


ГАЗПРОМБАНК

Росгосстрах: национальный чемпион страхового рынка

Параметры выпуска

Эмитент	000 «Росгосстрах»
Объем, млрд руб.	4
Погашение	2015 г.
Оферта	2-3 года
Ставка купона	9,5–10,5%
Доходность, УТР	9,73–10,78%
Организаторы	Газпромбанк, Ренессанс Капитал

- Крупнейшая страховая компания в России.** Росгосстрах – крупнейший игрок на российском страховом рынке по объему собираемых страховых премий, имеющий один из наиболее узнаваемых брендов в отрасли и наиболее широкую сеть продаж по стране (4,5 тыс. точек продаж), уступающую лишь Почте России и Сбербанку. В кризисный 2009 год РГС удалось увеличить долю рынка за счет перетока клиентов от мелких и средних страховых компаний.
- Акцент на розничном сегменте.** Существенная часть результата по страховой деятельности формируется за счет продуктов, ориентированных на розничный сегмент: ОСАГО и страхование имущества физлиц. Спрос на эти виды страхования является производным от общей динамики потребительского спроса в стране. Вместе с тем, как показал прошлый год, он гораздо менее чувствителен к резкому сокращению уровня доходов.
- Инвестиционный портфель: большая доля ликвидных активов.** Мы отмечаем достаточно существенную долю в инвестиционном портфеле РГС ликвидных активов – депозитов и векселей банков, а также денежных средств.
- Долг: страховая компания не нуждается в левеидже для финансирования текущего бизнеса...** В отличие от корпоративных заемщиков, страховые компании не нуждаются в заемных средствах для финансирования текущего бизнеса. В рамках финансовой модели страхового бизнеса выплаты по страховым случаям финансируются из собираемых премий, при этом любой непредвиденный рост расходов (любое резкое снижение премий) покрывается создаваемыми резервами.
- ...но заемные средства нужны для экстенсивного роста.** В 2008–2009 гг. Росгосстрах активно инвестировал в рост бизнеса за счет новых приобретений, которые финансировались за счет заемных средств. Мы отмечаем достаточно благоприятную структуру долга с точки зрения срочности и умеренные риски ликвидности, благодаря большой доле ликвидных активов на балансе.

Росгосстрах: ключевые финансовые показатели, млн руб.

	2008	2009	Изм., % г/г	1 кв 2010	2010П
Страховые премии	55 863	61 252	10%	13 903	69 276
Страховые выплаты	-26 636	-32 511	22%	-8 489	-32 184
Технический результат	16 025	13 850	-14%	6 487	17 066
Административные расходы	-14 882	-13 691	-8%	-3 324	-14 740
Инвестиционный доход	2 142	5 761	169%	698	4 039
ЕБИТДА	3 034	5 468	80%	3 762	5 924
Проценты	-1 457	-2 252	55%	-543	-2 523
Чистая прибыль	1 209	-745	-162%	1 690	1 983
Денежные средства	10 578	13 278	26%	4 255	8 715
Инвестиции	58 180	77 235	33%	56 843	60 527
Дебиторская задолженность	27 021	18 558	-31%	22 433	23 441
Итого активы	100 443	113 645	13%	111 731	121 685
Собственный капитал	16 360	24 957	53%	27 278	26 941
Кредиторская задолженность	12 960	11 931	-8%	20 048	14 158
Кредиты и займы	29 182	29 427	1%	19 799	23 871

*2008, 2009 гг. – управленческая отчетность Группы, 1 кв 2010 г. – отчетность 000 «Росгосстрах» с корректировкой финансовых вложений на вложения в акции ЗАО «Китеж», 2010 г. – прогноз компании

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



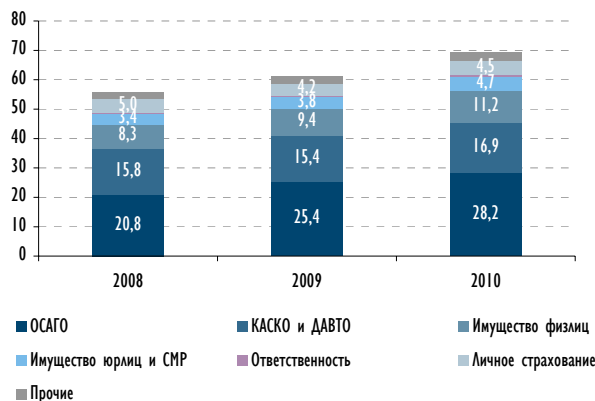
Крупнейшая страховая компания в России с акцентом на розничный сегмент

