

ОАО «ИАРТ»

17 июля 2008г.

ОБОЗРЕВАТЕЛИ

ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ

Вице-президент

dmitri.bogoslovsky@lcib.ru

АНДРЕЙ ЗОЛотов

Рынки долгового капитала

andrey.zolotov@lcib.ru

ФОКУС

ОАО «Ипотечное агентство Республики Татарстан»

Эмитент	ИАРТ
Поручитель	ООО ИК РТ
№ гос. регистрации	4-03-11777-D
Объем	1 млрд. руб.
Срок	5 лет
Ставка купона	15%
Оферта	1 год
Организатор	ЗАО "Линк Капитал" ОАО Банк ЗЕНИТ
Технический агент по размещению на ММВБ	АКБ "Союз" (ОАО)

ОБЗОР

- ОАО «Ипотечное агентство Республики Татарстан» (ИАРТ) занимается выдачей, выкупом и рефинансированием ипотечных кредитов, а также инвестиционно-строительной деятельностью на рынке недвижимости Республики Татарстан
- Мажоритарным акционером ОАО «ИАРТ» (51.28%) является Республика Татарстан в лице Министерства земельных и имущественных отношений
- ОАО «ИАРТ» работает на перспективном рынке одного из крупнейших и экономически развитых регионов РФ с высоким уровнем доходов и покупательной способности населения, занимая 3 место после Москвы и Санкт-Петербурга
- С 2003 года агентством совместно с банками-партнерами было выдано почти 7 тыс. кредитов на общую сумму более 4.5 млрд. руб., из которых порядка 4 млрд. руб. ипотечные кредиты и более 500 млн. руб. долевые кредиты населению под покупку собственных объектов недвижимости. Большая часть ипотечных кредитов (по собственным кредитам более 90%) рефинансируется в АИЖК и другие рефинансирующие организации. В планах компании в течение пяти лет занять долю ипотечного рынка не менее 25%.
- ОАО «ИАРТ» является одним из лидеров на строительном рынке Республики Татарстан и занимает ведущую позицию на рынке малоэтажного строительства. Доля рынка по оценкам компании составляет около 4%, в планах агентства на ближайшие 3 года довести ее до 10%. За 5 лет существования компании было полностью реализовано 11 объектов жилой недвижимости, суммарным объемом 33,5 тыс. кв. метров, выручка составила 1260 млн. руб. На стадии реализации (срок реализации до конца 2012 года) находятся 13 проектов, общей площадью 204,3 тыс. кв. метров. Суммарная выручка от этих проектов составит 7,15 млрд. руб. На подготовительной стадии находится 8 проектов, суммарной площадью 2187 тыс. кв.м.
- Позитивным фактором для кредитного качества агентства является поддержка со стороны мажоритарного акционера (Республика Татарстан обладает кредитным рейтингом инвестиционного уровня от агентства Fitch), а также реализация проектов и задач регионального и национального значения
- На основе обращающихся займов региональных ипотечных агентств и компаний, по облигационным выпускам которых присутствует в той или иной форме гарантия от правительства региона, мы оценили справедливую доходность облигаций ОАО «ИАРТ» в размере 13.0-13.5% годовых к 1,5-годовой оферте. Отметим, что Правительство республики Татарстан планирует рассмотреть вопрос о включении расходов по оферте в бюджет региона на 2009 год.

Открытое акционерное общество «Ипотечное агентство Республики Татарстан» (ИАРТ) создано 21 мая 2003 года Правительством Республики Татарстан, которое является мажоритарным акционером Агентства. Правительство Республики в лице Министерства земельных и имущественных отношений владеет 51,28% акций ИАРТ. В августе 2003 года подписано трехстороннее соглашение между ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» (г. Москва), ОАО «Ипотечное агентство Республики Татарстан» и Правительством Республики Татарстан «О развитии рынка ипотечного жилищного кредитования в Республике Татарстан». Сегодня Агентство выступает в качестве профессионального оператора на рынке ипотечного жилищного кредитования в Республике Татарстан и является участником федеральной программы «Доступное и комфортное жилье - гражданам России».

Основные направления деятельности ИАРТ:

- создание и развитие инфраструктуры профессиональных участников рынка ипотечного жилищного кредитования;
- обеспечение притока инвестиционных ресурсов в сферу ипотечного кредитования и строительного комплекса.
- инвестиционно-строительная деятельность на рынке недвижимости в Республике Татарстан.

ОАО «ИАРТ» включает в себя два направления деятельности – инвестиционно-строительное и ипотечное. В рамках инвестиционно-строительного направления компания выступает как в роли инвестора, так и в роли застройщика и заказчика. В 2004, 2005 и 2006 году было сдано 14 объектов жилой недвижимости общей площадью около 71 тыс.кв.м. В соответствии с комплексным подходом сдачи строительных объектов (сдача в эксплуатацию строительного жилого комплекса в целом, а не по домам, входящим в состав комплекса) в 2007г. завершено 80% строительных работ по большинству объектов, подлежащих сдаче в 2008г. В 2008 году планируется сдача объектов жилой недвижимости общей площадью около 89 тыс.кв.м. В настоящий момент работа ведется по 13 проектам. Ипотечное направление ОАО «ИАРТ» осуществляет деятельность по выкупу ипотечных кредитов через механизм дистанционного кредитования, также выдает ипотечные и долегие кредиты от своего имени и проводит сделки по формированию и упаковке кредитных дел. Проведение сделок по дистанционному кредитованию (полный цикл проведения ипотечной сделки – от консультирования клиента до регистрации в УФРС) происходит за счет средств банков-партнеров с обязательством выкупа оформленных закладных на 5-бой платежный период).

ИПОТЕЧНОЕ НАПРАВЛЕНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Первые ипотечные кредиты были выданы ОАО «Ипотечным агентством Республики Татарстан» (ИАРТ) 29 декабря 2003 года в Казани. С 2004 года ОАО «ИАРТ» принимает активное участие в совершенствовании системы ипотечного кредитования в республике. Агентством организована совместная работа всех организаций и задействованных в процессе выдачи ипотечных кредитов: страховых компаний, риэлтерских агентств, строительных организаций, оценочных компаний и банков.

За период с 2004 по 2007 года на территории Татарстана было открыто 7 дополнительных офисов ОАО «ИАРТ» по выдаче и сопровождению ипотечных кредитов и займов.

