

ГПБ-Ипотека Пионер российских ИЦБ

- **Эмиссия облигаций Ипотечной специализированной организации ГПБ-Ипотека** была осуществлена в виде единого транша. Кредитная поддержка обеспечивается неамортизируемым резервным фондом в размере 15% от объема эмиссии.
- **Эмитированные облигации – «сквозного погашения» (*pass-through*)**, т. е. все выплаты заемщиков в счет погашения основного долга передаются инвесторам в качестве амортизационных платежей. Кроме того, избыточный процентный доход от портфеля не выводится в доход бенефициара, а также используется для ускоренного погашения облигаций (так называемая турбо-амортизация). Облигации имеют опцион колл, который эмитент имеет право исполнить после амортизации 80% первоначального номинала.
- **Коэффициент покрытия купонного дохода по облигациям на дату отсечения составил 1.30.** На декабрь 2006 г. этот показатель был равен 1.56, а на дату последнего отчета (декабрь 2007 г.) – 1.64.
- **Относительная годовая скорость досрочного погашения составила 16%.** При этом относительная годовая скорость досрочного погашения за счет рефинансирования кредитов составила 13%, а за счет дополнительных платежей заемщиков – 3%. Мы предполагаем, что в текущих рыночных условиях объем рефинансирования значительно снизится.
- **WAL = 3.14, дюрация = 2.64.** В случае реализации консервативного сценария – полного отсутствия рефинансирования кредитов в последующие периоды – по нашим расчетам, ожидаемый средневзвешенный срок жизни облигаций равен 3.14 года, а дюрация – 2.64 года до опциона колл.
- **Мы полагаем, что облигации ГПБ-Ипотека торгуются ниже своей справедливой стоимости.** В данный момент эти бумаги торгуются с большим спрэдом, чем другие инструменты с таким же рейтингом и аналогичные по дюрации и ликвидности. При эмиссии этим облигациям был присвоен рейтинг на уровне суверенного, и по мере погашения их кредитное качество (кредитная поддержка и коэффициент покрытия) будет возрастать.
- **Справедливый спрэд к ОФЗ**, по нашему мнению, составляет 170-190 б. п., что делает эти инструменты наиболее инвестиционно привлекательными среди обращающихся на рынке бумаг аналогичного кредитного риска и дюрации.
- **Изменение относительной скорости досрочного погашения** в будущем может изменить ожидаемую дюрацию и нашу оценку справедливой цены.

Краткое описание выпуска

Сделка «Газпромбанк Ипотека», закрытая в декабре 2006 г., была третьей российской публичной сделкой по секьюритизации портфеля ипотечных кредитов и первой сделкой по секьюритизации рублевых ипотечных кредитов, осуществленной в соответствии с законом «Об ипотечных ценных бумагах». Портфель кредитов, выданных несколькими региональными банками и небанковскими организациями, был продан Ипотечной специализированной организации ГПБ-Ипотека, которая финансировала сделку за счет эмиссии ипотечных облигаций. Особенностью этой сделки является эмиссия облигаций в виде единственного транша и кредитная поддержка в форме неамортизируемого резервного фонда в размере 15% от объема эмиссии, что эквивалентно субординации в 13%.

Таблица 1. Основные характеристики выпуска (данные на дату закрытия сделки)

Номинальная стоимость, руб.	Рейтинг Moody's	Кредитная поддержка	Ставка купона	Окончательный срок погашения
3 000 000	Baa2	Резервный фонд, 450 000 руб.	Фиксированная, 8%	Декабрь 2036 г.

Источник: ГПБ-Ипотека

Кредитный портфель

Изначально в кредитный портфель, обеспечивающий сделку, входило 6 015 закладных на сумму 3 094 096 425 рублей (данные на дату отсечения 31 августа 2006 г.). Все кредиты, удостоверенные закладными, номинированы в рублях, имеют фиксированную процентную ставку и погашаются аннуитетно. По условиям соглашения заемщики могут досрочно погашать кредиты (полностью или частично) через шесть месяцев после выдачи. Недвижимость, а также жизнь и здоровье заемщика застрахованы в пользу кредитора на сумму, равную 110% суммы непогашенной задолженности.

В табл. 2 приведены основные характеристики портфеля на дату первого (19 октября 2006 г.) и последнего отчетов ГПБ-Ипотека (29 декабря 2007 г.).

Таблица 2. Основные характеристики кредитного портфеля ГПБ-Ипотека

Показатель	19 октября 2006 г.	29 декабря 2007 г.
Размер портфеля, руб.	3 041 786 086	2 405 074 698*
Максимальный кредит в портфеле, руб.	5 954 552	5 877 226
Число кредитов в портфеле	5 979	5 161*
Средневзвешенный срок с момента выдачи кредита, месяцев	9	26
Средневзвешенное отношение размера кредита к стоимости залога (LTV), %	57.23	54.35
Средневзвешенная процентная ставка, %	14.08	13.78

* Не включая кредиты, которые не учитываются при подсчете размера ипотечного покрытия: один кредит, по которому отсутствует страхование имущества, и два кредита, просрочка по которым составила более шести месяцев (общий размер неисполненного требования по основной сумме долга 2 071 341 руб.).

