

Ренессанс Страхование

Рост без страха

22 ДЕКАБРЯ 2023



Ренессанс Страхование – рост без страха

Мы начинаем аналитическое покрытие акций Группы компаний Ренессанс Страхование. Это единственная независимая публичная страховая группа, которая работает в сегменте страхования жизни и прочего страхования. В состав группы входят медтех-сервис Budu и управляющая компания «Спутник». Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ Ренессанс Страхование с целевой ценой 115 руб. за акцию. Потенциал роста чистой прибыли на 10% в год в 2024–2028 годах и дивидендная доходность более 10% на горизонте прогнозирования в сочетании с контрциклической природой бизнеса, на наш взгляд, не учтены в значениях мультипликаторов P/E 2024о 4,4 и P/B 2024о 1.

- **Темпы роста на рынке страхования в 2024–2028 годах могут ускориться до 10% год.** Это произойдет благодаря совершенствованию регулирования, улучшению качества страховых продуктов и повышению финансовой культуры населения на фоне роста номинального ВВП РФ на 5,6% ежегодно в этот период. При этом в 2017–2022 годах среднегодовой темп роста страховых премий составлял 7%.
- **Ренессанс Страхование может суметь увеличивать объем премий в среднем на 14% в год в 2024–2028 годах.** Среднегодовой темп роста премий компаний составил 20% по сравнению с 7% для рынка в целом. Высокотехнологичный бизнес, широкая продуктовая линейка и существенная достаточность капитала группы могут поддержать этот рост.
- **Развитие цифровых технологий в страховании.** Это может помочь компании сохранить конкурентные преимущества перед другими игроками. Medtech Budu, открытый API для партнеров, HR-платформа для управления полисами ДМС и многие другие решения улучшают клиентский опыт и привлекают новых покупателей и партнеров.
- **Достаточность капитала 177% (по итогам 2023) поддерживается ROE более 21% (ROATE более 25%).** Мы ожидаем ROE на этом уровне в 2024–2028 годах. Это позволит выплачивать дивиденды в размере 50% чистой прибыли. Дивидендная доходность акций может превысить 10% в 2024 году и расти в дальнейшем. Достаточность капитала может по-прежнему существенно превышать минимальные значения регуляторных нормативов.
- **Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Ренессанс Страхования с целевой ценой 115 руб.** (потенциал роста 30% с текущих уровней). Сейчас акции компании торгуются с коэффициентами P/E 2024о на уровне 4,4 и P/B 2024о на уровне 0,9. На наш взгляд, такая оценка предполагает дисконт к справедливой стоимости.

Содержание

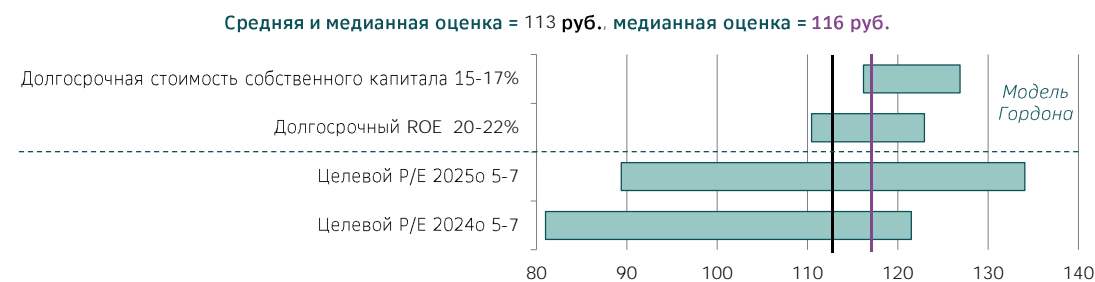
Ренессанс Страхование – рост без страха.....	2
Оценка	4
Риски.....	5
Стратегия развития компании.....	6
Прогноз операционных показателей.....	8
Обзор и прогноз финансовых результатов.....	16
Обзор Группы Ренессанс Страхование	26

Оценка

Мы рекомендуем покупать бумаги Ренессанс Страхования с целевой ценой 115 руб. (плюс 30% к текущей цене) за акцию на горизонте 12 месяцев и ожидаемой дивидендной доходностью 10% в 2024 году. Если учитывать 22% как оценку стоимости акционерного капитала компании, то потенциальная реальная доходность может составить 18% с учетом дивидендов. Наша целевая цена рассчитана на основе модели дисконтированных дивидендов и расчете справедливого значения P/E для компании. На сегодняшний день акции компании торгуются с мультипликаторами P/E 2024o на уровне 4,4 и P/B 2024o на уровне 1.

В результате использования нескольких методов оценки диапазон нашей оценки акций Группы Ренессанс Страхование составляет 113–116 руб. за акцию. Сценарии при изменении целевых параметров представлены на графике ниже.

Сценарии оценки в зависимости от разных целевых значений коэффициентов, руб.



Источник: SberCIB Investment Research

Риски

- **Усиление конкуренции на рынке страхования.** Рынок страхования проходит этап консолидации, и число страховых компаний неуклонно сокращается с 2017 года. Крупные банковские группы (Альфа, ВТБ, Сбер, Тинькофф, Совкомбанк) все активнее выходят на этот рынок. Они обладают синергией с прочими финансовыми и кредитными бизнесами в части страховых продуктов, и их клиентская база гораздо больше, чем у независимых страховых компаний. Развитие их бизнеса может привести к снижению доли рынка независимых страховых групп.
- **Рост стоимости в агентских каналах.** Ренессанс Страхование не обладает прямым доступом к клиенту, как банковские страховые группы. Компания полагается на продажи через партнерские каналы, доля которых составляет 78% в сегменте страхования жизни и 88% в сегменте страхования иного, чем страхование жизни. Компания зависит от повышения стоимости привлечения клиентов в агентских каналах, которое может привести к сокращению маржинальности ее продуктов. Мы отмечаем, что Ренессанс Страхование стремится диверсифицировать структуру своей агентской сети и нарастить долю прямых продаж.
- **Увеличение частоты страховых случаев.** Реализация массового числа страховых случаев может приводить к снижению маржинальности страховой отрасли в целом и компании в частности по отдельным продуктам. Так, во время пандемии COVID-19 массовый рост заболеваемости привел к снижению прибыльности продуктов ДМС для страховых компаний. В условиях отсутствия доступа к международному рынку перестрахования реализация сконцентрированных страховых убытков может стать фактором риска для страховых компаний.
- **Ужесточение регулирования.** Рынок страхования сильно зависит от регулятора (ЦБ РФ). Так, рынок ОСАГО является регулируемым с точки зрения цен, а рынок страхования жизни – с точки зрения продуктов и методов их продаж. С одной стороны, ЦБ стремится защитить потребителя страховых услуг, поскольку это сложные финансовые продукты, а с другой – это регулирование может снижать эффективность работы рыночного механизма. Помимо этого, ЦБ устанавливает требования к качеству активов и достаточности капитала страховых компаний. Изменение регулирования может существенно сказываться на операционных и финансовых показателях страховых компаний.

