7 и АИЖК-8

Нам известен кредитный спред АИЖК по оценке рынка, однако мы хотели бы дополнить его своим собственным анализом. АИЖК – финансовая организация, находящаяся в собственности государства, поэтому логично сравнивать ее с государственными банками, имеющими рублевые облигации в обращении, а именно с ВТБ и Российским сельскохозяйственным банком (РСХБ). Мы считаем, что для ВТБ вероятность поддержки со стороны государства намного выше, тогда как для АИЖК и РСХБ возможность получения государственной помощи примерно одинакова (см. наш отчет «Корпоративные облигации: защитит ли государство ваши инвестиции?» от пятого сентября 2006 г.). Положение ВТБ как самостоятельной организации также намного надежнее, прежде всего благодаря масштабам банка. Хотя размеры и показатели достаточности капитала АИЖК и РСХБ находятся на сравнимом уровне, рентабельность агентства выше. Кроме того, по нашему мнению, АИЖК имеет более высокое качество активов (мы считаем, что складные несут значительно меньшие риски, чем кредиты сельскохозяйственному сектору), поэтому кредитный спред облигаций АИЖК должен находиться между спредами облигаций ВТБ и РСХБ (несколько ближе к последнему).

Что касается бизнес-модели, мы считаем, что оптимальным будет сравнение АИЖК с банками, специализирующимися на потребительском кредитовании, в частности, с Банком Русский Стандарт. Деятельность обеих компаний сосредоточена вокруг одного или нескольких кредитных продуктов, и обе они прибегают к рефинансированию путем выпуска долговых обязательств на финансовых рынках. Главное отличие заключается в предлагаемом продукте: ипотечное кредитование является менее рентабельным и одновременно намного менее рискованным по сравнению с потребительским кредитованием. В этой связи мы считаем, что кредитные спреды облигаций АИЖК должны быть на 100 б. п. уже спредов Банка Русский Стандарт. Однако банк не имеет в обращении облигаций с достаточно длинной дюрацией, а спреды на коротком участке кривой доходности в среднем на 50 б. п. шире, чем на длинном участке.

Таблица 2. Анализ АИЖК и сопоставимых компаний

	АИЖК		ВТБ	РСХБ	Банк Русский Стандарт
	2005	6 мес. 2006	2005	2005	6 мес. 2006
Кредитный спред к ОФЗ, б. п.*	110-130		50	150	290
Активы	422	595	36 723	1 982	5 575
Собственный капитал	52	196	5 269	383	637
Коэффициент достаточности капитала	12.4%	32.9%	14.3%	19.3%	11.4%
RoаA	0.8%	1.3%	1.9%	0.2%	5.0%
RoаE	6.5%	5.3%	12.8%	1.1%	44.9%
Чистая процентная маржа	4.8%	2.9%	3.4%	8.3%	17.5%
Затраты/прибыль	61.2%	44.8%	52.5%	72.9%	22.4%

*Мы не корректируем показатели ВТБ, РСХБ и Банка Русский Стандарт на налоги, так как это неприменимо для значительной доли держателей данных облигаций – иностранных инвесторов.

Источники: данные банков, оценка Ренессанс Капитала

По нашему мнению, справедливый кредитный спред инструментов АИЖК должен находиться в диапазоне 120-140 б. п.

Теперь, зная все три компонента суммарного спреда (налоговый, гарантийный и справедливый кредитный спреды), мы можем рассчитать справедливую ставку купона для выпусков АИЖК-7 и АИЖК-8 (подробнее см. *Приложение 2*). По нашим оценкам, справедливая ставка купона находится в диапазоне 7.67-7.73% для АИЖК-7 и 7.49-7.54% для АИЖК-8 (при оценке к опциону на досрочное погашение). Это дает справедливую доходность к погашению облигаций АИЖК-7 на уровне 7.88-7.95% и справедливую доходность к опциону *call* облигаций АИЖК-8 на уровне 7.70-7.75%.

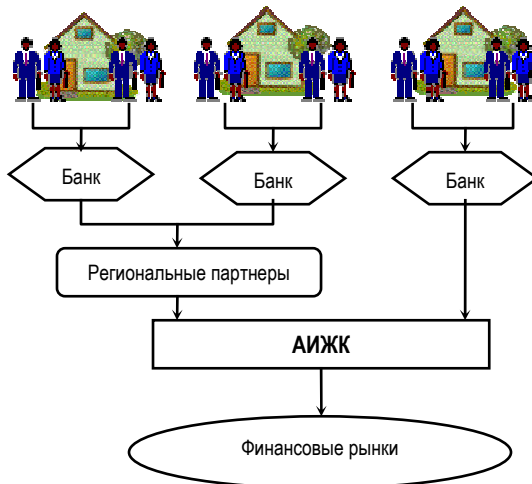
Конъюнктура рынка рублевых долговых инструментов на момент размещения облигаций может существенно отличаться от текущей. Поскольку мы рассчитываем справедливые спреды и доходности по состоянию на текущую дату, фактические результаты размещения могут значительно отличаться от наших расчетов.

