

25 января 2006

Россельхозбанк-2: обзор эмитента и оценка доходности облигаций

рейтинги (S/M/F)

- / Baa2 / BBB-

справедливая доходность

8.15% годовых

РЕЗЮМЕ

Открытое акционерное общество «Российский Сельскохозяйственный банк» (ОАО «Россельхозбанк»), 100% акций которого находятся в собственности РФ, является ключевым финансовым агентом российского Правительства по реализации финансовой политики в сельскохозяйственном секторе экономики. Россельхозбанк специализируется на предоставлении банковских услуг средним и малым компаниям и частным предпринимателям, занятым в сельском хозяйстве и АПК.

В настоящий момент уставный капитал Россельхозбанка составляет 10.77 млрд. рублей (ок. \$380 млн.), а в течение двух ближайших лет уставный капитал Банка будет увеличен еще на 9 млрд. рублей (ок. \$320 млн.) в рамках реализации иницированного Президентом России национального проекта «Развитие АПК».

Согласно последним банковским рейтингам, подготовленным RBC.Rating, Россельхозбанк занимает 23-е место в списке крупнейших российских банков по чистым активам по состоянию на 1 ноября 2005 года. По размеру собственного капитала Банк занимает 15-е, а по размеру кредитного портфеля – 23-е место.

Россельхозбанк обладает одной из наиболее обширных филиальных сетей среди российских банков, сравнимой по территориальному охвату с сетью Сбербанка.

Россельхозбанк имеет долгосрочный международный рейтинг агентства Moody's на уровне «Baa2» и долгосрочный международный рейтинг агентства Fitch Ratings на уровне «BBB-». По уровню рейтинга, присвоенному агентством Moody's, Банк сравним с Внешторгбанком, Внешэкономбанком, Газпромбанком, Сбербанком и Банком Москвы. Долгосрочный рейтинг Банка по национальному шкале агентства Moody's находится на уровне «Aaa.ru», а по шкале агентства Fitch Ratings – на уровне «AA+ (RUS)».

Основными конкурентными преимуществами и факторами стабильности Россельхозбанка, определяющими квази-суверенный статус его обязательств, являются способность привлекать финансирование за счет увеличения уставного капитала государством, развитая филиальная сеть, участие в государственных программах развития и поддержки АПК, а также уникальная бизнес-модель, предусматривающая крайне высокий уровень диверсификации кредитных рисков.

По состоянию на 30 июня 2005 года активы Группы Россельхозбанка составили \$983 млн., из которых около \$804 млн. пришлось на кредитный портфель. Согласно данным по РСБУ, по итогам 2005 года активы РСХБ составили \$2.21 млрд., кредитный портфель - \$1.56 млрд., а балансовая прибыль - \$23 млн.

В феврале 2006 года Россельхозбанк начнет размещение второго рублевого облигационного займа на сумму 7 млрд. рублей, организатором которого выступает Внешторгбанк. Используя в качестве ориентира текущий уровень спреда недавно размещенных еврооблигаций Россельхозбанка с погашением в 2010 году к еврооблигациям Газпрома схожей срочности, мы оцениваем справедливую доходность пятилетних облигаций к погашению на уровне 8.15% годовых.

Данная оценка предполагает возможность получения держателями облигаций дохода как за счет сокращения спреда РСХБ-2 к еврооблигациям РСХБ 10, вследствие тенденции к схождению доходностей валютных и рублевых инструментов одних и тех же эмитентов, так и за счет сокращения спреда еврооблигаций РСХБ 10 к кривой доходности US Treasuries, вследствие сокращения рисковой премии суверенного и квази-суверенного риска российских эмитентов.

Аналитика:

Евгений Кочемазов
+7-495-775-70-22
kochemazov@vtb.ru
Георгий Васильев
+7-495-775-70-28
gvasiliev@vtb.ru

Продажи:

Кирилл Зарезов
+7-495-775-70-21
zarehov@vtb.ru
Тимур Быков
+7-495-775-70-26
tbikov@vtb.ru
Сергей Харлампович
+7-495-775-70-25
kharlampovich@vtb.ru

Синдикация

Алексей Лушин
+7-495-775-71-13
lushin@msk.vtb.ru



ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОАО «Россельхозбанк» (далее «Россельхозбанк», «Банк», «РСХБ» или «эмитент») является 100-% государственным банком, созданным в 2000 году для целей проведения государственной финансовой политики в российском сельском хозяйстве.

13 июня 2000 года Банк получил лицензию Банка России под номером №3349 на осуществление банковских операций с юридическими лицами. Лицензия на осуществление банковских операций с физическими лицами была получена 30 декабря 2002 года. Федеральное Агентство по Управлению Федеральным Имуществом контролирует 100% уставного капитала РСХБ.

Россельхозбанк является членом системы страхования вкладов с 14 марта 2005 года. Также РСХБ является членом Ассоциации российских банков – некоммерческой неправительственной организации, объединяющей порядка 650 российских банков, целью которой является развитие российской денежно-кредитной системы.

СТРАТЕГИЯ И ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ С ГОСУДАРСТВОМ

Банк выступает финансовым агентом Правительства Российской Федерации в реализации государственной кредитно-финансовой политики в аграрном секторе экономики. Это является стратегической задачей в деятельности Банка.

