

Календарь размещений									
Анонсированная дата	Эмитент	Серия	Объем, млрд руб.	Погашение	Оферта	Тип размещения	Организатор	Ориентир организатора по доходности	Рекомендации НОМОС-БАНКа
16 июля 2010 года	ОАО «Новая Перевозочная Компания»	01	3	10.07.2015	Call option 2.5 года	book-building (сбор заявок с 23 июня по 14 июля 2010 года)	ВТБ Капитал ОТП Банк	9.84-10.38%	от 9.9%
22 июля 2010 года	ОАО «Росгосстрах»	01	4	16.07.2015	2-3 года	book-building (сбор заявок с 30 июня по 20 июля 2010 года)	Газпромбанк Ренессанс Капитал	9.73-10.78%	10.2-10.7%

Новая Перевозочная Компания

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

14 июля 2010 года закрывается книга на размещение дебютного трехмиллиардного выпуска Новой Перевозочной Компании (НПК). Имя Эмитента является новым для инвесторов, что дополнительно добавляет интереса к этому выпуску, особенно на фоне череды эмитентов, имена которых уже далеко не в первый раз звучат на долговом рынке.

На фоне бумаг Трансконтейнера и облигаций СУЭКа с аналогичным рейтингом бонды Эмитента мы считаем привлекательными, начиная от доходности в 9,9%.

Мы относим НПК к сегменту на границе второго и третьего эшелонов. Вместе с тем мы отмечаем, что одной из слабых сторон бонда является структура выпуска, в том числе отсутствие оферты, а так же поручительство головной кипрской компании – Globaltrans inc. (GT). Безусловно, поручительство материнской компании добавляет плюсов, однако учитывая, что место регистрации поручителя – Кипр, предъявление требований к нему, в случае самого негативного развития событий, может быть проблематичным. Учитывая этот факт, а также то, что акцент при размещении делается в основном на бизнесе Globaltrans, мы решили остановиться в нашем обзоре преимущественно на кредитном профиле самого Эмитента – Новой Перевозочной Компании.

Акционеры.

На сегодняшний день единственным акционером НПК является компания Globaltrans Investment, которая является холдинговой компанией для одноименной группы. Помимо НПК в Группу входит БалтТрансСервис (БТС), Севтехтранс, Spacesom и Intorex. Мы отмечаем, что материнская компания отличается высоким уровнем информационной открытости, в том числе публикует отчетность по МСФО на полугодовой основе. Кредитный профиль материнской компании мы оцениваем как достаточно сильный. 2009 год: выручка – 1,163 млн долл., EBITDA – 296 млн долл., долг – 497 млн долл., долг/EBITDAR – 1,25x. Информационная открытость компании, в том числе обусловлена тем, что ее акции обращаются на LSE. Первый опыт публичного размещения у GT был в мае 2008 года. В декабре прошлого года последовало SPO. На сегодняшний день в свободном обращении находится около 30% акций. Оставшийся пакет GT принадлежит компании Н-Транс, бизнес которой был основан на кептинговой компании Северстальтранс, менеджмент которой выкупил её у Алексея Мордашова. Помимо железнодорожного бизнеса в собственности Н-Транс компания Global Ports, которой принадлежит ряд нефтеналивных и контейнерных портовых комплексов, в том числе в Санкт-Петербурге, Находке и Эстонии. Напомним, что с Н-Транс инвесторы должны быть знакомы с учетом двух выпусков CLN, последний из которых компания досрочно погасила в июне 2009 года. На сегодняшний день информация относительно Н-Транс ограничива-

Облигационные выпуски НПК		
Серия	01	02
Эмитент	ОАО «Новая Перевозочная Компания»	
Объем	3 млрд руб.	3 млрд руб.
Статус	book-building	Планируется
Размещение	16.07.2010	2010
Погашение	10.07.2015	2015
Купон	4 раза в год	4 раза в год
Амортизация	равномерная амортизация, начиная с даты 2-го купона, по 5% ежеквартально.	равномерная амортизация, начиная с даты 2-го купона, по 5% ежеквартально.
Оферта	Call option через 2.5 года	n/a
Купон	9.5-10%	-
Доходность	9.84-10.38%	-
Ломбардный список ЦБ	да	да

Источник: Cbonds, данные Компании

Рейтинг эмиссии		
Moody's	B1	предварительно

Источник: Cbonds

ется пресс-релизом Moody's, которое подтвердило групповой рейтинг на уровне ВаЗ и изменило прогноз с «негативного» на «стабильный». Отчетность Н-Транс на сегодняшний день в свободном доступе отсутствует.

Операционный профиль.

