

Монитор первичного рынка

Россельхозбанк: более трети всех инвестиций в АПК
Выпуск облигаций серии 4

Крутько Максим
Krutko_MV@mmbank.ru

Эмитент	ОАО «Россельхозбанк»			
Сектор	Банки и финансовые институты			
Серия выпуска	1	2	3	4
Объем выпуска, млн руб.	3 000	7 000	10 000	10 000
Гос. номер	40103349В	40203349В	40303349В	40403349В
Дата начала размещения	08.12.04	22.02.06	22.02.07	10.10.07
Срок погашения/ оферта, лет	0.7/нет	3.4/нет	9.4/2.4	10.0/1.0
Дата погашения	04.06.08	16.02.11	09.02.17	27.09.17
Организатор	ВТБ	ВТБ	ВТБ	ВТБ
Место обращения (Listing)		ММВБ		
Web		www.rshb.ru		

Итоги аукциона по размещению облигаций	прогноз			
Ставка купона, % в год	9.00	7.85	7.34	8.6-8.7
Доходность к оферте/погашению, %	9.31	8.08	7.48	8.8-8.9
Базовый актив	н.д.	ОФЗ 25059	ОФЗ 25057	ОФЗ 25058
Спрэд б.п.	н.д.	167	132	265-295

Источник: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

ОАО Россельхозбанк (далее РСХБ, банк) является отраслевым банком государственного значения. Банк был создан в 2000 г. в соответствии с распоряжением Президента Российской Федерации в целях реализации государственной кредитно-финансовой политики в агропромышленном комплексе (АПК).

РСХБ специализируется на кредитовании сельхозпроизводителей, финансовом оздоровлении предприятий АПК, возврате государственных долгов предприятий сектора, кредитовании личных подсобных хозяйств, операциях с ценными бумагами и векселями, участии в государственных социальных программах. По данным Банка России, на конец 2006 г. на Россельхозбанк приходилось 37.5 % всех вложений банковской системы в агропродовольственный сектор страны.

В рейтинге Интерфакс крупнейших банков страны на 1 апреля 2007 г. РСХБ занимает 8-е место по величине активов и собственного капитала.

Ценные бумаги РСХБ входят в ломбардный список ЦБ.

Акционеры

100% акций ОАО «Россельхозбанк» находится в федеральной собственности. Права акционера от имени Российской Федерации осуществляет Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом (Росимущество). Это позволяет позиционировать обязательства РСХБ как квазисуверенный долг.

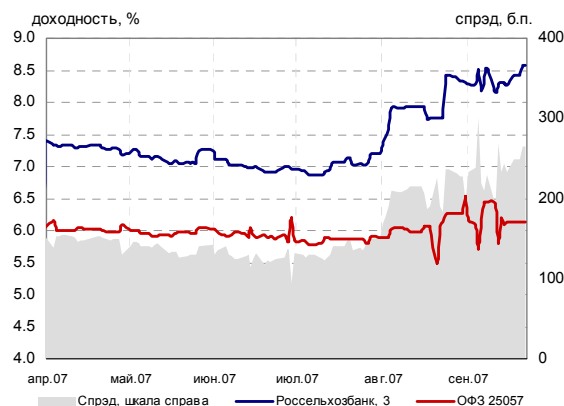
Деятельность банка контролируется Правительством РФ через Общее собрание акционеров. Это позволяет эффективно координировать работу банка с федеральными, региональными и муниципальными органами власти и вести работу по реализации национальных программ поддержки аграрного сектора экономики.

Филиальная сеть

Россельхозбанк занимает 2-е место в России после Сбербанка по количеству своих подразделений. Банк оказывает услуги клиентам в 77 субъектах РФ и имеет свои подразделения в 74 регионах. По всей стране открыто 1 150 дополнительных офисов, ведется работа с 220 уполномоченными банками. Штат сотрудников банка насчитывает более 15 тыс. человек.

Рейтинги

Россельхозбанк имеет кредитные рейтинги инвестиционного уровня от международных рейтинговых агентств – «ВВВ+» по шкале Fitch и «Baa2» по шкале Moody's. Наличие рейтингов инвестиционного уровня делает долговые инструменты банка более привлекательными в глазах западных инвесторов, например западных фондов, для многих из которых наличие рейтинга такого класса является одним из основных требований к эмитенту.



