

Российские корпоративные облигации

Специальное обозрение

29 апреля 2005 г.

АИЖК: государство решает квартирный вопрос

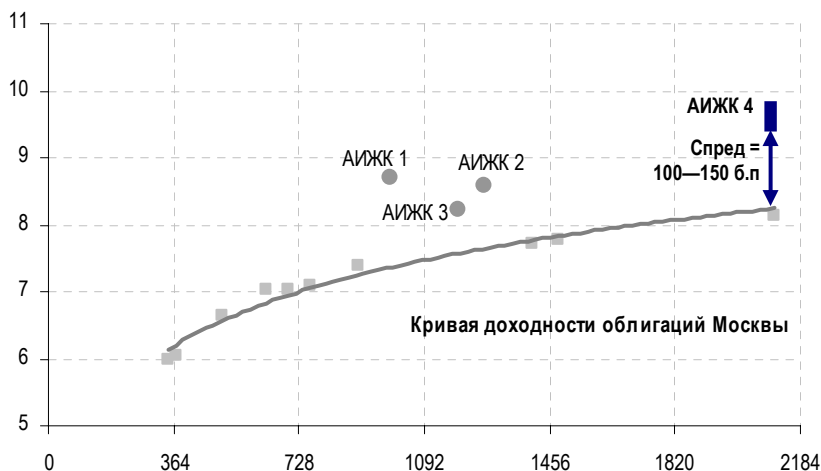
Краткое резюме

- Объем ипотечного рынка с 2002 г. вырос более чем в 8 раз.
- Потенциал развития первичного рынка показывают опросы населения. Согласно им свыше 50% населения выражают желание улучшить жилищные условия, а 61% из них — готовы использовать ипотеку на эти цели. При этом большинство участников первичного ипотечного рынка не располагает долгосрочной ресурсной базой, в то время как Агентству по ипотечному жилищному кредитованию доступны значительные долгосрочные пассивы, что обеспечивает развитие вторичного ипотечного рынка.
- АИЖК — единственная компания быстрорастущего вторичного рынка ипотечных кредитов. Валюта баланса АИЖК в 2004—1 кв. 2005 г. более чем утроилась и достигла 5,7 млрд руб., а доходы Агентства выросли почти в 11 раз по сравнению с 2003 г.
- Деятельность АИЖК характеризуется очень умеренными кредитными и процентными рисками (см. подробности в разделе «Некоторые кредитные риски»). Агентство на 100% принадлежит государству.
- Номинал облигаций АИЖК 4-ой серии гарантирован государством.

«Справедливый» кредитный спред АИЖК к кривой облигаций Москвы составляет 100—150 б.п. «Справедливая» доходность облигаций АИЖК, по нашим оценкам составляет 9,40—9,90% год.

Оценка доходности облигаций АИЖК на 29.04.05, % год.

«Справедливый» спред облигаций АИЖК к кривой облигаций Москвы составляет 100—150 б.п.



**Raiffeisen
BANK**

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

В 2004 г. Агентством было выкуплено более 10 тыс. закладных на сумму почти 4 млрд руб. Это, по предварительным итогам года, позволило АИЖК стать крупнейшим участником ипотечного рынка России — доля рефинансированных Агентством закладных в совокупном объеме предоставленных ипотечных кредитов составила 24,3% (без учета Сбербанка). На конец 1-го квартала 2005 г. объем портфеля закладных составил 5,66 млрд руб.

По итогам 2004 г. доходы от основной деятельности АИЖК превысили 322 млн руб., при этом активы увеличились втрое до 5 713 млн руб.

Россия гарантирует обязательства АИЖК

АИЖК осуществляет свою деятельность при всесторонней поддержке государства. Концепция и программа развития ипотечного рынка России утверждены законодательно. Все публичные заимствования Агентства обеспечены государственной гарантией Российской Федерации.

Акционеры

100% АИЖК принадлежат государству

По состоянию на 31 марта 2005 г. уставный капитал Агентства составляет 690 млн руб. Единственным акционером Агентства является Российская Федерация (представитель — Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом).

Описание основной деятельности

В рамках своей деятельности по обеспечению рефинансирования первичного рынка ипотечных кредитов Агентство использует двухуровневую систему. Основными участниками ипотечного рынка являются региональные операторы, сервисные агенты (кредитные и некредитные организации), банки (первичные кредиторы), страховые и оценочные компании.