Профиль АИЖК

Бизнес-модель

АИЖК было создано в 1997 г. согласно постановлению Правительства РФ № 1010 от 26 августа 1996 г. с тем, чтобы способствовать развитию ипотечного кредитования в России. Единственным акционером АИЖК является государство в лице Росимущества. Потребность в создании специализированного ипотечного агентства возникла ввиду неспособности российской банковской системы самостоятельно рефинансировать долгосрочные ипотечные кредиты. Основная функция агентства – предоставление средств банкам-кредиторам для рефинансирования ипотечных кредитов. АИЖК действует в рамках федеральной системы ипотечного кредитования, основные положения которой описаны в «Концепции развития системы ипотечного жилищного кредитования в РФ», принятой правительством в 2000 г.

Рисунок 2. Роль АИЖК в федеральной системе ипотечного кредитования

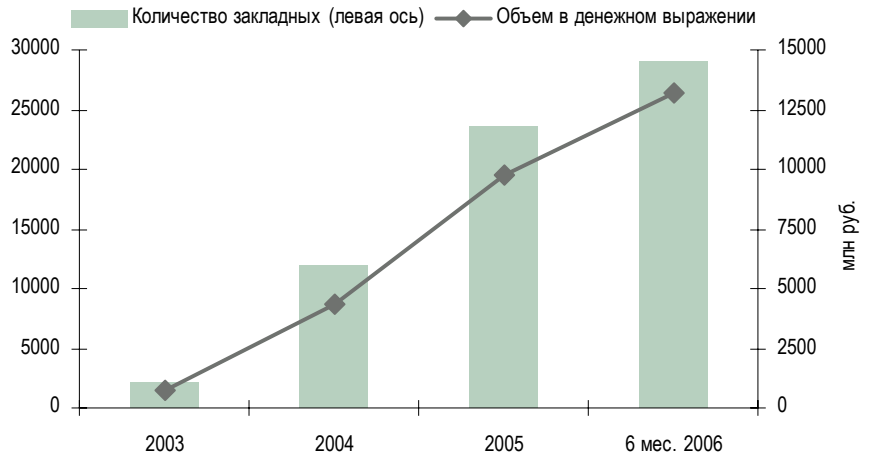


Источники: АИЖК, Ренессанс Капитал

На первом уровне системы находятся коммерческие банки, выдающие населению ипотечные кредиты – первичные кредиторы. Условия их работы должны соответствовать стандартным процедурам выдачи, рефинансирования и сопровождения ипотечных кредитов, разработанным АИЖК. На втором уровне находятся региональные партнеры (региональные операторы и сервисные агенты). Как правило, это специализированные агентства, принадлежащие субъектам РФ. Региональные операторы работают на основе трехсторонних соглашений между АИЖК, самим оператором и субъектом РФ; осуществляют подбор банков-первичных кредиторов и выкупают у банков ипотечные закладные. Помимо региональных операторов в программе АИЖК участвуют сервисные агенты – юридические лица, выполняющие функции агента по сопровождению и агента по взысканию, не являющиеся региональными операторами. На третьем уровне находится АИЖК, которое осуществляет выкуп закладных у региональных партнеров. За региональными партнерами по договору с АИЖК остается сопровождение кредитов в части аккумулирования и перечисления аннуитетных платежей, своевременного возобновления страховок, а также мониторинг предмета залога.

Хотя АИЖК начало свою деятельность лишь в 2002 г., бизнес агентства растет быстрыми темпами (рис. 3). На конец второго квартала 2006 г. объем портфеля закладных АИЖК составил 13.2 млрд руб. Сеть агентства насчитывает 77 региональных операторов и 48 сервисных агентов в 86 регионах России. Партнеры выдают закладные для АИЖК в 68 регионах, из них наиболее активная деятельность ведется в Республике Алтай, Башкортостане, Омской области, Удмуртии и Самарской области.

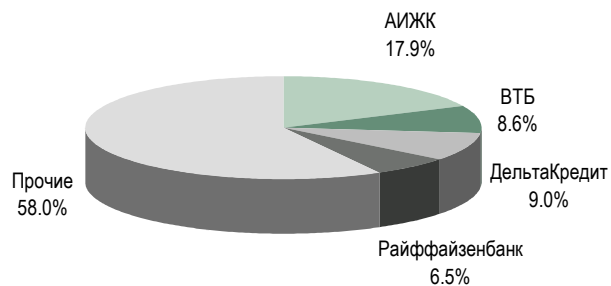
Рисунок 3. Портфель закладных АИЖК



Источник: АИЖК

Популярность ипотечного кредитования в России растет. Согласно статистике Банка России, выдачей ипотечных кредитов занимается около 400 российских банков. Два основных продукта – стандартные ипотечные кредиты (объект залога регистрируется в государственном реестре недвижимости, закладная может продаваться) и кредиты, обеспеченные залогом недвижимости (переуступка права требования предполагает сложную процедуру). На первую категорию ипотечных кредитов приходится около 63% всех кредитов, выдаваемых под залог недвижимости. При этом Сбербанк, который является крупнейшим кредитором физических лиц, отдает предпочтение второму типу. По оценкам АИЖК, на рынке стандартного ипотечного кредитования агентство занимает около 18% (рис. 4), что не намного ниже целевой доли рынка агентства (20%), объявленной в 2004 г. АИЖК не планирует увеличивать свою долю рынка свыше 20%, принимая во внимание антимонопольное регулирование. Тем не менее, АИЖК уже занимает доминирующее положение по выданным ипотечным кредитам в рублях.