Росгосстрах — крупнейший игрок на российском страховом рынке по объему собираемых страховых премий

ОСАГО — ключевой продукт с точки зрения доли в страховом портфеле

Росгосстрах — крупнейший игрок на российском страховом рынке по объему собираемых страховых премий, один из наиболее узнаваемых брендов в отрасли и наиболее широкую сеть продаж по стране (4,5 тыс. точек продаж), уступающую лишь Почте России и Сбербанку. Страховой портфель РГС сконцентрирован на розничных видах страхования: наибольшая доля в общем объеме собираемой страховой премии приходится на ОСАГО (41% по итогам 2009 года). Росгосстрах — абсолютный лидер в России по этому продукту с долей рынка почти 30%.

Динамика страховой премии Группы Росгосстрах, 2008–2010 гг.



Структура страховой премии, 2009 г.



Источник: данные компании

Источник: данные компании

РГС показал рост страхового портфеля в кризис за счет перетока клиентов от мелких и средних страховщиков

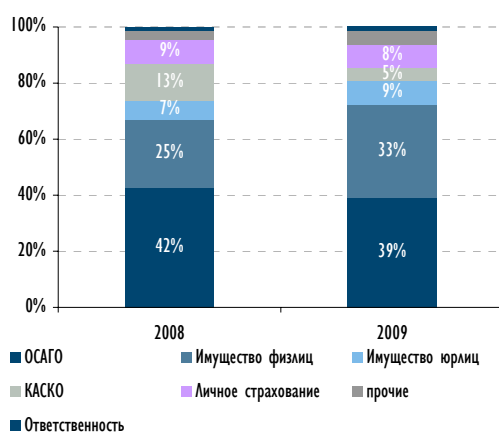
Мы отмечаем, что рост премий по ОСАГО на 22% стал основным драйвером роста страхового портфеля в прошлом году: на фоне перетока клиентов от мелких и средних страховщиков Группа РГС несмотря на кризис смогла увеличить долю рынка с 10,8% до 13,2%.

Хотя ОСАГО проигрывает некоторым другим страховым продуктам с точки зрения соотношения выплачиваемых компенсаций и собираемых страховых премий (показатель убыточности), этот вид страхования является одним из наиболее массовых и характеризуется низкими затратами на привлечение новых клиентов.

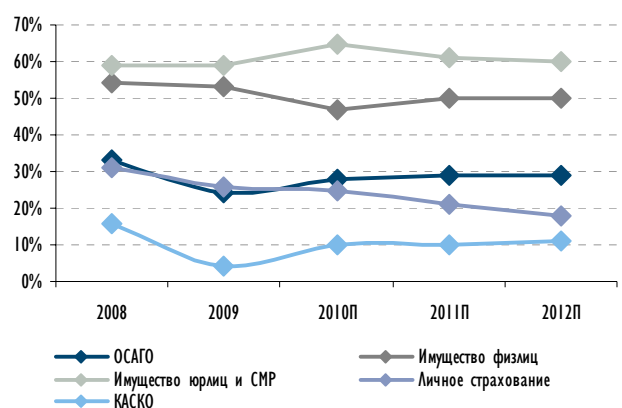
ОСАГО и страхование имущества физлиц формируют существенную часть технического результата по страховой деятельности

В целом ОСАГО формирует около 40% общего технического результата Группы от страховой деятельности (прибыль по страховой деятельности, остающаяся после осуществления выплат, отчислений в резервы и расходов на привлечение), еще 33% добавляет высокорентабельное страхование имущества физических лиц.

Структура технического результата* по видам страхования



Технический результат по отдельным видам страхования, % от заработанной премии



*заработанная премия минус состоявшиеся убытки (за вычетом доли перестраховщиков и резервов убытков), минус затраты на заключение договоров

Источник: данные компании

Источник: данные компании



Спрос на ключевые продукты Росгосстраха является производным от общей динамики потребительского спроса в стране...

