

Markaðspunktar í dag:

- Óvissan í kringum Íbúðalánasjóð

Óvissan í kringum Íbúðalánasjóð

Íbúðalánasjóður (ÍLS) birti [tilkynningu](#) eftir lokun markaða í fyrradag þar sem fram kemur að lánshæfismatsfyrirtækið Moody's hafi lækkað lánshæfiseinkunn ILS úr Baa3 í Ba1, eða úr fjárfestingarflokki í ruslflokk. Ávöxtunarkrafa á íbúðabréf hækkaði á bilinu 4-10 pkt. í einungis tæplega 2 ma.kr. viðskiptum. Því er varla hægt að tala um mikil umsvif með íbúðabréf í kjölfar tilkynningarinnar.

Moody's tiltekur í rökstuðningi sínum fyrir lækkun á lánshæfiseinkunn:

- Gæði eigna hefur farið hrakandi, þrátt fyrir að hlutfall lána í vanskilum og frýstingum hafi farið úr 15,3% í 15% milli ára.
- Reiknað er með verri afkomu, en ÍLS skilaði 3,1 ma. kr. tapi á fyrsta [árshelming síðasta árs](#) samanborið við 1,6 ma.kr. hagnað á sama tíma fyrir ári.
- Eiginfjárhlutfall Sjóðsins hefur farið úr 2,3% í 1,4% á fyrri árshelmingi ársins 2012. Moody's reiknar með því að 13 ma.kr. fjárframlag ríkissjóðs á síðari hluta síðasta árs sem átti að hækka hlutfallið í 3% muni duga skammt og áætlar Moody's að ríkissjóður veiti ÍLS frekari framlög þar til hlutfallið nær 5%. Moody's leggur ekki mat á það hvort ríkissjóður Íslands sé í stakk búinn að axla slíkar ábyrgðir.

Þá fjallar Moody's um að fjöldi eigna sem ÍLS hefur leyst til sín hafi aukist um 46% milli ársloka 2011 og 2012, og að búist sé við að fjöldinn eigi eftir að aukast enn frekar á árinu 2013. Þetta telur Moody's ekki vænlega þróun þar sem Sjóðurinn eigi eftir að eiga erfitt með að selja fasteignir sínar í nánustu framtíð, sérstaklega þær sem eru utan höfuðborgarsvæðisins.

Það að setja fullnustueignir í sérstakt eignarhaldsfélag sem annast leigu á fasteignum ÍLS vegur lítið á móti þeirri áhættu sem blasir við vegna lána sem ekki verður greitt af. Til þess að setja þessa fullyrðingu í samhengi má sjá á síðasta árshlutareikningi að hreinar leigutekjur (leigutekjur mínus kostnaður) af útleigu 846 fasteigna voru 73 m.kr. Á móti var verðmæti útlána 789 ma.kr. Það er því langt í land að hagnaður af óbreyttri leigustarfsemi, fyrir utan yfirfærslu í dótturfélag, náði að yfirgnæfa endanlegar afskriftir útlána að einhverju ráði.

Moody's telur minni líkur en meiri á að lánshæfiseinkunn ÍLS fari upp á næstu mánuðum en telur meiri líkur en minni á að hún fari upp til lengri tíma lítið. Sérstaklega ef gæði eigna aukast, rekstrarkostnaður lækkar og fjármögnunarmöguleikar batna. Hvað varðar fjármögnunina má ímynda sér að Moody's eigi við að ÍLS gæti gefið út flokka sem heimila innköllun bréfa þegar uppgreiðslur skuldara blasa við og vextir á nýjum útlánnum eru lágir.

Samanburður: íbúðabréf og aðrir skráðir skuldabréfaflokkar?