Рисунок 4. Лидеры рынка стандартного ипотечного кредитования



Источник: АИЖК

Основная задача – рефинансирование

На рынках недвижимости и потребительского кредитования в России наблюдается бурный рост, а значит, недостаток спроса на ипотечные кредиты не станет сдерживающим фактором для развития бизнеса АИЖК. Однако «узким местом» является способность компании привлекать адекватное (с точки зрения сроков и стоимости) рефинансирование для растущего портфеля закладных.

Согласно первоначальному плану, агентство должно привлекать долгосрочные средства для рефинансирования ипотечных кредитов путем эмиссии ипотечных ценных бумаг. Ввиду отсутствия законодательной базы для выпуска ипотечных ценных бумаг АИЖК в первые годы своей деятельности привлекало долгосрочные средства под государственную гарантию.

Хотя в 2003 г. был принят закон об ипотечных ценных бумагах, а в 2006 г. – поправки к нему, ипотечные ценные бумаги в России пока не стали работающим инструментом:

- Существующее законодательство не разрешает передачу риска досрочного погашения и риска дефолта по портфелю заложных держателям ипотечных ценных бумаг. SPV (эмитент таких ценных бумаг) должен иметь резерв капитала на случай дефолта.
- Не допускается выпуск траншей ипотечных ценных бумаг различной приоритетности с обеспечением одним и тем же пулом заложных.
- Необходимо использовать сложную структуру эмиссии, чтобы избежать налоговых последствий для SPV, который является эмитентом.
- Недостаточно четко регулируется вопрос замещения заложных в портфеле, а также вопрос денежных средств в структуре покрытия ипотечных ценных бумаг.
- В рамках российского законодательства отсутствует регулирование эскроу (escrow) счетов.

Таким образом, облигации, обеспеченные гарантиями государства, остаются основным источником рефинансирования. В 2005 г. АИЖК удалось добиться серьезного успеха: ранее Министерство финансов отказывалось увеличивать сумму государственной гарантии, необходимой для поддержки бизнеса агентства. Решающим аргументом в пользу АИЖК стала роль, которую агентство играет в повышении доступности жилья, что является одной из приоритетных задач российского правительства. В результате в июне 2005 г. правительством была утверждена Концепция развития унифицированной системы рефинансирования ипотечных жилищных кредитов (далее – Концепция), в которой заложены государственные гарантии на сумму 138 млрд руб. на период 2007-2010 гг. (из них в 2007 г. – 16 млрд руб.). Предусмотренная в федеральном бюджете на 2006 г. госгарантия по обязательствам АИЖК на сумму 14 млрд руб. уже предоставлена.

В то же время АИЖК ведет постоянный поиск альтернативных источников рефинансирования. Например, агентство продало компании по управлению инвестициями «Ямал» ипотечных заложных на общую сумму 3.64 млрд руб. в виде двух траншей в 2005 г. и 2006 г. Риск дефолта заемщика по проданным заложным остается у АИЖК.

Кроме того, АИЖК работает над подготовкой первого в России офшорного выпуска ипотечных ценных бумаг объемом 3 млрд руб. и вскоре представит соответствующую документацию в Федеральную службу по финансовым рынкам. В настоящий момент у нас нет информации о структуре эмиссии, но мы полагаем, что существующие юридические препятствия будут преодолены.

Финансовый анализ

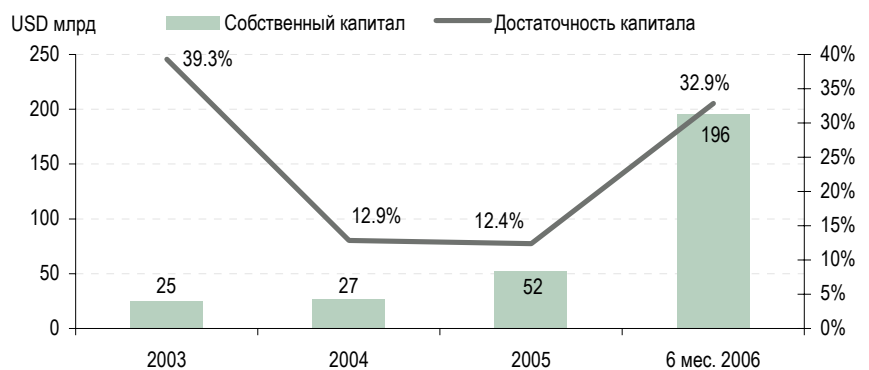
Основная деятельность АИЖК предусматривает выкуп ипотечных закладных, выпуск долговых обязательств для рефинансирования данной деятельности и временное размещение свободных средств в ликвидные финансовые вложения. С точки зрения профиля деятельности, а также принимая во внимание основные позиции баланса и отчета о прибыли и убытках, АИЖК напоминает небанковскую кредитную организацию, поэтому мы проводим финансовый анализ агентства, как анализ финансовой организации.