Доходность и спрэд за 20 торгов. дней *

	ср.знач	ст.откл.	min	max
Россельхозбанк, 3	8.37	0.12	8.15	8.57
ОФЗ 25057	6.18	0.20	5.70	6.54
Спрэд	239	25	192	301

Источники: REUTERS, Банк Москвы

* По состоянию на 05.10.07

SWOT анализ

Strengths

- * Поддержка со стороны государства
- * Практически монопольное положение в кредитовании АПК
- * Широкая региональная сеть
- * Высокие рейтинги международных агентств
- * Хорошая сбалансированность и качество кредитного портфеля
- * Способность поддерживать высокие темпы роста

Weaknesses

- * Узкая специализация
- * Необходимость придерживаться государственных ориентиров в ущерб собственной эффективности
- * Низкая рентабельность операций
- * Высокие темпы роста требуют постоянного притока денежных средств, следовательно, высокий уровень заимствований

Opportunities

- * Дальнейшее расширение филиальной сети и увеличение объемов кредитования

Threats

- * Нехватка ликвидности для обеспечения высоких темпов роста
- * Усиление зависимости от внешних заимствований

Рейтинги банков, сравнимые с рейтингом Россельхозбанка

Банк	S&P	Moody's	Fitch
Россельхозбанк		Ваа2/Стабильный	ВВВ+/Стабильный
Сбербанк России		Ваа2/Стабильный	ВВВ+/Стабильный
ВТБ	ВВВ+/Стабильный	Ваа2/Стабильный	ВВВ+/Стабильный
ВЭБ	ВВВ+/Стабильный	Ваа2/Стабильный	ВВВ+/Стабильный
Газпромбанк	ВВВ-/Стабильный	Ваа2/Стабильный	
Банк Москвы		Ваа2/Стабильный	ВВВ/Стабильный
Российский Банк Развития	ВВВ+/Стабильный	Ваа2/Стабильный	
Райффайзенбанк		Ваа2/Стабильный	
Русфинанс Банк	ВВ+/Позитивный	Ваа2/Стабильный	

Источник: www.cbonds.ru

Стратегия

Стратегия развития банка включает следующие основные положения:

- превращение Россельхозбанка в универсальную кредитную организацию;
- содействие правительству РФ в реализации госпрограммы развития сельского хозяйства на период до 2012 года;
- снижение в перспективе доли государства в капитале банка до контрольного пакета (к 2013-2015 гг.);
- поддержание высоких темпов роста банка.

Что касается последнего пункта стратегии, то за весь 2007 г. планируется выдать инвестиционных кредитов на 150-160 млрд руб. (~\$ 6.0-6.5 млрд). Глава банка Юрий Трушин прогнозирует, что до конца года кредитный портфель достигнет 290 млрд руб. (~\$ 11.6 млрд), а число дополнительных офисов составит 1 300 против сегодняшних 1 150.

В целях долгосрочного планирования принята Концепция развития Россельхозбанка до 2015 г., которая предусматривает увеличение кредитного портфеля к 2012 г. до 600 млрд руб., к 2015 г. – до 750 млрд руб., т. е. в 3 раза.

Отчетность

Банк готовит отчетность по российским и международным стандартам. Аудитором является Pricewaterhouse Coopers. Последняя доступная отчетность – неаудированная сокращенная отчетность РСХБ по МСФО за 6 месяцев 2007 г.

Собственный капитал

Средства для увеличения уставного капитала РСХБ поступают из федерального бюджета РФ по графику, определенному Федеральным законом. В соответствии с этим графиком в предыдущие годы капитал банка был увеличен на 20.9 млрд руб. (~\$ 835 млн). Последний взнос был сделан в конце 2006 г.

Первоначально планировалось, что последующие взносы будут сделаны в течение 2008-2012 гг., из которых 5.7 млрд руб. (~\$ 230 млн) – в 2008 г. Однако недавно банк объявил, что взнос в 5.7 млрд руб. будет сделан до конца 2007 г., что, вероятно, объясняется необходимостью притока ликвидности для поддержания высоких темпов роста активных операций, текущим кризисом ликвидности денежного рынка и необходимостью соблюдать норматив достаточности капитала.