Стратегия развития компании

Устойчивый органический рост с темпом выше рынка

По итогам 2017–2022 годов темп роста страховых премий компании составил 20% по сравнению с ростом рынка на 7%. Мы ожидаем, что компании и дальше удастся опережать темпы роста рынка, а среднегодовой рост премий, собираемых ею, будет составлять 14% в год при 10% по рынку в целом в 2024-2028 годах. Такую динамику поддержат дальнейшие инвестиции в цифровые платформы, прямые онлайн-продажи и продажи через онлайн-агентскую платформу. В сегменте non-life росту будут способствовать сильные позиции автострахования и ДМС. Дополнительным фактором роста останется использование возможностей перекрестных продаж между сегментами страхования жизни и страхования иного, чем страхование жизни, для своей клиентской базы, превышающей 4 млн человек.

Приобретение других страховых компаний

Консолидация на рынке страхования продолжается, поскольку Банк России вводит новые строгие требования к капиталу для страховых компаний, а конкуренция в секторе усиливается. После успешного привлечения капитала на IPO в размере 18 млрд руб. в 4K21 компания была готова к поглощениям, однако события 2022 года изменили эти планы. В 2023 году компания подписала договор о приобретении компании Raiffeisen Life. Сделка ожидает одобрения Правительственной комиссии в 2024 году.

Компания стремится воспользоваться ужесточением требований к капиталу в отрасли страхования и своим сильным финансовым положением, чтобы приобретать подходящих игроков. У Группы Ренессанс Страхование есть некоторый опыт в области слияний и поглощений, включая приобретение «Прогресс-Нева» в 2005 году и объединение с страховыми активами НПФ «Благосостояние» в 2017 году. После последнего объединения Группа Ренессанс Страхование сократила численность персонала на 20% за следующие два года и успешно завершила интеграцию этих бизнесов.

Ключевые преимущества стратегии M&A

Премии	Усиление переговорных позиций в партнерских каналах Сочетание опыта и технологий в андеррайтинге Использование технологий Ренессанс Страхования в каналах продаж Более эффективная воронка продаж благодаря качественному анализу клиентской базы Потенциал для перекрестных и дополнительных продаж в целевой клиентской базе
Выплаты по договорам страхования	Создание единого центра для урегулирования убытков на базе технологий Ренессанс Страхования Большой опыт в борьбе с мошенничеством Улучшение позиций на переговорах с поставщиками услуг Потенциальная экономия на регуляторных резервах
Затраты на привлечение клиентов	Комбинирование маркетинговых бюджетов Оптимизация затрат на персонал в собственных каналах продаж
Административные расходы	Комбинирование функций корпоративного центра Использование автоматизации, чтобы оптимизировать численность персонала Оптимизация управления каналами продаж Сокращение арендных и прочих административных расходов
Инвестиционные доходы	Повышение качества управления активами на основе собственной УК
Требования к капиталу	Высвобождение капитала из-за смягчения обязательных нормативов

Источник: компания, SberCIB Investment Research

ЛИДЕР НА ПУТИ ЦИФРОВИЗАЦИИ СТРАХОВАНИЯ

Группа Ренессанс Страхование первой начала цифровизацию страхования в России и остается одним из ведущих игроков в этом сегменте. Цифровые продажи включают продажу страховых продуктов напрямую через веб-сайт и мобильное приложение компании, а также с помощью партнеров и онлайн-каналов продаж через собственную службу продаж. Ренессанс Страхованию также принадлежит цифровая телемедицинская платформа *Budu*, специализирующаяся на медицинском страховании. Это единственная цифровая телемедицинская платформа, принадлежащая напрямую страховой компании.

В 2021 году Группа Ренессанс страхование запустила первую цифровую платформу для агентов в России. С тех пор на платформу было добавлено более 540 агентов, и к концу 2025 года компания планирует довести количество агентов, использующих платформу, до 20 000. По мнению компании, платформа предоставляет агентам удобную среду для работы с любыми вопросами клиентов, от выдачи полисов до обработки претензий и продления полисов. Агенты могут работать удаленно и продавать онлайн. Одна из областей, в которой цифровая платформа для агентов Ренессанс Страхования предлагает хороший потенциал роста, – расширение географического охвата компании.

Ренессанс Страхование сотрудничает с различными партнерами, включая онлайн-финансовые платформы, такие как *Banki.ru* и *Sravni.ru*, а также онлайн-маркетплейсы, такие как *Ozon*. Благодаря API-платформе, запущенной в первом квартале 2020 года, к платформе Группы Ренессанс Страхование присоединились более 70 партнеров. Аналогичной разработкой пользуется Ренессанс Жизнь для интеграции своих продуктов в партнерских каналах. Кроме того, компания внедряет автоматизированные процессы в своей основной деятельности, такие как принятие решений по страхованию онлайн, автоматизированная система обработки выплат и страховых случаев. Использование ИИ, многофакторного скоринга рисков позволяет снижать риски страховщика, предлагать клиентам индивидуальные тарифы и оптимизировать прибыльность страховых продуктов.