Достаточность капитала

Портфель закладных АИЖК рос так стремительно, что соблюдение нормативов достаточности капитала за счет нераспределенной прибыли стало практически невыполнимой задачей. В этой связи правительство дважды принимало решение об увеличении уставного капитала АИЖК: на 700 млн руб. в прошлом году и на 3.7 млрд руб. – в первой половине 2006 г. В отчетности по российским стандартам увеличение капитала отражается только после государственной регистрации внесенных в Устав изменений об увеличении уставного капитала. Регистрация увеличения уставного капитала АИЖК состоялась в феврале и августе 2006 г. Увеличение уставного капитала на 700 млн руб. учтено в отчетности за 2005 г. и на 3.7 млрд руб. – в отчетности за первое полугодие 2006 г. как кредиторская задолженность. Кроме того, в Концепции предусмотрено увеличение уставного капитала на 18.5 млрд руб. до 2010 г. (из них – 4.5 млрд руб. в 2007 г.). В рамках нашего анализа мы отнесем взносы в уставной капитал к акционерному капиталу (в соответствии с международными стандартами учета).

Последнее увеличение уставного капитала привело к резкому росту коэффициента достаточности собственного капитала (рис. 5). Тем не менее, с ростом бизнеса коэффициент автономии будет снижаться, и АИЖК рассчитывает удержать его в диапазоне 12-14% (минимальный уровень, предписанный Банком России для банков-эмитентов ипотечных ценных бумаг). Поскольку программа Концепции утверждена на уровне правительства, на наш взгляд, есть высокая вероятность новых взносов в уставной капитал, поэтому достаточность капитала АИЖК не вызывает у нас сомнений.

Рисунок 5. Показатели достаточности собственного капитала



Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Качество активов

Кредитные риски АИЖК преимущественно связаны с ипотечным кредитованием. Важнейшая составляющая риска – масштабный экономический кризис в стране, который может наступить, если снижение уровня доходов населения спровоцирует массовое неисполнение обязательств, а падение цен на недвижимость приведет к ухудшению обеспечения ипотечных кредитов (в этом случае при обращении взыскания требования залогодержателя по закладным могут быть удовлетворены не полностью). Впрочем, такое развитие ситуации представляется нам маловероятным в ближайшие два-три года.

Дополнительные 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. В этой связи стандарты выдачи кредитов АИЖК предусматривают, что ответственность за предоставление другого жилого помещения выселенным домовладельцам лежит на федеральном правительстве. Поправки, внесенные в Гражданский кодекс РФ в 2004 г., упростили процедуру выселения собственников жилых помещений, которые не исполняют свои обязательства по договорам ипотечного кредитования (независимо от наличия иного жилого помещения). Однако процедура выселения до настоящего времени не применялась.

Ниже мы приводим основные параметры портфеля закладных АИЖК в январе-июне текущего года.

- Средняя сумма портфеля составляла 490 тыс. руб. (все кредиты предоставлены на покупку/строительство жилых помещений и деноминированы в российских рублях).
- Средний срок кредитов – 196.5 месяцев (около 16 лет).
- Ставка по кредитам варьировалась в диапазоне 11-16% (средневзвешенная ставка составила 14.18%).
- Среднее значение коэффициента Кредит/Залог было очень консервативным – 63%. В настоящий момент агентство дифференцировало продуктовую линейку и по некоторым продуктам допускает максимальное значение коэффициента Кредит/Залог до 90%. С точки зрения агентства риск, связанный с таким высоким уровнем коэффициента, покрывается более высокой процентной ставкой (14.5% годовых).
- Сумма аннуитетного платежа не должна превышать 50% от документально подтвержденного дохода заемщика (средний показатель по портфелю АИЖК — 32.0%).
- Недвижимость должна быть оценена уполномоченным АИЖК оценщиком и застрахована в уполномоченной страховой компании.

АИЖК использует следующую классификацию закладных в портфеле:

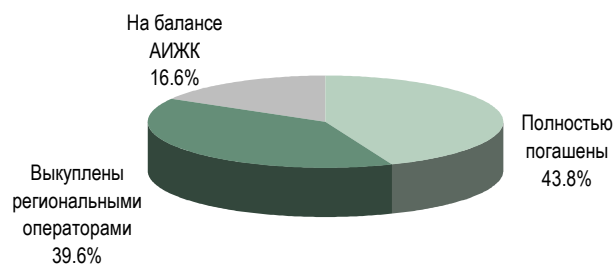
- **Стандартные закладные** – заемщик своевременно и в полном объеме исполняет взятые на себя обязательства по ипотечной сделке, при этом в течение последних 365 календарных дней не допускает просрочек по оплате основного долга и процентов (в том числе незначительных – от шести до 30 календарных дней включительно) и по оплате страховых взносов. При этом закладная и другие документы сделки соответствуют стандартам АИЖК и отсутствуют иски по сделке. Предмет ипотеки не утрачен и не поврежден. По состоянию на 30 июня текущего года на закладные данной категории приходится почти 92% от портфеля.
- **Закладные на контроле** – закладные, по которым со стороны заемщика были допущены отдельные нарушения, не влекущие на момент определения категории существенного увеличения кредитного риска, но в отношении которых у АИЖК существует информация, что в будущем заемщик может не исполнить взятые на себя обязательства. При этом состояние предмета ипотеки и юридическая чистота сделки могут быть удовлетворительными (7.22% от портфеля).
- **Закладные на особом контроле** – закладные, по которым а) имеются просрочки со стороны заемщика (от четырех до шести случаев в течение года, сроком более 30-ти дней); б) нарушения юридической чистоты сделки не носят необратимого характера; в) произошли незначительные повреждения или частичная утрата предмета ипотеки, которые могут быть устранены в короткие сроки (0.85%).