Стратегия Банка включает следующие основные цели:

- Реализация государственной стратегии и кредитование аграрного сектора экономики;
- Развитие региональной сети Банка для оказания банковских услуг предприятиям и частным предпринимателям на всей территории Российской Федерации;
- Усиление финансового положения Банка и эффективная конкуренция с другими банками, работающими с АПК РФ;
- Внедрение новейших технологий в области банковского обслуживания и оптимизация организационной структуры для оказания качественных банковских услуг;
- Разработка и внедрение системы земельного ипотечного кредитования в России;
- Рост депозитов, остатков на счетах и рост комиссионных доходов;
- Финансирование закупок современного сельхозоборудования и техники;
- Разработка и внедрение программ по обеспечению банковских услуг на селе, включая потребительское кредитование;
- Диверсификация операций по регионам РФ и подотраслям АПК.

Банк строит свою работу при взаимодействии с государством в четырех направлениях. Во-первых, 100% акций Банка принадлежат Российской Федерации, что позволяет позиционировать РСХБ как квази-суверенный риск.

Во-вторых, Правительство РФ периодически оказывает Банку финансовую поддержку посредством увеличения уставного капитала. Начальный уставный капитал ОАО «Россельхозбанк» составлял 375 млн. рублей, в то время как на сегодняшний день этот показатель составляет 10.8 млрд. рублей.

В-третьих, Деятельность Банка контролируется Правительством РФ через Общее Собрание Акционеров. Это позволяет эффективно координировать работу Банка с федеральными, региональными и муниципальными органами власти и вести работу по реализации национальных программ по поддержке аграрного сектора экономики.

И, наконец, в-четвертых, согласно последней инициативе Президента РФ В. Путина, в соответствии с которыми Правительство РФ должно сфокусироваться на реализации четырех «Национальных проектов», один из которых предусматривает развитие российского АПК, РСХБ выступает в качестве главного финансового агента Правительства РФ в аграрном секторе экономики. Более того, реализация национального проекта по развитию российского АПК предусматривает поддержку РСХБ посредством увеличения уставного капитала на сумму порядка 9 млрд. рублей.

РЕГИОНАЛЬНАЯ СЕТЬ

РСХБ обладает одной из самых разветвленных региональных сетей среди российских банков. На начало 2006 года Банк насчитывал 66 региональных филиалов и 303 дополнительных офиса на всей территории России, в том числе главные регионы российского АПК, что позволяет сравнивать РСХБ со Сбербанком в части территориального покрытия. Банк также планирует открыть представительства в странах, имеющих тесные отношения с Россией в сфере АПК (Монголия и Белоруссия). В 2006 году РСХБ планирует открыть более 100 дополнительных офисов.

РСХБ владеет 99.47% акций ЗАО «Челябинский Коммерческий Земельный Банк» (ЧКЗБ), результаты которого консолидируются в финансовые показатели Банка. РСХБ будет использовать ЧКЗБ (имеющий 8 допфилов в Уральском регионе) для развития региональной сети. ЧКЗБ выступает оператором Правительства РФ по федеральным и региональным программам кредитования сельхозпредприятий и является лидером Уральского региона в части субсидированного кредитования.

МЕНЕДЖМЕНТ

Высшим органом управления Банка является Общее Собрание Акционеров. Общее руководство деятельностью Банка осуществляется Наблюдательным советом. Наблюдательный совет для осуществления руководства текущей деятельностью Банка назначает членов Правления и Председателя Правления Банка, который является единоличным исполнительным органом РСХБ. Председатель Правления председательствует на заседаниях Правления и отвечает за текущую деятельность Банка.

Ниже представлен состав Наблюдательного совета ОАО «Россельхозбанк»:

Имя	Должность
Гордеев А.В. – председатель Наблюдательного совета	Министр сельского хозяйства Российской Федерации
Аратский Д.Б.	заместитель руководителя Росимущества;
Клепач А.Н.	Директор департамента Минэкономразвития России
Кулькина Т.Б.	Помощник Министра финансов Российской Федерации
Морозов В.В.	Директор департамента Минсельхоза России
Попова А.В.	Директор департамента Минэкономразвития России
Руденя И.М.	Статс-секретарь-заместитель Министра сельского хозяйства Российской Федерации
Саватюгин А.Л.	Директор департамента Минфина России
Трушин Ю.В.	Председатель Правления РСХБ
Фастова Е.В.	Директор департамента Минсельхоза России

Ю.В.Трушин является Председателем Правления Банка – единоличным исполнительным органом Банка, отвечающим за общее руководство деятельностью.

РЕЙТИНГИ

Банк имеет долгосрочный рейтинг депозитов в иностранной валюте на уровне «Baa2» по шкале Moody's, долгосрочный рейтинг в иностранной валюте на уровне «BBB-» и долгосрочный рейтинг по национальной шкале «AA+(rus)» по шкале агентства Fitch Ratings. Рейтинг Банка по шкале агентства Moody's Interfax Rating Agency находится на уровне «Aaa.ru» (национальная шкала).

Присвоенные Банку рейтинги позволяют отнести его к одним из самых надежных финансовых институтов России. РСХБ входит в список 14 российских банков с инвестиционным рейтингом одного из трех ведущих рейтинговых агентств (S&P, Moody's, Fitch) и в список 8 банков с инвестиционным рейтингом, присвоенным одновременно, по крайней мере, двумя рейтинговыми агентствами.

Рейтинг Банка по шкале Агентства Moody's находится на одном уровне с рейтингом таких финансовых институтов, как Внешторгбанк, Внешэкономбанк, Сбербанк, Газпромбанк и Банк Москвы.

ОПИСАНИЕ ОСНОВНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РСХБ

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Россельхозбанк оказывает полный спектр банковских услуг главным образом предприятиям и частным предпринимателям, работающим в сфере АПК. Основные направления деятельности Банка включают в себя кредитование (включая субсидированное кредитование), размещение депозитов и денежные расчеты.

