

21 апреля 2008 г.

Ренессанс  
Капитал

Татьяна Санникова  
+7 (495) 258 7948  
TSannikova@rencap.com

## RUMBA S.A.

### Секьюритизация ипотечных кредитов банка КИТ Финанс

- **RUMBA S.A.** – первая сделка по секьюритизации портфеля ипотечных кредитов банка КИТ Финанс. Предварительный портфель состоял из 5 841 кредита на общую сумму 6 816 209 185 рублей. Все кредиты имеют фиксированную процентную ставку и погашаются аннуитетно. Средневзвешенная процентная ставка портфеля составляет 11.7%, средневзвешенный коэффициент Кредит/Залог (*LTV*) равен 65.34%.
- В результате сделки были эмитированы два транша ИЦБ: облигации класса А на сумму 5 445 млн руб. (около 90% всей эмиссии) и облигации класса В на сумму 605 млн руб. (10% эмиссии). Структура сделки также включает избыточное обеспечение в размере 6.5% от секьюритизируемого портфеля и два резервных фонда суммарным объемом 6.5% от начального номинала облигаций.
- Рейтинговое агентство **Standard and Poor's** присвоило облигациям класса А рейтинг BBB+, а облигациям класса В – рейтинг BB.
- К сильным сторонам сделки S&P относит такие факторы, как отсутствие валютного и процентного рисков благодаря тому, что обеспечивающие кредиты и эмитируемые обязательства номинированы в одной и той же валюте, а платежи по кредитам и по облигациям осуществляются по фиксированным ставкам.
- Среди слабых сторон сделки рейтинговое агентство называет относительно небольшой опыт ипотечного кредитования у банка КИТ Финанс, а также ограниченную судебную практику по обращению взыскания на залог и непредсказуемость судебных решений в случае дефолтов заемщиков из-за ухудшения общей экономической ситуации в России.
- Отсутствие информации об уровне задолженностей и дефолтов в портфеле банка КИТ Финанс, по нашему мнению, не позволяет оценить, является ли причиной более высокой поддержки более консервативный подход рейтингового агентства или она отражает более высокий дефолтный потенциал портфеля.
- Ожидаемая дюрация облигаций класса А – 2.7 года при относительной скорости досрочного погашения 15% в год. Организаторы предполагают исполнение эмитентом опциона колл в 2013 г.

### Краткое описание выпуска

17 апреля 2008 г. было объявлено о размещении ипотечных ценных бумаг, эмитированных компанией RUMBA S.A. Было размещено два выпуска бумаг: старший транш А размером 5 445 млн руб. и младший транш В объемом 605 млн руб. Размещенные облигации – сквозного погашения. Рейтинговое агентство Standard and Poors присвоило рейтинг BBB+ старшему траншу и рейтинг BB младшему.

RUMBA S.A. – компания специального назначения, созданная в соответствии с законодательством Люксембурга для секьюритизации портфеля ипотечных кредитов, выданных банком КИТ Финанс.

Секьюритизируемый портфель ипотечных кредитов будет служить обеспечением эмитированных инструментов. Основные участники сделки и характеристики облигаций представлены ниже.

Таблица 1. Основные участники сделки

Первичный кредитор (оригинатор)	Инвестиционный банк КИТ Финанс
Ведущий организатор	Morgan Stanley & Co. International PLC
Продавец	Инвестиционный банк КИТ Финанс
Эмитент	RUMBA S.A.
Стихтинг (держатель акций SPV)	Stichting RUMBA
Администратор/обслуживающий агент	Инвестиционный банк КИТ Финанс
Резервный администратор/обслуживающий агент	ООО «Городской ипотечный банк»
Депозитарий закладных	ЗАО «Депозитарная компания "Регион"»
Трасти	TMF Trustee Ltd.

Источник: S&P

Таблица 2. Основные характеристики облигаций

Класс	Предварит. рейтинг (S&P)	Планируемый объем эмиссии (млн руб)	Ставка купона	Кредитная поддержка, %	Окончательный срок погашения
A	BBB+	5 445	Фиксированная	23.0	октябрь 2040 г.
B	BB	605	Фиксированная	13.0	октябрь 2040 г.

Источники: S&P, Cbonds

Облигации с фиксированной ставкой купона номинированы в рублях, купон выплачивается ежемесячно.

Сделка предполагает опцион колл, исполняемый в апреле 2013 г. или при погашении более 75% от начального номинала эмитированных облигаций.