Парк Компании на конец прошлого года состоял преимущественно из полувагонов и цистерн. При этом НПК тяготеет к полувагонам, доля которых на конец года составляла около 73%. Общее количество единиц подвижного состава – 23,3 тыс. вагонов, что составляет около 60% общего парка GT. В нынешнем году НПК уже успела пополнить свой парк 954 полувагонами. Также у Компании есть 5 локомотивов.

Как нам сообщили на презентации, на сегодняшний день парк НПК на 80% обременен обязательствами по кредитам и лизингу. Исходя из этого, незаложенными остаются около 4 600 вагонов. Средняя рыночная цена на новый вагон составляет около 55 000 долларов. Учитывая это, а также необходимый дисконт порядка 30–50%, стоимостной эквивалент может составить около 4 млрд руб.

Вместе с тем, ликвидность некоторых видов подвижного состава не всегда однозначна. Так, по нашим данным, в 2008 году возникла ситуация с превышением предложения цистерн над спросом, вследствие чего у ряда компаний отмечались простои парка. Подтверждением такой ситуации, в том числе стало заявление Первой грузовой компании об избытке цистерн, оцениваемом в 14–15 тыс. единиц. Вместе с тем, безусловно важным моментом является тот факт, что перевозка нефтеналивных грузов была наиболее стойкой к кризисным условиям. Так, если суммарно грузооборот в прошлом году снизился на 12%, то перевозки нефтеналивных грузов упали лишь на 2%. В части полувагонов ситуация иная: спрос на этот вид вагонов традиционно достаточно высок вследствие универсальности данного вида транспортных средств.

По итогам прошлого года в структуре перевозимых грузов преимущественно выделяется металл и металлические изделия, на долю которых приходилось свыше 50% от всего грузооборота. Второй статьей в структуре является нефть и нефтепродукты с долей порядка 20%. Мы отмечаем, что если сравнивать грузооборот по итогам 2009 года с отраслевыми результатами, то здесь показатели не только лучше общего итога, но в отличие от 12% падения по сектору НПК удалось достичь 2% роста. Причина этого в основном кроется в 30% росте транспортировки металлов и 65% сокращении перевозок строительных материалов. Слабым моментом операционного профиля, по нашему мнению, остается не очень высокая диверсифицированность клиентской базы. Так, согласно эмиссионным документам на трех клиентов (ЛУКОЙЛ, Евраз и ММК) приходится около 50% выручки, а на каждого из указанных контрагентов порядка 15–17%.

Финансовый профиль.

В отличие от материнской компании НПК не публикует отчетность по международным стандартам, ограничиваясь РСБУ. По итогам первого квартала Компания заработала на грузоперевозках 3,1 млрд руб., что на 4% выше результатов прошлого года. Для сравнения, у ТрансКонтейнера выручка за тот же период составила 4,2 млрд руб. За последний отчетный квартал НПК довольно уверенно нарастила свою прибыльность. Так, если операционная прибыль за 1 квартал 2009 года

Структура парка подвижного состава НПК, 2009 г.



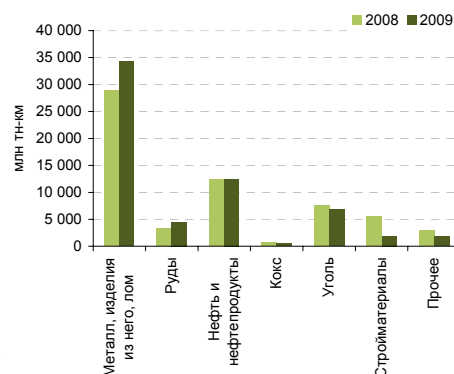
Источник: данные Компании

Структура выручки НПК по клиентам, 2009 г.



Источник: данные Компании

Грузооборот НПК



Источник: данные Компании

составляла 110,6 млн руб., то к концу марта этого года Компании удалось достичь показателя в 738,9 млн руб. Как мы понимаем, такой результат стал следствием роста цен на оказываемые услуги, а также сокращением расходов, в том числе за счет снижения ремонтных работ и лизинговых платежей. В компании причину такого роста нам раскрыть не смогли. Операционная маржа в отчетном периоде подросла с 3,7% в 1 квартале 2009 года до 23,8%. Такой результат находится на докризисных уровнях. По этому показателю НПК уверенно обгоняет ТрансКонтейнер, который по итогам квартала получил норму операционной прибыли в размере 11,2%, хотя по итогам прошлого года ситуация была обратной. Аналогично и остальные показатели имели уверенный рост: EBITDA margin – 25,5% (5,5% 1 кв. '09), рентабельность чистой прибыли – 15,6%.