Кредитование. РСХБ позиционирует себя как финансовый институт, кредитующий предприятия и частных предпринимателей, работающих в сфере АПК. Кредитная политика Банка предусматривает, что как минимум 70% кредитного портфеля Банка составляют кредиты, выданные заемщикам, ведущих бизнес в сфере АПК. Банк предлагает своим клиентам такие кредитные продукты, как кредиты, кредиты в форме «овердрафт», аккредитивы и банковские гарантии. По состоянию на 30 июня 2005 года кредитный портфель Банка составлял порядка 23 млрд. рублей, что соответствует росту с начала года на уровне 69%.

Одной из основных клиентских групп для банка являются клиенты, участвующие в программах **субсидированного кредитования**. Субсидированное кредитование включает в себя компенсацию федеральными или региональными органами власти до 2/3 процентных выплат заемщика. Для получения заемщиком компенсации из бюджета, целью кредита должна служить покупка техники или оборудования, семян, кормов, скота и других аналогичных целей. Заемщик также должен обладать положительной кредитной историей и крепким финансовым состоянием. Субсидированное кредитование позволяет Банку улучшать качество кредитного портфеля, поскольку своевременные выплаты по кредиту являются обязательным условием для компенсации процентных выплат из бюджета.

Роль Банка в программах субсидированного кредитования включает, в том числе, помощь в подготовке необходимых документов и не включает перевод денежных компенсаций из бюджета заемщикам. Согласно оценкам Банка, его доля на рынке субсидированного кредитования в настоящий момент составляет порядка 10%. Банк планирует активно развивать это направление бизнеса для увеличения доли на рынке.

Целевая программа «Кредит под залог приобретаемой техники и/или оборудования» направлена на создание режима наибольшего благоприятствования сельскохозяйственным товаропроизводителям, предприятиям и организациям АПК в обновлении парка техники и/или оборудования. В рамках данной Программы кредиты предоставляются как в рублях, так и в валюте на срок до 5 лет. Приобретенное оборудование и техника передается в залог Банку. Дополнительного залога не требуется. Сумма кредита может составлять не более 90% от стоимости закупаемой самоходной техники и не более 60%-80% от стоимости другой закупаемой техники и/или оборудования в зависимости от их типа. Оставшаяся часть стоимости закупаемой сельскохозяйственной техники оплачивается Заемщиком в виде авансового платежа в адрес Продавца из собственных источников и/или за счет краткосрочного кредита Банка.

РСХБ осуществляет **кредитование государственного агента для формирования интервенционного фонда при проведении закупочных интервенций в целях регулирования российского рынка зерна**. Кредиты выдаются в головном офисе Банка в соответствии с установленными Правительством РФ предельными объемами финансирования. Процентная ставка по данным кредитам устанавливается Наблюдательным советом Банка. Возврат кредитов осуществляется за счет средств, вырученных от реализации запасов интервенционного фонда, а погашение начисленных процентов - за счет средств, предусмотренных в федеральном бюджете на соответствующий год на финансирование мероприятий по проведению интервенций. Все расчеты по предоставлению и погашению кредитов при проведении интервенций проводятся через счета государственного агента, открытые в Банке. В случае неисполнения государственным агентом обязательств по предоставленным кредитам Банк проводит процедуры по возврату кредитных средств совместно с Министерством сельского хозяйства РФ.

Программа «Сельское Подворье» - специальная кредитная программа, запущенная Банком в августе 2005 года, и направленная на кредитование частных лиц в небольших городах и на селе, занятых в аграрном секторе экономики. Данная программа включает в себя 3 типа кредитования:

Кредитование частных фермерских хозяйств предусматривает короткие (до 1.5 года) и среднесрочные (до 3 лет) кредиты и ставит целью развитие и поддержку производства сельскохозяйственной продукции. Короткие кредиты предоставляются на покупку семян, корма, оплату лизинговых платежей и других расходов, связанных с фермерской деятельностью. Среднесрочные кредиты выдаются для покупки техники и оборудования, земли, а также для пополнения оборотного капитала.

Земельные ипотечные кредиты являются долгосрочными кредитами сроком погашения до 15 лет. Данный тип кредитов может использоваться для финансирования строительства или покупки долей в компаниях, занимающихся строительством. По данному типу кредитов необходимо поручительство двух физических либо одного юридического лица. Сумма кредита не должна превышать 85% стоимости объекта. Оставшаяся часть оплачивается заемщиком.

Потребительское кредитование частных лиц представлено тремя типами кредитов:

- короткие кредиты сроком до года на потребительские нужды, образование либо медицинское обслуживание;
- среднесрочные кредиты сроком до 3 лет на покупку техники и оборудования;
- долгосрочные кредиты сроком до 5 лет на строительство и связанные расходы.

Возврат кредитов. С 2001-2002 гг. Россельхозбанк, Внешэкономбанк и Российский Банк Развития выступают в качестве агентов Правительства РФ по возврату кредитов, ранее выделенных из бюджета по специальным программам. Внешэкономбанк отвечает за возврат долгов по внешнеэкономическим операциям, РСХБ отвечает за возврат кредитов в аграрном секторе экономики, РосБР отвечает за остальные типы кредитов. Компании агропромышленного комплекса, участвующие в программе реструктуризации долгов, обслуживают свои счета в РСХБ, который проводит мониторинг выполнения платежей по программам.

Банк получает ежегодную комиссию за деятельность в качестве агента Правительства РФ. Сумма вознаграждения определяется Правительством РФ ежегодно и не зависит от количества возвращенных кредитов. Согласно имеющемуся соглашению с Министерством Финансов РФ, до 50% от общего размера возвращенных кредитов, может направляться на увеличение уставного капитала РСХБ.