ПОДДЕРЖАНИЕ ВЫСОКОЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ КАПИТАЛА

Группа Ренессанс Страхование сосредоточена на сохранении высокой рентабельности капитала. По нашей оценке, она может превышать 25% в ближайшие годы и в долгосрочной перспективе (как рентабельность капитала без учета гудвила). Этому будут способствовать нормализация коэффициента убыточности в сегменте *non-life*, увеличение страховых премий и повышение эффективности во всей цепочке страхования. Диверсификация бизнеса между каналами *life* и *non-life* (с примерно равными долями в структуре премий), а также примерно эквивалентным распределением премий между физическими и юридическими лицами способствует стабильному росту бизнеса компании. Стоит отметить и контрциклический характер бизнес-сегментов Группы: судя по данным прошлых периодов, динамика финансовых показателей *non-life* и *life* может быть разнонаправленной в зависимости от экономической ситуации в стране и уровня ставок.

Прогноз операционных показателей

Текущая структура бизнеса компании по-прежнему диверсифицирована между сегментами страхования жизни (life), на который приходится 46% премий по итогам 9М23, и страхования иного, чем страхование жизни (non-life), на который приходится 54% премий за тот же период. Лидирующими продуктами компании являются автострахование, обеспечившее 33% совокупного объема премий за 9М23, и накопительное страхование жизни с долей в 23%.

Сумма полученных Ренессанс Страхованием премий по сегментам, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Структура полученных премий по сегментам, %

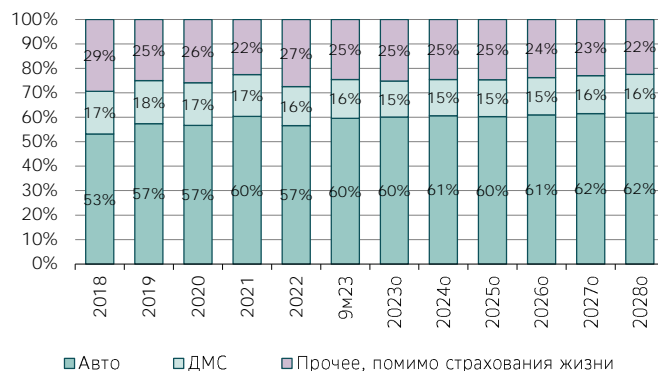


Источник: компания, SberCIB Investment Research

СТРАХОВАНИЕ ИНОЕ, ЧЕМ СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ (NON-LIFE)

Крупнейший сегмент в портфеле страхования – это страхование автомобилей. За ним следует сегмент прочего страхования non-life, включающего страхование грузов и страхование имущества. Последний по размеру доли сегмент – это ДМС.

Структура премий в страховании ином, чем страхование жизни, %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

АВТОСТРАХОВАНИЕ

Мы ожидаем роста премий Группы Ренессанс Страхование в этом сегменте на 13% в годовом исчислении за период с 2024 по 2028 год по сравнению с 9% ростом рынка. По итогам 9М23 доля рынка компании составила 6,5% а к 2028 году может составить 9%.

Компания разработала бизнес-модель, которая позволяет на ее сайте сравнивать предложения по полисам ОСАГО крупных страховых компаний и делать выбор, что повышает конверсию сайта и улучшает клиентский опыт.

Рост будет обусловлен следующими факторами:

- Продолжающееся увеличение доли рынка благодаря сильной цифровой платформе, включая более удобные онлайн-цены и обработку претензий.
- Перекрестные продажи в рамках имеющейся клиентской базы.
- Концентрация на индивидуальных и нишевых продуктах.
- Сильные позиции в быстрорастущем сегменте автомобильного лизинга.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

МЕДИЦИНСКОЕ СТРАХОВАНИЕ

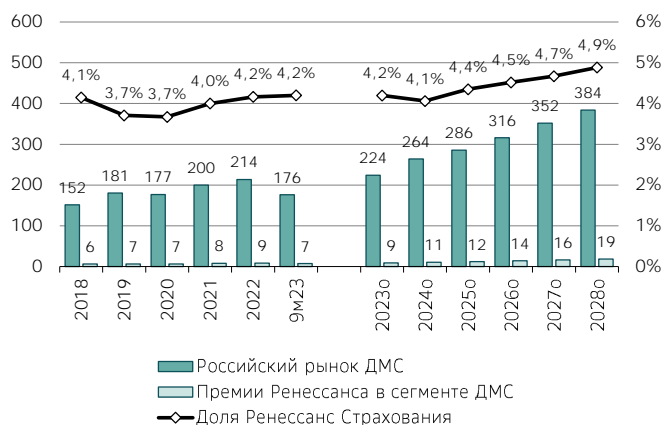
Как и на остальном рынке, предложение добровольного медицинского страхования (ДМС) Ренессанс Страхования в основном обеспечивается за счет корпоративных клиентов, которые составляют около 90% от общего объема премий. Оставшиеся 10% продаются напрямую розничным клиентам.

Мы ожидаем, что Ренессанс Страхование продолжит опережать рынок и прогнозируем среднегодовой темп роста на 15% в 2024–2028 годах по сравнению с 10% для всего рынка.

Эта позитивная динамика будет обусловлена следующими факторами:

- Развитие телемедицинских услуг для розничных клиентов через платформу Vudu и корпоративные продажи в режиме онлайн через приложение «Ренессанс Здоровье».
- Предоставление широкого спектра цифровых услуг для корпоративных клиентов, включая онлайн-запись на прием, услуги личного врача, чат-боты и онлайн-подтверждения от клиник.
- Развитие уникального HR-портала, который позволяет клиентам самостоятельно управлять договорами ДМС и получать детальную аналитику по их использованию сотрудниками. Такое решение позволяет делать продукт ДМС максимально индивидуальным и удобным для клиента.

Динамика премий в медицинском страховании, млрд руб.



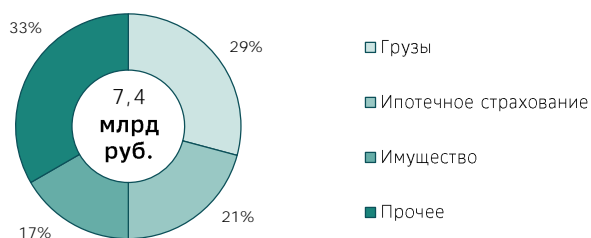
Источник: компания, SberCIB Investment Research

ПРОЧИЕ ПРОДУКТЫ СТРАХОВАНИЯ NON-LIFE

Основную долю в составе прочих премий non-life обеспечивает страхование грузов (29% за 1П23). Оставшаяся часть приходится на ипотечное страхование, страхование имущества и прочие мелкие сегменты. Мы ожидаем, что эти сегменты будут расти в среднем на 13% ежегодно в 2024-2028 годах.