	НПК (РСБУ)			ТрансКонтейнер (РСБУ)			Globaltrans (IFRS) mio USD		
млн руб.	1К2010	1К2009	%	1К2010	1К2009	%	2009	2008	%
Основные финансовые показатели									
Выручка	3 110	2 983	4%	4 237	3 624	-14%	1 163	1 445	24%
Прибыль от продаж	739	111	>100%	475	234	-51%	229	288	26%
EBITDA	793	165	>100%	1 055	813	-23%	296	349	18%
EBITDAR	1 011	456	>100%	1 236	994	-20%	340	398	17%
Чистая прибыль	486	-340,71	-	20	10	-51%	121	143	18%
Основные балансовые показатели									
	2009	1 кв. 2010	%	2009	1 кв. 2010	%	2008	2009	%
Активы	9 609	11 974	25%	27 566	27 304	-1%	1 231	1 265	3%
Дебиторская задол-ть	1 837	2 909	58%	6 631	5 900	-11%	133	129	-3%
Финансовый долг, в т.ч.	4 106	5 917	44%	4 520	4 520	0%	224	251	12%
долгосрочный	3 684	5 891	60%	4 520	4 520	0%	134	148	10%
краткосрочный	422	26	-94%	0	0	0%	91	103	14%
Лизинг	4 041	4 036	0%	4 030	4 880	21%	273	199	-27%
Фин. долг/EBITDA	2.55	1.87	-0.68	1.46	1.39	-0.07	0.76	0.72	- 0.04
Фин. долг+лизинг/EBIDAR	3.10	2.46	-0.64	1.22	2.36	1.14	1.25	1.32	0.07
Показатели рентабельности									
	1 кв. 10	1 кв. 09	%	1К2010	1К2009	%	2008	2009	%
Рентабельность продаж	23.8%	3.7%	-20.0%	11.2%	6.4%	4.8%	19.7%	20.0%	0.3%
Рентабельность EBITDA	25.5%	5.5%	-20.0%	24.9%	22.4%	2.5%	25.5%	24.1%	-1.3%
Рентабельность чистой прибыли	15.6%	отриц.	-	0.5%	0.3%	0.2%	10.4%	9.9%	-0.5%

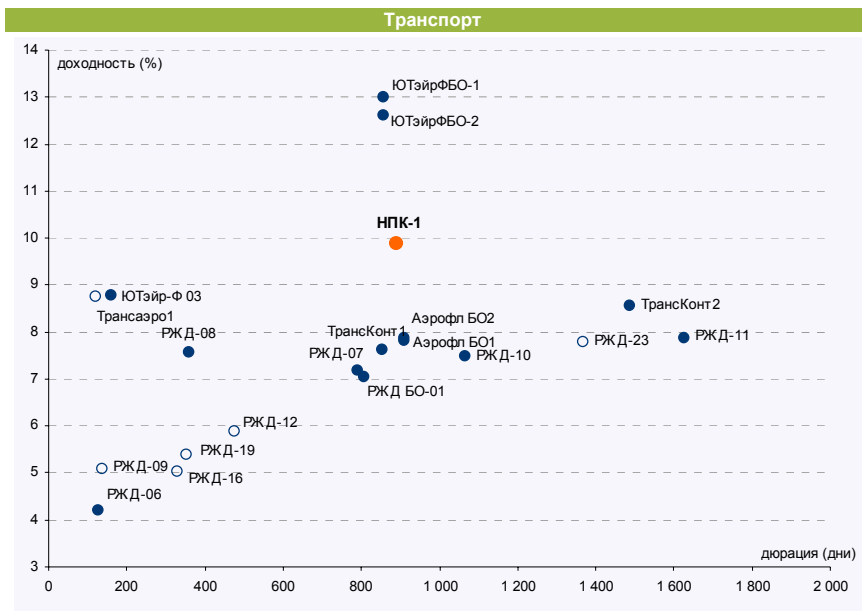
Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКА

В части долга обязательства по кредитам на конец отчетного квартала составляли 5,9 млрд руб. Комфортным является тот факт, что из указанной суммы 5,89 млрд – это кредиты свыше одного года. Основу долга составляют обязательства от Юникредит Банка, Сбербанка и Райффайзенбанка. Соотношение Debt/EBITDA по итогам марта, согласно нашим оценкам, составило 1,9х. Дебютные облигации привлекаются, в том числе для рефинансирования валютных обязательств. На это, по нашим подсчетам, НПК потратит порядка 1 млрд руб., а остальные средства будут направлены на финансирование инвест. программы. Таким образом, долг Компании может вырасти до соотношения в 2,5х. Не стоит также забывать, что у НПК в долговых закромах есть лизинговые обязательства, которые согласно отчетности по РСБУ составляют около 4 млрд руб. Исходя из этого общий финансовый долг НПК на конец марта составлял 9,96 млрд руб., а соотношение Debt/EBITDAR – 2.46, а с учетом нового бонда подтянется к планке в 3х. Вместе с тем, как мы понимаем, лизинговый долг, также как и обязательства по кредитам, носит в основном долгосрочный характер. Последнее может добавить комфорта инвесторам. Вместе с тем, с учетом постепенного восстановления рынка грузоперевозок, вероятно, НПК продолжит пополнение своего вагонного парка, в том числе за счет новых привлечений. Напомним, что у Эмитента помимо размещаемого