Результаты работы ОАО "Ипотечное Агентство РТ" по выдаче ипотечных и долеговых кредитов совместно с банками-партнерами					
Наименование показателя	2004	2005	2006	2007	ВСЕГО
1 Выдано ипотечных кредитов ОАО "Ипотечное Агентство РТ" совместно с банками - партнерами, тыс. руб.	228169,15	415495,87	1267599,6	2130003,8	4041268,5
2 Выдано ипотечных кредитов ОАО "Ипотечное Агентство РТ" совместно с банками - партнерами, шт.	772	935	2074	2513	6294
3 Выдано долеговых кредитов ОАО "Ипотечное Агентство РТ" совместно с банками - партнерами, тыс. руб.	49150,573	67120,975	241128,31	160192,65	517592,51
4 Выдано долеговых кредитов ОАО "Ипотечное Агентство РТ" совместно с банками - партнерами, шт.	98	110	257	147	612
Выдано ипотечных и долеговых кредитов ОАО "Ипотечное Агентство РТ", тыс. руб.	277319,72	482616,84	1508728	2290196,5	4558861
Выдано ипотечных и долеговых кредитов ОАО "Ипотечное Агентство РТ", шт.	870	1045	2331	2660	6906

Источник: ОАО «Ипотечное Агентство Республики Татарстан»

15 октября 2003 года ИАРТ было подписано агентское соглашение с АИЖК о сотрудничестве в сфере рефинансирования ипотечных кредитов. Данное направление бизнеса получило активное развитие в 2005 году, когда было начато сотрудничество с ОАО «Ак Барс Банк», в 2007 году были заключены договора с такими рефинансирующими организациями, как КБ «Русский ипотечный банк», ООО «Атта-ипотека», ЗАО «ВТБ 24».

Рефинансирование закладных ОАО "Ипотечное Агентство РТ" за 2003–2007 г.г. в разрезе рефинансирующих организаций (тыс. руб.)					
Наименование рефинансирующих организаций	2004	2005	2006	2007	ВСЕГО
ОАО "АИЖК"	70007,314	241518,61	682714,87	814761,89	1809002,7
КБ "Русский ипотечный банк"	-	-	-	20816,685	20816,685
АКБ "АкБарс Банк"	-	-	46867,83	326713	373580,83
ООО "Атта-ипотека"	-	-	-	7549,8715	7549,8715
Итого	70007,314	241518,61	729582,7	1169841,4	2210950,09

Источник: ОАО «Ипотечное Агентство Республики Татарстан»

За счет собственных средств ОАО «ИАРТ» начало выдавать кредиты с 2006 года. Более 90% ипотечных кредитов, выданных за счет собственных средств, Агентство рефинансирует в АИЖК и другие рефинансирующие организации, за что получает ежемесячную комиссию от остатка ссудной задолженности. Также Агентство активно выкупает закладные у банков-партнеров, с последующим их рефинансированием в АИЖК, так в 2007 году объем выкупленных закладных превысил 1 млрд. руб. Помимо ипотечных кредитов ОАО «ИАРТ» выдает долеговые кредиты населению под покупку собственных объектов недвижимости.

Выкуп закладных ОАО "Ипотечное Агентство РТ" за 2003–2007 г.г (тыс. руб.)					
Наименование параметра	2004	2005	2006	2007	ВСЕГО
Сумма выкупа	70007,314	259250,37	816078,92	1317212,1	2462548,7

Источник: ОАО «Ипотечное Агентство Республики Татарстан»

Основные конкурентные преимущества ОАО «Ипотечное Агентство РТ»:

- ОАО «Ипотечное Агентство РТ» предлагает самые гибкие условия ипотечного кредитования: кредит на приобретение строящихся квартир и индивидуальных домов, на приобретение вторичного жилья и индивидуальных домов
- Агентством заключены Соглашения о сотрудничестве в рамках развития инфраструктуры профессиональных участников ипотечного рынка с банками: ОАО «АК БАРС» Банк, ОАО ГКБ «Автоградбанк», ООО КБ «Интехбанк», ОАО «Татфондбанк», КБ «КамКомБанк». В стадии подписания находятся соглашения с ОАО «Внешторгбанк», СБ РФ «Банк Татарстан», Банк «Зенит» в рамках ипотечных программ вышеназванных банков, а также с банками «Спурт-Банк», «Акибанк», «Волжско-Камский акционерный банк» в рамках ипотечной программы по стандартам АИЖК.
- Возможность представления своих интересов в органах власти

СТРОИТЕЛЬНОЕ НАПРАВЛЕНИЕ

Согласно данным «Татарстанстат» по итогам 2007 года введено 2041 тыс. кв. метров жилья, что составляет 100,5 % от годового задания, соответствует 114,8 % уровня прошлого года. Из них введено многоэтажного жилья предприятиями и организациями – 1028 тыс. кв. метров, индивидуального жилья населением за счет собственных и заемных средств – 1013 тыс. кв. метров. Впервые в истории Республики Татарстан пройден рубеж ввода жилья сверх 2,0 млн. кв. метров. Планы на 2008 год предполагают ввод 2 165 тыс. кв. м. жилья.

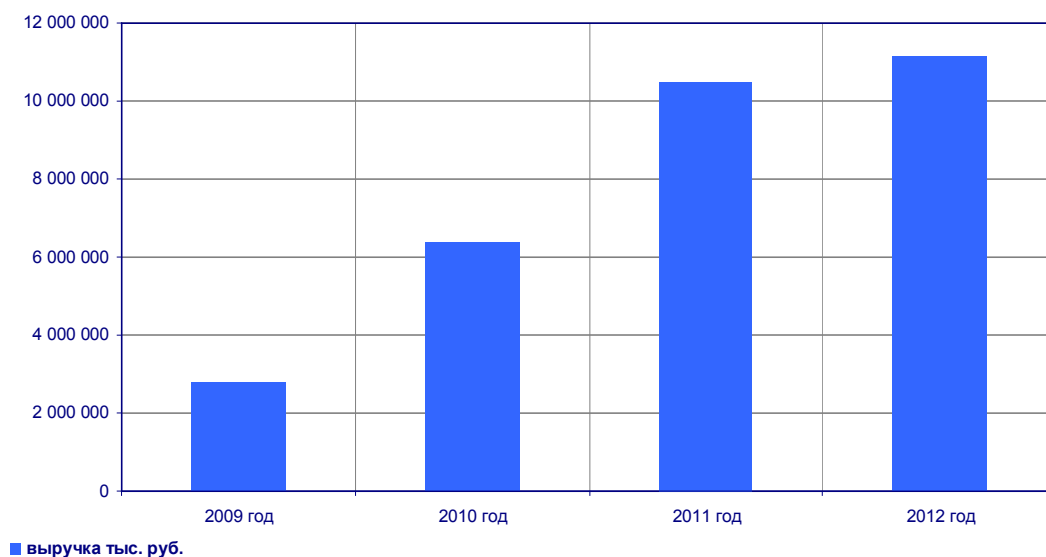
ОАО «ИАРТ» начала деятельность на строительном рынке в 2003 году, в 2004 году был сдан первый объект. Всего за 5 лет существования компании было проинвестировано 14 объектов, из которых 11 было реализовано полностью. Объем введенного жилья на начало 2008 года составил 71 тыс. кв. метров. Выручка от реализации жилья за период 2003-2007 гг. составила 1260 млн. руб. В настоящий момент на стадии реализации находятся 13 проектов, общей площадью 204,3 тыс. кв. метров. Суммарная выручка от этих проектов составит 7,15 млрд. руб.