- **Сомнительные закладные** – закладные, по которым произошло существенное увеличение кредитного риска за счет снижения юридической чистоты сделки (например, выявлены существенные несоответствия закладной и других документов стандартам АИЖК, третьей стороной предъявлен иск о наложении ареста или обращении взыскания на предмет ипотеки). В портфеле АИЖК подобные закладные отсутствуют.
- **Дефолтные закладные** – отсутствует какая-либо возможность привести сделку в стандартное состояние, и кредитный риск достигает неприемлемого для АИЖК уровня. При этом имеется просроченная задолженность по кредиту более чем на 90 календарных дней или по оплате страховых взносов более установленного АИЖК срока (указанный срок пересматривается АИЖК ежеквартально), а также получена письменная информация об отказе заемщика от исполнения своих обязательств по ипотечной сделке; либо юридическая чистота сделки не соответствует требованиям АИЖК (например: нет оснований полагать, что выявленные несоответствия закладной и других документов стандартам АИЖК будут устранены в короткие сроки, произошла полная или частичная утрата или повреждение предмета ипотеки, вследствие чего его рыночная стоимость не подлежит восстановлению). По состоянию на 30 июня текущего года статус «дефолтных» присвоен 52 закладным (0.26% от портфеля закладных).

В случае дефолта закладной АИЖК может воспользоваться одним из двух вариантов: обращение взыскания на предмет ипотеки в судебном порядке либо обратный выкуп закладной региональным партнером. До ноября прошлого года в соответствии с условиями всех договоров с региональными партнерами АИЖК имело право обратной продажи дефолтной закладной региональному партнеру (у которого она была выкуплена) по остаточной стоимости кредита. Если после обратного выкупа региональный партнер в течение одного года реализует объект залога с убытком, АИЖК обязуется возместить 50% данного убытка. С ноября 2005 г. АИЖК приняло решение об отказе от права регресса, но снизило размер выплачиваемых региональным партнерам комиссий.

За период до 30 июня текущего года АИЖК зарегистрировало 325 случаев присвоения закладным статуса «дефолтных» с совокупной непогашенной суммой основного долга в USD7.5 млн. Дальнейшая судьба дефолтных закладных показана на рис. 6.

Рисунок 6. Структура портфеля дефолтных закладных



Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Кредитный комитет АИЖК устанавливает лимиты на каждого регионального партнера. Методика установления лимитов достаточно прозрачна и включает в себя оценку активов, достаточности капитала, анализ финансовой устойчивости и кредитную историю. Лимиты регулярно пересматриваются по результатам мониторинга. Однако размеры лимитов для некоторых региональных партнеров достаточно велики по сравнению с объемом портфеля закладных, в результате кредитные риски АИЖК зависят от состояния этих компаний.

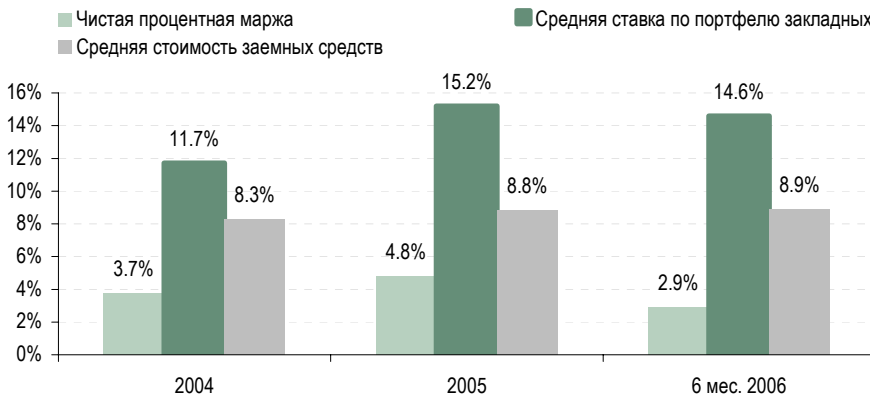
Дополнительным источником кредитного риска для АИЖК является инвестирование временно свободных средств в финансовые активы. АИЖК инвестирует такие средства в инструменты банков с низким уровнем кредитного риска, список которых утверждается Наблюдательным советом АИЖК. В основном это государственные и крупные коммерческие банки.

Рентабельность

Основной источник доходов АИЖК – процентные платежи заемщиков по ипотечным жилищным кредитам. Меньшее значение имеют процентные доходы по финансовым вложениям (т. е. резерв ликвидных средств АИЖК) и комиссии, выплачиваемые за обслуживание проданного пула закладных. Наиболее значительные статьи расходов – обслуживание облигационных займов, административно-управленческие расходы и комиссии региональным партнерам (от 0.5% до 2%).