Первоначально облигации будут погашаться последовательно, однако погашение может быть изменено на пропорциональное после даты исполнения опциона колл, если эмитент решит опцион не исполнять, а также при соблюдении определенных условий (триггеров) в отношении показателей портфеля и сделки в целом.

S&P было единственным агентством, присвоившим публичные рейтинги эмитируемым облигациям.

### Кредитный портфель

Предварительный портфель<sup>1</sup> состоит из 5 841 кредита на общую сумму 6 816 209 185 руб. Все кредиты номинированы в рублях, выданы с фиксированной процентной ставкой и погашаются аннуитетно. Кроме этого, в активы эмитента входит дополнительный портфель, создающий избыточное обеспечение (оверколлатеризацию) в размере 6.5% от номинала эмитированных нот посредством дополнительного портфеля, и два резервных фонда – неамортизируемый наличный резерв размером 2.25% от начального номинала нот и амортизируемый резерв на потери от риска смешения в размере 4.25% от номинала нот. Избыточное обеспечение и резервы будут фондированы за счет субординированного кредита.

Кредитная поддержка, создаваемая избыточным обеспечением и резервными фондами, составит 13% на момент закрытия сделки и будет возрастать

<sup>1</sup> Проспект эмиссии содержит данные по предварительному портфелю, данные окончательного портфеля на дату эмиссии отсутствуют.

по мере амортизации нот благодаря неамортизируемому резерву. Таким образом, суммарная кредитная поддержка старшего транша составит 23% (субординация, избыточное обеспечение и резервные фонды), а младшего – 13% (избыточное обеспечение и резервные фонды).

Основные характеристики секьюритизируемого портфеля в сравнении с портфелями других российских ИЦБ приведены в *табл. 3<sup>2</sup>*.

Таблица 3. Основные характеристики секьюритизированных ипотечных портфелей

	RUMBA	Moscow Stars	Gazprombank Mortgage Funding 2	Red & Black Prime Russia MBS No.1 Ltd	Dali Capital PLC	CityMortgage MBS Finance B.V.	Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A.
Первичный кредитор/ продавец	Инвестиционный банк КИТ Финанс	Москоммерцбанк	Совфинтрейд (ГПБ-Ипотека)	ДельтаКредит	Совфинтрейд	Городской ипотечный банк	ВТБ
Размер портфеля	6 816 209 тыс. руб.	USD184 414 500	6 921 915 тыс. руб.	USD215 376 476	5 754 545 тыс. руб.	USD72 560 879	USD90 600 876
Кол-во кредитов в портфеле	5 841	1 327	8 893	3 174	8 824	1 282	1 696
Максимальный размер кредита	12 003 292 руб.	USD1 000 000	10 541 404 руб.	более USD270 000	13 773 807 руб.	более USD400 000	более USD300 000
Средневзвешенная процентная ставка по портфелю, %	11.7	11.5	13.2	11.4	13.53	11.4	11
Средний показатель Кредит/Залог (LTV), %	65.34	67.58	65.84	65.0	67.16	61.83	65.4
Средневзвешенный срок с момента выдачи кредита (seasoning), месяцев	11.8	9.4	7.8	10	7.2	9.6	12
Рейтинг старшего транша (S&P/Moody's/Fitch)	BBB+ / - / -	- /Baa2/BBB	BBB+/A3/ -	- /A2/ -	- /A3/ -	- /Baa2/ -	- /A1/ A-
Кредитная поддержка старшего транша	23%	16.4%	15.5%	20.2%	18.6%	13%	18.5%

Источники: S&P, Moody's

Коэффициент Кредит/Залог (LTV) является основным фактором, определяющим размер потерь в случае дефолта заемщика, а от средневзвешенной процентной ставки по портфелю зависит размер избыточного дохода, который является первым барьером, защищающим инвесторов от потерь. По этим показателям секьюритизируемый портфель банка КИТ Финанс сравним с портфелями других российских трансграничных сделок, а по комбинации показателей **Средневзвешенная процентная ставка, Средневзвешенный коэффициент Кредит/Залог и Средневзвешенный срок с момента выдачи кредита** близок к портфелям сделок Red & Black Prime Russia MBS No.1 Ltd и Russian Mortgage Backed Securities 2006-1 S.A.