бонда есть еще один выпуск на 3 миллиарда рублей. Как мы поняли, со слов менеджмента, на сегодняшний день четких планов по размещению облигаций второй серии нет, однако мы, в свою очередь, не исключаем, что Компания может воспользоваться этим инструментом до конца года. Несколько ограничивающим рост долга фактором может быть наличие ковенант у Globaltrans, в том числе Net Debt/EBITDA, которое, по словам менеджмента, находится в диапазоне 3,5–4х.

Позиционирование

Инвесторам новый бонд предлагается с YTM 9,84–10,38% при дюрации около 2,5 лет. Напомним, что структура выпуска довольно сложная: во-первых, пятилетние облигации сокращают свой срок за счет равномерной амортизации, начиная с даты 2 купона, по 5% ежеквартально. Так же по выпуску предусмотрен Call option через 2,5 года от даты размещения. Мы считаем, что отсутствие Put option в структуре выпуска может несколько снизить интерес к бумагам Эмитента. Самым ближайшим ориентиром для бумаг НПК является дебютные облигации ТрансКонтейнера, последние сделки по которым проходили при YTM 7,64% (02.2013). Напомним, что у компании есть рейтинг BB+/«стабильный» от S&P и Ba2 от Moody's. НПК рейтинговыми оценками похвастаться не может, однако самими облигациям присвоен предварительный рейтинг B1 от Moody's. Такой же рейтинг присвоен бондам СУЭКа на 10 млрд руб., чья книга на этой неделе закрылась с доходностью к трехлетней оферте в 9,35%. По нашему мнению, облигации НПК должны предлагать как минимум порядка 230 б.п. к бондам Трансконтейнера и незначительные 60 б.п. к выпуску СУЭКа. Таким образом, мы рекомендуем участие в выпуске, начиная от планки в 9,9% годовых.



Росгосстрах

На 22 июля 2010 года запланировано размещение дебютных пятилетних облигаций ООО «Росгосстрах» серии 01 объемом 4 млрд руб., которое проходит по схеме book-building. На встрече с инвесторами, посвященной размещению выпуска, организаторы займа сообщили, что 30 июня 2010 года параллельно было открыто две книги заявок по выпуску, отличающихся офертой через 2 и 3 года, закрытие которых состоится 20 июля. Диапазон ориентира по купонной ставке составляет 9,5–10,5% годовых (УТР 9,73–10,78% годовых к оферте 2–3 года). Размещение выпуска на ММВБ намечено в котировальном списке «В». Стоит отметить, что на данном этапе облигации Компании не претендуют на место в Ломбардном списке ЦБ, в том числе из-за отсутствия кредитных рейтингов от международных агентств. Средства, полученные от размещения облигаций, Компания планирует направить на рефинансирование текущих обязательств. У Эмитента также имеется еще один зарегистрированный выпуск облигаций серии 02 объемом 5 млрд руб.

В свою очередь, мы рекомендуем принять участие в размещении облигаций Росгосстраха серии 01 ближе к верхней границе ориентира доходности, обозначенного организаторами выпуска, поскольку нижняя граница названного диапазона соответствует доходности обращающихся бумаг эмитентов финансового сектора (МКБ–8, СКБ–Банк БО–4, Русь–Банк–4), причем из Ломбардного списка ЦБ и с более короткой дюрацией. Таким образом, облигации данных банков могут выступить неплохой альтернативой первичному предложению РГС на нижних уровнях ориентира.

Вкратце о Росгосстрахе

Росгосстрах (РГС) – крупнейший игрок российского рынка страхования по размеру собираемых страховых премий (с долей более 13%), обладающий самой широкой сетью продаж и наиболее узнаваемым брендом. Бизнес Компании представлен тремя основными направлениями: «Розничное страхование» (59% всего объема страховых премий), «Корпоративное страхование» (12%) и «Партнерские продажи» (29%). В «розничный» бизнес-сегмент Росгосстраха входит 83 региональные дирекции, 4,5 тыс. точек продаж и более 46 тыс. агентских каналов, «корпоративный» сегмент объединяет около 1 тыс. менеджеров продаж, а «партнерские продажи» обеспечивают 150 банков-партнеров, 1,5 тыс. – автосалонов, 150 – лизинговых компаний. Стоит отметить, что в кризисный 2009 год ритейл заметно усилил свои позиции в структуре бизнеса Росгосстраха, увеличив свою долю на 2,6 п.п. до 59,1%. Причиной этого стал отказ небольших страховых компаний от ОСАГО из-за высокой убыточности данного продукта. В результате, по словам руководства РГС, в Компании был отмечен приток новых клиентов по данному сегменту бизнеса.