По показателю чистой процентной маржи АИЖК уступает большинству представителей банковского сектора, так как агентство не финансирует необоротные активы за счет привлечения краткосрочных обязательств. Действительно, если средние процентные ставки АИЖК по ипотечным кредитам сопоставимы с банковскими продуктами, то стоимость финансирования значительно выше, чем у банков (последние имеют возможность рефинансирования через беспроцентные текущие счета, привлечение краткосрочного финансирования на денежном рынке, операции РЕПО и средства на счетах корпоративных и частных клиентов).

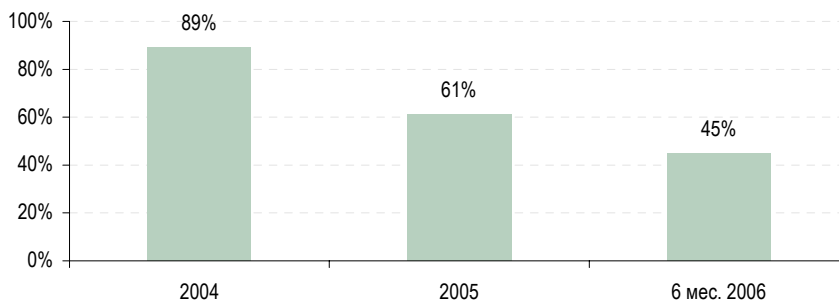
Рисунок 7. Процентный доход АИЖК



Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Благодаря экономии на масштабах АИЖК в последние годы удалось добиться повышения эффективности контроля над затратами, однако потенциал, на наш взгляд, далеко не исчерпан.

Рисунок 8. Коэффициент Затраты/доходы АИЖК



Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

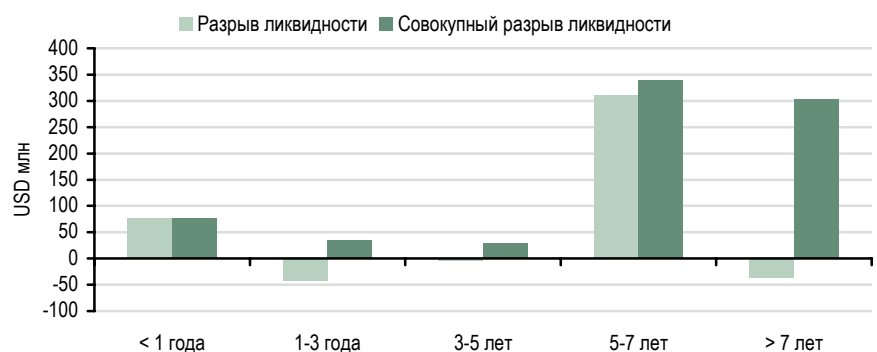
Из-за более низкой процентной маржи рентабельность деятельности АИЖК уступает большей части банков. Однако за счет увеличения объема портфеля залковых и, соответственно, экономии на масштабах агентство постепенно сокращает отставание. Результаты первого полугодия необходимо рассматривать в контексте значительного увеличения уставного капитала (см. раздел «Достаточность капитала»).

С точки зрения доходности бизнеса наибольшие риски связаны с возможностью досрочного погашения по ипотечным сделкам. Если заемщик досрочно погасит оставшуюся основную сумму долга по кредиту (а в условиях снижающихся ставок по кредитам заемщики зачастую предпочитают именно досрочное погашение), агентство не получит запланированные процентные доходы, но будет вынуждено выплачивать проценты по своим долгосрочным долговым обязательствам. Однако пока спрос на ипотечные кредиты остается значительным, АИЖК имеет возможность заменить досрочно погашенные кредиты новыми.

Ликвидность

Портфель залковых и финансовые вложения представляют основную часть активов АИЖК, тогда как пассивы преимущественно представлены долговыми обязательствами. Сроки погашения ипотечных кредитов и размещенных выпусков облигаций, а также график выкупа залковых у региональных партнеров, заранее известны. Единственное неизвестное в этом уравнении – сроки и объемы досрочного погашения по кредитам. Однако с точки зрения структурной ликвидности АИЖК досрочное погашение фактически становится не риском, а благоприятной возможностью. Рис. 9 показывает разрывы в сроках погашений (т. е. превышение суммы активов над суммой обязательств в нескольких временных диапазонах) на основании плановых сроков погашения активов и долговых обязательств. Разрыв в сегменте от одного года до пяти лет» покрывается за счет ликвидных активов, а суммарный разрыв по всем временным сегментам не попадает в область отрицательных значений. Следовательно, структура активов и пассивов АИЖК по срокам погашения представляется достаточно сбалансированной.

Рисунок 9. «Разрыв ликвидности» АИЖК



Источник: оценка Ренессанс Капитала

В случае наступления непредвиденных обстоятельств агентство имеет возможность прибегнуть к краткосрочным банковским кредитам в качестве средства управления ликвидностью.