Операции с валютой и ценными бумагами. Банк совершает операции с ценными бумагами, включая государственные, муниципальные и корпоративные облигации, векселями и акциями. На 30 июня 2005 года портфель ценных бумаг Банка составлял 1.53 млрд. рублей, из которых 1.16 млрд. рублей приходилось на государственные и муниципальные облигации. Операции с ценными бумагами играют для Банка второстепенную роль по сравнению с кредитованием предприятий АПК. Банк не рассматривает торговлю ценными бумагами в качестве основного источника дохода. Банк также проводит собственные валютные операции.

Прочие операции. РСХБ предлагает своим клиентам весь спектр банковских услуг. Банк не занимается эмиссией и обслуживанием пластиковых карт и доверительным управлением.

КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

Кредитная политика и процедуры Россельхозбанка определяются Наблюдательным Советом Банка, а также рядом других внутренних органов управления и контроля. Кредитная политика РСХБ нацелена как на создание сбалансированного кредитного портфеля, так и на реализацию государственных программ поддержки и развития сельскохозяйственного комплекса.

Основой кредитной политики Банка является требование к обязательному обеспечению выданных кредитов ликвидным залогом и/или гарантией, включая гарантии региональных и местных властей. В качестве обеспечения Банк принимает оборудование, транспортные средства, сельскохозяйственную продукцию (скот, будущий урожай), а также, в ряде случаев, недвижимость. В случае если стоимость сельскохозяйственных товаров, находящихся в залоге, снижается, Банк имеет право потребовать увеличения обеспечения. Обеспечение в виде сельскохозяйственной продукции, будущего урожая, оборудования и транспортных средств должно быть застраховано в одной из аккредитованных Банком страховых компаний.

Подходы Россельхозбанка к обеспечению возвратности кредитов основаны на принципе «двойной гарантии», первой частью которой является обязательное обеспечение, а второй – обязательное страхование обеспечения. Учитывая, что стоимость обеспечения, как правило, на 30-50% превышает сумму кредита, Банк полностью страхует себя от негативных ценовых изменений, в случае если предметом залога выступают торгуемые сельскохозяйственные товары, и от недостаточной ликвидности залога, если в качестве него выступают оборудование, недвижимость или транспортные средства.

КОНКУРЕНТНАЯ СРЕДА И РЫНОЧНЫЕ ПОЗИЦИИ

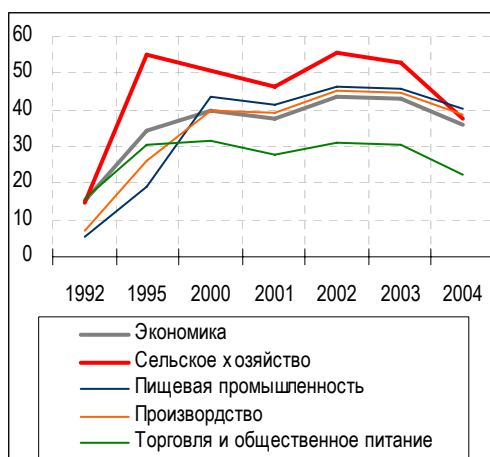
Согласно последним рейтингам, подготовленным RBC.Rating, Россельхозбанк занимает 23-ю строчку в списке крупнейших российских банков по размеру чистых активов по состоянию на 1 ноября 2005 года (данные по РСБУ). По размеру собственного капитала РСХБ занимает 15-е место, а по размеру кредитного портфеля – 23-е место. Кроме того, Банк занимает 4-е место в списке российских банков, обладающих наиболее обширной филиальной сетью и сетью дополнительных офисов. Ниже приводится положение РСХБ в ряде банковских рейтингов:

По чистым активам		По капиталу		По филиальной сети	
Позиция	Банк	Позиция	Банк	Позиция	Банк
1	Сбербанк	1	Сбербанк	1	Сбербанк
2	Внешторгбанк	2	Внешторгбанк	2	Росбанк
3	Газпромбанк	3	Газпромбанк	3	Уралсиб
...	...	...	...	4	Россельхозбанк
21	Импэксбанк	13	АК Барс	5	Внешторгбанк
22	Транскредитбанк	14	Глобэкс	6	АК Барс
23	Россельхозбанк	15	Россельхозбанк	7	ПСБ
24	Возрождение	16	Промсвязьбанк	8	Импэксбанк
25	ИНГ Банк (Евразия)	17	Ситибанк	9	МДМ-Банк
26	Союз	18	Русский Стандарт	10	Банк Москвы

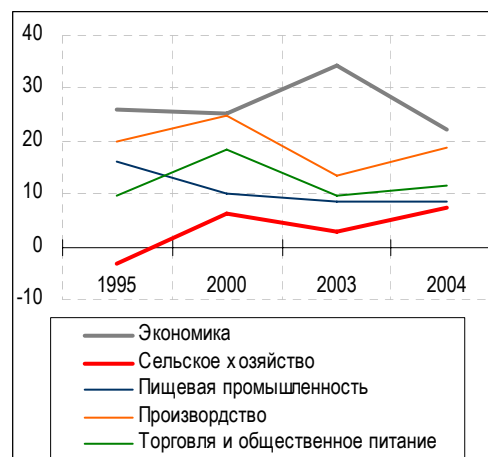
Источник: RBC.Rating

Необходимо обратить внимание на то, что сельское хозяйство и АПК традиционно рассматриваются российскими банками в качестве достаточно высокорискованных заемщиков, что объясняется финансовыми характеристиками отрасли в целом. По сравнению с другими отраслями, российское сельское хозяйство и АПК отличаются относительно высокой долговой нагрузкой и долей просроченной задолженности. В то же время рентабельность сельскохозяйственных компаний ниже, чем рентабельность других отраслей, а доля сельскохозяйственных компаний с негативным финансовым результатом до 2003 года была существенно выше, чем в среднем по экономике. Ниже приводятся некоторые показатели российского сельского хозяйства и АПК в сравнении с другими отраслями:

Доля убыточных организаций, в %



Средняя рентабельность продаж, % годовых



Как видно на графиках, до 2003 года экономические показатели сельскохозяйственного комплекса и смежных отраслей (пищевая промышленность, торговля и общественное питание) демонстрировали худшую по сравнению с промышленностью и экономикой в целом динамику показателей. В то же время, начиная с 2003 года показатели начали сходиться, что сигнализирует об улучшающихся экономических условиях, в том числе вследствие оказываемой государственной поддержки.