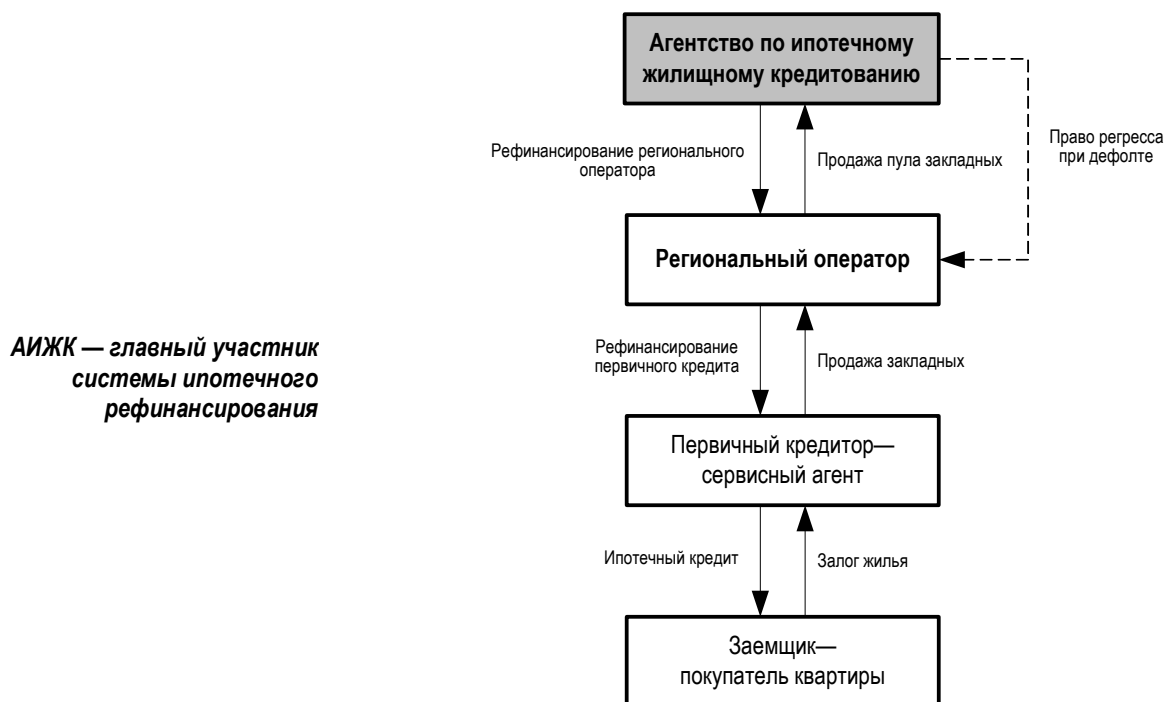
Региональным оператором является компания или организация, заключившая соответствующий договор с АИЖК, которая осуществляет рефинансирование ипотечных кредитов, в том числе и за счет привлеченных средств с последующей продажей их Агентству. Сервисный агент — юридическое лицо, выполняющее функции агента по сопровождению и взысканию.

Система рефинансирования — прозрачная и эффективная структура

Схема взаимодействия основных участников системы рефинансирования выглядит следующим образом:

- региональные банки выдают и оформляют ипотечные кредиты в соответствии со стандартами Агентства и являются первоначальными залогодержателями и законными владельцами закладных. При этом осуществляется страхование жизни и здоровья заемщика, предмета ипотеки, титула (риска утраты права собственности) и оценка предмета ипотеки;
- региональные операторы выкупают стандартные закладные у региональных банков и формируют пулы закладных;
- АИЖК выкупает пулы стандартных закладных у региональных операторов с целью секьюритизации, т.е. выпуска эмиссионных ипотечных ценных