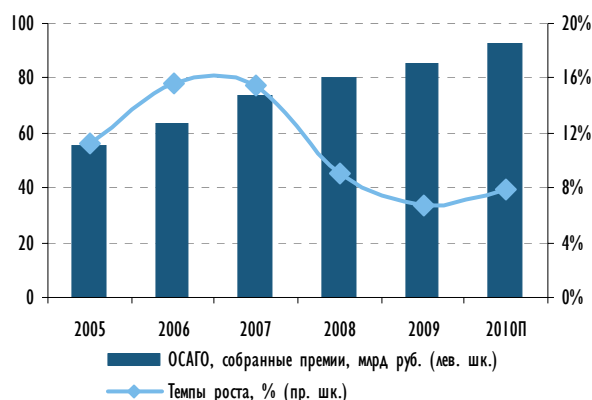
Динамика собираемых премий по двум ключевым для Росгосстраха продуктам напрямую связана с общей динамикой доходов населения и потребительского спроса в стране. В частности, спрос на ОСАГО фактически является производным от спроса на автомобили, а спрос на страхование имущества физлиц – производным от спроса на жилую недвижимость (существенная доля этого вида страхования обеспечивается ипотечными сделками).

... Вместе с тем он гораздо менее чувствителен к резкому сокращению уровня расходов потребителей

При этом спрос на страховые продукты менее чувствителен к резкому сокращению расходов населения. В частности, даже заметное падение продаж автомобилей, как правило, приводит лишь к замедлению роста общего автопарка в стране, от которого зависит количество продаваемых каждый год полисов ОСАГО. В кризисный прошлый год объем собираемых премий хотя и снизился, но по-прежнему был выше 5% (чему в том числе поспособствовало повышение тарифа для ряда регионов).

По сравнению с ОСАГО, динамика рынка страхования имущества физлиц в прошлом году была больше подвержена влиянию провала в спросе на недвижимость – в то же время снижение общего объема премий в России не превысило 5%, что можно считать умеренным показателем. Негативный эффект снижения первичного спроса со стороны клиентов банков по ипотеке сглаживается долгосрочным характером ипотечных кредитов, предполагающих регулярную пролонгацию страховки, вкуче с существенным объемом застрахованного имущества в предыдущие годы высокого спроса.

Динамика собранных премий по ОСАГО в РФ



Источник: данные компании

Динамика собранных премий по страхованию имущества физлиц в РФ



Источник: данные компании

Анализ доходов и расходов

В целом показатели отчета о прибылях и убытках страховой компании, помимо объема собираемых премий, определяются следующими факторами:

Объем премий, передаваемых перестраховщикам. Дабы защитить бизнес от крупных убытков, страховые компании передают часть рисков, как правило, предполагающих большие страховые суммы, другим участникам рынка. Как следствие, часть общих собранных премий и сделанных выплат приходится на долю перестраховщиков. Мы отмечаем, что в случае с Росгосстрахом доля передаваемых перестраховщикам премий по рыночным меркам довольно мала (5–6% в 2008–2009 гг.), так как основные клиенты компании – физические лица, что ограничивает количество крупных рисков. При этом около 50% переданной перестраховщикам премии приходится на компании с инвестиционным уровнем кредитного рейтинга.

Изменение резервов. Специфика страхового бизнеса предполагает наличие у компании существенных резервов, за счет которых она должна быть способна покрыть любой непредвиденный рост убытков (резерв убытков) или резкий провал в объеме собираемых премий (резерв незаработанной премии). Резервы формируют существенную часть пассивов Росгосстраха и покрывают около 140% годовых выплат (данные прошлого года). Компания регулярно отчисляет в резерв



часть премий в соответствии с нормами законодательства, а также собственными оценками, основанными на детальном анализе убытков по каждому виду страхования. Как правило, рост бизнеса сопровождается увеличением резервов, отражаемым с минусом в отчете о прибылях и убытках.

Мы отмечаем, что изменения резервов могут исказить финансовые показатели компании. В частности, в 1кв2010 г. РГС сократил резервы благодаря переоценке статистики урегулирования убытков после объединения региональных «дочек» в одну большую компанию. По сути техническая операция привела к разовому росту прибыли, не отражающему реальное снижение убыточности – эффект, который, по оценкам компании, должен сойти на нет по итогам года.