Информация по инвестированию в объекты строительства и вводу жилья по профинансированным объектам ОАО "Ипотечное Агентство РТ" за 2004–2007 г. г.					
Период	2004	2005	2006	2007	итого
Инвестиции ОАО «ИА РТ» в объекты строительства, млн. руб.	495,97	416,24	893,24	809,08	2614,53
Ввод по проинвестированным ОАО « ИА РТ» объектам строительства, кв.м.	38 854,94	10 055,22	21618,9	0,00	70529,06
Количество объектов, шт.	9	3	2	0	14

Источник: ОАО «Ипотечное Агентство Республики Татарстан»

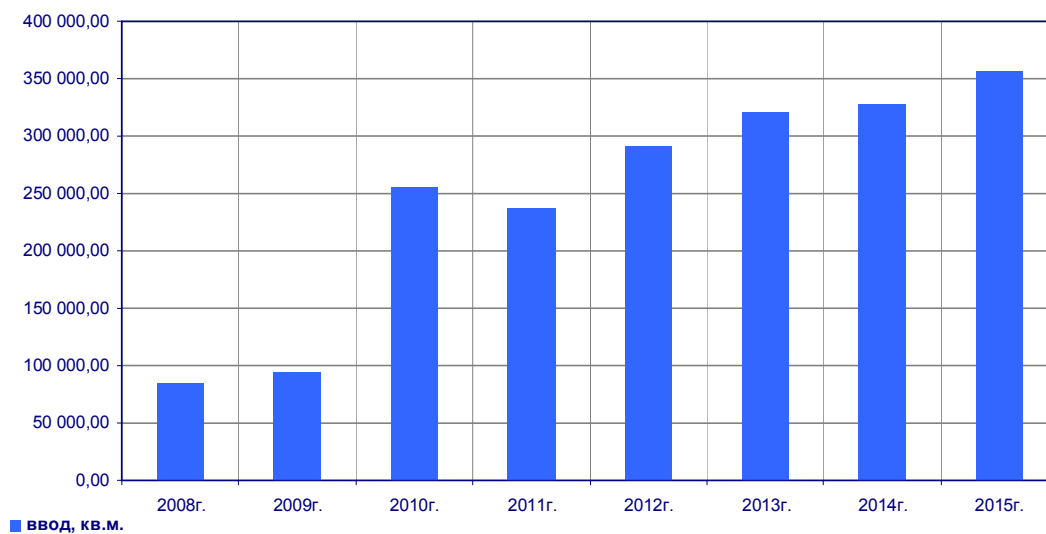
География строительной деятельности Агентства охватывает территорию Республики Татарстан с преобладанием строительства многоквартирных домов в столице г. Казани. В дальнейшем акцент будет смещаться к комплексной мало и средне-этажной застройке загородной недвижимости, а также коттеджных поселков.

График № 1. Среднесрочный прогноз выручки строительно-инвестиционного блока



В настоящий момент в планах компании находится 9 проектов, главным из которых является комплексная мало- и среднеэтажная застройка территорий в Зеленодольском районе Республики Татарстан общей площадью более 1,6 млн. кв. м. Суммарная площадь планируемых к реализации проектов составляет 2 837 тыс. кв.м.

График № 2. Показатели ввода по годам в разрезе объектов инвестиционно-строительной деятельности ОАО "Ипотечное агентство РТ" (2008г.-2015г.)



ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

В таблице приведен баланс ИАРТ в аналитическом виде за все время деятельности. Представлены наиболее значимые в процентном соотношении статьи.

Статья (млн. руб.)	Анализ Активов				
	2003	2004	2005	2006	2007
Основные средства	0,7	1,8	1,7	2,9	35
Незавершенное строительство	-	-	37,2	485,6	3 702,3
Долгосрочные вложения	-	-	51,9	153,3	278,7
Запасы	-	0,75	2,19	19	304
Дебиторская задолженность (до 12 месяцев)	109,3	107,43	75,6	120,2	328,3
Краткосрочные вложения	7,3	460,2	619,9	1043,9	314,17
Денежные средства	-	5,1	22,9	60,6	44
Всего Активов	117,8	575,6	812,4	1932,6	5024
Уставной капитал	117	117	117	117	117
Нераспределенная прибыль	0,6	0,4	1	2,68	6,1
Добавочный капитал					1 959
Капитал	117,6	117,4	118	119,7	2 083
Долгосрочные обязательства					
Займы и кредиты	-	448,5	286,1	131,3	1752,3
Краткосрочные обязательства					
Займы и кредиты	-	3	395	1265,2	390,6
Кредиторская задолженность	-	2,2	13	318,3	715,7
Резервы предстоящих расходов	-	-	-	97,8	82,1

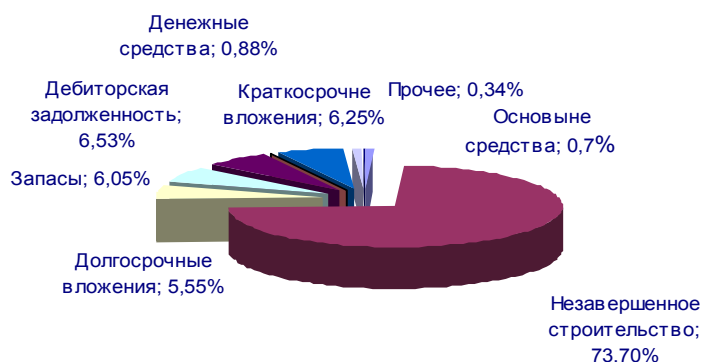
* Данные отчетности по 2007 году представлены с учетом произведенной переоценки Незавершенного строительства и служат входящими для отчетности 2008 года. Переоценка была проведена независимой оценочной компанией.