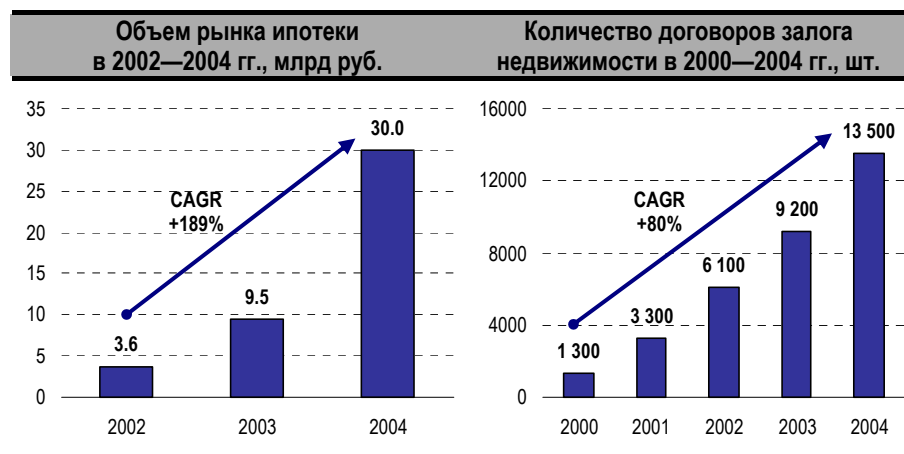
бумаг. При этом за региональными операторами остаются обязанности по сопровождению кредитов в части аккумулирования и перечисления аннуитетных платежей, своевременному внесению средств по договорам страхования, контролю за наличием страхового покрытия и за предметом залога. Кроме того, региональные операторы принимают на себя обязательства по обратному выкупу дефолтных закладных, с последующим обращением взыскания на предмет залога.



В настоящее время в структуру Федеральной системы ипотечного жилищного кредитования входят 68 региональных операторов и 43 сервисных агента.

Краткое описание ипотечного рынка

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 3,6 млрд руб. в 2002 г., до 30 млрд руб. в 2004 г.



Источник: Оценки АИЖК, Райффайзенбанка

Ипотечный рынок имеет огромный потенциал роста

Важно отметить значительный потенциал роста ипотечного рынка России. Так, например, исследование международного рейтингового агентства Standard & Poor's показало, что доля услуг ипотечного кредитования в валовом внутреннем продукте (ВВП) России составляет менее 1% против 34% в странах Европейского Союза.

По оценке АИЖК, к 2010 г. объем жилищного ипотечного кредитования в России достигнет 5% ВВП.

Согласно прогнозам объема ипотечного кредитования, подготовленным Министерством промышленности и энергетики РФ, объем федеральной программы рефинансирования ипотечных кредитов в 2005 г. должен составить 60 млрд руб., а к 2010 г. достичь 344 млрд руб. (в ценах 2003 г.).

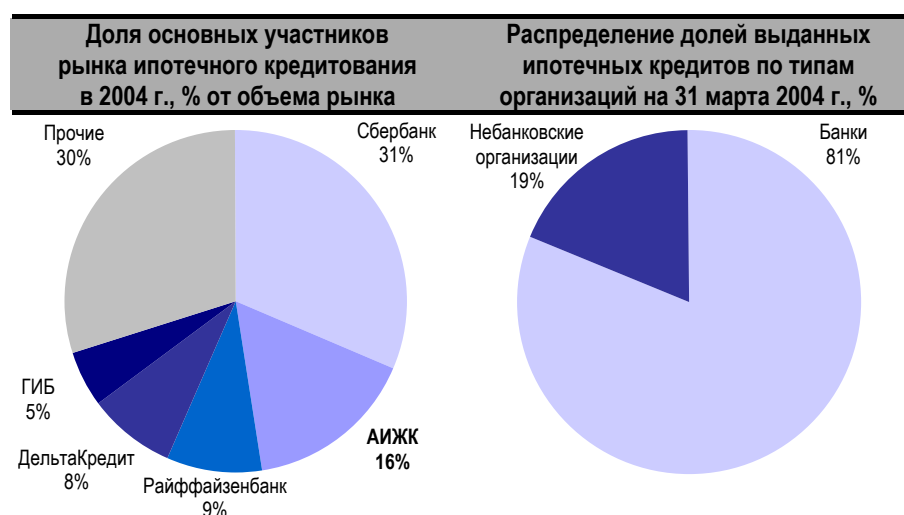
Основные участники ипотечного рынка

По нашим оценкам, на 31 марта 2005 г. ипотечные кредиты в России выдавали около 160 банков, из которых около 50 декларируют ипотеку в перечне услуг. При этом примерно 40 банков активно осуществляют операции по ипотечному кредитованию.

По данным информационного портала «Ипотека в России» (www.rusipoteka.ru), на долю пяти крупнейших участников рынка ипотеки в 2004 г. приходилось более 70% объема выданных кредитов и не менее половины от их общего числа.