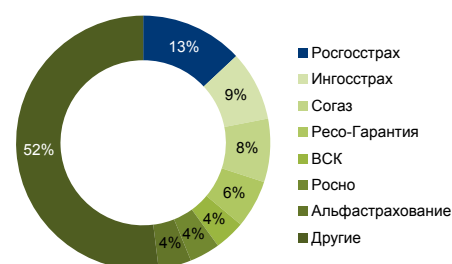
В настоящее время клиентская база Компании насчитывает порядка 25 млн розничных и более 250 тыс. корпоративных клиентов. Страховой портфель Росгосстраха по итогам 1 квартала 2010 года на 41,4% был представлен ОСАГО, на 25,9% – КАСКО и на 19,1% – страхованием имущества юр. и физ. лиц. В абсолютном выражении технический результат Компании в основном обеспечивают: ОСАГО – за счет существенной доли в портфеле, а также имущественное страхование – благодаря высокой рентабельности (в среднем не ниже 50%).

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

Облигационные выпуски ООО «Росгосстрах»		
Серия	01	02
Эмитент	ООО «Росгосстрах»	
Объем	4 млрд руб.	5 млрд руб.
Статус	book-building	Планируется
Размещение	22.07.2010	2010
Погашение	16.07.2015	2017
Купон	2 раза в год	2 раза в год
Оферта	2-3 года	н/а
Доходность	9.73-10.78%	-
Ломбардный список ЦБ	нет	нет

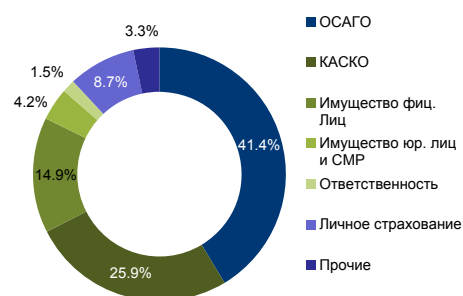
Источник: Cbonds, данные Компании

Крупнейшие игроки рынка страхования, доля в %



Источник: данные Компании

Структура страхового портфеля Росгосстраха (1 кв. 2010г.)



Источник: данные Компании

В 2009 году Росгосстраху был подтвержден рейтинг «Эксперт РА» «А++» («исключительно высокий уровень надежности»). При этом рейтинги от международных агентств у Компании отсутствуют.

РГС находится в процессе консолидации компаний Группы в единую компанию. Так, в декабре 2009 года был завершен проект создания на базе 10 региональных компаний единой операционной компании федерального уровня. Наряду с Россией Росгосстрах активно развивает свой бизнес в Украине, Молдавии, Армении, для чего в частности была приобретена страховая компания «Провидна» – крупный игрок на украинском страховом рынке (433 офиса в 398 городах Украины).

Финансовый профиль

На встрече с инвесторами Росгосстрахом был предоставлен презентационный материал с финансовыми данными Компании за 2008–2009 годы и 1 квартал 2010 года на основе РСБУ (неконсолидированная отчетность). При этом, по словам руководства РГС, Компания планирует готовить отчетность по МСФО уже в 2011 году. Среди ключевых моментов финансового состояния Росгосстраха в 2009 году мы выделяем:

– **Увеличение сбора страховых премий.** Несмотря на экономическую нестабильность в стране, РГС в 2009 году показал рост сбора страховых премий на 9,6% до 61,3 млрд руб., заработанной премии (страховые премии «–» переданные перестраховщикам премии и сформированные резервы) – на 13,7% до 56,1 млрд руб. Достичь положительной динамики данных финансовых показателей удалось преимущественно за счет ОСАГО, КАСКО и страхования имущества физических лиц. Как неудивительно, но кризис в 2009 году был «на руку» Компании в части сбора страховых премий по ключевому продукту ОСАГО, который, несмотря на «провал» рынка автомобильных продаж в минувшем году, показал прирост, главным образом за счет притока новых клиентов, которые перешли от небольших страховых компаний, отказавшихся от ОСАГО из-за его высокой убыточности. При этом Росгосстраху удается поддерживать убыточность данного продукта на приемлемом уровне за счет масштабов бизнеса и широкой сети точек продаж. В то же время руководство РГС ожидает повышение тарифа по ОСАГО уже в этом году, который не менялся с 2003 года, что может положительно сказаться на рентабельности данного сегмента. В свою очередь, имущественное страхование физических лиц в разрезе поступления страховых премий в 2009 году показало неплохую устойчивость на фоне стагнации продаж на рынке жилья, что было обусловлено долгосрочным характером отношений с клиентами, которые приобретали недвижимость в ипотеку. В то же время ситуация с имущественным страхованием юридических лиц обстояла хуже, поскольку корпоративные клиенты отреагировали на кризис быстрее, пытаясь всячески минимизировать свои расходы, в том числе и на выплате страховых премий. В результате, в данном сегменте страхования существенно усилилась конкуренция между страховыми компаниями, что стало причиной падения тарифов. В 1 квартале 2010 года размер страховых премий у Компании составил 13,9 млрд руб.