На данный момент уставный капитал банка составляет 20.9 млрд руб. (~\$ 835 млн).

Стоит отметить очень низкий уровень коэффициента капитал/активы. Если на конец 2005 года он составлял 19.3%, то к концу 2006 снизился до 11.9%, а к середине 2007 года опустился до 8.1%. Это говорит о том, что в ближайшее время банк может столкнуться с проблемой достаточности капитала (Basel 2 и норматив ЦБ Н1).

Структура активов

За 2006 г. активы банка выросли на 254%, за 1-ю половину 2007 г. – на 52%, достигнув уровня \$10.6 млрд.

По сравнению с концом 2006 г. доля кредитов и авансов клиентов в активах уменьшилась с 84.4% до 81.6%, одновременно увеличилась доля денежных средств и резервов в ЦБ – с 8.3% до 10.8%.

Кредитный портфель

За 6 месяцев 2007 г. кредитный портфель банка по МСФО увеличился на 46% до уровня \$ 8.7 млрд, в то время как в среднем по банковскому сектору этот показатель составил 20%.

При этом доля кредитов в активах банка сократилась с 84.4% до 81.6% в силу

Ключевые финансовые показатели РСХБ, \$ млн

	1П 07	2006	2005
Основные данные отчетности			
Активы	10 641.9	7 010.0	1 981.6
Обязательства	9 777.9	6 177.1	1 598.3
Собственный капитал	864.0	832.8	383.3
в т.ч. нераспределенная прибыль	25.8	11.7	-17.0
Прибыль до налогов	31.4	43.3	5.1
Чистая прибыль	22.4	31.4	3.2
Данные по кредитному портфелю			
Кредиты клиентам за вычетом резерва	8 679.9	5 919.4	1 534.3
Доля в активах	81.6%	84.4%	77.4%
Доля просроченных кредитов в портфеле	0.4%	0.8%	1.4%
Процент резерва на возможные потери по кредитам	n/a	2.5%	3.2%
Долговые ценные бумаги			
Выпущенные ЦБ	5 611.1	3 382.8	490.2
Доля в обязательствах	57.4%	54.8%	30.7%
Депозиты и текущие счета клиентов			
Депозиты и текущие счета клиентов	1 887.0	1 308.8	509.9
Доля в обязательствах	19.3%	21.2%	31.9%
Процентные и комиссионные доходы			
Чистый процентный доход	275.9	303.9	105.1
Чистый комис. доход	14.4	21.0	12.3
Чистая процентная маржа	7.1%	5.1%	n/a
Основные коэффициенты			
ROA	0.5%	0.7%	n/a
ROE	5.3%	5.2%	n/a
Капитал/ Активы	8.1%	11.9%	19.3%

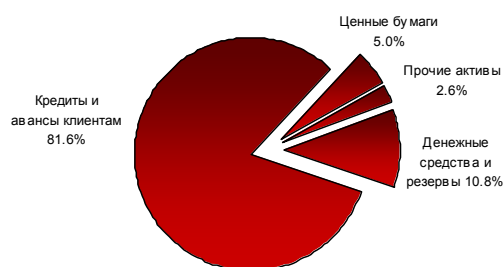
Источник: данные банка, расчеты Банка Москвы, данные по МСФО

Уставный капитал РСХБ

Дата увеличения	Сумма увеличения (\$ млн)	УК после увеличения (\$ млн)
12.03.01	14.7	27.6
18.07.01	68.6	96.1
26.12.02	31.7	121.1
21.06.03	27.7	151.6
12.09.05	216.2	380.4
03.02.06	17.6	401.0
28.12.06	217.7	834.8

Источник: www.rshb.ru

Структура активов на 30.06.2007



Источник: отчетность по МСФО за 6 месяцев 2007 года

увеличения доли ценных бумаг и денежных средств. По прогнозам главы банка Юрия Трушина, до конца года кредитный портфель банка может вырасти до \$11.6 млрд (до вычета резерва). В этом случае годовой прирост кредитного портфеля составит более 90%.

Большую часть кредитного портфеля представляют долгосрочные активы (свыше 3 лет), доля которых составляет более 70%.

