

Первый ипотечный агент АИЖК Облигации класса А 14 месяцев – полет нормальный

- В мае 2007 г. Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) закрыло первую сделку внутрироссийской секьюритизации ипотечных кредитов. В результате были эмитированы три выпуска облигаций, обеспеченных портфелем закладных.
- Облигации класса А – старшие облигации выпуска. Номинал транша составляет 88% от общего объема эмиссии. Кредитная поддержка состоит из 12% субординации и резервного фонда. На дату последнего отчета (15 августа 2008 г.) размер резервного фонда был равен 6.5% от суммы эмиссии и будет доведен до 7% за счет избыточной доходности портфеля. Суммарная кредитная поддержка транша А без учета избыточного дохода портфеля в данный момент составляет 21.5% от суммы эмиссии.
- Коэффициент покрытия купонного дохода по облигациям класса А за последний платежный период составил 2.08. Благодаря приоритетному погашению облигаций класса А доля купонных платежей по этим бумагам в расходах постоянно уменьшается и коэффициент покрытия, соответственно, увеличивается.
- Средняя относительная годовая скорость досрочного погашения кредитного портфеля за прошедшие 14 месяцев составила 20.65%, однако последние полгода наблюдается тенденция к снижению объемов полного досрочного погашения. Если скорость досрочного погашения сохранится на уровне последних шести месяцев, облигации класса А будут полностью погашены к середине 2012 г.
- WAL = 1.73, дюрация = 1.55. По нашим расчетам, средневзвешенный срок жизни этих облигаций равен 1.73 года, дюрация – 1.55 года.
- Мы полагаем, что облигации ПИА АИЖК-А торгуются ниже своей справедливой стоимости, несмотря на то, что на сегодняшний день этот выпуск является одним из самых надежных на российском рынке. Более того, по мере погашения кредитное качество (кредитная поддержка и коэффициент покрытия) этих обязательств будет возрастать.
- В текущих рыночных условиях, по нашему мнению, эти облигации являются редкой возможностью для долгосрочных инвесторов получить высокий доход при хорошем кредитном качестве долгового инструмента.
- Изменение относительной скорости досрочного погашения кредитов в будущем может отразиться на ожидаемой дюрации выпуска и нашей оценке его справедливой стоимости.

Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) – открытое акционерное общество, созданное Правительством Российской Федерации, со 100%-ным государственным капиталом. Основным уставным направлением деятельности АИЖК является обеспечение ликвидности российских коммерческих банков, предоставляющих долгосрочные жилищные кредиты населению, за счет покупки прав требований по таким кредитам на средства, привлекаемые на фондовом рынке. До недавнего времени агентство получало финансирование исключительно путем выпуска корпоративных облигаций, полностью или частично гарантированных государством. 23 мая 2007 г. АИЖК закрыло свою первую сделку внутривосстановительной секьюритизации ипотечных кредитов, в результате которой были эмитированы три выпуска облигаций, обеспеченных портфелем закладных. Старший транш был размещен по открытой подписке, мезонинный – выкуплен ЕБРР, младший – выкуплен АИЖК. Эмитентом облигаций является специальное юридическое лицо «Первый ипотечный агент АИЖК» (ПИА АИЖК).

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

Облигации	Номинальная стоимость, руб.	Доля в эмиссии, %	Рейтинг Moody's	Кредитная поддержка, %	WAL, лет*	Ставка купона	Окончательный срок погашения
Класс А	2 900 000 000	88%	A3	16% (12% субординация, 4% резервный фонд**)	3.5	Фиксированная, 6.94%	15 фев. 2039 г.
Класс Б	264 000 000	8%	Ba1	8% (4% субординация, 4% резервный фонд**)		Фиксированная, 9.50%***	15 фев. 2039 г.
Класс В	130 794 000	4%	–	–		Переменная***	15 фев. 2039 г.

* При расчете средневзвешенного срока жизни скорость досрочного погашения (CPR) была принята на уровне 15% в год.

** На момент закрытия сделки размер резервного фонда составлял 4%; в перспективе фонд должен быть доведен до 7% за счет избыточного дохода от активов.

*** По условиям выпуска купонный платеж по этим облигациям может быть отложен, и это не будет дефолтом, если в течение года было выплачено хотя бы по 0.01 руб. на облигацию.