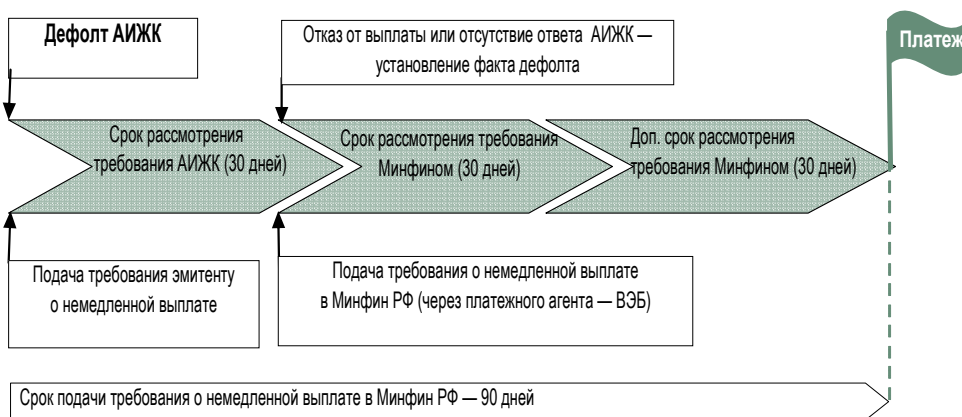
Приложения

Приложение 1. Государственные гарантии – механизм

В Российской Федерации существует только один тип государственной гарантии федерального уровня. Выданная держателям облигаций, она является безотзывной и не может быть изменена. Гарантия зафиксирована в госбюджете как внутреннее заимствование РФ. Однако в случае (с нашей точки зрения, маловероятном) дефолта эмитента госгарантия не предусматривает немедленного получения держателями облигаций их средств, а обеспечивает 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. 10. 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 10. Процесс получения средств по государственной гарантии



Источники: Министерство финансов, оценка Ренессанс Капитала

Агентство S&P разработало 11 критериев для оценки государственной гарантии по долговым инструментам. Если гарантия соответствует всем критериям, то 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 критериев — она не предусматривает солидарной ответственности и не является безусловной.

Один из критериев не применим к государственной гарантии. Это требование об автоматическом переходе обязательств по гарантии на правопреемника гаранта. Ответственность прекратившего существовать государства-правопреемника по долгам регулируется межправительственными соглашениями, и в такой ситуации судьба гарантии по облигациям АИЖК ничем не будет отличаться от судьбы обязательств по ОФЗ.

В то же время, государственная гарантия по долгам АИЖК соответствует восьми из 11 критериев S&P:

- 1) Гарантия является платежной (т. е. Правительство РФ обязуется заплатить непосредственно держателю облигаций, а не добиваться выплаты со стороны АИЖК).
- 2) Обязательства РФ по гарантии имеют статус внутреннего долга (согласно Бюджетному кодексу и Закону «О федеральном бюджете»), что соответствует требованию одинакового статуса с другими формами задолженности гаранта.

- 3) Гарантия является безотзывной.
- 4) В случае банкротства АИЖК обязательства Правительства РФ по отношению к держателю облигаций не меняются.
- 5) Гражданский кодекс РФ исключает возможность односторонней переуступки обязательств по гарантии Правительством РФ другим лицам.
- 6) Бенефициарами гарантии являются непосредственно держатели облигаций АИЖК.
- 7) Условия гарантии не могут быть изменены гарантом в одностороннем порядке.
- 8) Гарант является субъектом той юрисдикции, в которой будет исполняться гарантия (т. е. Российской Федерации).

Государственную гарантию по облигационным выпускам АИЖК-7 и АИЖК-8 регулируют следующие законодательные и нормативно-правовые акты:

- 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 2006 г.». В «Программе внутренних заимствований» (Приложение № 50 к закону о бюджете) предусмотрена государственная гарантия АИЖК в размере 14 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.
- Постановление Правительства РФ № 277-р «О предоставлении государственной гарантии Российской Федерации открытому акционерному обществу „Агентство по ипотечному жилищному кредитованию“» от первого марта 2006 г.
- **Государственная гарантия РФ № 04-05-10/15** по облигационному выпуску АИЖК-7 на сумму до 4 млрд руб. от 28 июня 2006 г.
- **Государственная гарантия РФ № 04-05-10/16** по облигационному выпуску АИЖК-8 на сумму до 5 млрд руб. от 28 июня 2006 г.

Приложение 2. Модель оценки стоимости облигаций АИЖК

Первый этап: налоговый спрэд

Доход в виде купонных выплат по государственным и муниципальным облигациям в настоящее время облагается налогом по ставке 15%, тогда как для корпоративных облигаций эта ставка составляет 24%. Логично предположить, что эта разница учитывается в доходности облигаций. Потери, связанные с менее благоприятным режимом налогообложения, индивидуальны для каждого инструмента и зависят от купонных выплат и цены покупки облигаций, поэтому налоговый спрэд рассчитывается отдельно для каждого выпуска.

Для этого мы оцениваем денежный поток облигации при ставке налога 15% и 24% и вычисляем доходность к погашению по каждому из вариантов денежного потока. Разница между этими доходностями и представляет собой налоговый спрэд.

В нашей модели оценки мы не учитывали сравнительно неликвидный выпуск АИЖК-4. Для всех остальных выпусков облигаций АИЖК мы рассчитываем гарантийный, налоговый и кредитный спрэды.

Второй этап: гарантийный спрэд

Гарантийный спрэд мы получаем путем вычитания налогового спрэда из суммарного спрэда выпуска. Таким методом можно рассчитать гарантийный спрэд только для облигаций АИЖК-1, АИЖК-2 и АИЖК-3, государственная гарантия по которым в полном объеме покрывает основную сумму долга и купонные платежи.

