

Кредитный комментарий

Российский рынок облигаций
22 августа 2012 г.

РЕСО Гарантия (- / ВВ+ / -)

Параметры выпуска РЕСО-Гарантия

Серия	Объем, млн руб.	Оферта, лет	УТР, %
01	5 000	2	9,62-10,04

Источник: данные компании

Александр Полютков
Polyutov_av@nomos.ru

РЕСО Гарантия – итоги встречи с инвесторами в преддверии размещения облигаций.

Отметим, что на встрече инвесторы проявили высокий интерес к новому эмитенту, который, в свою очередь, произвел положительное впечатление. Тем не менее, мы по-прежнему считаем довольно агрессивным индикатив доходности для дебютного размещения РЕСО Гарантия и рекомендуем принять участие вблизи верхней границы диапазона.

Поскольку ранее мы уже рассматривали кредитный профиль компании в еженедельном обзоре: «Мониторинг первичного рынка» (от 17.08.2012 г.), сейчас более детально остановимся на интересных моментах, озвученных менеджментом в ходе встречи:

- **Агентская модель дистрибуции - в чем плюсы?** РЕСО Гарантия «с нуля» создала вторую крупнейшую агентскую сеть в России (после Росгосстраха), количество агентов которой превышает 20 тыс. Данная модель бизнеса позволяет компании серьезно экономить на фиксированных издержках, поскольку нет необходимости содержать рабочие места, выплачивать заработную плату, осуществлять социальные отчисления и пр. В результате, уровень административных издержек у РЕСО Гарантия, по данным менеджмента, один из самых низких на российском рынке (12,7% от чистой заработной платы премии 2011 г., по отрасли – не ниже 20%). Обеспечить функционирование столь внушительной агентской сети компании удастся за счет уникальной IT-системы, создание которой на территории всей страны она завершила 2 года назад (похожими IT-продуктами, по оценкам РЕСО Гарантия, обладают еще 2-3 игрока рынка). По данным менеджмента, наличие IT-системы позволяет получать детализированную статистику всего процесса страхования, причем во всех регионах страны, и оперативно реагировать на происходящие изменения, регулируя тарифы. Отметим, что агентская сеть обеспечивает РЕСО Гарантия около 65% всех собираемых премий. При этом модель продаж страховых продуктов за счет person-to-person sales предопределяет розничный характер структуры собираемых премий (42% занимает КАСКО, 21% – ОСАГО, 10% - имущество физлиц).
- **Прибыльность всех видов страхования.** Несмотря на то, что многие крупные игроки рынка говорят о низкой прибыльности автострахования (на грани безубыточности), РЕСО Гарантия демонстрирует неплохую маржу и динамику финансовых показателей как в этом, так и других сегментах. Так, валовая маржа по КАСКО в 2011 г. составила 18,1%, по ОСАГО – 9,9%, по ДМС – 15,8%, по страхованию имущества юрлиц – 24,2% и физлиц – 36,9%. Чистая заработанная премия по КАСКО в 2011 г. возросла на 22% до 17,1 млрд руб., по ОСАГО – на 8% до 9,2 млрд руб., по ДМС – на 20% до 5,1 млрд руб., по страхованию имущества юрлиц – на 32% до 2,3 млрд руб. и физлиц – на 15% до 1,7 млрд руб.