За последние 3 года средний рост активов (CAGR) составил 83,55 %. Рост незавершенного строительства на балансе как в абсолютном, так и в относительном значении свидетельствует о расширении масштабов самостоятельной строительной деятельности.

СТРУКТУРА АКТИВОВ

На диаграмме представлена структура активов ИАРТ по окончании 2007 года:

Структура Активов 2007 год



Источник: ОАО «Ипотечное Агентство Республики Татарстан», расчеты Линк Капитал.

В структуре активов по результатам 2007 года преобладает Незавершенное строительство (73,70 %), что свидетельствует о большом потенциале роста выручки от строительного направления. Значительную долю баланса также составляют долгосрочные и краткосрочные вложения. Их структура представлена ниже:

Долгосрочные финансовые вложения, 2007	тыс. руб.
Уставной капитал Елабуга	80
Закладные	201 004
Займы ТД "Загородный клуб" (п. Ореховка)	46 613
Долговые ценные бумаги	31 017
Итого	278 714

Строка «Уставной капитал Елабуга» представляет собой вложения в уставной капитал ООО «Елабужское Ипотечное Бюро». Статья «Займы ТД Загородный клуб» содержит в себе займы физическим лицам на покупку объектов недвижимости в коттеджном комплексе «Загородный Клуб». Долговые бумаги представляют собой, в основном, векселя банков АК Барс и Сбербанк, которые ИАРТ использует в залоговых схемах.

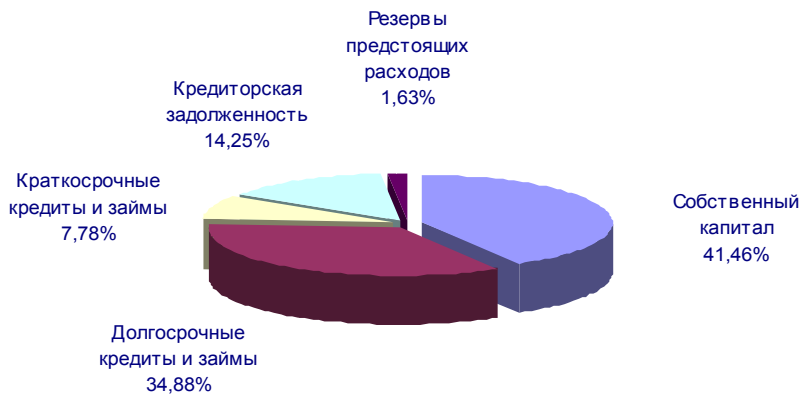
Краткосрочные финансовые вложения, 2007	тыс. руб.
Вложения в Строительство	272 629
Закладные	41 548
Итого	314177

В статье Вложения в строительство находятся проекты, в которых ИАРТ выступает в качестве инвестора. Это вложения в прочие объекты с целью диверсификации портфеля недвижимости. Объекты недвижимости, в которые производятся вложения, могут быть реализованы на любой стадии строительства, так как рынок данных объектов довольно ликвидный. Таким образом, у ИАРТ имеется возможность конвертировать данные объекты незавершенного строительства в денежные средства в течение 12 месяцев, поэтому финансирование данных объектов отражено в статье «Краткосрочных финансовых вложения». Закладные, находящиеся в краткосрочных вложениях должны быть рефинансированы в течение ближайших 12 месяцев.

В 2007 году 63,3% роста активов пришлось на переоценку незавершенного строительства по рыночной стоимости. Если исключить эффект переоценки, то наибольшие темпы роста также приходятся на Незавершенное строительство (+258,8 %), при этом средний темп роста активов составляет +58,5 % (без учета переоценки). Превышение темпов роста Незавершенного строительства над средними темпами роста активов связано с длительным производственным циклом производства, характерным для строительной отрасли. Проблемы для эмитента могут возникнуть при задержке сдачи объектов. Следствием этому могут быть как снижение рентабельности, так и увеличение рисков ликвидности.

На диаграмме представлена структура пассивов ИАРТ:

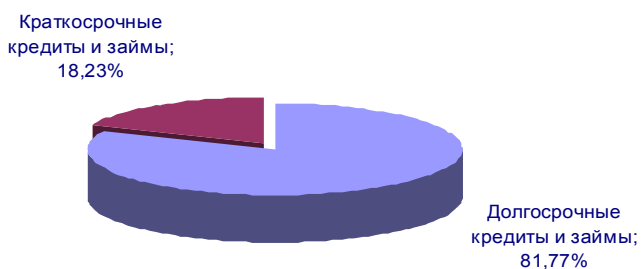
**Структура пассивов
2007 год**



Источник: ОАО «Ипотечное Агентство Республики Татарстан», расчеты Линк Капитал.

Из диаграммы видно, что структура пассивов ИАРТ сбалансирована. Однако если исключить добавочный капитал, который возник из-за переоценки незавершенного строительства по рыночной стоимости, то преобладать будут заемные средства.

Срочность портфеля кредитов



Источник: ОАО «Ипотечное Агентство Республики Татарстан», расчеты Линк Капитал.

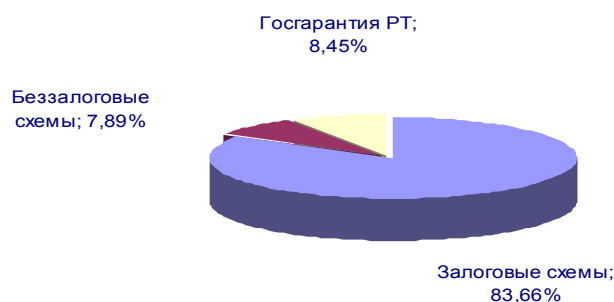
Из диаграммы сверху видно, что большую часть в портфеле кредитов ИАРТ составляют долгосрочные заемные средства. Это, безусловно, положительный факт для строительных компаний, имеющих относительно длинный производственный цикл. Большая часть кредитов ИАРТ получено от банка АК Барс.

Банк	Доля в портфеле, %
АК Барс	79,52
Внешторгбанк	5,60
Интехбанк	6,69
ТФБ	2,40
Прочее	5,79
Всего	100,00

Источник: ОАО «Ипотечное Агентство Республики Татарстан», расчеты Link Capital

Большая часть кредитов в портфеле ИАРТ является обеспеченной (83,66%). Также в портфеле есть кредиты, выданные по гарантии Правительства Республики Татарстан.

Обеспеченность кредитов



Источник: ОАО «Ипотечное Агентство Республики Татарстан», расчеты Линк Капитал.