Источник: АИЖК

Кредитный портфель

Изначально в обеспечивающий портфель сделки входило 8 168 кредитов. Кредиты номинированы в рублях, имеют фиксированную процентную ставку и погашаются аннуитетно. Все кредиты выданы в соответствии со стандартами АИЖК и, кроме того, отвечают целому ряду дополнительных требований, в том числе в отношении платежеспособности заемщиков, качества и ликвидности предмета ипотеки, процедуры выдачи, рефинансирования и обслуживания кредитов, надлежащего оформления сделки по предоставлению кредита и сделок по передаче прав по закладной. Недвижимость, а также жизнь и здоровье заемщика застрахованы в пользу кредитора.

В табл. 2 приведены основные характеристики портфеля на дату отсечения¹ (14 марта 2007 г.) и на дату последнего реестра обеспечения АИЖК (31 июля 2008 г.). Погашение портфеля на конец июля составило 32%.

Таблица 2. Основные характеристики кредитного портфеля АИЖК

Показатель	14 марта 2007 г.	28 сентября 2007 г.
Размер портфеля, руб.	3 294 794 549	2 206 763 299*
Средний размер кредита в портфеле, руб.	403 378	368 408
Максимальный кредит в портфеле, руб.	3 203 648	3 067 190
Число кредитов в портфеле	8 168	5 990*
Средневзвешенный срок с момента выдачи кредита, мес.	24	40.2
Средний срок до погашения, мес.	182	154
Средневзвешенное отношение размера кредита к стоимости залога (LTV), %	53.4	50.6
Средневзвешенная процентная ставка, %	14.33	14.26

* Не включая кредиты, которые не учитываются при подсчете размера ипотечного покрытия: 18 кредитов (суммарный размер неисполненного требования по основной сумме долга 12 618 459 руб.), по которым задолженность по платежам составляет более шести месяцев, и 16 кредитов (суммарный размер неисполненного требования по основной сумме долга 9 033 654 руб.), по которым более шести месяцев отсутствует страхование имущества.

Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Средства, поступающие от заемщиков в счет выплаты основной суммы долга, полностью передаются на погашение облигаций класса А («сквозное погашение», или *pass-through*).

¹ Дата отсечения (*cut-off date*) – в данном случае дата, начиная с которой все денежные потоки от портфеля получает SPV.

Погашение транша А

Объем средств, перечисленных в счет погашения номинала облигаций транша А, составил 1 135 002 тыс. руб., или 39% первоначального номинала, из них 113 337 тыс. руб. (3.9% от начального номинала облигаций класса А) составили компенсации по дефолтным кредитам за счет избыточной доходности портфеля.

Средства, поступающие в счет процентных платежей по кредитам, распределяются следующим образом:

1. Налоги и накладные расходы по сделке;
2. Купон по облигациям класса А;
3. Минимальный купон по облигациям класса Б (0.01 руб. на каждую облигацию в год);
4. Минимальный купон по облигациям класса В (0.01 руб. на каждую облигацию в год);
5. Компенсация потерь в связи с дефолтами заемщиков по облигациям класса А;
6. Купон по облигациям класса Б;
7. Компенсация потерь по облигациям класса Б;
8. Компенсация потерь по облигациям класса В;
9. Пополнение резервного фонда;
10. Купон по облигациям класса В.

Таблица 3. Распределение поступлений от кредитного портфеля на дату последнего платежа (15 августа 2008 г.)

Распределяемый доход	92 949 358.80 руб.
Налоги и накладные расходы сделки	22 678 940.80 руб., или 24.4% от распределяемого дохода
Купон по облигациям класса А	33 756 000 руб., или 36.32% от распределяемого дохода
Минимальный купон по облигациям класса Б (0.01 руб. на каждую облигацию)	Не выплачивался
Минимальный купон по облигациям класса В (0.01 руб. на каждую облигацию)	Не выплачивался
Компенсация потерь по облигациям класса А	Потерь не было
Купон по облигациям класса Б	6 322 800 руб., или 6.80% от распределяемого дохода
Компенсация потерь по облигациям класса Б	Потерь не было
Компенсация потерь по облигациям класса В	16 561 048.85 руб., или 17.82% от распределяемого дохода
Отчисления в резервные фонды	13 630 568.50 руб., или 14.66% от распределяемого дохода
Купон по облигациям класса В	Не выплачивался

Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Таким образом, за последний платежный период коэффициент покрытия купонных платежей² по облигациям класса А составил 2.08.