Банки действуют в основном в Москве, а АИЖК — в регионах

При этом деятельность банков на рынке ипотеки ориентирована на Москву, где, по оценкам АИЖК, выдается около половины совокупного объема ипотечных кредитов. В то же время, АИЖК является безусловным лидером по ипотечному кредитованию на территориях субъектов Российской Федерации. В настоящее время система рефинансирования ипотечного жилищного кредитования действует в 74 субъектах РФ.



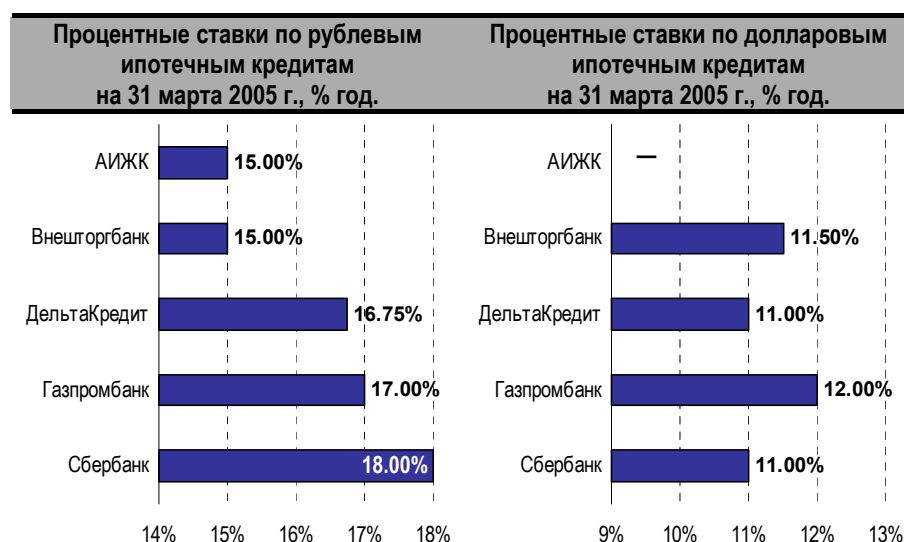
Источник: ИА «Ипотека в России»; ГИБ — Городской ипотечный банк

АИЖК — единственный крупный 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 единственной крупной компанией на ипотечном рынке, осуществляющей свою деятельность в рублях. Связано это, прежде всего, с государственным статусом Агентства и наличием государственных гарантий по его обязательствам.

Текущие рыночные процентные ставки — 15% год. в рублях, 11% год. в долларах США

Средние текущие процентные ставки на российском ипотечном рынке — примерно 15% год в рублях и около 11% год. в долл. США. Ниже отражена информация о величине процентных ставок основных участников рынка по состоянию на апрель 2005 г. (% год.).

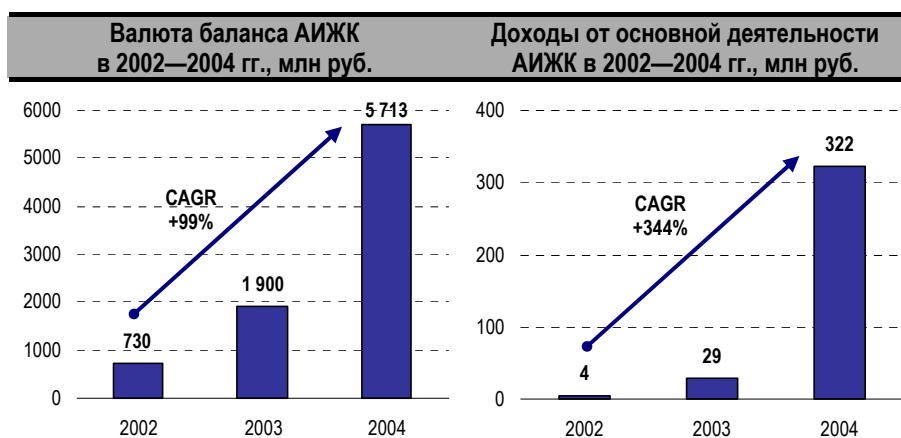


Источник: ИА «Ипотека в России»

Финансовое состояние эмитента

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

Темп роста АИЖК сравним только с темпами роста банков отрасли потребительского кредитования (ХКФБ и Русского Стандарта)