- **Инвестиционный портфель представлен валютными активами.** Инвестиционный портфель РЕСО Гарантия в активах компании занимал свыше 65% или 53,1 млрд руб. (на 30.06.2012 г.), при этом его структура на 39% была представлена еврооблигациями (порядка 20,7 млрд руб.) и на 27% банковскими депозитами в валюте (в размере 14,4 млрд руб.), что, на наш взгляд, говорит о высоких валютных рисках для компании, поскольку операционную деятельность она ведет в рублях. В свою очередь, менеджмент РЕСО Гарантия заверил, что все валютные риски захеджированы форвардными контрактами с крупнейшими российскими и иностранными банками на сумму свыше 1 млрд долл., а инвестиции в валютные активы осуществляются из-за их большей доходности (за счет сделок своп Buy/Sell и ставок депозитов), чем могут сейчас предложить рублевые аналоги при том же уровне надежности вложений. В свою очередь, мы довольно осторожно смотрим на подобные инвестиции, которые, возможно, и не угрожают финансовой устойчивости компании благодаря хеджированию, тем не менее, в отчетности по МСФО отрицательные переоценки по курсовым разницам, пусть и бумажные, все-таки могут сказаться на значении чистой прибыли. В то же время не нужно забывать, что для РЕСО Гарантия страховая деятельность является основной (приносит 60% доходов), а затем уже идут инвестиции (40%). Качество портфеля ценных бумаг компании (евробондов и рублевых облигаций, акции отсутствуют) было довольно надежным: 33,8% или 11,2 млрд руб. приходилось на корпоративные облигации с рейтингом «BBB-» и выше, 58,9% или 19,5 млрд руб. – с рейтинговой оценкой «BB+» и ниже, 2,6% или 0,9 млрд руб. на гособлигации с рейтингом «BB+» и ниже, 4,6% или 1,5 млрд руб. - на корпоративные облигации без рейтинга.
- **Низкая долговая нагрузка.** На 31 марта 2012 г. размер долга РЕСО Гарантия составлял 17,8 млрд руб. (или 21,8% активов), причем денежные средства и эквиваленты (банковские депозиты с правом отзыва в одностороннем порядке) в 1,4 раза покрывали его краткосрочную часть (14,6 млрд руб. или 82% всего долга). При этом общий долг был в 3 раза меньше инвестиционных активов. Преобладающая краткосрочная структура долга объясняется наличием обязательств по договорам РЕПО (сроком до 1 года), заключенных под залог облигаций.
- **Взаимодействие с группой АХА.** Напомним, что одним из крупнейших акционеров РЕСО Гарантия (с долей 37%) является международная страховая группа АХА (Aa3/AA/AA-), которая в 2011 г. по объему собранных премий (86 млрд евро) заняла 2 место в мире, а под ее управлением находятся активы на сумму 511 млрд евро. Безусловно, сам факт наличия столь сильного акционера является большим плюсом для РЕСО Гарантия, более того, данный владелец оказывает непосредственное влияние на корпоративное управление компанией. Так, совместно с АХА утверждена консервативная политика формирования инвестиционного портфеля компании, лимиты по которому проходят согласование страховой группы, а в 2011-2012 гг. в координации с АХА денежная часть портфеля РЕСО Гарантия существенно возросла (до 7,3%). Кроме того, по словам менеджмента компании, АХА, как международная группа, способствует РЕСО Гарантия в привлечении крупных иностранных клиентов в России, с которыми она работает в других странах мира.
- **Сделка с ВСК.** В сентябре 2011 г. РЕСО Гарантия объявила о приобретении 25%+1 акция страховой компании ВСК и получила право на выкуп еще 25% акций. Под сделку РЕСО Гарантия привлекла 5-летний кредит ЕБРР на сумму 110 млн долл. (ставка Libor+2,5-4,0% годовых). Причем, эти денежные средства были затем предоставлены в займы акционерам ВСК как часть сделки по покупке 25%+1 акция, которые должны пойти на пополнение капитала приобретаемой компании. После этого, руководство не исключает, что процесс увеличения доли РЕСО Гарантия в ВСК до контрольной может ускориться. Что касается уровня достаточности капитала, то проблем с этим у РЕСО Гарантия из-за сделки возникнуть не должно, поскольку в настоящее время она в 1,5 раза выше норматива. В свою очередь, объединение компаний приведет к созданию второго по величине игрока на страховом рынке России после Росгосстраха с долей порядка 11,3% и объемом премий около 76 млрд руб. (за 2011 г.), причем, по сборам КАСКО РЕСО Гарантия и ВСК совместно заняли бы 1 место (32 млрд руб.), опередив Ингосстрах (23 млрд руб.) и Росгосстрах (17 млрд руб.). Менеджмент компании ожидает получить положительный синергетический эффект от сделки за счет наращивания масштаба бизнеса при одновременной экономии на фиксированных издержках (в частности, предполагается создать единый back-офис).
- **Цели размещения рублевых бондов.** Согласно официальной формулировке, денежные средства привлекаются для «рефинансирования оставшейся части кредита ВТБ» - это около 4 млрд руб. (погашение 29 сентября 2012 г.). Вместе с тем, возможности погасить долг самостоятельно у РЕСО Гарантия предостаточно: на 30 июня 2012 г. денежные средства на счетах составляли 3,9 млрд руб., отзывные депозиты в банках – 8,8 млрд руб. Не исключено, что компания, в том числе за счет размещения облигаций хочет пополнить имеющуюся «подушку» ликвидности, которая помимо рефинансирования кредита может быть задействована и на другие цели, например, на увеличение