В соответствии с кредитной политикой в портфеле банка велика доля АПК. На 30.06.2007 данные по структуре портфеля отсутствуют. На конец 2006 г. доля сельскохозяйственного сектора (юрлиц) составляла 60%; 13% портфеля приходилось на физлица, большая часть которых кредитовалась в рамках программы банка «Сельское подворье» и потребительского кредитования (на неотложные нужды, строительство и обустройство приусадебных построек, приобретение с/х транспорта и т. д.).

В целом качество кредитного портфеля банка является очень хорошим. Доля просроченных кредитов не превышает 0.5% (0.4% на 30.06.2007), что является едва ли не лучшим показателем на рынке. Уровень резервирования также невысок – менее 3%.

Структура пассивов

Структура пассивов РСХБ отражает активное привлечение средств из различных источников. Очевидно, что средств, выделяемых из бюджета на увеличение уставного капитала, недостаточно для обеспечения активных операций банка. По этой причине Россельхозбанк прибегает к заимствованиям как с внешних рынков, так и внутри страны.

По сравнению с концом 2006 г. доля долговых ценных бумаг в пассивах банка выросла с 48.3% до 52.7% с учетом еврооблигаций, классифицированных банком как субординированные займы. В первой половине года банк осуществил два выпуска еврооблигаций (в долларах и швейцарских франках) и один выпуск рублевых облигаций на общую сумму свыше \$ 2 млрд.

Расходы и доходы

Чистый процентный доход банка растет очень быстрыми темпами. В 2006 г. он был в 3 раза выше, чем в 2005 г. За 1-ю половину 2007 г. процентный доход составил почти такую же величину (\$ 275.9 млн), что и за весь 2006 г. (\$ 303.9 млн). Если учесть, что в 2006 г. большая часть процентных доходов пришлась на вторую половину года, можно прогнозировать более чем двукратный рост чистых процентных доходов в 2007 г. В результате чистая процентная маржа банка находится на достаточно высоком уровне – 7.1% по результатам первой половины 2007 г. (5.1% – по результатам 2006 г.).

В то же время процентные доходы «съедаются» очень высокими административно-управленческими расходами. Только за 1-ю половину 2007 г. они составили 4.4 млрд руб. (~\$ 170 млн) против 5.5 млрд руб. (~\$ 202 млн) за весь 2006 г. Большая часть этих расходов составляют компенсации сотрудникам банка и расходы на развитие филиальной сети.

Финансовые результаты

Чистая прибыль банка за 1-ю половину 2007 г. составила \$ 22.4 млн (\$ 31.4 млн – за весь 2006 г.), что является весьма неплохим результатом по сравнению с предыдущими периодами. С другой стороны, очень высокие административно-управленческие расходы сильно снижают уровень прибыли. В результате у банка очень низкие показатели ROA и ROE – 0.5% и 5.3% соответственно. При этом показатель ROA снизился по сравнению с концом 2006 г., так как активы банка растут более быстрыми темпами, чем прибыль.

Вывод

Россельхозбанк развивается очень динамично, активы банка из года в год увеличиваются кратно, при этом прибыль банка также быстро растет. С другой стороны, прибыльность банка является очень низкой. Если бы речь шла о негосударственном коммерческом банке, мы оценили бы его деятельность как неэффективную. В случае РСХБ, который является узкоспециализированным банком и призван реализовывать госпрограммы в области АПК, можно сказать, что банк показывает очень хорошие результаты, будучи при этом просоциальной организацией, не ставящей перед собой задачи максимизировать прибыль. В пользу банка говорят высокие темпы роста активов, капитала, чистых процентных доходов и чистой процентной маржи.

Сравнительный анализ

Уникальность Россельхозбанка заключается в его узкой специализации. Мы

**Структура пассивов
на 30.06.2007**



Источник: отчетность по МСФО за 6 месяцев 2007 года

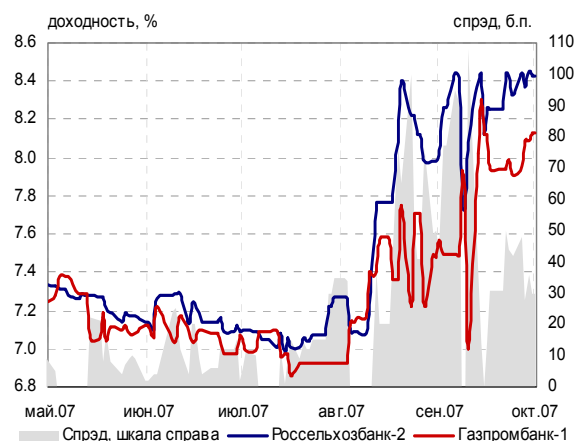
Долговые ценные бумаги банка, \$ млн.