При этом действующее регулирование способствует развитию независимых страховых компаний в этом сегменте. С начала 2023 года были изменены правила продажи страховых продуктов. Клиенты смогли не только самостоятельно выбирать страховую компанию при оформлении кредита, но и менять ее уже после оформления займа без ухудшения условий по нему. С апреля 2023 года банки обязаны раскрывать структуру полученных комиссий при продаже страховых полисов по ипотечным и потребительским кредитам. Эти меры и общий тренд регулирования в этом сегменте способствуют развитию независимых страховщиков.

Структура премий по прочим продуктам страхования иного, чем страхование жизни, в 1П23



Источник: Компания, SberCIB Investment Research

Динамика премий в прочих продуктах страхования иного, чем страхование жизни, млрд руб.



Источник: Компания, ЦБ РФ, SberCIB Investment Research

Стратегия продаж non-life продуктов включает в себя:

- Комплексный многоканальный подход, который позволяет клиентам выбирать наиболее удобный способ взаимодействия с компанией.

- Развитие прямого канала продаж, как одного из приоритетов стратегии.
- Применение открытых API, поддерживающих партнерский канал.
- Обработка претензий во всех регионах России через разветвленную сеть партнеров и в режиме онлайн.
- Отсутствие затрат на инфраструктуру филиалов в регионах, где компания не представлена.

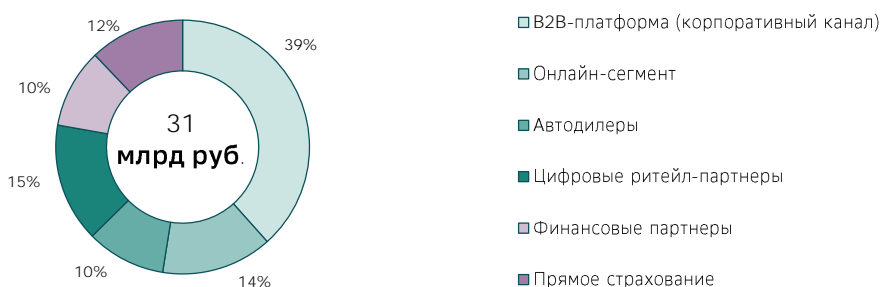
Наибольшая часть портфеля Группы Ренессанс Страхования в сегменте non-life приходится на корпоративный сектор, включая ДМС, страхование автомобилей и недвижимость. Эти продукты продаются через собственную B2B платформу (38% от премий, собранных за 1П23).

Собственные каналы продаж и веб-сайт обеспечили 12% продаж продуктов non-life. Эта доля более чем удвоилась с 6% в 2021 году. Положительные экономические показатели цифрового распределения проявляются в снижении коэффициента привлечения клиентов и коэффициента убыточности.

В числе прочих каналов стоит отметить цифровых ритейл-партнеров (например, МТС и Ozon), финансовых партнеров и автодилеров. На эти каналы приходится 35% от собранных премий за 1П23. Партнеры используют открытые API для интеграции с Группой Ренессанс Страхование, что повышает качество продуктов и скорость обмена информацией с ними.

Онлайн-агенты (14% от общего объема премий), которые работают в регионах, где присутствует Группа Ренессанс Страхование, используют платформу агентов Ренессанс Страхование Online. В 2020 году средняя комиссия агента в сегменте страхования иного, чем страхование жизни, составила 12% для ДМС, 24% для страхования автомобилей и 30% для прочего страхования иного, чем страхование жизни.

Каналы продаж для продуктов страхования иного, чем страхование жизни



Источник: компания, SberCIB Investment Research

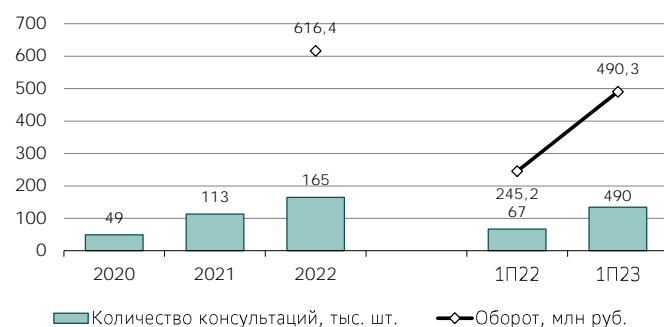
МЕДТЕХ-СЕРВИС BUDU

В 2К20 Группа Ренессанс Страхование запустила отдельную платформу телемедицины и создала бренд Budu. Платформа предоставляет клиентам доступ к врачам, которые работают в режиме онлайн и прошли обучение в области предоставления удаленной медицинской помощи. Budu также управляет традиционным медицинским центром в Санкт-Петербурге и планирует открыть еще один в Москве, услуги которого могут интегрироваться с рекомендациями, сделанными через консультации Budu.

Монетизация Budu происходит через взимание 5-20% комиссий за организацию ведения пациента в медицинские организации, входящие в число партнеров платформы. В

данном случае Vudu использует свой маркетинговый бюджет и привлекает застрахованных по ДМС клиентов, направляя их в клиники.

Ключевые показатели Vudu



Источник: компания, SberCIB Investment Research

СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ

В Группе Ренессанс Страхование бизнес, связанный с сегментом Life, ведет компания «Ренессанс Жизнь». Она предлагает две основные категории продуктов – инвестиционно-накопительное страхование и рисковое (включая кредитное) страхование жизни. Общая доля рынка за 9М23 составила 7,2% от собранных премий, мы ожидаем, что в 2023-2024 годах премии компании в этом сегменте будут расти быстрее, чем на рынке в целом.

Премии в сегменте страхования жизни, млрд руб.