Источник: финансовая отчетность АИЖК

Портфель закладных

Портфель закладных АИЖК характеризуется следующими аналитическими показателями по состоянию на 31 марта 2005 г.:

- средневзвешенная процентная ставка — 15% год.;
- средний размер кредита (займа) — 398 тыс. руб.;
- средняя стоимость жилой недвижимости в залоге — 715 тыс. руб.; средняя площадь — 52 кв. метров;
- отношение размера остатка долга к стоимости заложенного имущества составляет 53% (54% по состоянию на конец 2004 г.);
- средневзвешенный срок кредитного портфеля — 197 месяцев.

В 2004 г. портфель закладных вырос в 6,2 раза

По итогам 2004 г. портфель закладных АИЖК вырос в 6,2 раза до 4,38 млрд руб., а по состоянию на 31 марта 2005 г. он составлял 5,66 млрд руб. Количество закладных по результатам 1-ого квартала превысило 14 800 шт.



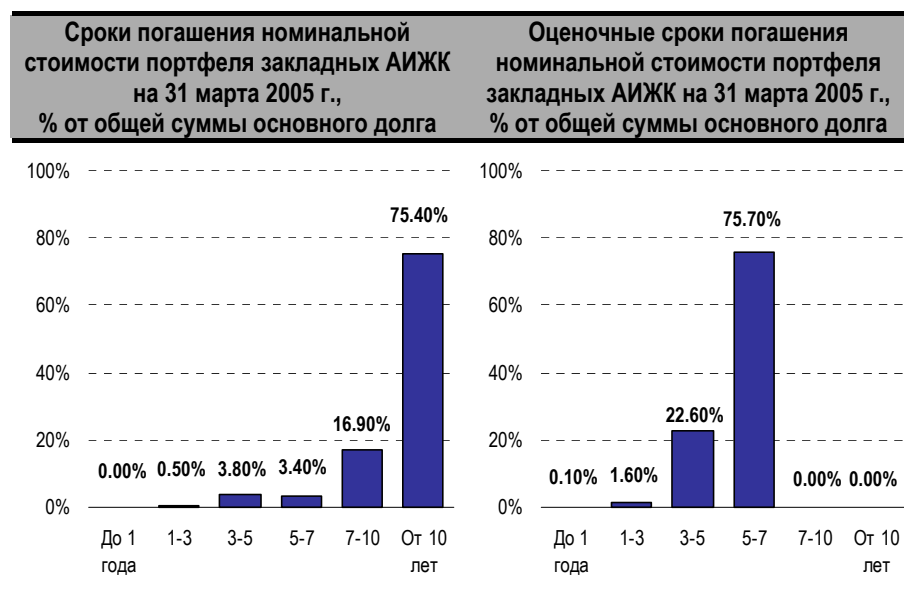
Источник: АИЖК

Номинальный срок до погашения портфеля — свыше 10 лет

Большая часть портфеля закладных АИЖК (75,4% от общего объема портфеля закладных по состоянию на 31 марта 2005 г.) имеет 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 (75,7% от общего объема портфеля по состоянию на 31 марта 2005 г.), согласно оценкам Агентства и, в соответствии с существующей статистикой о досрочных выплатах, будет погашена в период от 5 до 7 лет.



Источник: АИЖК

**АИЖК — лидер регионального
ипотечного рынка**

АИЖК является безусловным лидером по рефинансированию закладных на территориях субъектов Российской Федерации. По состоянию на 31 марта 2005 г. программой Агентства было охвачено 74 региона России, из которых 51 регион осуществлял поставки закладных. Для сравнения, по состоянию на 31 марта 2004 года в программе Агентства принимали участие 60 регионов, из которых поставку закладных осуществляли 34 региона.