Ключевые статьи отчета о прибылях и убытках РГС (управленческая отчетность), Основные статьи отчета о прибылях и убытках, % к заработанной премии млн руб.

	2008	2009	1кв2010	2010П
Заработанная премия (премии за вычетом доли перестраховщиков и созданных резервов)	49 322	56 078	14 755	59 236
Страховые премии, всего	55 863	61 252	13 903	69 276
Страховые выплаты, всего	-26 636	-32 511	-8 489	-32 184
Изменение доли перестраховщиков, нетто	-2 493	-2 314	-523	-2 753
Изменение резервов (РНП и РУ)	-4 494	-5 645	3 022	-8 583
Затраты на заключение договоров	-6 216	-6 932	-1 427	-8 689
Технический результат*	16 025	13 850	6 487	17 066
Административные расходы	-14 882	-13 691	-3 324	-14 740
Инвестиционный доход	2 142	5 761	698	4 039
EBITDA	3 034	5 468	3 762	5 924
Проценты	-1 457	-2 252	-543	-2 523
Прочие доходы / расходы**	406	-3 868	-821	-346
Чистая прибыль	1 209	-745	1 690	1 983

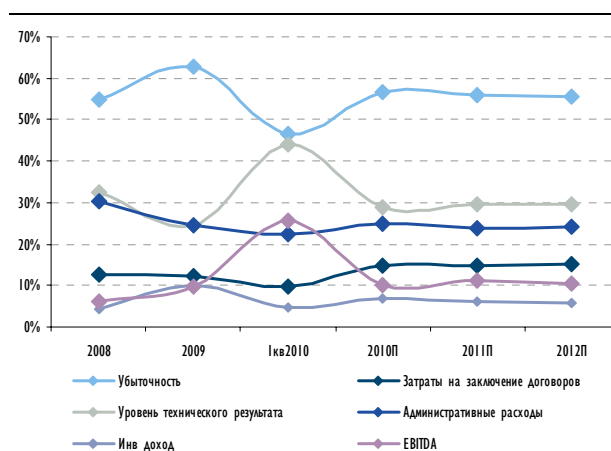
*заработанная премия минус состоявшиеся убытки (за вычетом доли перестраховщиков и резервов убытков), минус затраты на заключение договоров

**в основном неденежные статьи – списание дебиторской задолженности и непополненной премии по заключенным договорам

Источник: данные компании

Обратная сторона лидерства РГС на розничном рынке страхования – внушительные административные расходы

Существенная часть финансового результата РГС после вычета управленческих издержек формируется за счет процентов по депозитам и векселям



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Затраты на заключение договоров. По оценкам РГС, в перспективе ближайших нескольких лет аквизиционные расходы относительно собираемых премий будут расти по мере усиления конкуренции в отрасли. Кроме того, РГС планирует увеличить долю в портфеле более рентабельных имущественных видов страхования, которые традиционно требуют больше расходов на привлечение. При этом в целом расходы на заключение договоров у Росгосстраха ниже, чем у других российских страховых компаний, благодаря большой доле ОСАГО в портфеле.

Административные расходы. Административные издержки (главным образом расходы на персонал, аренду и ИТ) – наиболее существенная статья затрат Росгосстраха, на финансирование которой в прошлом году ушла существенная часть технического результата (прибыль от страхования за вычетом доли перестраховщиков и изменения резервов, а также расходов на андеррайтинг). Существенные административные расходы – обратная сторона лидерства РГС на розничном рынке страхования.

С позитивной стороны, мы отмечаем, что Росгосстрах показал хороший уровень контроля над издержками в прошлом году, сократив управленческие расходы с 27% от общего объема собранных премий до 22%. Положительный эффект на уровень издержек оказала проведенная в течение прошлого года реорганизация бизнеса, в результате которой региональные подразделения (ранее – отдельные юрлица) были объединены в единую компанию: это позволило



устранить дублирующие функции и заметно сократить персонал. Кроме того, в прошлом году компания инвестировала средства в развитие IT-инфраструктуры.