– **Рост убыточности страховых продуктов.** В 2009 году у Росгосстраха был отмечено увеличение убыточности страховых продуктов – состоявшиеся убытки в целом по Компании за минувший год возросли на 30,3% до 35,3 млрд руб. Причем, увеличение убыточности в основном проявилось по КАСКО и ключевому продукту – ОСАГО, что было обусловлено ростом частоты обращения по страховым случаям и

Финансовые результаты РГС по РСБУ в 2008-2010 годы				
млрд руб.	1 кв. 2010	2009	2008	2009/08
Основные финансовые показатели				
Страховые премии	13.9	61.3	55.9	9.6%
<i>Переданные перестраховщикам</i>	-0.6	-3.4	-2.7	24.5%
Итого заработанная премия	14.8	56.1	49.3	13.7%
Страховые выплаты	-6.8	-35.3	-27.1	30.3%
Затраты по заключению договоров	-1.4	-6.9	-6.2	11.5%
Технический результат	6.5	13.9	16.0	-13.6%
Административные расходы	-3.3	-13.7	-14.9	-8.0%
Инвестиционный доход	0.7	5.8	2.1	169.0%
EBITDA	3.8	5.5	3.0	80.2%
Чистая прибыль	1.7	-0.7	1.2	-161.6%
Активы	111.7	113.6	100.4	13.1%
Денежные средства	4.3	13.3	10.6	25.5%
Инвестиции	56.8	77.2	58.2	32.8%
Дебиторская задол-ть	22.4	18.6	27.0	-31.3%
Собственный капитал	27.3	25.0	16.4	52.5%
Кредиты и займы, в т.ч.	19.8	29.4	29.2	0.8%
долгосрочные	18.1	n/a	n/a	-
краткосрочные	1.7	n/a	n/a	-
Кредиторская задол-ть	20.0	11.9	13.0	-7.9%
Показатели эффективности и покрытия долга				
Доходность на капитал	6.20%	-2.99%	7.39%	-
Долг/EBITDA	3.60	5.38	9.62	-
Фин. долг/Активы	0.18	0.26	0.29	-

Источник: данные Компании, расчеты
НОМОС-БАНКА



Источник: данные Компании

* соотношение состоявшихся убытков и
заработанной премии

стоимости ремонтных услуг из-за ослабления рубля и как следствие удорожания импортных запчастей и комплектующих. В 2010 году РГС ожидает улучшения ситуации с убыточностью, чему будет способствовать укрепление рубля и возможное повышение тарифа по ОСАГО.

– **Уменьшение технического результата.** На фоне роста состоявшихся убытков технический результат Компании (заработанная премия «–» состоявшиеся убытки и затраты на заключение договоров) за 2009 год снизился на 13,6% до 13,9 млрд руб., даже несмотря на уменьшение доли затрат по заключению договоров в заработанной премии (с 12,6% до 12,36%). В дальнейшем менеджмент Росгосстраха ожидает увеличения данных расходов в связи с активной работой Компании по продвижению страховых продуктов, в частности наиболее рентабельных имущественных видов страхования.

Кроме того, в отчетном периоде Компания достаточно успешно провела программу снижения административных расходов, которые из-за розничной ориентированности бизнеса Росгосстраха и масштабов сети продаж составляют значительную цифру порядка 14,9 млрд руб. (в 2009 году). За счет сокращения персонала и уменьшения затрат на аренду удельный вес административных издержек в страховых премиях снизился за минувший год с 26,6% до 22,4%.

– **«Техническое» формирование чистого убытка.** Полученный по итогам 2009 года чистый убыток Компании в размере 745 млн руб. носит «технический» характер и связан с «чистой» баланса Росгосстраха в части разового списания просроченной дебиторской задолженности прошлых периодов на сумму 3 млрд руб. Формирование такой задолженности было преимущественно связано с программами многолетнего автострахования, от участия в которых часть клиентов отказалась. По собственным оценкам Компании, к списанию планируется еще 1,5 млрд руб. В то же время отметим, что за январь–март 2010 года Компания получила чистую прибыль в размере 1,69 млрд руб.