Источник: компания, ЦБ РФ, SberCIB Investment Research

ИНВЕСТИЦИОННОЕ СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ

После роста в 2018–2021 годах компания перешла к сокращению сборов по продуктам ИСЖ. Во-первых, банки-агенты, которые играют ведущую роль в распределении этих продуктов Ренессанс Страхования, снизили продажи этих продуктов. В какой-то степени это было связано регуляторными изменениями, введенными ЦБ, чтобы сделать эти продукты более подходящими для розничных инвесторов. Еще одна причина – повышение процентных ставок по депозитам, вызванное ускорением инфляции и ростом ключевой ставки ЦБ в 2022 году, которые сделали депозиты привлекательным средством накопления средств. Наконец, в 2021–2023 годах значительно выросло количество розничных инвесторов в ценные бумаги через брокерские счета.

Мы ожидаем, что рынок уже прошел свою нижнюю точку и постепенно переходит к восстановлению. На наш взгляд, общий объем премий в этом сегменте у Ренессанс Страхования может перейти к постепенному росту в 2024-2028 годах, однако его темпы будут медленнее, чем в остальных сегментах, и составят 7%, что ниже, чем на рынке в целом.

Премии в сегменте инвестиционного страхования жизни, млрд руб.



Источник: компания, ЦБ РФ, SberCIB Investment Research

Одна из основных особенностей инвестиционных продуктов Ренессанс Жизни – регулярная (ежегодная) форма оплаты ним. Обычно срок их действия составляет три-четыре года. В настоящее время средняя премия для новых клиентов составляет примерно 700 тыс. руб. Эти продукты традиционно продавались как альтернатива накоплениям средств на банковских счетах, имеющая элементы страхования, включая ограниченную защиту в случае смерти. Инвестиционные продукты жизни почти полностью продаются через банковских партнеров.

НАКОПИТЕЛЬНОЕ СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ (НСЖ)

По итогам 2022 года НСЖ стал главным продуктом сегмента страхования жизни для Ренессанс Жизни, и мы считаем, что этот тренд сохранится. У этого продукта есть премия с регулярной (ежегодной) формой оплаты, срок действия которой составляет в среднем пять лет, а средняя премия – 150 тыс. руб. для новых клиентов. НСЖ предлагает гарантированный доход на вложенный капитал (при условии что клиент выплачивает премии в течение согласованного срока), а также покрытие в случае смерти, инвалидности или критической болезни.

Сильный рост этого сегмента в 2021-2022 году был обусловлен усовершенствованной дистрибуцией, в основном за счет цифровых каналов продаж, доля которых в общей структуре продаж Ренессанс Жизнь превысила 15% в 23 году.

В будущем компания планирует и дальше увеличивать цифровизацию страховых продуктов, включая полную цифровую маркетинговую стратегию, процесс подбора и выплаты страхового возмещения, а также дальнейшую диверсификацию каналов продаж с акцентом на собственные каналы.

Мы ожидаем, что рост премий по НСЖ Ренессанс Жизнь останется относительно стабильным, с среднегодовым темпом роста 16% в 2024-2028 годах.

Премии в сегменте накопительного страхования жизни, млрд руб.



Источник: компания, ЦБ РФ, SberCIB Investment Research

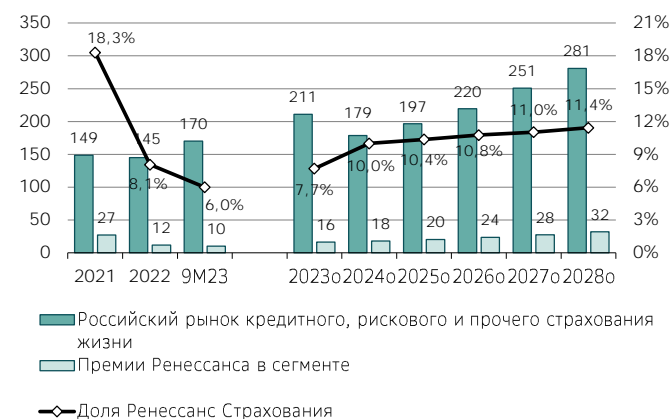
СТРАХОВАНИЕ КРЕДИТНЫХ И ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ И ПРОЧЕЕ СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ

При рисковом страховании жизни клиент вносит премию единовременно (один раз в начале действия договора страхования). Обычно эти продукты продаются через банки-партнеры в сочетании с кредитами и имеют срок действия около года. В будущем Ренессанс Жизнь планирует предлагать более специализированные и персонализированные продукты.

Увеличение количества партнеров по дистрибуции, особенно среди автосалонов, и сильный рост потребительского кредитования привели к значительному увеличению премий по кредитному и рисковому страхованию жизни за 9М23 (плюс 26% г/г).

Мы ожидаем, что в 2024 году рост в этом сегменте замедлится из-за «охлаждения» потребительского кредитования, но в более долгосрочной перспективе мы видим потенциал роста для компании в среднем на 16% в год в 2024–2028 годах (против 12% для рынка в целом за этот период).

Премии в сегменте кредитного, рискового и прочего страхования жизни, млрд руб.



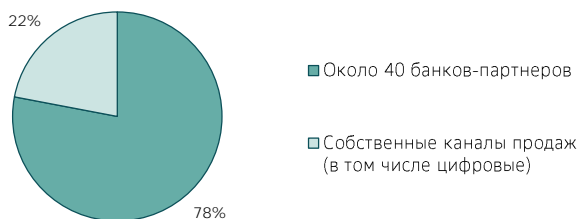
Источник: компания, ЦБ РФ, SberCIB Investment Research

Каналы продаж продуктов страхования жизни

Банки-партнеры – это основной канал продаж продуктов страхования жизни для компании (их доля за 1П23 составила 78%). Большая часть партнерств имеет долгосрочную основу (были заключены более трех лет назад), а среди партнеров есть крупные федеральные банки.

Помимо банков, Ренессанс Жизнь также сосредоточена на увеличении продаж через свои собственные каналы распространения, что позволяет снизить затраты на привлечение клиентов и расширить возможности перекрестных продаж. По итогам 9М23 компании удалось нарастить долю прямых продаж на 10 п. п. до 30% от премий в этом сегменте. Мы ожидаем, что доля цифровых продаж в сегментах более стандартных продуктов, таких как рисковое и кредитное страхование жизни, продолжит расти.