доли в ВСК (по оценкам менеджмента, может потребоваться 5-6 млрд руб.), либо, в случае ухудшения в конъюнктуры, на покупку подешевевших евробондов и др.

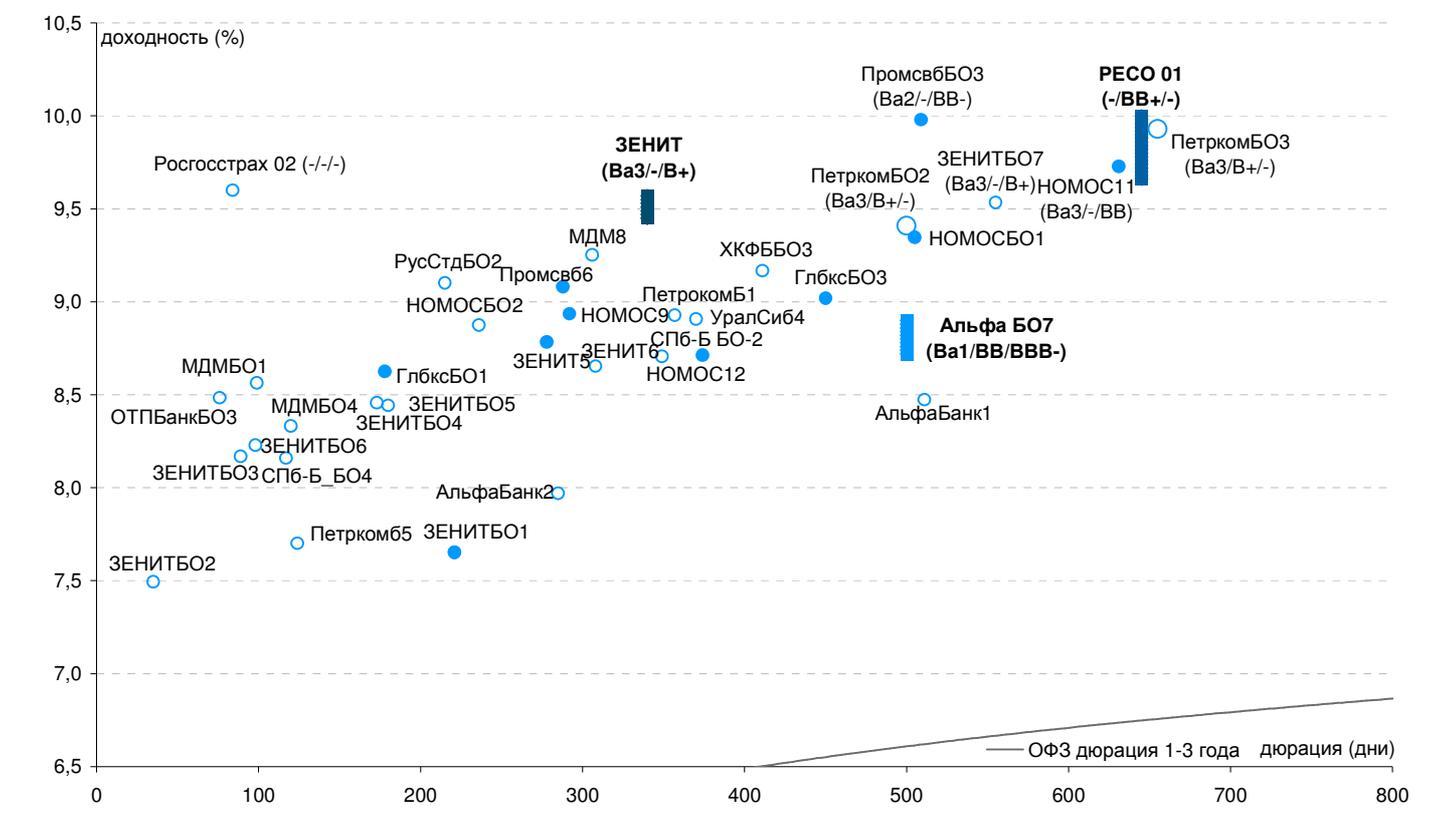
В свою очередь, как и ранее (см. обзор «Мониторинг первичного рынка» от 17.08.2012 г.; http://www.nomos.ru/upload/iblock/a21/primary_17082012.pdf), мы считаем, что индикатив доходности по облигациям РЕСО Гарантия серии 01 (9,62-10,04% годовых к 2-летней оферте) смотрится довольно агрессивно для дебюта, даже учитывая надежное кредитное качество и высокую рейтинговую оценку эмитента («ВВ+»/Стабильный от Fitch), и рекомендуем принять участие в размещении по верхней границе ориентира.