Инвестиционный доход. Существенная часть финансового результата РГС после вычета управленческих издержек формируется за счет инвестиционного дохода от размещения резервов. Мы отмечаем, что в случае РГС стабильность данной статьи доходов не вызывает у нас существенных опасений, учитывая относительно консервативную структуру инвестиционного портфеля: большая часть доходов приходится на проценты по депозитам и банковским векселям.

Структура инвестиционного портфеля: большая доля ликвидных активов

В качестве позитивного момента мы отмечаем достаточно существенную долю ликвидных активов в инвестиционном портфеле компании – по состоянию на конец 1 кв 2010 г. около 35% приходилось на векселя и банковские депозиты с возможностью досрочного изъятия средств (в основном в крупных российских банках, а также в аффилированном с РГС Русь-Банке), еще порядка 7% составляли денежные средства.

Объем торговой позиции в акциях за последние 2 года не превышал 5% от общего объема инвестиционного портфеля. При этом существенная часть инвестированных средств приходится на стратегические вложения в акции дочерних страховых компаний, приобретенных в 2008–2009 гг., а также в Русь-Банк, контролируемый акционерами Росгосстраха (доля менее 20%).

Структура инвестиционного портфеля РГС*, млн руб.

	2008	2009	1 кв 2010
Акции	4,6	38,5	21,4
стратегические вложения	1,3	38,3	19,5
торговый портфель	3,3	0,2	1,9
Векселя и банковские депозиты	20,5	20,2	21,2
в т. ч. Русь-Банк	4,9	5,9	3,2
Облигации	7,6	3,3	6,6
Вклады в УК и паи фондов	2,5	3,3	3,3
Векселя и займы выданные	23,0	12,0	4,3
Итого финансовые вложения	58,2	77,2	56,8
Денежные средства	10,6	13,3	4,3
Итого	68,8	90,5	61,1

*2008, 2009 гг. – управленческая отчетность Группы, 1 кв 2010 г. – отчетность ООО «Росгосстрах» с корректировкой финансовых вложений на вложения в акции ЗАО «Китеж»

Источник: данные компании

Более 40% инвестиционного портфеля РГС приходится на векселя/депозиты в банках и денежные средства

Вложения в недвижимость – элемент агрессивной инвестиционной стратегии...

Несмотря на большую долю депозитов в портфеле, в целом инвестиционную стратегию Росгосстраха в последние несколько лет нельзя назвать консервативной. Помимо приобретения профильных активов (акций страховых компаний), Группа активно инвестировала в операции с недвижимостью.

По состоянию на конец прошлого года в составе «стратегических инвестиций» РГС отражал вложения в акции дочерней компании ЗАО «Китеж» (19 млрд. руб.), единственным активом которой был бизнес-центр класса А в центре Москвы общей площадью 100 тыс. кв. м. В течение первого полугодия «дочка» была присоединена к ООО «Росгосстрах», в результате чего недвижимость стала отражаться в составе основных средств. Строительство осуществлялось в том числе за счет выданных займов Росгосстраха. Аналогичным образом РГС финансирует проекты на рынке недвижимости в регионах, связанные с расширением сети.



Переход вложений в бизнес-центр на баланс позволит компании сэкономить на административных издержках – РГС занимает часть офисов в здании (12 тыс. кв. м. из общей арендуемой площади 66 тыс. кв. м.). Оставшуюся площадь Росгосстрах предполагает сдавать в аренду: к концу года РГС ожидает найти арендаторов на 85% площадей. Мы отмечаем, что планам компании может воспрепятствовать довольно существенное предложение на московском рынке офисной недвижимости, где доля вакантных площадей в сегменте офисов класса А, по оценкам отраслевых экспертов, превышает 20%.

Долг: страховая компания не нуждается в левеидже для финансирования текущего бизнеса...

Страховой бизнес «самодостаточен» в финансировании текущей деятельности...

В отличие от корпоративных заемщиков, периодически покрывающих дефицит оборотного капитала за счет заемных средств, страховой бизнес с этой точки зрения «самодостаточен». В рамках финансовой модели страховой компании выплаты по страховым случаям финансируются из собираемых премий, при этом любой непредвиденный рост расходов (или резкое снижение премий) покрывается создаваемыми резервами – в особенности если в структуре резервов заметную долю занимают высоколиквидные активы.