В качестве сильных сторон сделки S&P называет такие факторы как отсутствие валютного риска благодаря тому, что и обеспечивающие кредиты, и эмитируемые облигации номинированы в рублях, отсутствие процентного риска (все кредиты в портфеле выданы с фиксированной процентной ставкой, а облигации имеют фиксированный купон), достаточно высокую географическую диверсификацию портфеля и умеренный коэффициент Кредит/Залог.

Среди слабых сторон сделки S&P отмечает относительно недавнее появление этого бизнес-направления у банка: КИТ Финанс вышел на рынок ипотечного кредитования только в 2005 г. Это означает, прежде всего, что исторические данные по ипотечному портфелю пока не могут дать полного представления о работе кредитной модели банка. В сочетании с достаточно агрессивным, по мнению рейтингового агентства, ростом портфеля, его «дефолтный потенциал» может быть выше, чем у портфелей других банков с аналогичными базовыми показателями. Кроме того, агентство отмечает, что в случае дефолта заемщика по причине общего ухудшения экономических условий есть вероятность, что суд не обратит взыскание на предмет залога, а позволит заемщику реструктурировать долг или вообще освободит его от обязательств. Эти факторы обусловили степень консервативности агентства при анализе

<sup>2</sup> Данные по портфелю RUMBA приведены на основании «Отчета о предварительных рейтингах» рейтингового агентства Standard and Poor's, опубликованного 20 марта 2008 г., по портфелям остальных сделок – на основании отчетов рейтингового агентства Moody's.

портфеля и более высокий уровень кредитной поддержки, потребовавшийся для получения рейтинга. При определении необходимого уровня кредитной поддержки рейтинговое агентство S&P учло также риск смешения (риск того, что в случае банкротства обслуживающего агента принятые им платежи по секьюритизированным кредитам не будут переданы эмитенту). Для минимизации этого риска обслуживающий агент будет ежедневно переводить поступления от кредитов на оффшорный счет сделки, а консервативная оценка возможных потерь от смешения была учтена в модели денежных потоков.

По нашему мнению, основным негативным фактором этой сделки является пока небольшой опыт банка КИТ Финанс на рынке ипотечного кредитования и отсутствие какой-либо информации об объемах задолженности и дефолтов по его портфелю. Рейтинговое агентство потребовало более высокой кредитной поддержки для достижения рейтинга по сравнению с подобными портфелями, секьюритизированными ранее, но ввиду недостатка информации не представляется возможным оценить, является ли это результатом более консервативного подхода агентства из-за недавних событий на финансовых рынках или отражает более высокий дефолтный потенциал данного портфеля. Кроме того, это первая российская сделка по секьюритизации, которой не был присвоен рейтинг агентства Moody's (с ним банк КИТ Финанс успешно сотрудничал при сделке «Красная стрела»).

По оценке организаторов, ожидаемая скорость досрочного погашения кредитного портфеля составит 15% и старший транш будет погашен через пять лет после закрытия сделки. В этом случае дюрация транша А составит 2.7 года, что выше дюрации облигаций ГПБ-Ипотека, которую мы в данный момент оцениваем в 2.3 года. Выпуск ГПБ-Ипотека имеет рейтинг Вaa2 от агентства Moody's и последние 2 недели торговался с доходностью к погашению в диапазоне от 9.54% до 9.94%.

# 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

**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  
AMoisseev@rencap.com

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

**Стратегия на рынке акций**  
+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
RNash@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Светлана Ковальская

**Металлургия**  
+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Юрий Власов

**Нефть и газ**  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
ALandes@rencap.com  
Елена Савчик  
Евгения Дышлюк  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

**Потребительский сектор**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Типсиана

**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) 258 7747  
Эдуард Фаритов  
EFaritov@rencap.com  
Ольга Агеева

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеевкова  
MAlexeeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

**Электроэнергетика**  
+ 44 (20) 7367 7793  
Дерек Уивинг  
DWeaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Скляр

**Экономика и политика**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова  
Игорь Лебединец  
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

**Рынок акций Средней Азии, стратегия**  
+ 7 (727) 244 1581  
Гайрат Салимов  
GSalimov@rencap.com  
Екатерина Газадзе

**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  
AMoisseev@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  
Алексей Булгаков  
Максим Расконов  
Андрей Марков

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
OSTepanova@rencap.com  
Юлия Попова  
Анна Кучеревская

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервилл  
Лорен Мэнди

© 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