

19 мая 2008
Рынок облигаций

Ипотечные облигации – выход второй

Лапшина Ольга,
ведущий аналитик
отдела макроэкономического анализа



Инвестиционные рекомендации

Предлагаемый выпуск облигаций был размещен в феврале этого года, но из-за неблагоприятной рыночной ситуации был целиком выкуплен головной компанией АИЖК, с целью провести их размещение на вторичном рынке при наступлении более благоприятной ситуации. Видимо это время наступило.

По нашей оценке предлагаемые к размещению облигации ЗАО «Второй ипотечный агент АИЖК» выпуска А являются достаточно интересной инвестицией, если вас устраивает уровень ставки и характер кредитного риска. Среди основных преимуществ можно отметить **достаточный объем обеспечения** (на 30 апреля соотношение ипотечного обеспечения к объему займа составляло 1,9), качество которого соответствует стандартам АИЖК. Среди основных недостатков – низкая прогнозируемость графика амортизации по бумаге, что вызывает определенные трудности с прогнозированием денежных потоков по ней и расчетом стандартных параметров (доходность и дюрация). Досрочное погашение кредитов, составляющих обеспечение по займу может привести к перераспределению будущих платежей по займу в пользу более близких по сроку, таким образом, снижая дюрацию бумаги. Все приведенные ниже расчеты проводились с учетом уровня досрочного погашения (CPR) в 15%, проводимого равномерно в течение года.

Расчетная дюрация к оферте составляет при указанных выше допущениях около одного года. В соответствии с прогнозной вилкой организаторов (8,22 – 9,0% доходность к оферте), спред к ОФЗ по предлагаемому выпуску составит порядка 237 – 315 б.п. При этом анализ двух займов-аналогов позволяет говорить и о премии к обращающимся на вторичном рынке аналогам до 185 б.п. если считать по верхней границе диапазона вероятного размещения. По нашей оценке данная премия будет в первую очередь страховкой от риска неблагоприятного движения доходности на внутреннем рынке, что не исключается как риск. **Снижение же доходности по данному выпуску на наш взгляд будет ограничиваться двумя факторами:** во-первых, фактор слабой ликвидности данного выпуска на вторичном рынке преимущественно в силу новизны его структуры. Во-вторых, стоит отметить, что в мае запланировано размещение только 5 млрд. из общего объема в 9,44 млрд. рублей, остальной объем в соответствии с информацией организаторов запланирован к размещению в июле-сентябре этого года. Давление со стороны новых доразмещений скорее всего не позволяет нам ожидать серьезного снижения доходности в ближайшее время.

Но не стоит забывать и о «сладком»... Отметим особо, что с точки зрения налогообложения ипотечные облигации являются несколько более выгодной инвестицией по сравнению с корпоративными бондами. Так, при принятии решения предлагаем учитывать, что ипотечные облигации в соответствии с Налоговым Кодексом РФ (ч.2 ст. 284 п.4) в части налогообложения купонного дохода облагаются по льготной ставке – 15% против ставки в 24% по корпоративным облигациям. Налоговая льгота позволяет фактически получить еще налоговую премию, в терминах доходности к оферте она составляет порядка 80 б.п.

Сведения об эмитенте

ЗАО «Второй ипотечный агент АИЖК» создано 10 июля 2007 года в соответствии с законодательством РФ в форме закрытого акционерного общества с целью выпуска облигаций с ипотечным покрытием.

Жилищная облигация с ипотечным покрытием — облигация с ипотечным покрытием, в состав которого входят права требования, обеспеченные залогом жилых помещений. (ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»).

Учредителями являются два фонда, созданные на территории Нидерландов Штихтинг Москоу Мортгейджиз I и Штихтинг Москоу Мортгейджиз II. Общество является ипотечным агентом, созданным в соответствии с действующим законодательством РФ:

Ипотечный агент — специализированная коммерческая организация, исключительным предметом деятельности которой является приобретение прав требования по кредитам (займам), обеспеченным ипотекой, и (или) залладных и которой в соответствии с Федеральным законом «Об ипотечных ЦБ» предоставлено право осуществлять эмиссию облигаций с ипотечным покрытием (ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»).