– **Достаточный объем резервов.** В целом, на конечный финансовый результат страховых компаний (как в меньшую, так и большую сторону) существенное влияние оказывает обязанность формирования резервов (в соответствии с нормативными требованиями законодательства), которые должны покрывать либо возможный рост убытков, либо падение сбора страховых премий. Так, у Росгосстраха по итогам 1 квартала 2010 года общий размер страховых резервов составлял 44,5 млрд руб., из них на резервы убытков приходилось 13,4 млрд руб., а на резервы незаработанных премий – 31,1 млрд руб. Вместе с тем, указанного размера резервов вполне было достаточно для покрытия состоявшихся убытков, в частности за 2009 год на сумму 35,3 млрд руб., причем с запасом.

– **Высокую ликвидность инвестиционного портфеля.** Имея право инвестировать средства страховых резервов (в порядке, установленном органом страхового регулирования), Росгосстрах по итогам 2009 года получил неплохой инвестиционный доход в размере 5,8 млрд руб. Причем, инвестиционный портфель Компании по итогам 1 квартала 2010 года на 34% состоял из векселей и депозитов банков, относящихся к топ-30 (около 20,8 млрд руб.) и на 7% – из денежных средств (порядка 4,3 млрд руб.). Все это говорит о достаточно высокой ликвидности инвестиционного портфеля РГС. Вместе с тем, Компания осуществляет рискованные операции, формируя торговый портфель акций, который за

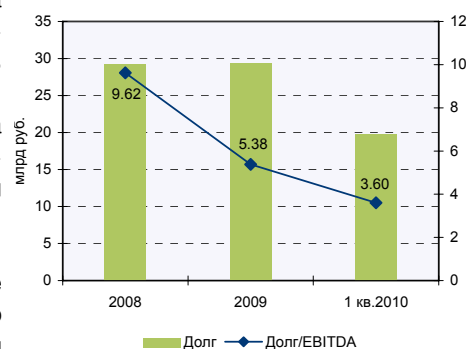


Источник: данные Компании

минувший год сократился с 3,3 млрд руб. до 1,85 млрд руб. (или 3% портфеля). Кроме того, 31% (около 18,9 млрд руб.) всех инвестиций Росгосстраха приходится на стратегические вложения Компании, в том числе в дочерние страховые компании и в недвижимость.

– **Снижение уровня долговой нагрузки. Риски наращивания долга сохраняются.** Финансовый долг Росгосстраха по итогам 2009 года составил 29,4 млрд руб. и был сформирован в результате M&A-активности в 2008–2009 годы, когда Компанией были приобретены 51% акций СГ «Капитал», 100% СК «Провидна» и 100% СК «Русский Мир». Более того, за это время Росгосстрахом была реализована инвестиционная программа по разворачиванию современной IT-платформы, совершенствованию материальной составляющей сети продаж, а также вложению в офисную недвижимость. В результате, уровень долговой нагрузки Компании по итогам 2009 года был достаточно высоким – соотношение Долг/EBITDA составило 5,38х. Тем не менее, за январь–март 2010 года Росгосстраху удалось существенно снизить размер долга на 32,7% до 19,8 млрд руб., что, по нашим оценкам, сказалось и на уменьшении соотношения Долг/EBITDA до 3,6–3,7х. Исходя из временной структуры долга, в течение года Компании предстоит рефинансировать порядка 1,71 млрд руб., на наш взгляд, это не составит для нее особого труда. Кроме того, целью размещения облигационного займа на 4 млрд руб. руководство РГС обозначило замещение краткосрочных долгов. Но учитывая не столь существенную текущую потребность Компании в денежных средствах для исполнения обязательств по долгу (1,71 млрд руб.), размещение облигаций может привести к росту уровня долговой нагрузки Росгосстраха, при этом соотношение Долг/EBITDA, скорее всего, не выйдет за рамки 4х. Отдельно стоит отметить наличие в графике исполнения обязательств Компании пика погашения долга на сумму 9,6 млрд руб., приходящегося на 2012 год, который полностью покрывается хорошей позицией ликвидности: денежными средствами на счетах и депозитами. В то же время у РГС сохраняются риски наращивания долга, поскольку Компания намерена продолжить развитие розничной сети, а также расширять свое присутствие в странах СНГ, на что могут потребоваться дополнительные заимствования.

Долговая нагрузка Росгосстраха в 2008–2010 гг.



Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКА

Позиционирование

В настоящее время на долговом рынке рублевых облигаций отсутствуют выпуски страховых компаний, которые могли бы выступить в качестве ориентира при позиционировании бумаг Росгосстраха. Вместе с тем, по специфике бизнеса и рискам Компания наиболее соотносима с эмитентами финансового сектора. В настоящее время с доходностью 9,73–10,78% годовых (к оферте 2–3 года), которая была предложена организаторами займа Росгосстраха, торгуются выпуски СКБ-Банка серии БО–4 (УТР 9,84% годовых/1,35 года) и МКБ серии 08 (УТР 9,64% годовых/1,2 года). Кроме того, совсем недавно, 29 июня 2010 года, состоялось, на наш взгляд, достаточно показательное для ориентира размещение облигаций Русь-Банка (аффилированного с РГС) серии 04 объемом 3 млрд руб., которое также проходило в формате book-building. По итогам закрытия книги ставка 1 купона по выпуску была определена на уровне 9,5% годовых, что соответствует доходности 9,73% годовых к оферте через 1 год. Спрос на бумаги банка превысил предложение в 1,3 раза.