Досрочное погашение кредитного портфеля

За 16 месяцев, прошедших с момента формирования портфеля³, объем погашения кредитов составил 444.8 млн руб., или 32% начального портфеля, включая плановое и досрочное погашение, что приблизительно на 2% выше нашего прошлого прогноза (в первую очередь за счет высокой скорости досрочного погашения в четвертом квартале 2007 г.).

Согласно данным, предоставленным АИЖК, за прошедший период среднемесячный относительный темп досрочного погашения кредитного портфеля значительно колебался. В 2007 г. максимальная месячная скорость досрочного погашения составила 2.06% в октябре и 2.46% в ноябре (22.08% и 25.86% в годовом исчислении соответственно), затем уменьшилась до 1.76% (19.17%) в январе 2008 г. и вновь выросла до 2.25% (23.86%) в марте. После этого индекс показывал стабильное снижение и в июле 2008 г. составил 1.25% (14%). При этом на протяжении всего этого периода объем полного досрочного погашения в 3-4 раза превышал объем дополнительных платежей в счет погашения основного долга.

² Коэффициент покрытия купонного платежа – отношение средств, оставшихся после оплаты первоочередных расходов, к купонному платежу по облигации.

³ Анализ делался по данным на конец июля 2008 г.

Анализ поведения кредитов в зависимости от процентных ставок на эти кредиты демонстрирует более высокий уровень досрочного погашения у кредитов, выданных с более высокой ставкой, что представляется логичным. Среднемесячная относительная скорость полного досрочного погашения кредитов, выданных по ставке 15%, за последние шесть месяцев составила 1.70%, а выданных по ставке 12% – только 0.74%; разница в относительной скорости досрочного погашения за счет дополнительных платежей между разными типами кредитов не столь значительна. Результаты анализа досрочного погашения портфеля представлены в *табл. 4*.

Таблица 4. Анализ досрочного погашения портфеля

Ставка, %	Объем кредитов на 31 июля 2008 г., руб.	Кол-во кредитов на 31 июля 2008 г.	SMM полного досрочного погашения		SMM дополнительных платежей	
			Средняя за 6 мес.	Июль 2008 г.	Средняя за 6 мес.	Июль 2008 г.
12%	236 049 861	594	0.74%	0.70%	0.38%	0.14%
13%	232 255 761	444	1.21%	1.05%	0.38%	0.15%
13.5%	109 951 124	186	1.63%	0.69%	0.41%	0.36%
14%	319 992 913	752	1.46%	1.18%	0.53%	0.24%
15%	1 330 165 753	4048	1.70%	1.06%	0.44%	0.28%

SMM - относительная среднемесячная скорость досрочного погашения.

Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Также наблюдается выраженный тренд к снижению скорости полного досрочного погашения (рефинансирования) для всех групп кредитов, составляющих портфель, что можно объяснить происходящими изменениями процентных ставок и условий кредитования, снижающими эффективность рефинансирования. Мы постарались учесть эти тенденции при моделировании дальнейшего погашения обеспечивающего портфеля.

При моделировании погашения портфеля кредитов и облигаций класса А мы рассмотрели два сценария.

Сценарий 1: прогнозируемое досрочное погашение равно средним показателям за последние шесть месяцев.

Сценарий 2: досрочное погашение за счет дополнительных платежей равно средним показателям за последние шесть месяцев, а доля рефинансирования снижается в соответствии с трендом последних шести месяцев. Этот сценарий представляется нам заведомо консервативным: по нашему мнению, при уменьшении возможностей рефинансирования заемщики будут стараться увеличить дополнительные взносы.

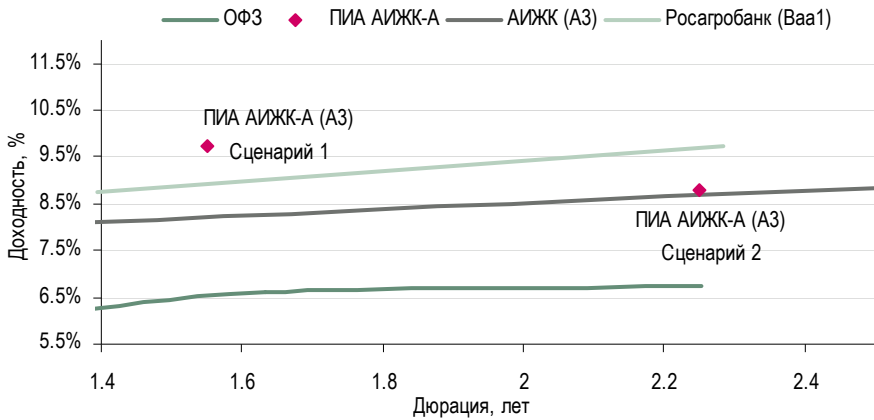
Результаты моделирования представлены в *табл. 5*.