Уставный капитал общества составляет 10 тыс. рублей и разделен на 10 тыс. обыкновенных акций. В соответствии с уставом общества оно может произвести эмиссию пяти выпусков облигаций с ипотечным покрытием. В настоящее время Второй ипотечный агент АИЖК имеет в обращении три выпуска субординированных облигаций с различным объемом прав по каждому из выпусков.

По состоянию на 30 апреля ипотечное покрытие по трем обращающимся выпускам, общим объемом 10,73 млрд. рублей составляло 20,853 млрд. рублей, и преимущественно (на 94,5%) состояло из требований, обеспеченных ипотекой:

Ипотечное покрытие могут составлять только обеспеченные ипотекой требования о возврате основной суммы долга и (или) об уплате процентов по кредитным договорам и договорам займа, в том числе удостоверенные залладными, и (или) ипотечные сертификаты участия, удостоверяющие долю их владельцев в праве общей собственности на другое ипотечное покрытие, денежные средства в валюте Российской Федерации или иностранной валюте, а также государственные ценные бумаги и недвижимое имущество в определенных законом случаях. (ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»).

Облигации

Эмитент:	Второй ипотечный агент АИЖК
Выпуск:	Второй ипотечный агент АИЖК, 1А
Объем по эмиссии (млн. руб.):	9440
Дата погашения:	15.03.2040
Выплата купона:	ежеквартально
Ставка купона:	1-28 купоны – 8,5% годовых. с 29 купона – 9,5%
Амортизация:	предусмотрена возможность досрочного погашения в даты выплаты купонов
Оферта:	от АИЖК 30.07.2009
Call-опцион:	через 7 лет либо в случае если непогашенная часть номинальной стоимости трех выпусков снижается ниже 13% от номинальной стоимости на дату размещения
Рейтинг:	A3 от Moody's
Дополнительное обеспечение:	резерв в размере 8% от номинальной стоимости облигаций трех выпусков на дату размещения
Дюрация к погашению:	~3 года (CPR 15%)
Дюрация к оферте:	~1 год (CPR 15%)
Прогноз доходности организаторов (к оферте):	8,22 – 9,0%

Основные преимущества

1. Все закладные, входящие в обеспечение по облигациям соответствуют стандартам АИЖК. Средневзвешенный показатель LTV (Loan to Market Value) составляет 51,34%, а средневзвешенная ставка – 12,36%. По всем закладным осуществлено страхование собственности, а также страхование жизни и риска потери трудоспособности заемщика.
2. Текущая стоимость ипотечного покрытия превышает объем облигаций в обращении, отношение стоимости ипотечного покрытия к стоимости облигаций с данным ипотечным покрытием составляло на 30 апреля 1,9. При этом отметим особо, что залогом ипотечного покрытия обеспечивается как выплата основного долга по облигации, так и процентного дохода по ней.
3. В состав ипотечного обеспечения включены только кредиты с фиксированной ставкой.
4. По ипотечным облигациям предусматривается льготное налогообложение величины купонных выплат по налогу на прибыль. В соответствии со статьей 284 п. 4 части 2 Налогового кодекса РФ ставка по корпоративным облигациям составляет 24%, в то время как по облигациям с ипотечным покрытием, эмитированным после 1 января 2007 года – 15%.
5. Облигации имеют рейтинг от агентства Moody's на уровне A3.