Каналы продаж продуктов страхования жизни, %



Источник: компания

Обзор и прогноз финансовых результатов

Группа Ренессанс Страхование публикует консолидированную отчетность по МСФО на полугодовой основе, а основные операционные и финансовые показатели – ежеквартально. Отчетность по-прежнему выпускается в сокращенном формате, что может существенно повлиять на наши прогнозы отдельных показателей. Финансовые результаты 2022 года – это наши оценки.

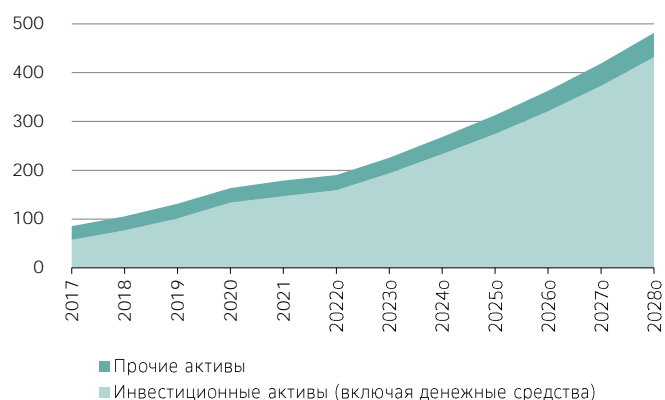
БАЛАНС КОМПАНИИ

На конец 1П23 активы Группы Ренессанс Страхование составляли 204 млрд руб., что на 14% выше, чем на конец 2021 года. Общая сумма активов всех страховых компаний в России на конец 1П23 года составила 4,9 трлн руб., что обеспечило Группе Ренессанс Страхование долю в 5% от общей суммы активов. Основная статья активов – инвестиционные активы, на них приходится 82% совокупных активов. Оставшаяся часть состоит из страховых резервов и резервов по перестрахованию (4%), гудвила (4%) и прочих активов.

Обязательства компании на 92% состоят из обязательств по договорам страхования.

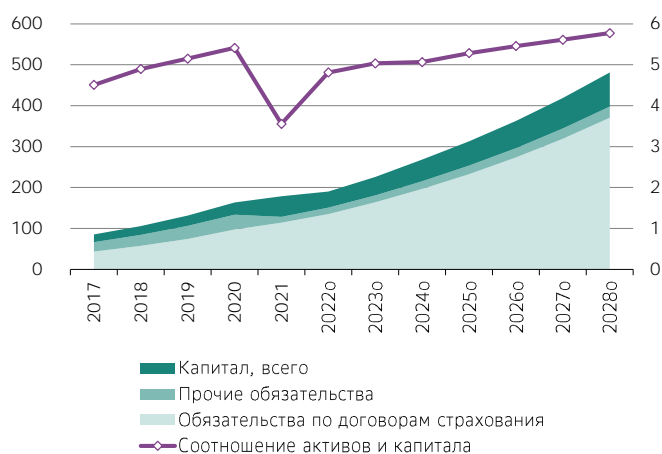
В 2023–2028 годах мы ожидаем роста активов на 16% в год и их увеличения до 486 млрд руб. к концу 2028 года, предполагая, что структура баланса в целом не изменится.

Структура активов, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Обязательства и капитал, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ – ОДИН ИЗ КЛЮЧЕВЫХ ДРАЙВЕРОВ ПРИБЫЛИ

Получая премии, Группа Ренессанс Страхование инвестирует большую часть этих средств в различные активы, включая наличные средства, облигации, акции, недвижимость и т. д. Как было отмечено выше, в состав Группы входит собственная управляющая компания – УК «Спутник», в том числе управляющая и активами Ренессанс Жизни. Цель инвестиций (как и у других страховых компаний) – максимизировать доходность с учетом риска, поддерживая при этом достаточную ликвидность, чтобы выполнять свои обязательства (выплаты по страховым полисам).

Большинство активов на балансе Группы Ренессанс Страхование инвестированы с целью получения дохода для страховой компании и ее клиентов, имеющих страховые полисы

жизни, включающие элементы доходности инвестиций. По состоянию на 9М23 инвестиционный портфель Группы Ренессанс Страхование составлял 178 млрд руб. На 63% портфель состоял из облигаций, в котором большую часть исторически составляли корпоративные бумаги. Депозиты, денежные средства и их эквиваленты занимают 27% от суммы портфеля.

Акции занимали 6% от портфеля по итогам 9М23. Их доля сократилась с 13% на конец 2022 года, в 2021 году основную долю в них занимали российские «голубые фишки».

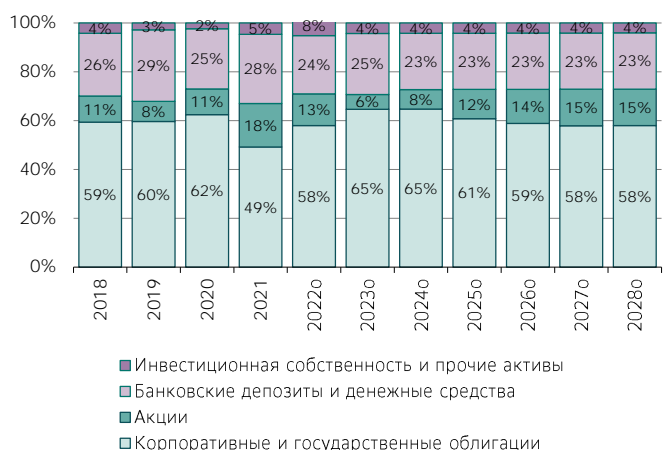
Рост инвестиционного портфеля в основном зависит от роста премий и изменений резервов. Инвестиционный портфель Группы Ренессанс Страхование вырос на 155% с 2018 по 2021 год, а премии за тот же период – на 147%. Мы ожидаем, что инвестиционный портфель Группы Ренессанс Страхование к концу 2028 года увеличится на 120% с уровня конца 2023 года до 436 млрд руб., а премии за тот же период – на 115%.