Источники: ГПБ-Ипотека, оценка Ренессанс Капитала

Средства, поступающие от заемщиков в счет погашения основной суммы долга, полностью передаются на погашение облигаций («сквозное погашение», или *pass-through*). Кроме того, избыточный процентный доход от портфеля не выводится в доход бенефициара, а используется для ускоренного погашения обязательств (так называемая турбо-амортизация).

По данным ГПБ-Ипотека, на дату публичного размещения коэффициент покрытия процентных расходов по облигациям процентными доходами обеспечивающего портфеля с учетом операционных расходов эмитента составлял 130%. По нашей оценке, на декабрь 2006 г. коэффициент покрытия был равен 156%, а на декабрь 2007 г. – 164%.

Досрочное погашение кредитного портфеля

За 14 месяцев с момента публикации первого реестра ипотечного покрытия объем погашения кредитов составил 627.6 млн руб., включая плановое и досрочное погашение.

Согласно данным, предоставленным ГПБ-Ипотека, относительная среднемесячная скорость досрочного погашения кредитного портфеля (SMM) составила 1.4%, что соответствует относительной среднегодовой скорости (CPR) 16%. Относительная скорость досрочного погашения за счет дополнительных платежей составила 3% в годовом исчислении, а за счет рефинансирования кредитов – 13%.

Если предположить, что относительная скорость досрочного погашения (и ее компоненты) останутся на прежнем уровне, согласно нашей модели, номинал облигаций достигнет 20% от первоначального к сентябрю 2011 г., и они могут быть полностью погашены, если эмитент решит исполнить опцион колл. Если же эмитент решит продолжать погашать облигации за счет поступлений от портфеля (что, по нашему мнению, маловероятно), они будут полностью погашены к сентябрю 2013 г. При таких показателях средневзвешенный срок жизни облигаций (WAL) составляет 2.18 и 1.97 года, а дюрация – 1.97 и 1.76 года для случаев полной амортизации и исполнения опциона колл соответственно.

Однако в текущих рыночных условиях одним из вероятных сценариев развития ситуации является сокращение возможностей рефинансирования. Если исходить из наиболее консервативного сценария – полное отсутствие рефинансирования в последующие периоды с сохранением досрочного частичного погашения на текущем уровне – облигации будут амортизированы до 20% от первоначального номинала к маю 2013 г. и полностью амортизированы к февралю 2015 г. Это дает средневзвешенный срок жизни 3.14 и 3.32 года и дюрацию 2.64 и 2.84 года для случаев исполнения опциона и полного погашения соответственно. Эти результаты обобщены в табл. 3.

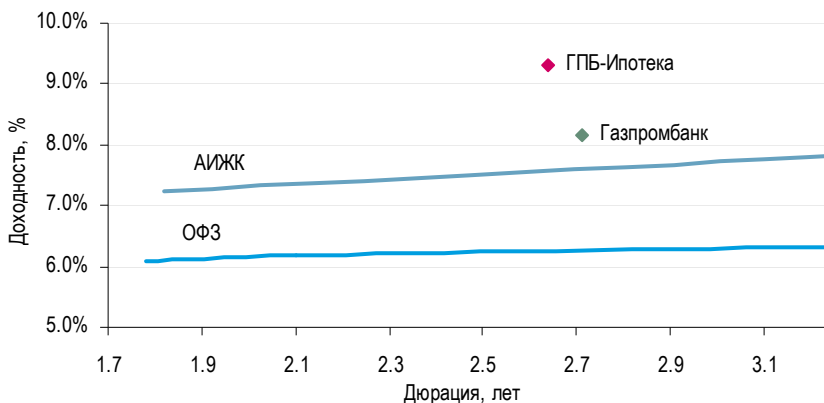
Таблица 3. Дюрация и средневзвешенный срок жизни облигаций для разных сценариев погашения

Рефинансирование кредитов на текущем уровне		
	WAL	Дюрация
Досрочное погашение облигаций при номинале, равном 20% от начального	1.97	1.76
Полная амортизация	2.18	1.97
Отсутствие рефинансирования		
Досрочное погашение облигаций при номинале, равном 20% от начального	3.14	2.64
Полная амортизация	3.32	2.84

Источник: оценка Ренессанс Капитала

В настоящий момент наиболее вероятным нам представляется сценарий снижения скорости досрочного погашения кредитов обеспечивающего портфеля и полного погашения облигаций после амортизации 80% первоначального номинала, т. е. WAL=3.14, дюрация=2.64. На рис. 1 представлено сравнение доходности облигаций ГПБ-Ипотека с другими облигациями такого же кредитного рейтинга (Baa2 по шкале Moody's) и близкой дюрацией и ликвидностью по индексу Ренессанс Капитала.