АНАЛИЗ ОТЧЕТА О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

В таблице ниже представлен отчет о прибылях и убытках в аналитическом виде.

Показатель (млн. руб.)	2006	2007
Выручка	115,6	1401,2
Себестоимость	94	1380,1
Валовая прибыль	21,57	21,1
Прибыль от продаж	17,4	6,6
Проценты к получению	25,9	75,1
Проценты к уплате	25,4	68,1
Прочие доходы	1115,3	72,8
Прочие расходы	1130,7	80,6
Прибыль до налогов	2,56	5,79
Чистая прибыль	1,86	4,16

Резкий рост выручки в 2007 году является следствием изменений в учетной политике, согласно которой статья «выбытие закладных», которая раньше входила в статью «прочие доходы», включается в статью выручки. Тем же самым обусловлен значительный рост себестоимости.

Доходы ИАРТ делятся на доходы от строительной деятельности и от финансовой деятельности (проценты по ипотечным займам, вознаграждение за обслуживание ипотечных кредитов). Выручка учитывается при подписании договора купли-продажи квартиры.

ВЫРУЧКА

Структура выручки за 2007 года ИАРТ представлена в таблице:

Статьи выручки	Млн. руб.	% от общей выручки
Выбытие закладных	1163,96	82,21
Вознаграждение за обслуживание закладных	15,24	1,08
Сопровождение сделок	8,08	0,57
продажа квартир	20,09	1,42
перепродажа стройматериалов	63,36	4,47
продажа коттеджей	136,33	9,63
аренда оборудования	6,72	0,47
агентское вознаграждение	0,96	0,07
прочее	1,17	0,08
Итого (с учетом НДС)	1415,90	100,00

Если отчистить выручку от операций по перепродаже закладных, то наибольший вес будет иметь деятельность по продаже коттеджей (54,11%). В целом реализация жилья составляет 11,05% от общей выручки и 62% от «очищенной» от операций с закладными выручки. Также значительную долю в выручке составляет перепродажа стройматериалов. Данный вид деятельности был организован с целью контроля цен, списываемых подрядными организациями при строительстве объектов ИАРТ. Статья вознаграждение за обслуживание закладных представляет собой доходы, которые ИАРТ получает от организаций, которым переуступает закладные. Статья «сопровождение сделок» представляет собой вознаграждение от банков за консультации и сбор документов по формированию ипотечных сделок. Аренда оборудования представляет собой плату сторонних организаций за пользование электросетями в пунктах строительства ИАРТ.

СЕБЕСТОИМОСТЬ

Структура себестоимости за 2007 год представлена в таблице:

Структура себестоимости		
Статьи себестоимости	млн. руб.	% от себестоимости
Выкуп закладных	1163,96	84,34
зарплата	9,19	0,67
Себестоимость строительства	152,04	11,02
Перепродажа стройматериалов	46,09	3,34
Вознаграждение банкам	4,17	0,30
расходы на филиалы	2,59	0,19
Прочее	2,09	0,15
Итого	1380,13	100,00

В себестоимости преобладает статья «Выкуп закладных», которая эквивалентна статье «Выбытие закладных» в выручке. Целесообразно рассмотреть также структуру себестоимости, «очищенной» от статьи, связанной с выкупом закладных.

Структура «очищенной» себестоимости		
Статьи себестоимости	млн. руб.	% от себестоимости
зарплата	9,19	4,25
Себестоимость строительства	152,04	70,33
Перепродажа стройматериалов	46,09	21,32
Вознаграждение банкам	4,17	1,93
расходы на филиалы	2,59	1,20
Прочее	2,09	0,96
Итого	216,16	100,00

Из таблицы видно, что основными статьями себестоимости, исключая выкуп закладных, является себестоимость строительства, а также затраты по перепродажи стройматериалов. Статья «вознаграждения банкам» содержит в себе выплаты банкам, которые являлись первичными ипотечными кредиторами, переуступившими закладные на баланс ИАРТ. Основным риском для ИАРТ, как и для всех других строительных организаций, является увеличение себестоимости строительства при длинном операционном цикле. Структура себестоимости отражает данный риск. Однако этот риск компенсируется соразмерным ростом цен на рынке недвижимости, который напрямую зависит от себестоимости строительства (на текущий момент).

ПРОЦЕНТНЫЕ ДОХОДЫ И РАСХОДЫ

Ниже в таблице представлена структура процентных доходов и расходов за 2007 год:

Проценты к получению	млн. руб.
По ипотечным кредитам	8,43
По займам юр. лицам	41,56
По займам физ. лицам	24,07
По долевым кредитам	0,54
Прочее	0,52
Итого	75,119
Проценты к уплате	млн. руб.
По договору займа	5,97
По кредитам	62,19
Итого	68,16

Доходы от финансирования покупки недвижимости содержатся в статьях проценты по ипотечным кредитам и проценты по займам физическим лицам. Проценты по займам юридическим лицам представляют собой доходы от займов строительным организациям.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ

На сегодняшний день ИАРТ имеет низкие показатели рентабельности, что вызвано большим циклом производства, однако ожидается значительное улучшение данных показателей по мере увеличения объемов сдачи жилой недвижимости. В 2007 году сдача объектов не производилась в связи с запланированным увеличением производственного цикла. При этом было обеспечено 80% завершение работ по объектам, подлежащим сдаче в 2008 году. Таким образом, уже в этом году ожидается улучшение показателей рентабельности ИАРТ.

	2006	2007*
Валовая рентабельность, %	18,66	8,90
Операционная рентабельность, %	15,05	2,78
Рентабельность EBIT, %	24,19	31,15
Чистая рентабельность, %	1,61	1,75
Процентные доходы/Процентные расходы	1,02	1,10

**Примечание: при расчетах рентабельности из выручки за 2007 год исключен оборот закладных*

Татарстан – один из наиболее развитых в экономическом отношении регионов России. В 2007 году были показаны высокие темпы экономического роста Республики Татарстан. Валовой региональный продукт в РТ по итогам 2007 года составил 740 млрд. рублей при прогнозном значении в 680 млрд. руб. По сравнению с 2006 годом ВРП в сопоставимых ценах вырос на 8.7%. ВРП региона составляет более 2,5% от суммарного ВРП по России. Основу экономики Республики Татарстан составляет промышленность. Промышленный профиль республики определяют топливная и нефтехимическая отрасли промышленности (добыча нефти, производство синтетического каучука, шин, полиэтилена и широкого спектра продуктов переработки нефти), крупные машиностроительные предприятия, производящие конкурентоспособную продукцию (вертолеты, самолеты и авиадвигатели, тяжелые грузовики, компрессоры и нефте/газоперекачивающее оборудование), развитое электро/радио/приборостроение.