	30.06.07	31.12.06	31.12.05
Еврооблигации	2614.5	1051.3	248.3
Рублевые бумаги	783.0	380.5	248.3
Векселя	1707.7	1452.1	248.3
Всего	5105.2	2883.9	745.0

Источник: данные банка, расчеты Банка Москвы

решили, что вполне уместно сравнение РСХБ с Газпромбанком в силу принадлежности банков государству (напрямую и опосредованно), схожести структуры акционеров и масштабов операций (оба банка входят в десятку крупнейших банков страны). К тому же оба банка имеют активно торгующиеся и довольно ликвидные рублевые выпуски в обращении.

По дюрации сопоставимы выпуски Россельхозбанк-2 и Газпромбанк-1 (3 года). До августа текущего года бумаги показывали приблизительно одинаковую динамику, доходность бумаг колебалась на уровне 7%. Несмотря на то, что доходность РСХБ-2 была, как правило, выше, спрэд не превышал 25 б.п. Начиная с августа, доходность РСХБ-2 начала расти более высокими темпами, чем доходность выпуска Газпромбанк-1, в результате спрэд в какой-то момент даже достиг 100 б.п. В последнее время доходность РСХБ-2 составляет 8.3-8.4%, Газпромбанк-1 – 7.9-8.1% (спрэд стабилизировался на уровне 30-40 б.п.).



Выпуски в обращении

Россельхозбанк – активный заемщик на рынке рублевого и валютного долга. На данный момент в обращении находятся три выпуска рублевых облигаций банка, размещение четвертого выпуска запланировано на 10 октября. Кроме того, в обращении находятся пять выпусков еврооблигаций, один из которых номинирован в швейцарских франках.

Из трех рублевых выпусков банка внимание инвесторов в большей степени обращено к более ликвидным РСХБ-2 и РСХБ-3.

Второй выпуск рублевых облигаций РСХБ, размещенный в феврале 2006 г., активно торгуется с доходностью 8.5% и дюрацией 3 года. РСХБ-3 начал торговаться в апреле текущего года. Выпуск является весьма ликвидным – торговый оборот в сентябре-октябре превысил 2 млрд руб. (\$80 млн). Доходность бумаги колеблется в интервале 8.3-8.6%, дюрация составляет 2.2 года.

Квасисуверенный характер рублевых бондов РСХБ и высокая дюрация третьего выпуска сделали бумагу излюбленным инструментом среди западных инвесторов, а также спекулянтов. В связи с этим РСХБ-3 стал одним из наиболее ожесточенно продаваемых активов в разгар мирового кризиса ликвидности – еще в начале августа выпуск торговался с доходностью 7%, падение в цене составило 275 б.п.