Рисунок 1. Соотношение дюрации и доходности



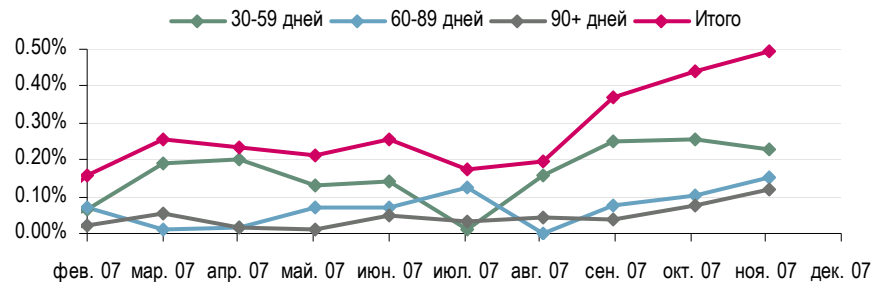
Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Как видно из графика, в настоящее время облигации ГПБ-Ипотека торгуются со значительной премией к аналогичным инструментам. Даже если события будут развиваться по наиболее консервативному сценарию, т. е. если рефинансирования ипотечных кредитов портфеля происходить не будет и частичное досрочное погашение останется на текущем уровне, сегодняшняя доходность облигаций, по нашему мнению, по крайней мере на 100 базисных пунктов выше справедливой, что делает их одним из наиболее инвестиционно привлекательных инструментов в своем классе.

Кредитный риск

Защиту облигаций от кредитного риска портфеля обеспечивает резервный фонд, который на момент эмиссии составлял 15% от номинала выпущенных облигаций. Таким образом, инвесторы могут пострадать, только если потери по портфелю после обращения взыскания и реализации залога превысят 15% от первоначального размера портфеля. Динамика задолженностей и дефолтов по обеспечивающему портфелю отражена на рис. 2.

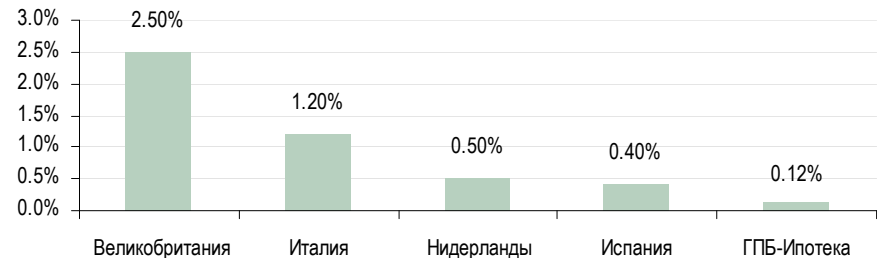
Рисунок 2. Динамика задолженности и дефолтов



Источники: ГПБ-Ипотека, оценка Ренессанс Капитала

На начало декабря 2007 г. объем кредитов с задолженностью по текущим платежам 30 дней и более составил 0.50% от первоначального размера портфеля, а объем кредитов, имеющих задолженность 90 дней и более (дефолтные и потенциально дефолтные кредиты), составил 0.12% от первоначального размера портфеля, что является достаточно низким показателем. Ниже представлены уровни задолженности по портфелям первоклассных ипотечных кредитов в некоторых европейских странах.

Рисунок 3. Задолженность свыше 90 дней



Источники: ГПБ-Ипотека, Royal Bank of Scotland, оценка Ренессанс Капитала

Другие риски

Помимо кредитного риска и риска досрочного погашения, ипотечные облигации несут в себе и другие риски. Некоторые из них перечислены ниже.

Сделка основана на новых для России юридических концепциях, которые еще не всегда четко прописаны законодательно и не прошли проверку судебной практикой, поэтому если по какой-либо причине возникнет судебное разбирательство, его исход труднопредсказуем.

Как правило, структурированные инструменты менее ликвидны, чем стандартные корпоративные облигации, и в случае необходимости срочной реализации портфель таких инструментов может быть продан только со значительным дисконтом. Рассчитанный нами индикатор ликвидности облигаций ГПБ-Ипотека (37.05) несколько ниже среднерыночного (40.52).

Еще не отработана практика обращения взыскания на предмет залога, поэтому существует достаточно высокая неопределенность в отношении времени, необходимого для этой процедуры, и сумм, которые могут быть выручены от реализации залога.

Уровень защищенности от банкротства Ипотечной специализированной организации ГПБ-Ипотека ниже, чем это принято в сделках секьюритизации, но рейтинговое агентство сочло имеющийся уровень достаточным для присвоения облигациям рейтинга на уровне суверенного.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чь 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

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

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
Ринат Кирдань

Транспорт и автомобилестроение + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов
Efaritov@rencap.com
Ольга Агеева

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости + 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков
Ayazykov@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ + 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7777

Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр
Сергей Петренко

Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Украинский рынок акций, стратегия + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Владимир Динуло
Сергей Петренко
Джеффри Смит

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Татьяна Санникова
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин
Pgrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова
Ostepanova@rencap.com
Юлия Попова

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль

© 2008 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