Рейтинг по S&P BB-/Прогноз «Позитивный», рейтинг по Fitch BVB-/Стабильный.

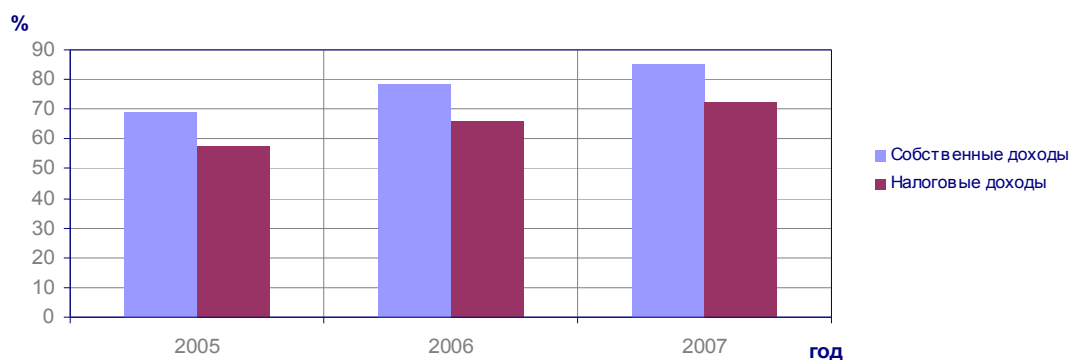
Важнейшим фактором кредитного качества ОАО «ИАРТ» мы считаем наличие Правительства Республики Татарстан в качестве держателя контрольного пакета акций (51,28%). Отмечаем сильный собственный кредитный профиль Татарстана. Кредитный рейтинг Республики Татарстан по Fitch среди регионов РФ уступает только Москве и Санкт–Петербургу.

Правительство Республики Татарстан в последние годы отличается довольно консервативной бюджетной политикой. Фактические бюджетные показатели в 2005 и 2006 году оказывались лучше плановых. Закон об исполнении бюджета за 2007 год еще не опубликован, однако согласно предварительным данным доходы бюджета Республики Татарстан составили 86,5 млрд. руб., а профицит бюджета около 25,5 млрд. руб. Собственные доходы составили 72,8 млрд. руб., что составляет 85,15 % совокупных доходов бюджета республики.

статьи (млн. руб.)	2005			2006		
	Факт	План	Отклонение, %	Факт	План	Отклонение, %
Доходы	75023,95	74971,50	0,07	73 755,43	63 145,67	16,80
Расходы	73687,62	74052,50	-0,49	71 218,84	64 938,56	9,67
Профицит	1336,33	919,00	45,41	2 536,59	-1 792,90	241,48
Налоговые доходы, %	57,63	57,66	-0,06	65,94	66,62	1,02
Собственные доходы, %	69,19	69,17	0,03	78,38	76,14	-2,95

Статьи (млн. руб.)	2007
	План
Доходы	58778,06
Расходы	62158,86
Профицит	-3380,81
Налоговые доходы, %	72,30

Также отметим растущий уровень налоговых и собственных доходов, что придает бюджету большую гибкость.



Ниже в таблице представлена структура собственных доходов Республики Татарстан.

Структура Собственных доходов						
Статья, млн. руб.	2005 (Факт)	%	2006 (Факт)	%	2007 (План)	%
Налог на прибыль	23155826	44,61	23 045 095,90	39,86	18 274 000,00	36,26
Налог на доходы физ. лиц	9956008,3	19,18	11 356 435,10	19,64	12 353 782,70	24,52
Акцизы	3932869,7	7,58	3 642 430,40	6,30	3 205 000,00	6,36
Налог на совокупный доход	853905	1,65	1 213 267,10	2,10	1 145 000,00	2,27
Налог за пользование природными ресурсами	2742472,6	5,28	3 561 436,20	6,16	2 884 000,00	5,72
Налог на имущество	2593801,4	5,00	5 816 943,60	10,06	4 632 000,00	9,19
Доход от имущества	730977	1,41	1 119 972,10	1,94	938 552,80	1,86
Прочие неналоговые доходы	7941103,5	15,30	8 056 777,90	13,94	6 958 246,00	13,81
Доходы Собственные, всего	51 906 963,50	100,0	57 812 358,60	100,0	50 390 581,50	100,00

Показатели исполнения бюджета свидетельствуют об устойчивом текущем профиците, а также о значительном превышении доходов над текущими расходами, что, безусловно, является положительным фактом.

Исполнение бюджета Республики Татарстан.		
Статьи бюджета (млн. руб.)	2005	2006
Текущие доходы	61906963,50	62255000,00
Текущие расходы	37675000,00	48693303,10
Текущий баланс	24231963,50	13561696,90
Доходы/Текущие расходы	1,99	1,51

Крупнейшими налогоплательщиками Республики Татарстан являются такие предприятия как Татнефть, КАМАЗ, Татэнерго, Таттелеком, Казаньоргсинтез. По данным агентства Fitch доля 10 крупнейших налогоплательщиков в бюджетных поступлениях снизилась с 56% совокупных доходов в 2005 году до 48% в 2007 году.

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА

Республика Татарстан имеет низкую собственную долговую нагрузку. Исходя из плановых показателей на 2007 год, прямой долг составляет чуть больше 4% от собственных доходов, а выплаты процентов около 1,20% от общих расходов. Поскольку фактические показатели доходов бюджета значительно выше плановых, то коэффициенты собственной долговой нагрузки Республики по итогам 2007 года оказались ниже. Полный долг на конец 2007 года составил по данным агентства Fitch 40% доходов бюджета. Значительный объем условных обязательств является одним из потенциальных рисков для бюджета Республики. Однако собственный сильный кредитный профиль многих компаний с участием Правительства Республике в капитале снижает данный риск.

Статьи (млн. руб.)	2005	2006	2007
Кредиты	658,49	316,33	2000,00
Задолженность третьих лиц, переоформленная в госдолг	374,64	214,08	53,52
Всего	1033,14	530,42	2053,52
Процентные расходы	30,17	2,50	745,00
Прямой долг/Собственные доходы, %	1,99	0,92	4,08
Процентные расходы/Расходы, %	0,04	0,00	1,20
Полный долг/Доходы, %	27,20	25,90	40,00

Источник: Минфин РТ, Fitch, расчеты Link Capital

БЮДЖЕТ

В проекте бюджета на 2008 года Правительство Республики Татарстан заложило доходы в размере 70 636 744,3 тыс. руб. и расходы в размере 74 660 765,6 тыс. руб.. Таким образом, запланированный дефицит составляет около 4 млрд. руб., что составляет около 5,5% плановых доходов. Исходя из того, что Минфин республики отличается консервативностью в своих прогнозах, можно ожидать профицита бюджета в этом году.