Таблица 5. Основные параметры облигаций класса А в зависимости от сценария погашения портфеля

Показатель	Сценарий 1	Сценарий 2
Ожидаемая дата погашения	Май 2012 г.	Ноябрь 2013 г.
Средневзвешенный срок жизни (WAL), лет	1.73	2.63
Дюрация, лет	1.55	2.25
Доходность к погашению, %	9.73%	8.79%

Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Соотношение дюрации и доходности



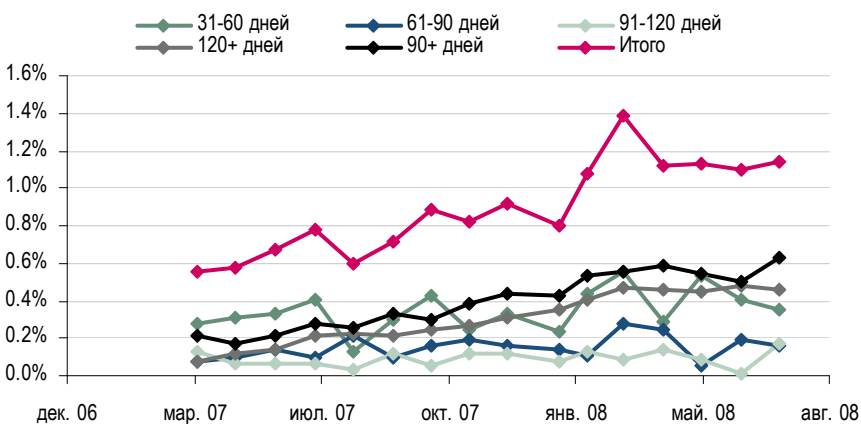
Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

По нашему мнению, облигации класса А – бумаги с высоким кредитным качеством, предлагающие долгосрочным инвесторам более высокую доходность, чем другие российские бумаги с аналогичным и даже более низким кредитным рейтингом.

Кредитный риск

Защиту транша А обеспечивают 12% субординации и резервный фонд. На момент закрытия сделки резервный фонд составлял 4% от совокупного номинала эмитированных облигаций. На 15 августа 2008 г. взносы в резервный фонд составили 83 млн руб., или 2.53% от начального номинала выпущенных облигаций. Кроме того, 113 337 тыс. руб. (3.4% от баланса портфеля) были перечислены в счет погашения старшего транша в качестве компенсации по дефолтным закладным. Таким образом, кредитная поддержка старшего транша без учета избыточного дохода равна 21.5%, при том что суммарный баланс кредитов, имеющих более одного просроченного платежа, не превышает 1.5%. Динамика задолженностей и дефолтов по обеспечивающему портфелю отражена на рис. 2.

Рисунок 2. Динамика задолженности и дефолтов по портфелю



Источники: АИЖК, оценка Ренессанс Капитала

По информации АИЖК, потерь от дефолтов по портфелю не было.

Другие риски

Ипотечные облигации несут в себе не только кредитный риск и риск досрочного погашения. Некоторые другие риски перечислены ниже.

- Сделка секьюритизации основана на новых для России юридических концепциях, которые еще не достаточно четко прописаны законодательно и пока не прошли проверку судебной практикой, поэтому если по какой-либо причине в связи со сделкой 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 класса А несколько превышает среднерыночный.
- 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 ПИА АИЖК ниже, чем это принято в сделках секьюритизации; тем не менее, агентство Moody's сочло его достаточным для присвоения старшему траншу облигаций рейтинга выше суверенного.

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

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

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

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина
Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

**Начальник отдела анализа
долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия
Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Дэвид Азеркофф
DAserkoff@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян
Искандер Абдуллаев

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская
Кристина Лядская

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Андрей Крупник
Борис Красноженов

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлок
Роман Елагин
Ирина Елиневская
Анна Гальцова

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
Александр Венгранович

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ольга Агеева

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электротехника

+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Схляр

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джеффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головки
Александр Хоролец

Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе
Милена Иванова
Бектас Мукажанов

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Максим Расконов
Андрей Марков
Яков Яковлев

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 Сомервилль
Лорен Мэнди