Третий этап: кредитный спрэд

Облигации АИЖК-5 и АИЖК-6 дают нам возможность определить, как рынок оценивает собственный кредитный спрэд АИЖК. Основную сумму долга и купонные выплаты по этим выпускам следует дисконтировать по разным кривым спот-ставок. Для обеспеченной государственной гарантией основной суммы долга ставка дисконтирования будет равна соответствующей спот-ставке ОФЗ плюс налоговый спрэд плюс гарантийный спрэд. Купонные платежи дисконтируются по ставке, включающей в себя спот-ставку ОФЗ, налоговый спрэд, а также собственный кредитный спрэд АИЖК.

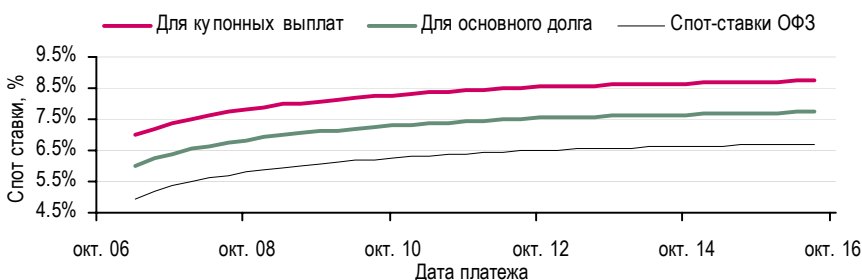
Зная значения гарантийного и налогового спрэдов, спот-ставки ОФЗ и рыночную цену облигаций, мы можем рассчитать собственный кредитный спрэд АИЖК (т.е. спрэд, для которого сумма облигационных выплат, дисконтированных по соответствующим ставкам, равна цене облигации с учетом накопленного купонного дохода).

Заключительный этап: сложение спрэдов

Зная все три компонента суммарного спрэда (налоговый, гарантийный и справедливый кредитный спрэды), мы можем рассчитать справедливую ставку купона для выпусков АИЖК-7 и АИЖК-8. Это купонная ставка, при которой текущая стоимость денежных потоков облигаций (т.е. основной суммы долга и процентных платежей) равна номиналу. Как и при оценке выпусков АИЖК-5 и АИЖК-6, к выплатам основной суммы долга и процентных платежей необходимо применять различные ставки дисконтирования:

- Ставка дисконтирования для всех выплат основной суммы равна спот-ставке ОФЗ плюс налоговый спрэд плюс гарантийный спрэд.
- Ставка дисконтирования для всех купонных платежей равна спот-ставке ОФЗ плюс налоговый спрэд плюс справедливый кредитный спрэд АИЖК.

Рисунок 11. Ставки дисконтирования для выпуска АИЖК-7



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Приложение 3. Финансовая отчетность АИЖК

Таблица 4. Балансовый отчет, USD млн

	2003	2004	2005	6 мес. 2006
Активы				
Денежные средства и эквиваленты	0.5	1.0	1.4	1.3
Финансовые активы	27.7	40.9	67.6	77.6
Банковские депозиты	11.3	26.5	45.0	66.1
Векселя	5.5	14.5	22.7	11.5
Прочие	10.9	0.0	0.0	0.0
Финансирование региональных партнеров	2.2	3.9	9.9	23.9
Портфель закладных	33.2	157.9	340.1	488.0
Прочие активы	0.8	1.8	2.1	2.8
Нематериальные активы	0.0	0.0	0.4	0.3
Основные средства	0.2	0.5	0.7	1.0
Итого активы	64.5	205.9	422.2	595.0
Обязательства				
Ценные бумаги в обращении	36.7	177.2	367.7	395.9
Доходы будущих периодов	2.1	1.8	1.3	1.1
Прочие обязательства	0.4	0.4	1.0	2.4
Итого обязательства	39.2	179.4	369.9	399.4
Собственные средства	25.3	26.5	52.3	195.6

Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 5. Отчет о прибыли и убытках, USD млн

	2003	2004	2005	6 мес. 2006
Процентные доходы	5.9	13.7	38.6	31.2
<i>По ипотечным закладным</i>	1.0	11.2	37.8	30.2
<i>По финансовым активам</i>	4.9	2.5	0.8	1.0
Процентные расходы	(3.0)	(8.9)	(24.1)	(17.0)
Чистые процентные доходы	2.8	4.8	14.5	14.2
Комиссионные доходы	(0.2)	(1.8)	(6.1)	(5.1)
Комиссионные расходы	0.4	0.6	0.8	0.3
Операционные доходы	3.0	3.7	9.2	9.4
Операционные расходы	(2.1)	(3.3)	(5.6)	(4.2)
Прочие расходы	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.8)
Прибыль до налогообложения	0.6	0.3	3.5	4.4
Налог на прибыль	(0.4)	(0.0)	(0.8)	(1.1)
Отсроченные налоговые обязательства	0.5	(0.1)	(0.1)	(0.0)
Чистая прибыль	0.7	0.2	2.6	3.3

Источники: АИЖК, 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 Нангл
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
Петр Гришин
Николай Подгузов
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
Елена Савчик
Роман Елагин

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantuyushin@rencap.com

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Kazbegi@rencap.com
Анна Курприянова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеева

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

**Организация корпоративных
мероприятий**
+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jpopova@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 Сомервиль
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