...но заемные средства нужны для экстенсивного роста

...в то же время экстенсивный рост в 2008–2009 гг. компания финансировала за счет внешних займов

В то же время потребность в заемном капитале возникает, когда компания развивается за счет экстенсивного роста, приобретая активы. А в 2008–2009 гг. Росгосстрах сделал ряд крупных приобретений, в числе которых 51% акций СГ «Капитал» (российская компания, специализирующаяся на корпоративном страховании), 100% СК «Гривидна» (входит в пятерку крупнейших на украинском рынке), 100% СК «Русский Мир» (страховая компания, имеющая сильные позиции в Северо-Западном регионе). Кроме того, Росгосстрах активно инвестировал в развитие сети представительств и совершенствование IT-инфраструктуры.

Финансирование стратегии роста потребовало увеличения кредитного плеча: по состоянию на май кредитный портфель ООО «Росгосстрах» составлял порядка 17 млрд руб.

Долговой портфель ООО «Росгосстрах» по состоянию на май 2010 г., млрд руб.

Кредитор	Сумма долга	Погашение
ВТБ	6,5	янв. 2013 – дек. 2015
векселя	5,4	2011–2012
Русь-Банк	1,8	2013
Росбанк	1,4	до авг. 2012
Прочие кредиты и займы	1,8	до I года
Итого	16,9	

*с учетом консолидации долга ЗАО «Китеж», присоединенной к ООО «Росгосстрах»

Источник: данные компании

В структуре долга наиболее существенным обязательством является кредит банка ВТБ на 6,5 млрд руб., выданный в 2009 году под приобретение 51% акций холдинговой компании СГ «Капитал». Кредит имеет льготный период по выплате основной суммы долга и процентов до января 2013 года. Кроме того, существенная доля по состоянию на конец первого квартала приходилась на векселя: на рефинансирование этих обязательств компания планирует направить средства от размещения облигационного займа.

В целом, учитывая довольно существенную долю ликвидных активов на балансе (денежных средств и депозитов, которые компания может закрыть досрочно), риски ликвидности Росгосстраха представляются нам низкими.

**Газпромбанк**117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 74 74**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****Андрей Богданов**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44**Стратегия на фондовом рынке****Андрей Богданов**
Анна Богдюкевич
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdykevich@gazprombank.ru**Макроэкономика****Анна Богдюкевич**
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdykevich@gazprombank.ru**Долговой рынок****Алексей Дёмкин, CFA**
Яков Яковлев
Юрий Тулинов
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 913 74 74 доб. 2 14 17
Yury.Tulinov@gazprombank.ru**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru**Управление рынков заемного капитала****Игорь Ешков**
начальник управления
+7 (495) 913 74 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж долговых инструментов****Андрей Миронов**
начальник управления
+7 (495) 428 23 66
Andrei.Mironov@gazprombank.ru**Продажи****Илья Ремизов**
+7 (495) 983 18 80
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Вера Ярышкина**
+7 (495) 980 41 82
Vera.Yaryshkina@gazprombank.ru**Трейдинг****Елена Капица**
+7 (495) 988 23 73
Elena.Kapitsa@gazprombank.ru**Дмитрий Рябчук**
+7 (495) 719 17 74
Dmitriy.Ryabchuk@gazprombank.ru**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромушин**
Дмитрий Котляров
+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов**
Анна Курбатова
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение,
химическая промышленность****Алексей Астапов**
+7 (495) 428 49 33
Alekssei.Astapov@gazprombank.ru**Металлургия****Сергей Канин**
+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@gazprombank.ru**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**
+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**
Юлия Мельникова
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 81
Julia.Melnikova@gazprombank.ru**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов
фондового рынка****Продажи**
Константин Шапшаров
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru**Евгений Терещенко**
+7 (495) 988 24 10
Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru**Мария Братчикова**
+7 (495) 988 24 03
Maria.Bratchikova@gazprombank.ru**Управление рынков фондового капитала****Виталий Зархин**
директор
+7 (495) 988 24 48
Vitaly.Zarkhin@gazprombank.ru**Трейдинг****Валерий Левит**
директор
+7 (495) 988 24 11
Valeriy.Levit@gazprombank.ru**Андрей Чичерин**+7 (495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Максим Малетин**
начальник управления
+7 (495) 983 18 59
Maxim.Maletin@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение сделать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.