Реализация национального проекта «Развитие АПК», который предусматривает интенсивное финансирование отрасли, включая инвестирование в обновление основных фондов, должна существенно увеличить эффективность сельхозпредприятий, что, в свою очередь, приведет к улучшению кредитного профиля отрасли в целом и облегчению привлечения кредитных ресурсов компаниями, занятыми в АПК.

Учитывая, что, несмотря на общие улучшения в последние несколько лет, финансово-экономическое состояние отрасли остается на худшем уровне, по сравнению с промышленностью, ключевым конкурентным преимуществом банков, работающих в области кредитования АПК, является наличие государственной поддержки, предусматривающий «скрытую гарантию» возвратности инвестированных средств.

В случае Россельхозбанка эти «скрытые гарантии» представлены, прежде всего, фактически «бесплатными пассивами» (в виде государственных вливаний в уставный капитал), участием региональных и местных властей в программах кредитования Банка, а также участием самого РСХБ в государственных программах поддержки развития сельского хозяйства и АПК (субсидированное кредитование, кредиты на проведение зерновых интервенций, а также услуги по сбору государственных долгов предприятий АПК). Все это позволяет считать рыночное положение Россельхозбанка уникальным. Дополнительным и немаловажным фактором конкурентоспособности РСХБ является развитая сеть филиалов и допфилов.

С нашей точки зрения, конкурентное положение Россельхозбанка в ближайшее время будет существенно усилено, благодаря участию Банка в реализации национального проекта «Развитие АПК», что предполагает увеличение уставного капитала Банка на 9 млрд. рублей в течение 2006-2007 гг., которое позволит РСХБ увеличить свой кредитный портфель примерно на 45 млрд. рублей за счет дополнительного привлечения средств, исходя из консервативного левериджа в 20%.



ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

В данном документе мы представляем анализ показателей Группы «Российский Сельскохозяйственный банк» по МСФО по итогам 6 месяцев 2005 года. Кроме того, мы предоставляем обзор основных финансовых показателей ОАО «Россельхозбанк» по РСБУ по итогам 2005 года.

АНАЛИЗ БАЛАНСА

По состоянию на 30 июня 2005 года – последнюю дату, на которую Банк готовил отчетность по МСФО, – активы РСХБ составили 28.17 млрд. рублей (\$983 млн.), что соответствует росту с начала года на 8%. Кредитный портфель Банка вырос на 64%, достигнув 23.06 млрд. рублей (\$804 млн.) (здесь и далее данные по кредитному портфелю без учета кредитов, предоставленных финансовым организациям).

По состоянию на конец 2005 года активы Банка, согласно отчетности по РСБУ, составили 63.1 млрд. рублей (\$2.21 млрд.), из которых около 70% или 44.4 млрд. рублей (\$1.56 млрд.) пришлось на кредитный портфель. Рост объема активов и кредитного портфеля с начала года составил 142% и 229% соответственно.

Ниже приводятся некоторые показатели Россельхозбанка по МСФО:

	На 30 июня 2005 года		На 31 декабря 2004 года		На 31 декабря 2003 года	
	Неаудиров. данные, млн. руб.	Эквивалент в \$ млн.	Аудиров. данные, млн. руб.	Неаудиров. данные, \$ млн.	Аудиров. данные, млн. руб.	Неаудиров. данные, \$ млн.
АКТИВЫ, в т.ч.	28 174	983	25 269	911	13 295	451
Кредитный портфель	23 055	804	13 584	490	7 353	250
Портфель ценных бумаг	1 532	53	2 673	96	1 374	47
Денежные средства и их эквиваленты	1 958	68	3 747	135	3 820	130
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА, в т.ч.	23 391	816	20 433	736	8 532	290
Выпущенные долговые ценные бумаги	11 232	392	6 811	245	1 144	39
Средства клиентов	9 120	318	12 317	444	6 563	223
Средства других банков	2 800	98	1 104	40	584	20
СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ, в т.ч.	4 783	167	4 835	174	4 763	162
Уставный капитал	5 399	188	5 399	195	5 399	183
Накопленный дефицит	-616	-21	-564	-20	-636	-22
ВСЕГО КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	28 174	983	25 269	911	13 295	451

Источник: финансовая отчетность РСХБ по МСФО за 6 месяцев 2005 года

По состоянию на 30 июня 2005 года кредитный портфель РСХБ составляет более 80% валюты баланса Банка. Около 62% кредитов были выданы агропромышленным предприятиям, а 18% и 15% кредитов – торговым и производственным компаниям соответственно. Практически все заемщики, классифицированные как торговые предприятия, представляют собой оптовых трейдеров сельхозпродукцией.