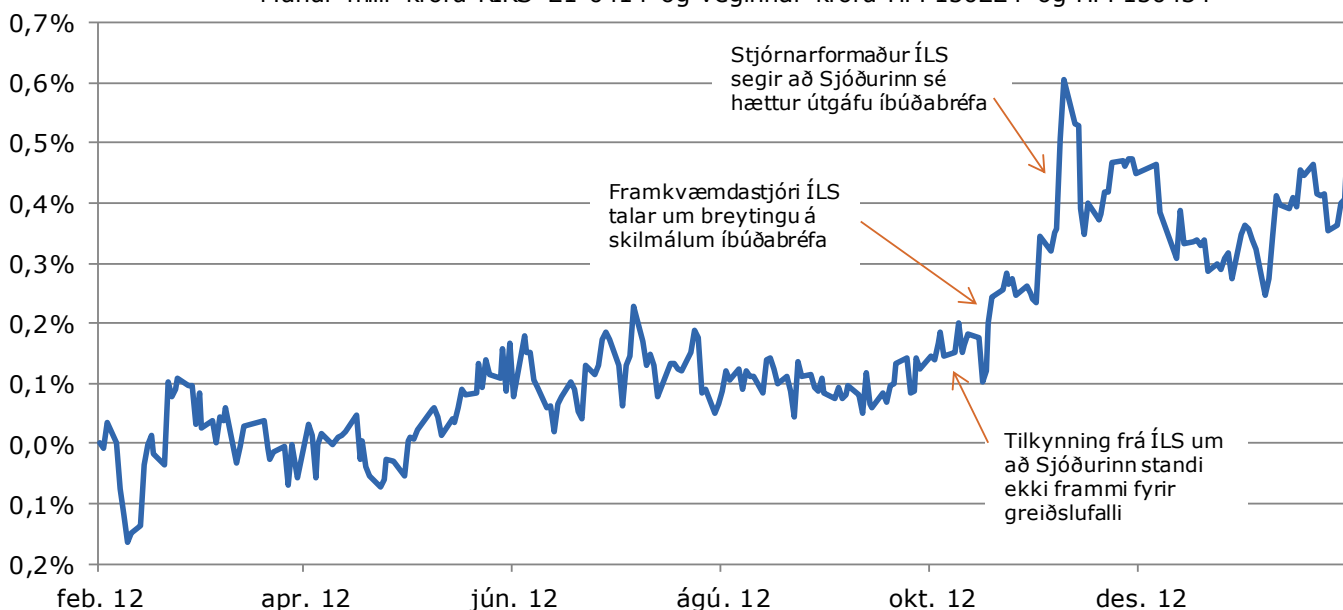
Til að meta hið svokallaða „Íbúðalánasjóðsálag“ er hægt að notast við verðtryggða ríkisbréfaflokkinn RIKS 21 0414 og bera hann saman við HFF150224 og HFF150434. Þá fæst áhættuálag á ÍLS sem skuldara samanborið við ríkissjóð, þrátt fyrir að báðar útgáfur eru ríkistryggðar.¹ Íbúðalánasjóðsálagið lýsir hugsanlega frekar þeirri áhættu sem skapast af því hverjir eftirmálarnir verða ef ÍLS fer í þrot og ríkið gerist beinn greiðandi af skuldum sjóðsins. Ef gert er ráð fyrir að ríkissjóður efni skuldbindingu sína í gegnum yfirlýsingu ÍLS og sjái sér fært að taka yfir m.a. rúmlega 680 ma.kr. skuld vegna íbúðabréfanna þá er hugsanlega einna helst túlkun álagsins sú hvernig ríkissjóður ætli sér að efna skuldirnar. Þær sviðsmyndir sem koma m.a. til greina ef ríkissjóður tekur á sig allar skuldir sjóðsins:

- Engin trygging er til staðar fyrir því hvenær ríkissjóður greiðir skuldir ÍLS.
- Íbúðabréfum verður skipt fyrir ríkisbréf á afslætti.
- Ríkissjóður greiðir einungis 3,75% nafnvexti af höfuðstól íbúðabréfanna.
- Ríkissjóður greiðir einungis höfuðstól bréfanna sem myndi þýða að allt framtíðargreiðslufæði vaxta af íbúðabréfum væri tapað.

Líkt og myndin hér að neðan sýnir hefur álagið farið úr því að vera -16 pkt. í byrjun mars á síðasta ári í að vera +60 pkt. í nóvember. Álagið stóð í +53 pkt. við lokun í gær. Við teljum í ljósi óvissunnar að álagið eigi að öllum líkindum eftir að hækka enn frekar. Íbúðabréfin í dag hafa verið á á athugunarlista hjá Nasdaq OMX Iceland frá því í nóvember sl., og á sama tíma hefur hámarksmunur kaup- og sölutilboða viðskiptavaka verið [mikill](#) miðað við [upphaflegan aðalmiðlarasamning](#) frá því í janúar á síðasta ári. Samandregið leiðir það fremur til hækkunar á kröfu íbúðabréfa en lækkunar.