SWOT анализ

Положительные стороны	Отрицательные стороны
<ul style="list-style-type: none">• Мажоритарный акционер – Республика Татарстан;• Деятельность на перспективном рынке одного из крупнейших и экономически развитых регионов;• Участие в национальной программе «Доступное и комфортное жилье – гражданам России»;• Доступ к рефинансированию через АИЖК;	<ul style="list-style-type: none">• Слабый собственный кредитный профиль;• Относительная короткая история деятельности;• Ограниченная география деятельности;• Развитие на заемные средства.
Возможности	Угрозы
<ul style="list-style-type: none">• Увеличение объемов сдачи объектов и выдачи закладных;• Выход за пределы своего региона;• Получение правительственных гарантий;	<ul style="list-style-type: none">• Общий спад на рынке недвижимости;• Затруднение доступа к долговому финансированию;• Ухудшение кредитного качества РТ;• Отказ правительства от поддержки;• Ухудшение возможностей рефинансирования через АИЖК

¹ Полной долг включает в себя прямой долг Республики, гарантии, выданные третьим лицам, а также долги компаний госсектора и предприятий, в которых Правительство владеет пакетами акций.

На рынке облигаций существует сегмент эмитентов, профиль бизнеса которых аналогичен ИАРТ - это региональные ипотечные агентства, принадлежащие правительству региона, которые помимо ипотеки активно занимаются девелопментом. В большинстве своем их выпуски облигаций неликвидны или обладают ограниченной ликвидностью. Исключением является бумага Московского областного ипотечного агентства (МОИА) и АИЖК Кемеровской области (АИЖК КО). Поэтому возможности позиционирования займа ограничены бумагами этих эмитентов.

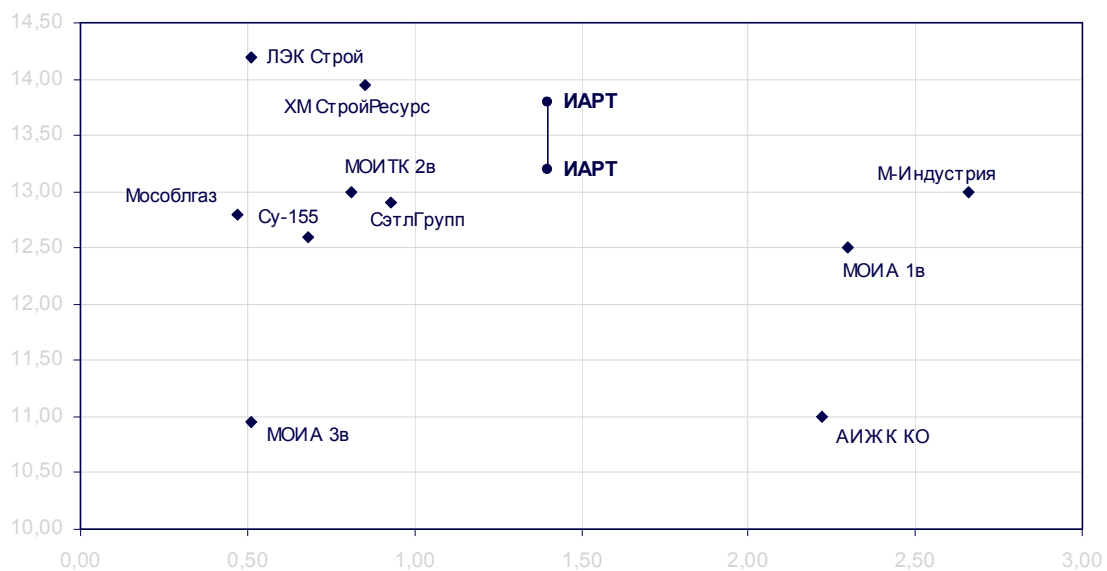
В тоже время, с учетом того, что темпы роста девелоперского направления у ИАРТ существенно превышают показатели деятельности по выдаче и рефинансированию ипотечных кредитов, то компанию полноправно можно причислить к строительно-девелоперской отрасли. Ликвидность бумаг эмитентов данного сектора несколько выше, что позволяет более адекватно определить уровни их доходности. При этом существует ряд различий между частными строительно-девелоперскими компаниями, облигации которых представлены на рынке и ИАРТ. Во-первых, ИАРТ имеет за собой собственника в лице Республики Татарстан со всеми вытекающими отсюда протекциями и привилегиями. Во-вторых, проекты ИАРТ носят статус национальных и имеют повышенную значимость для региона. В-третьих, в отличие от большинства рассматриваемых девелоперских компаний, занимающихся в основном многоэтажным строительством, у ИАРТ выше диверсификация деятельности за счет активного участия в проектах комплексной малоэтажной застройки. В-четвертых, ИАРТ находится на другой стадии развития бизнеса – в стадии быстрого экстенсивного роста. Перечисленные выше причины не позволяют произвести точного сравнения кредитного профиля ИАРТ с девелоперскими компаниями, представленными на рынке облигаций. В тоже время, уровни доходности по выпускам этих компаний дают некоторые ориентиры бумагам ИАРТ.

Некоторые сложности для позиционирования представляет степень гарантии по займу со стороны Республики Татарстан. В отличие от обращающихся выпусков региональных ипотечных агентств, по которым со стороны региона предоставлена, либо полная гарантия, либо гарантия по оферте, по облигациям ИАРТ есть комфортное письмо и письмо о готовности предоставить гарантию по оферте. Тем самым, с точки зрения гарантий со стороны региона выпуск ИАРТ находится в промежуточной стадии, между комфортным письмом и гарантией выплат по оферте. В этой связи, по нашему мнению, нижней границей доходности облигаций ИАРТ будет выступать доходность ипотечных агентств с уже предоставленными гарантиями регионов, главным образом Московской области, как обладающей схожим кредитным рейтингом от рейтинговых агентств и схожей схемой предоставления гарантий по оферте (ежегодное рассмотрение данного вопроса).