Инвестиционный портфель, млрд руб. и %



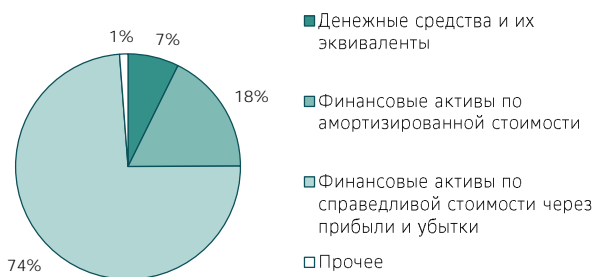
Источник: компания, SberCIB Investment Research

Структура инвестиционного портфеля на конец периода, %



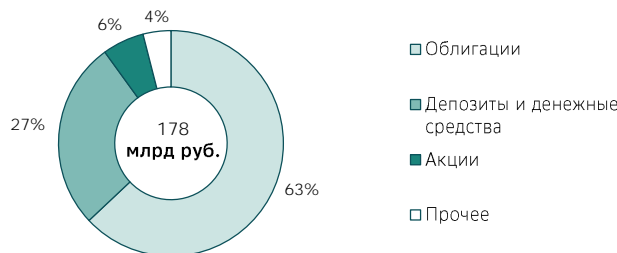
Источник: компания, SberCIB Investment Research

Инвестиционный портфель на конец 1П23 по МСФО, млрд руб. и %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Структура портфеля на конец 9М23, %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

СТРАХОВЫЕ РЕЗЕРВЫ: РОСТ НАРЯДУ С РАСШИРЕНИЕМ ОСНОВНОГО СТРАХОВОГО БИЗНЕСА

Ключевая задача страховой компании – управление резервами в течение бизнес-цикла. Когда страховая компания собирает премии, она создает резервы для гарантии возможности выплаты будущих требований, возникающих из существующих договоров страхования. Компания управляет своими резервами в рамках бизнес-цикла. По состоянию на 1П23 резервы составляли 146 млрд. руб., что эквивалентно 92% от обязательств. Эти резервы состоят из различных компонентов в зависимости от того, к какому сегменту они относятся.

Актуарные резервы относятся как к страхованию жизни, так и к страхованию, иному, чем страхование жизни, и представляют собой чистую сумму, которую страховщик оценивает как необходимую для будущих страховых выплат клиентам.

Резервы по выплатам относятся к страхованию жизни и представляют собой чистую сумму, которую страховщик оценивает как необходимую для будущих выплат клиентам по полисам в случае наступления страхового случая.

КОМПАНИЯ СОХРАНЯЕТ ВЫСОКИЙ УРОВЕНЬ ДОСТАТОЧНОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Достаточность капитала компании (solvency ratio) достигла 195% по итогам 9М23 (до выплаты дивиденда за 1П23) по сравнению с минимальным нормативом 105%. Этот коэффициент рассчитывается как отношение доступного капитала к минимальному уровню требований к капиталу. Высокий уровень достаточности у компании обусловлен высокой прибылью и тем, что компания не выплачивала дивиденды до октября 2023 года.

С 2019 года ЦБ начал постепенно внедрять новые правила в отношении капитала в целях приведения российского регулирования в большее соответствие с европейским стандартом Solvency-2. Это приведет к увеличению минимального требования к капиталу для страховых компаний в основном из-за повышения коэффициента риска, применяемого к маргинальному капиталу.

Несмотря на ужесточение требований, компания должна быть достаточно капитализирована, чтобы приобретать активы (сделки M&A – один из элементов ее стратегии). Без их учета и с сохранением распределения 50% чистой прибыли в виде дивидендов мы ожидаем, что достаточность капитала компании останется высокой и достигнет 185% к 2028 году.

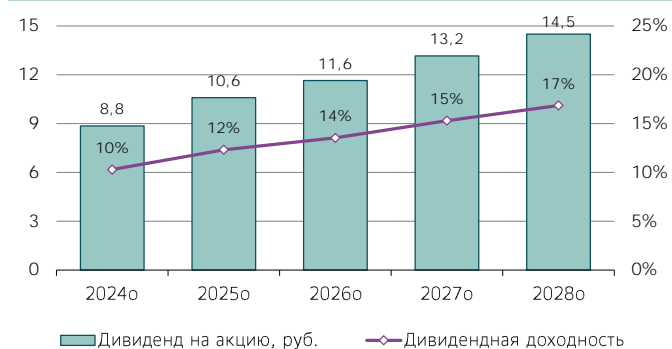
С 2024 года компания может перейти к дивидендным выплатам два раза в год, в размере 50% от чистой прибыли, при соблюдении нормативов достаточности капитала (с учетом возможных сделок M&A).

Акционерный капитал и коэффициент достаточности капитала



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Прогноз дивидендных выплат, руб. и %



Источник: SberCIB Investment Research

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

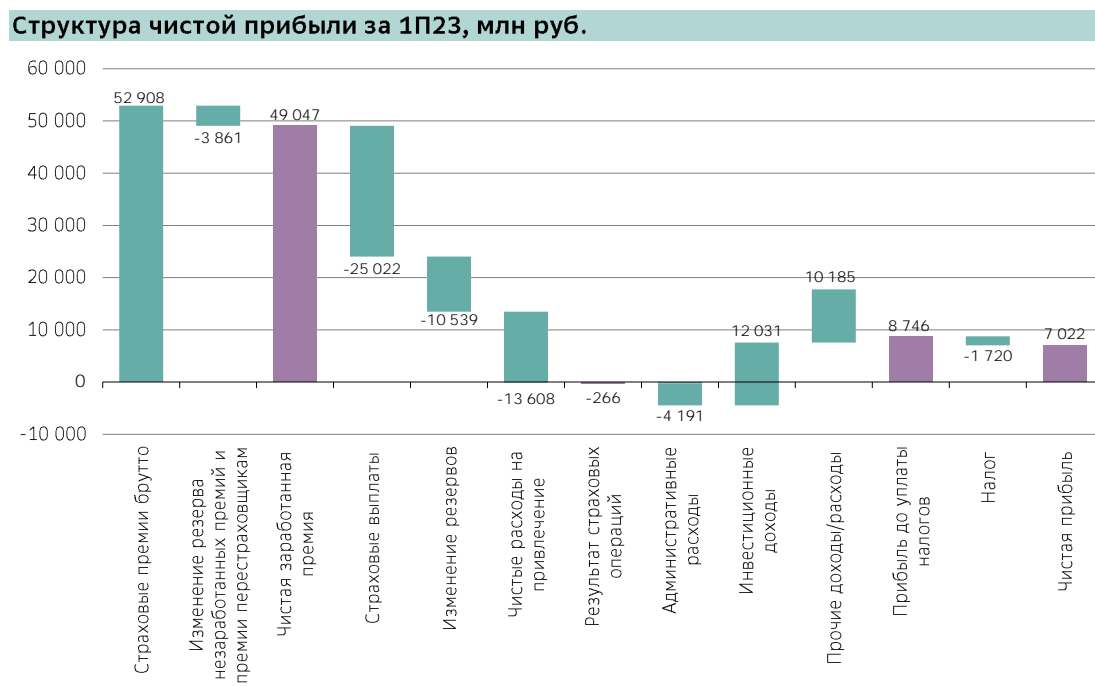
Премии представляют собой договоры страхования, заключенные в указанный период (и на этот срок). Чистые заработанные премии (NPE) рассчитываются как сумма общих страховых премий, брутто (GWP), что эквивалентно выручке от основной деятельности в других отраслях за вычетом изменений в резерве незаработанных премий (относя-