Прайсинг

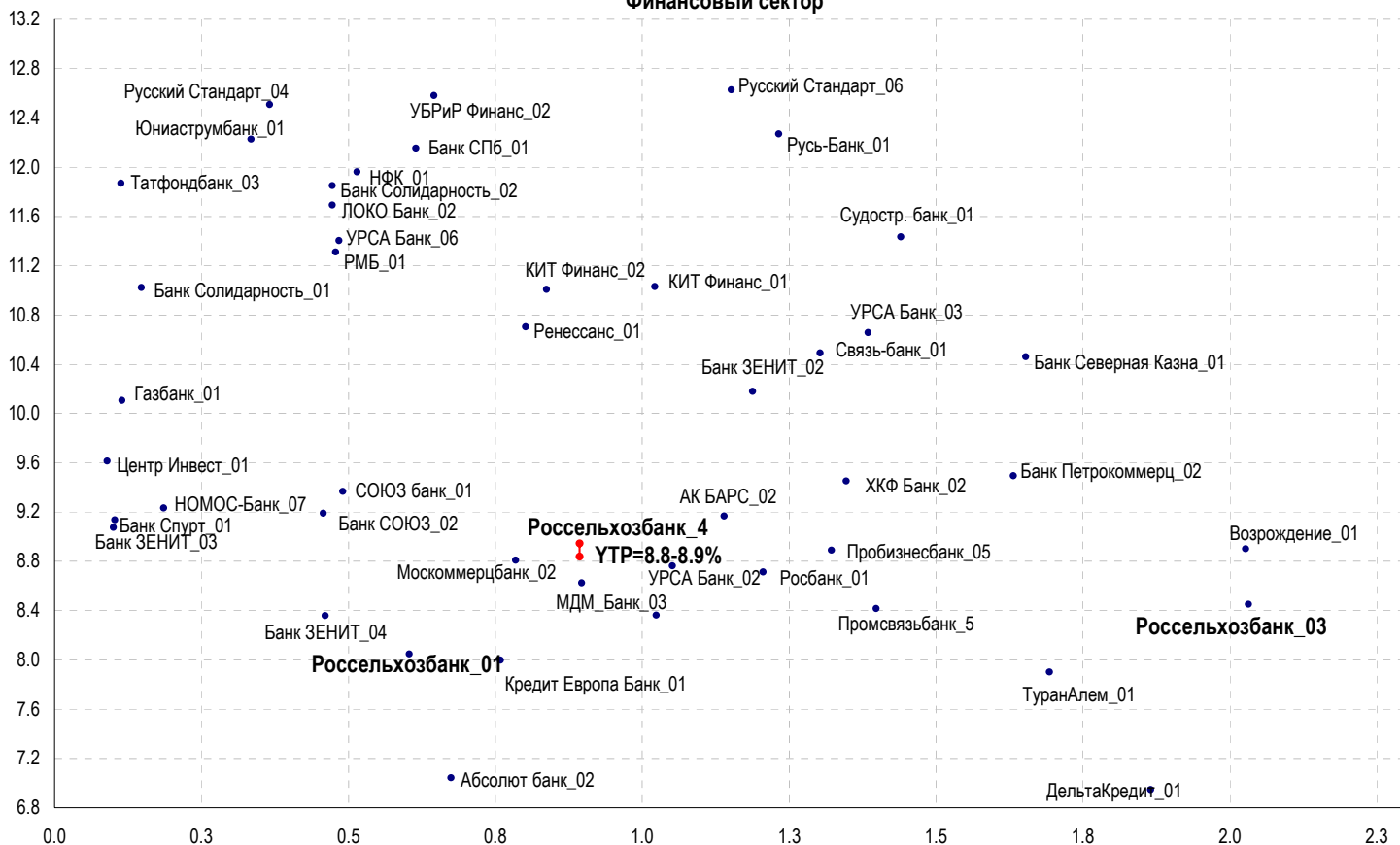
Организаторы ориентируют рынок на купон по облигациям в размере 8.6-8.7%, доходность к годовой оферте, соответственно, составит 8.8-8.9%. Таким образом, премия размещаемого выпуска к кривой обращающихся бондов РСХБ составит около 60-80 б.п. Данные условия выглядят довольно привлекательными, тем более что в отличие от более длинных выпусков РСХБ-2 и РСХБ-3, дюрация РСХБ-4 составит менее 1 года.

Мы позитивно относимся к размещению и считаем, что анонсированная доходность сможет привлечь внимание участников к аукциону. На наш взгляд, подобный выпуск является хорошим защитным активом высокого кредитного качества – низкая дюрация ограничит даунсайд выпуска на вторичном рынке.

\$ млн	Россельхозбанк	Газпромбанк
Активы	7 010.0	31 668.5
Обязательства	6 177.1	25 018.3
Собственный капитал	832.8	6 650.1
Чистые процентные доходы	303.9	448.4
Прибыль до налогов	43.3	2 074.7
Чистая прибыль	31.4	1 557.7

Данные: отчетность по МСФО за 2006 г.

Финансовый сектор



Источник: Reuters, Банк Москвы

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Телекоммуникации

Мусиенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Химия, минеральные удобрения

Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Стратегия

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Электроэнергетика

Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Металлургия

Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Начальник отдела анализа рынка облигаций

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Кредитный анализ

Крутько Максим
Krutko_MV@mmbank.ru

Стратегия

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Кредитный анализ

Залеская Анастасия
Zaleskaya_AV@mmbank.ru

Стратегия

Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.