Также стоит отметить ряд выпусков компаний, которые принадлежат регионам, созданными для реализации региональных проектов различной направленности, и структура гарантий по которым близка к облигациям ИАРТ. Это такие компании как: ОАО «Московская областная инвестиционная трестовая компания», ОАО «Мособлгаз», ООО «Ханты-Мансийск СтройРесурс». По первым двум компаниям правительство региона на основе ряда постановлений включает в бюджет на соответствующий год расходы по их облигационным займам. В случае ООО «Ханты-Мансийск СтройРесурс» со стороны Негосударственного пенсионного фонда ХМАО предоставляется классическое комфортное письмо. По нашему мнению, последний эмитент в наибольшей степени соответствует профилю деятельности ИАРТ, а именно: инвестиционно-строительная деятельность на жилищном рынке в рамках национальных проектов при схожих масштабах бизнеса и при поддержке региона. С учетом более сложной структуры собственности ООО «Ханты-Мансийск СтройРесурс» и отсутствию намерения включения расходов по займу в региональный бюджет, мы считаем, что доходность облигационного выпуска данного эмитента должна определять верхнюю границу доходности займа ИАРТ.

Выпуски МОИА торгуются в настоящий момент по доходности 11,0 и 12,5% годовых при дюрации 0,5 и 2,3 года соответственно. Следовательно, уровень доходности 11,5–12% мы оцениваем как нижнюю границу по займу ИАРТ с дюрацией 1.4 года. Выпуск облигаций ООО «Ханты-Мансийск СтройРесурс» торгуется по доходности порядка 14% годовых при дюрации 0,9 года (при этом отметим, что данный уровень несколько завышен по причине размещения бумаги в «трудный» период осени 2007 года, и как следствие их низкой ликвидности в настоящий момент). Соответственно уровень 14% годовых мы видим в качестве верхней границы доходности облигаций ИАРТ.

В дальнейшем в случае получения гарантий со стороны региона выпуск облигаций ИАРТ будет иметь квазисуверенный риск Татарстана, что приведет к снижению его доходности до уровня бумаг региональных ипотечных агентств, в частности МОИА, то есть при прочих равных к отметке 11,0-12,0% годовых. Это позволит инвесторам, с учетом роста капитала, заработать более 17 % годовых за полгода.



Линк Капитал

ГРУППА ДОЛГОВЫХ ПРОДУКТОВ

LINK
CAPITAL

РУКОВОДСТВО

Алекс Фидельман
Управляющий директор

ПРОДАЖИ

Владимир Куцев
Вице-президент

Георгий Айвазов

Алексей Егоров

Вячеслав Мезенцев

ИССЛЕДОВАНИЯ И АНАЛИТИКА

Дмитрий Богословский
Вице-президент

Андрей Золотов

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ»

119435 Москва, Россия
Саввинская набережная, 11
Тел.: +7 495 786 6661
Факс: +7 495 786 6662

www.lcib.ru

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданы ФСФР России на осуществление:

Брокерской деятельности: номер 077-10342-100000

Дилерской деятельности: номер 077-10347-010000

Доверительного управления: номер 077-10354-001000

ОЧЕНЬ ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОБРАЩАЕМ ВАШЕ ВНИМАНИЕ, ЧТО ДАННЫЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР – ЯВЛЯЕТСЯ ПРОДУКТОМ КОМПАНИИ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ». ИНФОРМАЦИЯ И ВЫВОДЫ НЕ МОГУТ ПОЛНОСТЬЮ СОВПАДАТЬ С ТОЙ ИЛИ ИНОЙ ТОЧКОЙ ЗРЕНИЯ. АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР НЕ МОЖЕТ БЫТЬ КОМАНДОЙ К ИНВЕСТИРОВАНИЮ И ДРУГИМ ДЕЙСТВИЯМ.

ПРИВЕДЕННЫЙ МАТЕРИАЛ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ, ПОЛУЧЕН ИЗ ИСТОЧНИКОВ, КОТОРЫЕ, ПО МНЕНИЮ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» ЯВЛЯЮТСЯ НАДЕЖНЫМИ.

КОМПАНИЯ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ ЕЕ РАБОТНИКИ, ПРЕДСТАВИТЕЛИ, АГЕНТЫ И АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ НЕСУТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА ПРЯМЫЕ ИЛИ КОСВЕННЫЕ УБЫТКИ, КОТОРЫЕ НАСТУПИЛИ ВСЛЕДСТВИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ВЫШЕУПОМЯНУТОЙ ИНФОРМАЦИИ.

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВЫСТУПАТЬ МАРКЕТ-МЕЙКЕРАМИ, КОНСУЛЬТАНТАМИ, БРОКЕРАМИ В ОТНОШЕНИИ КОМПАНИЙ, КОТОРЫЕ УПОМЯНУТЫ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОТЧЕТЕ. ПРЕДСТАВИТЕЛИ, РАБОТНИКИ, АГЕНТЫ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВХОДИТЬ В СОСТАВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ КОМПАНИЙ, УПОМЯНУТЫХ В АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ.

УПОМЯНУТЫЕ ВО ВСЕХ АНАЛИТИЧЕСКИХ ОБЗОРАХ, А ТАК ЖЕ НА ОФИЦИАЛЬНОЙ ВЕБ-СТРАНЦЕ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», ЦЕННЫЕ БУМАГИ КОМПАНИЙ НЕ ПРЕДЛАГАЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМ ИЛИ ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ В СОЕДИНЕННЫХ ШТАТАХ АМЕРИКИ. ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» И НЕ ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫЕ В США АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ ОКАЗЫВАЮТ БРОКЕРСКИЕ УСЛУГИ НИКАКИМ ПОТЕНЦИАЛЬНЫМ КЛИЕНТАМ, В ОТНОШЕНИИ КОТОРЫХ ИМЕЮТСЯ ОСНОВАНИЯ ПОЛАГАТЬ, ЧТО ОНИ ЯВЛЯЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМИ ЛИБО ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ.

НЕОБХОДИМО ПОМНИТЬ, ЧТО ЛЮБЫЕ ИНВЕСТИЦИИ МОГУТ БЫТЬ ОЧЕНЬ РИСКОВАННЫМИ И НЕЛИКВИДНЫМИ ДЛЯ ВСЕХ КАТЕГОРИЙ ИНВЕСТОРОВ. КОЛЕБАНИЯ ЦЕН И ДОХОДОВ МОГУТ БЫТЬ ЗНАЧИТЕЛЬНЫМИ ПОД ДАВЛЕНИЕМ РЫНОЧНЫХ И ДРУГИХ ФАКТОРОВ. ПРОШЛЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НЕ МОГУТ БЫТЬ ФАКТОРОМ БУДУЩИХ РЕЗУЛЬТАТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ.

© ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», 2008 г.