	На 30 июня 2005 года	
	Неаудиров. данные, млн. руб.	Доля, %
Сельское хозяйство	14 735	61.5%
Торговля	4 266	17.8%
Производство	3 555	14.8%
Строительство	310	1.3%
Физические лица	190	0.8%
Прочие	907	3.8%
Итого кредитный портфель (с учетом резервов)	23 963	100.0%

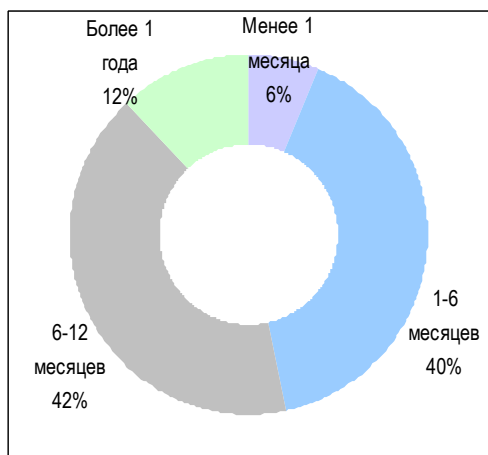
Источник: финансовая отчетность РСХБ по МСФО за 6 месяцев 2005 года

Резервы по кредитам составили порядка 908 млн. рублей (\$31 млн.), что составляет лишь 3.9% от суммарного объема кредитного портфеля РСХБ. По состоянию на 1

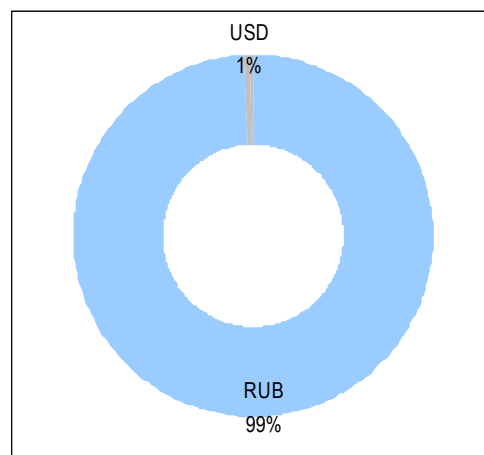
января 2006 года размер резервов составил 1.19 млрд. рублей (\$42 млн.), что соответствует 2.2% кредитного портфеля Банка. Данный уровень существенно ниже уровня просроченных кредитов в портфелях банков, специализирующихся на розничном кредитовании.

В структуре кредитного портфеля по срочности предполагает преобладание кредитов с погашением с течение 12 месяцев. В валютной структуре портфеля преобладают рублевые кредиты, на которые пришлось более 99% выданных кредитов.

Структура портфеля по срочности на 30.06.05



Структура портфеля по валюте на 30.06.05



Источник: финансовая отчетность РСХБ по МСФО за 6 месяцев 2005 года

Средний уровень процентной ставки по кредитному портфелю РСХБ на 30 июня 2005 года составлял порядка 17.8% годовых, тогда как стоимость фондирования Банка составляет около 9% годовых, что обеспечивает уровень процентной маржи в 9% годовых. Учитывая недавнее размещение LPN на \$250 млн., ставка купона по которым была установлена на уровне 6.875% годовых, а также предстоящий выпуск рублевых облигаций на 7 млрд. рублей, стоимость фондирования РСХБ должна существенно сократиться, что повысит маржинальность кредитного портфеля.

Основным источником финансирования для Банка является капитал и долговые ценные бумаги. Уставный капитал РСХБ на 30 июня 2005 года составлял 5.4 млрд. рублей, но эта цифра не учитывает проведенное в сентябре 2005 года увеличение уставного капитала до уровня 10.77 млрд. рублей (уставный капитал ОАО «Россельхозбанк» по РСБУ). Кроме того, в настоящий момент в ЦБ РФ регистрируется увеличение уставного капитала РСХБ на 493 млн. рублей.

По состоянию на 30 июня 2005 года объем выпущенных РСХБ долговых ценных бумаг составлял 11.23 млрд. рублей, из которых на векселя приходилось 8.22 млрд. рублей и 3 млрд. – на рублевые облигации, организатором которых выступил Внешторгбанк.

Процентная ставка по векселям колеблется от 1% до 13% годовых, а срочность – от векселей, погашаемых по предъявлению, до векселей с погашением в октябре 2009 года. Ставка купона по рублевым облигациям при первичном размещении бумаг в декабре 2004 года составила 9% годовых, однако после прохождения oferty в декабре 2005 года, купон был установлен на уровне 7.5% годовых. Облигации имеют пут опцион с исполнением в декабре 2006 года.

В ноябре 2005 года Россельхозбанк успешно разместил дебютный выпуск LPN на сумму \$250 млн. с погашением в 2010 году. Ставка купона по еврооблигациям была установлена на уровне 6.875% годовых. Лид-менеджерами данного выпуска выступили ABN Amro и DrKW.

Другим крупным источником пассивов для Банка являются счета клиентов, структура которых по состоянию на 30 июня 2005 года представлена в таблице ниже:

	На 30 июня 2005 года	
	Неаудиров. данные, млн. руб.	Доля, %
Государственные и общественные организации, в т.ч.	930	10.2%
Текущие/расчетные счета	796	8.7%



Срочные депозиты	134	1.5%
Прочие юридические лица, в т.ч.	4555	50.0%
Текущие/расчетные счета	2234	24.5%
Срочные депозиты	2321	25.5%
Физические лица, в т.ч.	3634	39.9%
Текущие/расчетные счета	429	4.7%
Срочные депозиты	3205	35.1%
Итого средств клиентов	9119	100.0%

Источник: финансовая отчетность РСХБ по МСФО за 6 месяцев 2005 года

На 1 января 2006 года объем клиентских счетов составил 14.2 млрд. рублей (\$498 млн.), из которых на счета физических лиц пришлось порядка 34% или 4.88 млрд. рублей (\$171 млн.).