По масштабам бизнеса (по активам, собственному капиталу) Росгосстрах превосходит рассматриваемые банки, причем ближе всего

Финансы сравниваемых компаний (1 кв. 2010/РСБУ)

млрд руб.	РГС	МКБ	СКБ-Банк	Русь-Банк
Основные финансовые показатели				
Активы	111.7	93.9	55.4	84.9
Собственный капитал	27.3	10.6	6.4	6.8
Соб. капитал/Активы	24.4%	11.3%	11.6%	8.0%
Долг/Пассивы	17.7%	18.4%	5.0%	7.6%
Чистая прибыль	1.69	0.47	0.10	0.06

Источник: данные Компании и банков, расчеты НОМОС-БАНКА

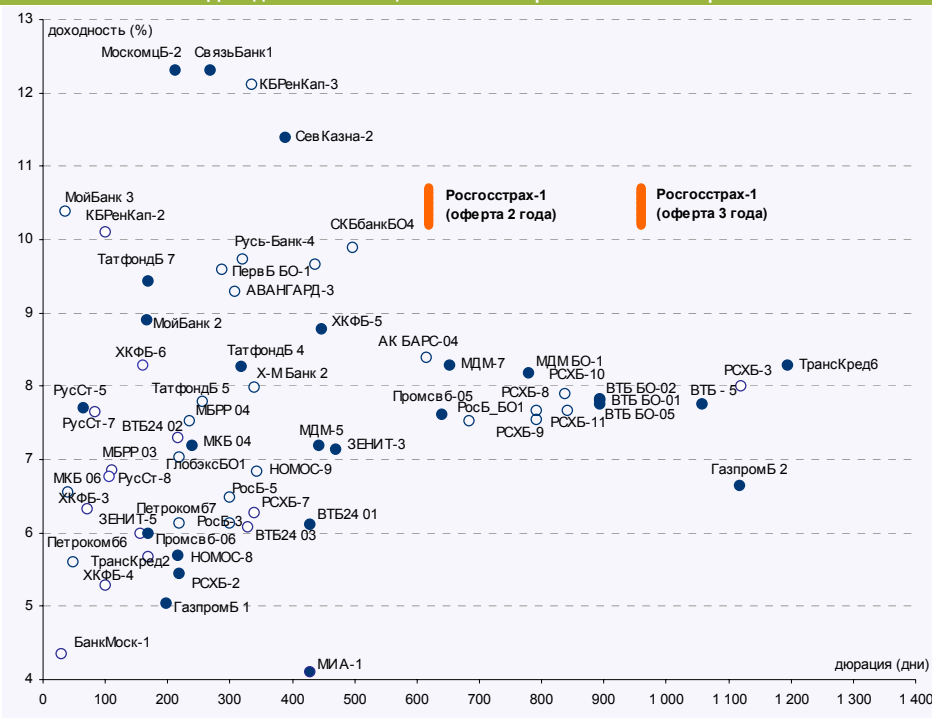
Рейтинги сравниваемых компаний

	РГС	МКБ	СКБ-Банк	Русь-Банк
Moody's	-	B1/Негатив.	B2/Ст.	B2/Ст.
Fitch	-	B+/Ст.	B-/Развив.	-

Источник: Cbonds

к страховой Компании располагается МКБ, а затем Русь-Банк. По размеру долга в пассивах РГС также наиболее сопоставим с МКБ. В то же время у Росгосстраха в отличие от перечисленных банков отсутствует кредитный рейтинг от международных агентств, что не дает возможности бумагам Компании быть включенными в Ломбардный список ЦБ. Кроме того, выход РГС на публичный долговой рынок является дебютным, что, на наш взгляд, должно сопровождаться дополнительной премией к бумагам банков с положительной кредитной историей. Учитывая все выше перечисленное, мы считаем, что новые облигации РГС должны предлагать премию к бумагам банков порядка 50–100 б.п., то есть доходность на уровне 10,2–10,7% годовых. В ином случае, инвесторам интереснее будет приобрести на вторичном рынке облигации рассматриваемых банков из «ломбарда» с более короткой дюрацией.

Доходность облигаций эмитентов финансового сектора



Контакты

НОМОС-БАНК (ОАО)		109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полкутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretiyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.