Основные риски

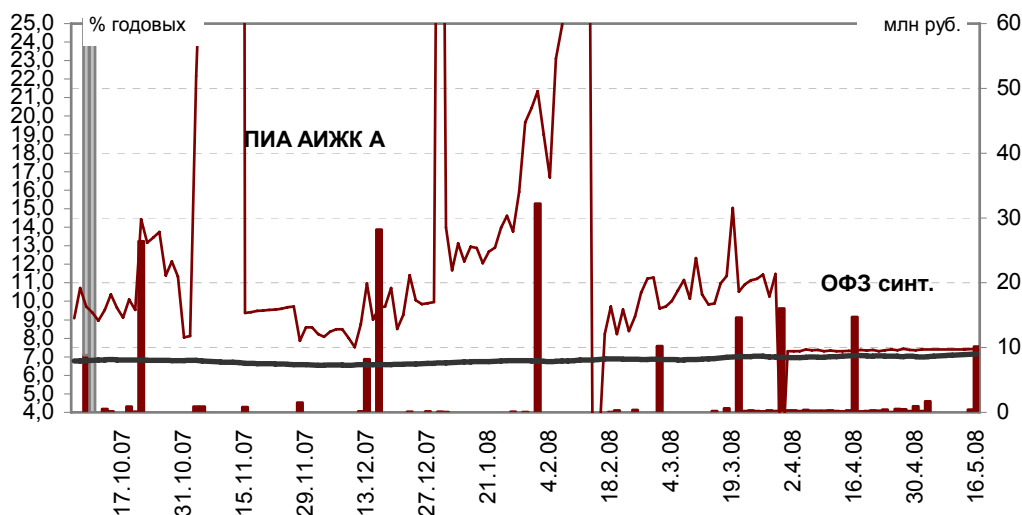
1. Выпуск облигаций полностью обеспечен ипотечным покрытием, поэтому основными рисками являются риски обесценения этого покрытия. Такое обесценение может произойти в результате коррекции цен на рынке недвижимости. Однако здесь стоит отметить, что средневзвешенный показатель **LTV составляет только 51,34%**, что делает данный риск менее опасным для держателей облигаций эмитента. Кроме того, качество покрытия может снизиться в результате нежелания или неспособности заемщиков выплачивать средства по кредиту вследствие ухудшения своего финансового состояния. Это может быть следствием ухудшения общей экономической ситуации в РФ. Однако отметим, что пока нет серьезных оснований ожидать такого ухудшения, темпы роста ВВП и потребительских доходов в РФ за ряд последних лет демонстрируют выраженную позитивную динамику.
2. К отрицательным сторонам выпуска относим также практическую непредсказуемость скорости амортизации облигации и как следствие трудности с расчетом его дюрации.
3. Кроме того, стоит отметить достаточно высокую волатильность облигаций, связанных с сектором недвижимости наблюдаемую в последнее время.

Облигации-аналоги

Абсолютных аналогов размещаемого выпуска на рынке не обращается. Наиболее близким по структуре является старший транш облигаций Первого ипотечного агента АИЖК. В настоящее время дюрация выпуска составляет порядка 1,8 года. Быстрое сокращение дюрации произошло в результате того, что показатель досрочного погашения превысил запланированный объем практически в два раза (23% против 12%). Доходность выпуска в настоящее время составляет порядка 7,43%, что соответствует спреду к ОФЗ около 130 б.п.

При этом стоит отметить, что выпуск ПИА АИЖК серии А имеет меньший объем и низкую ликвидность, а также высокую волатильность. Таким образом, организаторы, которые позиционируют новый выпуск по доходности на уровне 8,22-9% к оферте предлагают значительную премию к данному выпуску – до 185 б.п. если считать по верхней границе.

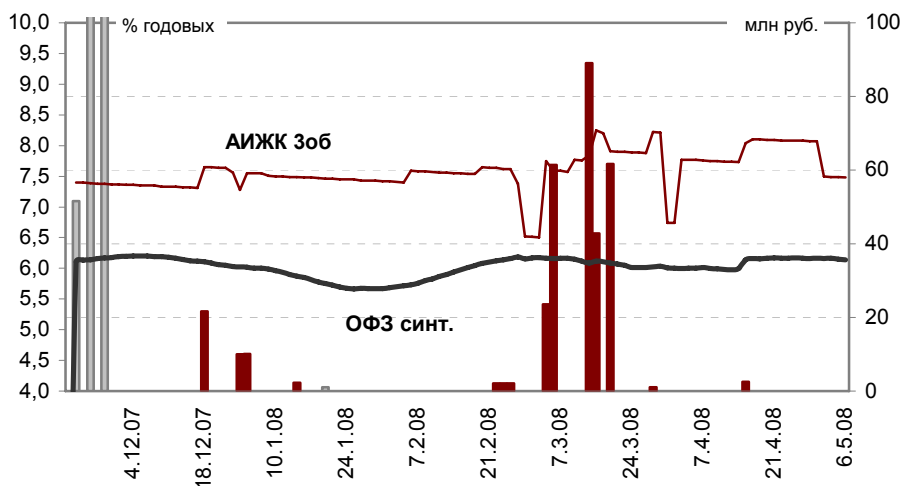
Рисунок 1. Динамика доходности выпуска ПИА АИЖК А