По нашему мнению, Россельхозбанк эффективно использует одно из своих основных конкурентных преимуществ – высокую достаточность капитала при работе на рынке долговых ценных бумаг. Квази-суверенный кредитный профиль Банка, наряду с текущим достаточно низким уровнем левериджа позволяют минимизировать стоимость фондирования на открытом рынке. Способность РСХБ привлекать дешевые и относительно долгосрочные финансовые ресурсы является сильной предпосылкой для конкурентоспособности Банка на рынке корпоративного кредитования.

АНАЛИЗ ОТЧЕТА О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

В течение 6 месяцев 2005 года процентные доходы Банка составили 1.74 млрд. рублей, а чистый процентный доход – 1.1 млрд. рублей. По итогам всего года процентные доходы РСХБ, согласно РСБУ, составили 4.31 млрд. рублей (\$151 млн.), а чистый процентный доход – 2.7 млрд. рублей (\$95 млн.).

Ниже приводятся некоторые показатели отчета о прибылях и убытках РСХБ:

	За 6 месяцев 2005 года		За 2004 год		За 2003 год	
	Неаудиров. данные, млн. руб.	Эквивалент в \$ млн.	Аудиров. данные, млн. руб.	Неаудиров. данные, \$ млн.	Аудиров. данные, млн. руб.	Неаудиров. данные, \$ млн.
Чистый процентный доход	1 102	38	1 629	59	1 269	43
Резерв под обесценение кредитного портфеля	-253	9	-154	-6	-198	-7
ЧПД после резервов	849	30	1 475	53	1 072	36
Комиссионный доход	142	5	292	11	183	6
Комиссионные расходы	-7	0	-12	0	8	0
Прочие доходы / расходы	12	0	80	2	13	0
Операционные расходы	-1 040	-36	-1 706	-60	-1 254	-43
Операционная прибыль / убыток	-44	-2	129	5	6	0
Прибыль / убыток за период	-37	-1	83	3	7	0

Источник: финансовая отчетность РСХБ по МСФО за 6 месяцев 2005 года

Чистый убыток Россельхозбанка по итогам 6 месяцев 2005 года составил 37 млн. рублей, против прибыли в размере 83 млн. рублей за весь 2004 год. Данный убыток является техническим и является следствием резервной политики Банка. С учетом стремительных темпов роста кредитного портфеля, Банк вынужден создавать резервы под возможные потери, несмотря на то, что выданные кредиты, как работающий актив, еще не начали приносить процентный доход. Факт технического характера убытка подтверждается результатами Банка за 2005 год, по итогам которого балансовая прибыль составила 653 млн. рублей (\$23 млн.), против прибыли в размере 83 млн. рублей за 2004 год.

Основным недостатком РСХБ в плане создания прибыли являются высокие операционные расходы, которые являются следствием развитой региональной сети. Расходы на персонал, которые представляют большую часть общих операционных расходов, составили 650 млн. рублей (\$22.8 млн.).

Несмотря на то, что уровень операционных расходов действительно высок, это является индикатором текущего цикла развития РСХБ. Так, имея развитую региональную сеть Банк еще не вышел на «проектную мощность» по кредитному портфелю. Для сравнения, отношение кредитного портфеля к капиталу по состоянию на 1 ноября 2005 года составило 2.5х, тогда как среднее значение данного коэффициента 10 крупнейших российских банков составило на эту же дату 4.98х, 20 крупнейших банков – 4.39х, а 50 крупнейших банков – 4.49х.

Подобная ситуация говорит и о высоком уровне достаточности капитала: отношение собственного капитала к чистым активам составило 25% на 1 ноября 2005 года против 11% у Сбербанка, 14% у Внешторгбанка и 14% - среднего уровня 50 крупнейших российских банков. Учитывая перспективы роста уставного капитала, Банк в течение ближайших 2 лет сможет привлечь порядка \$2-3 млрд. на расширение кредитного портфеля. В то же время наличие такого актива, как развитая региональная сеть, предполагает отсутствие соответствующего роста операционных расходов по существующей сети.

С учетом того, что на начало 2006 года средняя процентная ставка по кредитному портфелю РСХБ составляла около 17%, а стоимость фондирования с учетом размещенных LPN и предстоящего выпуска рублевых облигаций составит около 7.5% годовых, процентная маржа РСХБ должна составить порядка 10%, что сравнимо с рентабельностью банков, специализирующихся на розничном кредитовании. В то же время, по сравнению с последними, качество кредитного портфеля РСХБ существенно выше, так как все кредиты являются обеспеченными, а обеспечение – застрахованным.



ПАРАМЕТРЫ ОБЛИГАЦИЙ И ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ

В феврале 2005 года Россельхозбанк начнет размещение второго облигационного займа объемом 7 млрд. рублей (\$245 млн.), организатором которого выступает Внешторгбанк. Средства, полученные посредством размещения облигационного займа, Банк планирует направить на расширение кредитного портфеля.