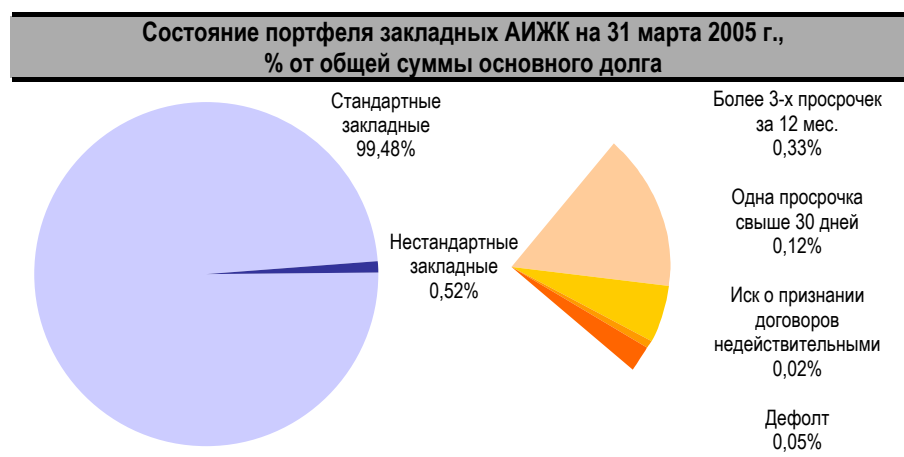
Наиболее активно работа по продаже закладных проводится региональными операторами Республики Башкортостан, Новосибирской, Самарской, Вологодской, Оренбургской областей, Алтайского края, Томской области, Республики Чувашия, Приморского края и Свердловской области. Объем портфеля по 10-ти крупнейшим региональным операторам составляет 68% от общего объема портфеля закладных АИЖК (70% годом ранее).

Управление кредитными рисками

**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).

Важно отметить, что существующая система рефинансирования ипотечных кредитов позволяет АИЖК в кратчайшие сроки компенсировать возможные потери по закладной. Оплата дефолтной закладной производится региональным оператором (сервисным агентом) в течение двух банковских дней со дня представления Агентством своих требований.



Источник: АИЖК

**Ипотека — по статистике
низкорискованный бизнес**

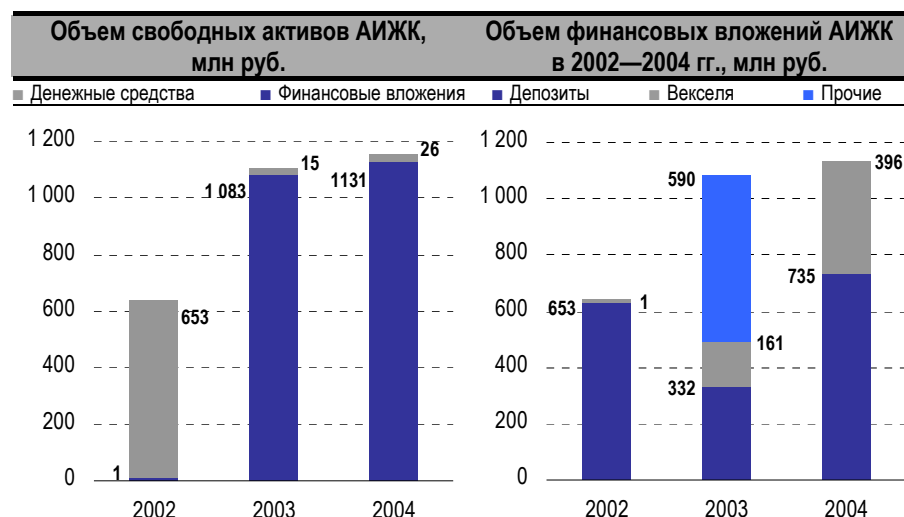
За все время существования Агентства зафиксировано всего 10 дефолтных закладных, две из которых были впоследствии погашены заемщиками, а еще по двум АИЖК воспользовалось правом обратной продажи региональным операторам. Таким образом, в настоящее время на балансе АИЖК находится 6 дефолтных закладных на общую сумму 2,79 млн руб. (или 0,05% от суммы портфеля).

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 Минфином**

Временно свободные денежные средства АИЖК размещает в долговые инструменты коммерческих банков, перечень которых согласуется с Министерством финансов Российской Федерации. Объем свободных денежных средств определяется исходя из графиков размещения облигационных займов и графика поставки закладных в соответствии с законтрактованными объемами.



Источник: АИЖК

Структура пассивов

Концепция развития АИЖК как оператора рынка ипотечного рефинансирования предполагает осуществление основной деятельности главным образом за счет долгосрочных заемных средств. По итогам 2004 г. доля займов и кредитов со сроком погашения более 1 года составляет 86% валюты баланса.