Áhættuálag Íbúðalánasjóðs

- Munur milli kröfu RIKS 21 0414 og veginnar kröfu HFF150224 og HFF150434



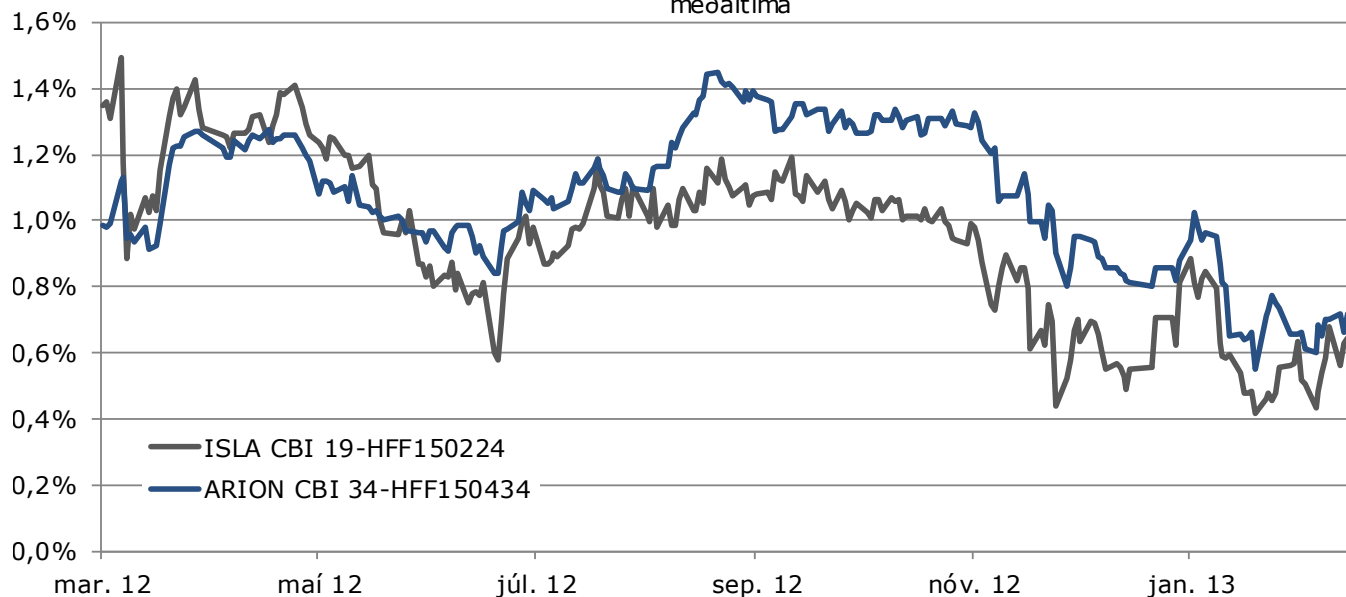
Heimild: Nasdaq OMX Iceland og útreikningur greiningardeildar

Hugsanlegur kostur samanborið við íbúðabréf eru sértryggð skuldabréf bankanna. Útgáfurnar byggja á og fylgja lögum um sértryggð skuldabréf og eru því ákveðin skilyrði sett á heilbrigði undirliggjandi safna til tryggingar á bréfunum, sbr. hámarks veðhlutfall. Þá er strangt eftirlit með útgáfunum af hendi skoðunarmanns og Fjármálaeftirlitsins. Líkt og myndin hér að neðan sýnir má sjá að dregið hefur saman með ávöxtunarkröfum sértryggðu skuldabréfa bankanna og íbúðabréfa með álíka meðaltíma. Hæst fór munurinn í tæpa +150 pkt. en lægst í +42 pkt.

¹ Staðfesting á ríkistryggingu kemur fram á bls. 31 í lokadrögum [skráningarlýsingar íbúðabréfa](#).

Íbúðabréf og sértryggð skuldabréf bankanna

- Munur milli krafna íbúðabréfa og sértryggðra skuldabréfa bankanna með álíka meðaltíma



Heimild: Nasdaq OMX Iceland og útreikningur greiningardeildar

Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hafsteinn Hauksson	hafsteinn.hauksson@arionbanki.is	444-6993
Stefán Broddi Guðjónsson	stefan.gudjonsson@arionbanki.is	444-6959

Ábyrgðarmaður: Ásdís Kristjánsdóttir

Fyrirvari

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar Markaðspunktur eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt og ekki skal líta á efnið sem ráðgjöf um kaup, sölu eða aðra ráðstöfun fjármálagerna sem umfjöllunin kann að varða, beint eða óbeint. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum Markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og ófugt. Einnig skal bent á að árangur í fortíð er ekki örugg vísbending eða trygging fyrir árangri í framtíð.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankaþjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is