Ниже приводятся параметры облигаций РСХБ-2:

Эмитент	ОАО «Россельхозбанк»
Объем выпуска	7 млрд. рублей
Дата и место размещения	Февраль 2006, ММВБ
Срок обращения	5 лет
Купонный период	91 день (3 месяца)
Ставка купона	Ставка 1 купона определяется на аукционе в дату начала размещения. Ставки последующих купонов равны ставке 1-го купона.
Организатор	Внешторгбанк

С нашей точки зрения, в силу особенностей базы инвесторов РСХБ, оценку справедливой доходности Банка имеет смысл проводить на основании рынка еврооблигаций, на котором доминируют иностранные инвесторы. Базовым параметром для оценки справедливой доходности РСХБ-2 является спрэд размещенного недавно РСХБ 10 над корпоративными еврооблигациями сравнимой срочности, несущими квази-суверенный риск. В данном случае это еврооблигации Газпрома. Ниже приводятся параметры РСХБ 10 и двух выпусков еврооблигаций Газпрома:

Выпуск	Объем, \$ млн.	Дюрация, лет	Доходность	Спрэд на UST, б.п. *	Рейтинг (S/M/F)
РСХБ 10	250	4.04	6.52%	137	-/Baa2/BBB-
Газпром 13	1750	5.17	5.90%	56	BB+/Baa2/B B+
Газпром 09		3.08	5.63%	51	BB+/Baa2/B B+
Корзина Газпрома (50% Газпрома 13 и 50% Газпрома 09)	-	4.13	5.77%	54	BB+/Baa2/B B+
Спрэд РСХБ 10 к корзине Газпрома	-	-	75 б.п.	83 б.п.	-

* средний спрэд за последние 5 торговых дней

С нашей точки зрения, спрэд РСХБ 10 к корзине бумаг Газпрома, составляющий порядка 85 б.п., может быть перенесен на рынок рублевых облигаций. Дюрация облигаций РСХБ-2 составит порядка 4.15 лет. Учитывая, что в течение последних 5 торговых сессий средний спрэд длинных рублевых облигаций Газпрома к кривой доходности облигаций г. Москвы составил порядка 45 б.п., справедливый уровень спреда РСХБ-2 составляет около 130 б.п.

Учитывая, с одной стороны, высокую предполагаемую срочность бумаг, а, с другой стороны, существенный объем предложения рыночного риска РСХБ (векселя, рублевые облигации, еврооблигации), инвесторы могут потребовать премию ко вторичному рынку, размер которой составит около 50 б.п. Таким образом, справедливый уровень спреда РСХБ-2 к кривой доходности облигаций г. Москвы при размещении мы оцениваем на уровне около 180 б.п., что соответствует доходности к погашению на уровне 8.15% годовых. Параметры оценки справедливой доходности облигаций РСХБ-2 приводятся в таблице ниже:

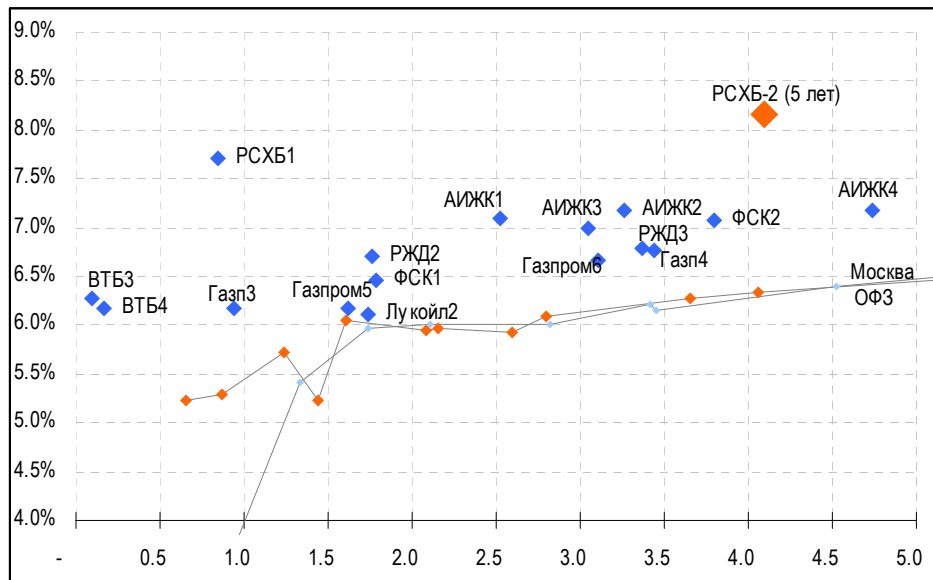
Срок	Доходность облигаций Москвы	Премия за риск	Премия ко вторичному рынку	Суммарный спрэд к Москве	Доходность к погашению	Ставка купона
5 лет	6.35%	130	50	180	8.15%	7.91%

Оцененный уровень справедливой доходности РСХБ-2 предполагают, что инвестор, покупая бумагу, получает премию к еврооблигациям РСХБ-10 на уровне порядка 160 б.п. Данный уровень премии превышает текущий спред между рублевыми и валютными облигациями РФ.

Учитывая ожидаемое схождение рублевой и валютной кривых доходности облигаций российских эмитентов с суверенным и квази-суверенным риском, а также потенциал сужения спреда суверенных еврооблигаций РФ к US Treasuries вследствие возможного повышения рейтинга РФ, покупатели РСХБ-2 получают возможность курсовой прибыли за счет:

- Сокращения спреда РСХБ 10 к US Treasuries и
- Сокращения спреда рублевого РСХБ-2 к валютным РСХБ-10.

Ниже представлено рыночное позиционирование рублевых облигаций РСХБ-2:



ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанных с ними финансовых инструментов. Описания любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Внешторгбанк считает надежными, Внешторгбанк не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Внешторгбанк, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем документе.

Внешторгбанк и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Внешторгбанка по избежанию конфликтов интересов). Внешторгбанк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Внешторгбанк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Внешторгбанк может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа.

© Внешторгбанк, 2006. Все права защищены. Настоящий документ является исключительной собственностью Внешторгбанка. Без письменного разрешения Внешторгбанка запрещается цитирование и использование в любом виде всей или части информации, представленной в настоящем документе.

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: +7-495-775-70-21