Долгосрочная финансовая задолженность АИЖК состоит из трех рублевых корпоративных займов, обеспечение по которым предоставлено Российской Федерацией в лице Министерства Финансов РФ. Общая сумма долгосрочных финансовых обязательств АИЖК по состоянию на 31 декабря 2004 г. составляет 4,82 млрд руб. (1,07 млрд руб. по состоянию на 31 декабря 2003 г.).

История облигационных займов АИЖК

Выпуск	Объем эмиссии, млн руб.	Дата размещения	Дата погашения	Доходность до погашения на размещения, % год	Доходность на 29 апреля 2005 г., % год.
1-ая серия облигаций АИЖК	1 070	24.04.2003	1.12.2008	9,69%	8,71%
2-ая серия облигаций АИЖК	1 500	25.05.2004	1.02.2010	11,31%	8,58%
3-ая серия облигаций АИЖК	2 250	2.12.2004	15.10.2010	9,73%	8,21%

Источник: Reuters

В 2005 г. возможен дебют на рынке ипотечных облигаций

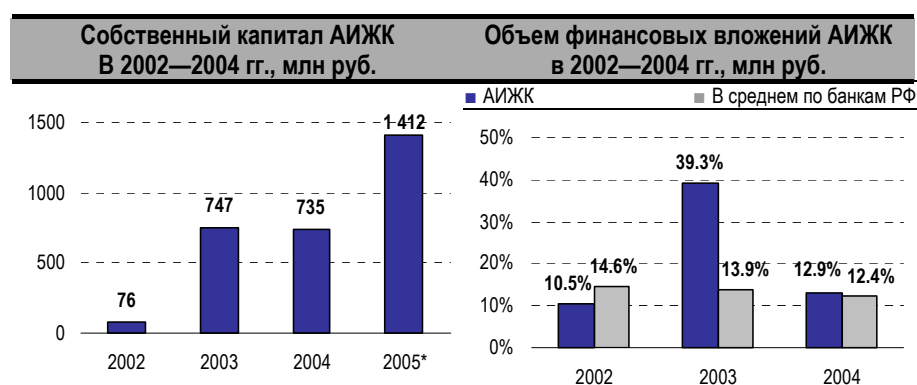
Агентство рассчитывает, что необходимые для выпуска ипотечных ценных бумаг нормативные акты будут приняты соответствующими регулирующими органами в первой половине 2005 г. АИЖК планирует дебютный выпуск ипотечных облигаций на сумму 1,5 млрд рублей в четвертом квартале 2005 г.

Собственный капитал

По состоянию на 31 декабря 2004 г. собственный капитал АИЖК составлял 735 млн руб., что на 1,6% ниже значения предыдущего периода. Уменьшение связано с выплатой дивидендов за 2003 г., а также формированием резервного фонда и выделением средств на развитие Агентства.

Собственный капитал удвоится в 2005 г.

В соответствии с Федеральным законом «О федеральном бюджете на 2005 год» в текущем году предусмотрен дополнительный взнос в уставный капитал Агентства в размере 700 млн руб.



Источник: АИЖК, ЦЭА Интерфакс

* — с учетом увеличения уставного капитала и предполагаемой чистой прибыли (Источник: АИЖК)

Показатель достаточности капитала, рассчитываемый как отношение суммы собственных средств и суммы активов, начиная с 2002 г., постепенно снижается по мере увеличения объема операций, однако продолжает находиться выше среднего уровня российской банковской системы.

Некоторые кредитные риски

Риск обесценения залогов

Снижение цен на рынке недвижимости = снижение стоимости залогов Агентству

Рынок недвижимости, равно как и любой другой рынок, подвержен кризисам падения спроса и, как следствие, снижению цен. Значительный рост цен на недвижимость (по нашим оценкам — цены на недвижимость росли быстрее инфляции в 2000—2004 гг. более чем на 10%) обуславливает высокую стоимость заложенного Агентству имущества. Возможное снижение цен на недвижимость негативно повлияет на стоимость заложенного имущества.

На наш взгляд, строгое следование стандартам выкупа закладных АИЖК обеспечивают высокую готовность Агентства к такому повороту событий и другим причинам обесценения заложенного имущества.