Источник: ММВБ

Кроме того, в качестве аналога можно принять облигации самой АИЖК. Мы выбрали выпуск АИЖК 3 с дюрацией 1,66 года, т.к. он относительно более ликвидный по сравнению, например, со вторым выпуском, который ближе по дюрации. Спред по данному выпуску составляет 134 б.п. То есть, если принимать данный выпуск в качестве аналога, то получаем практически идентичную премию, как и в случае с ПИА АИЖК.

Рисунок 2. Динамика доходности выпуска АИЖК3



Источник: ММВБ

Критерии для вынесения рекомендаций по акциям

Покупать – потенциал роста бумаги выше или равен 10% от текущей цены.

Держать – потенциал роста бумаги находится в диапазоне от –10% до 10% от текущей цены.

Продавать – потенциал роста бумаги ниже –10% от текущей цены.

Критерии для вынесения рекомендаций по облигациям

Покупать – помимо получения купонного дохода вероятно сужение спреда (более 20 б.п.) за счет улучшения инвестиционного качества эмитента.

Держать – кредитное качество позволяет рассчитывать на исполнение обязательств, однако в ходе торгов на вторичном рынке возможно значительное изменение цены, не обладает существенным потенциалом сужения спреда.

Риск – выпуск низкого инвестиционного качества: вероятные трудности с исполнением обязательств.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Головная организация:
127051, г. Москва, ул. Петровка, д. 24
Телефон: +7(495) 411-6411
Факс: +7(495) 623-3607
Интернет: www.pkb.ru
E-mail: welcome@pkb.ru

Аналитическое управление:
191036, Санкт-Петербург, пр. Суворовский, д. 2 Б., лит. А
Телефон: +7(812) 332-3751
Факс: +7(812) 332-3751
Интернет: www.pkb.ru
E-mail: research@pkb.ru

Аналитическое управление

Соломин Олег, к.э.н., начальник Управления +7(495) 780-1931 x 2002

**Потребительский сектор / Химия
Строительство**
Дорофеев Евгений, к.э.н, доцент
dorofeev.e.a@pkb.ru

**Телекоммуникации / Медиа
Машиностроение**
Бизин Алексей
bizin.a.v@pkb.ru

**Российские и зарубежные
государственные ценные бумаги**
Лапшина Ольга
lapshina.o.a@pkb.ru

Энергетика / Транспорт
Суриков Андрей
surikov.a.p@pkb.ru

Сырьевые рынки / Экономика
Сурикова Наталья, MA in Economics
surikova.n.v@pkb.ru

Редактирование / Полиграфия
Лебедева Полина
lebedeva.p.s@pkb.ru

**Нефтегазовый сектор
Металлургия
Угледобыча / Банки**
Зайцев Алексей, MBA
zaytsev.a.i@pkb.ru

Денежный рынок / Валютный рынок
Харлампиев Дмитрий, к.э.н
kharlampiev.d.n@pkb.ru

Базы данных
Германов Алексей
germanov.a.u@pkb.ru

Настоящий материал был подготовлен специалистами Аналитического Управления ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением Аналитического Управления ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц».

Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. ОАО Банк «Петрокоммерц» не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и ОАО Банк «Петрокоммерц» оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.

ОАО Банк «Петрокоммерц» осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. ОАО Банк «Петрокоммерц» обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов ОАО Банк «Петрокоммерц» не допускается без получения предварительного письменного согласия ОАО Банк «Петрокоммерц». Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.

© 2008 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.