Финансовые показатели РЕСО Гарантия (МСФО)

млрд руб.	1 кв.2012	1 кв.2011	2011	2010	2011/2010, %	1 кв.2012/ 1 кв. 2011, %
Валовая премия	13,4	10,2	49,7	39,3	26,5	31,4
Чистые заработанные премии	10,7	8,5	37,8	31,9	18,4	25,5
Страховой результат	1,7	1,6	6,2	5,2	18,7	9,6
Прибыль до уплаты налога	1,5	1,6	4,5	4,2	5,6	-7,8
Чистая прибыль	1,2	1,3	3,6	3,3	8,2	-7,7
	1 кв.2012	1 кв.2011	2011	2010	2011/2010, %	1 кв.2012/ 2011, %
Активы	81,7	n/a	83,9	60,9	37,6	-2,6
Денежные средства и их эквиваленты	2,5	n/a	2,1	5,8	-63,5	18,0
Финансовые активы	30,4	n/a	35,6	25,6	39,1	-14,5
Банковские депозиты	19,9	n/a	20,7	9,9	109,9	-4,3
Страховая дебиторская задолженность	12,8	n/a	11,0	8,3	32,5	15,6
	1 кв.2012	1 кв.2011	2011	2010	2011/2010, %	1 кв.2012/ 2011, %
Собственный капитал	16,1	n/a	15,0	14,4	4,1	7,2
Резервы по страховым контрактам	41,3	n/a	38,6	30,1	28,2	7,0
Обязательства по соглашениям РЕПО	8,1	n/a	14,0	11,1	25,9	-42,5
Страховая кредиторская задолженность	4,6	n/a	4,3	3,0	43,8	7,1
Кредиты и займы	9,8	n/a	10,0	0,0	-	-2,9

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций финансового сектора (21.08.2012 г.)



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.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 НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их 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 единственно на заключениях аналитиков банков 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.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств 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 НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.