- Согласно стандартам АИЖК, первоначальный взнос покупателя недвижимости составляет не менее 30% от ее стоимости. Таким образом, стоимость залога превышает сумму ипотеки более чем на 42%, т.е. позиции Агентства хорошо защищены даже в случае резкого снижения цен.
- При дефолте закладной, она передается Агентством региональному оператору по остатку задолженности на тот момент. Региональный оператор реализует заложенное имущество. Если возникает разница между ликвидационной стоимостью и номиналом, она компенсируется Агентством и региональным оператором (сервисным агентом) на паритетной основе.
- Стандарты АИЖК не позволяют кредитовать недостроенное жилье. Предметом залога служит только квартира, находящаяся в собственности. Поэтому исчезает риск недостроя жилья недобросовестными строителями.
- Прочие риски утраты стоимости залога, например, вследствие событий форс-мажорного характера, застрахованы страховыми компаниями, одобренными согласно стандартам Агентства.

Риск потерь из-за повышения процентных ставок

Несовпадение номинальных сроков активов (сравнительно более длинных) и пассивов (сравнительно более коротких) АИЖК может вызвать значительные потери, в случае если Агентство вынуждено будет искать рефинансирование на рынке по относительно более высоким ставкам.

На наш взгляд, при сравнении сроков активов и пассивов следует в первую очередь анализировать реальные денежные потоки с учетом разницы между процентными ставками и амортизации основной суммы по активам и заемным пассивам АИЖК (средневзвешенная процентная ставка — 15 и 10,25% год. соответственно.). Одним из способов измерения подверженности АИЖК процентному риску служит сравнение дюрации активов и пассивов.

Дюрация активов АИЖК — чуть менее 6 лет по номинальным срокам до погашения и всего 4,1 года — по реальным

Дюрация активов АИЖК по номинальным срокам до погашения составляет чуть менее 6 лет. При этом следует отметить, что согласно накопленной статистике Агентства (см. подробности в разделе «Портфель закладных»), реальные сроки погашения закладных значительно короче, чем номинальные. При пересчете по предполагаемым реальным срокам до погашения дюрация составляет 4,1 года. При этом дюрация пассивов АИЖК (пересчитанная по методике расчета дюрации пассивов пенсионных фондов) равна 3,2 года.

Таким образом, на наш взгляд, пассивы и активы АИЖК незначительно отличаются по реальным срокам погашения. С учетом постоянного и успешного удлинения сроков облигационных займов АИЖК, мы ожидаем, что разница дюраций активов и пассивов сократится до минимума уже в 2005 г.

Оценка справедливой доходности

На наш взгляд, облигации АИЖК первых трех серий являются наилучшим инструментом для оценки «справедливой» доходности АИЖК 4. По нашему мнению, кредитный риск этих облигаций несущественно отличается от кредитного риска облигаций АИЖК 4.

Доходности рублевых корпоративных облигаций на 29 апреля 2005 г.					
Эмитент	Объем эмиссии, млн руб.	Остающийся срок до погашения / oferty, мес.	Дюрация, мес.	Доходность до погашения / oferty, % год	Спрэд к кривой облигаций Москвы
АИЖК 1	1 070	43	33	8,71%	132
АИЖК 2	1 500	57	42	8,58%	87
АИЖК 3	2 250	66	39	8,21%	58

Источник: Reuters, оценки Райффайзенбанка

«Справедливый» спред облигаций АИЖК 4, с учетом относительно небольшого объема предстоящего займа, к кривой облигаций Москвы на срок до погашения составляет **100—150 б.п.**

«Справедливая» доходность облигаций АИЖК 4, по нашим оценкам, составляет **9,40—9,90% год.**

Описание облигационного займа

Основные характеристики облигационного займа 4-ой серии	
Эмитент	ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию»
Поручители	Государственная гарантия Российской Федерации, обеспечивающая выплату номинальной стоимости облигаций при погашении
Номинал выпуска	900 млн руб.
Организаторы	АБ «Газпромбанк» (ЗАО) ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»
Дата размещения	12 мая 2005 г.
Дата погашения	1 февраля 2012 г.
Купонный период	4 раза в год
Использование средств	Средства будут направлены на финансирование ипотечного кредитования в России, а именно для выкупа пулов закладных, удостоверяющих права требования по кредитам, выданным на приобретение жилых домов и помещений и обеспеченным ипотекой.

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
Михаил Мирошниченко	mmiroshnichenko@raiffeisen.ru

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru
Арсен Манукян	amanoukyan@raiffeisen.ru

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru
-----------------	--

Аналитика

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru
----------------	--

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию 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.