щихся к той части премии, которая приходится на следующий финансовый год и, следовательно, пока еще является «незаработанной») и премий, переданных перестраховщикам, а также изменения доли перестраховщиков в резерве незаработанных премий.

В составе дохода от инвестиций учитывается инвестиционный доход, который включает в себя повторяющиеся доходы от инвестиций и неоперационные доходы и потери, в том числе от переоценки открытой валютной позиции.

В состав расходов входят следующие статьи:

- **Чистая сумма произошедших убытков (Net Claims Incurred).** К этой статье относятся денежные средства, выплаченные страхователям по претензиям за данный период, и изменения в резервах, которые откладываются для оплаты будущих претензий.
- **Аквизиционные расходы (Acquisition Costs).** Это расходы, понесенные для получения премий, основными компонентами которых являются комиссионные, выплачиваемые агентам, банкам и другим посредникам.
- **Административные расходы.** Эти расходы в основном состоят из зарплат сотрудников, амортизации, социальных взносов и ИТ-расходов.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

СТРАХОВЫЕ ПРЕМИИ: РОСТ НА 14% В ГОД ДО 226 МЛРД РУБ. К 2028 ГОДУ

Общая сумма страховых премий, брутто (GWP) Группы Ренессанс Страхование выросла с 78 млрд. руб. за 9М22 до 85 млрд. руб. за 9М23. В прошлом темпы роста этого показателя были довольно волатильными: так, в 2021 году компания увеличила премии на 26% г/г, в 2022 году 1%, а по итогам 2023 они могут повыситься на 14%. Основными драйверами роста за 9М23 стали премии в НСЖ (плюс на 39% г/г до 19,8 млрд руб.), кредитном и рисковом страховании жизни (плюс 25% г/г до 10,1 млрд руб.) и автостраховании (плюс 17% г/г до 27,6 млрд руб.).

Доля премий, переданных в перестрахование (ceded ratio), в течение последних лет остается стабильной на уровне около 3%, и мы ожидаем, что этот уровень будет меньше

в ближайшие годы из-за ухода западных перестраховочных компаний из России и пока еще незначительной развитости этого рынка внутри страны.

Страховые премии brutto, млрд руб. и %



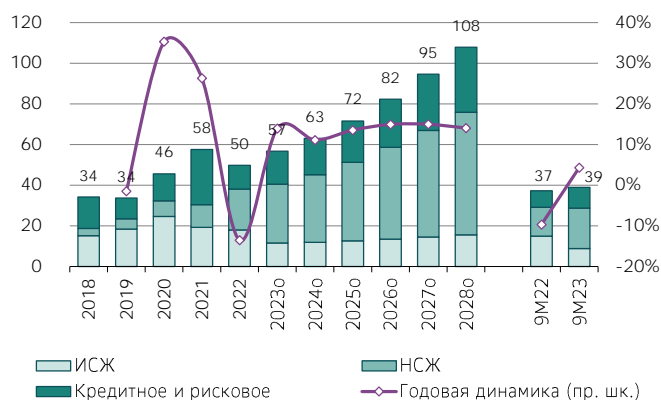
Источник: компания, SberCIB Investment Research

Валовые и чистые страховые премии, млрд руб. и %



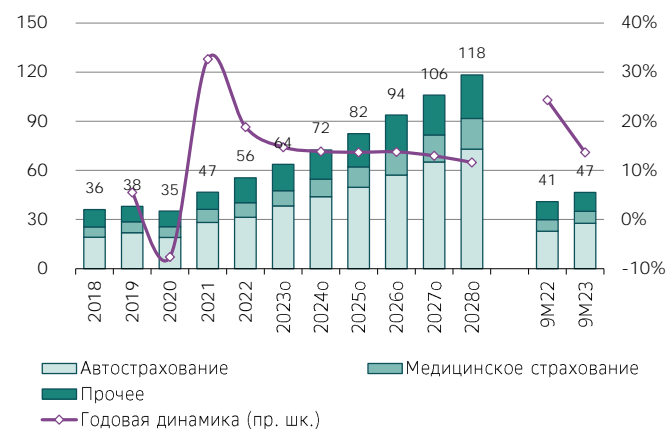
Источник: компания, SberCIB Investment Research

Премии в сегменте страхования жизни, млрд руб. и %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Премии в сегменте страхования ином, чем страхование жизни, млрд руб. и %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ДОХОДЫ: ДОХОДНОСТЬ ПОРТФЕЛЯ МОЖЕТ СНИЗИТЬСЯ ВСЛЕД ЗА СТАВКАМИ В 2024-2028 ГОДЫ

Мы ожидаем, что в 2024 году доходность инвестиционного портфеля останется значительной благодаря высокой ставке ЦБ и большой доле денежных средств и депозитов в структуре портфеля. Инвестиционные доходы могут расти с среднегодовым темпом в 4% и достигнуть 29 млрд руб. к 2028 году. Процент прибыли от инвестиционной деятельности оценивается как соотношение результата от инвестиционной деятельности за период к среднему инвестиционному портфелю страховой компании.

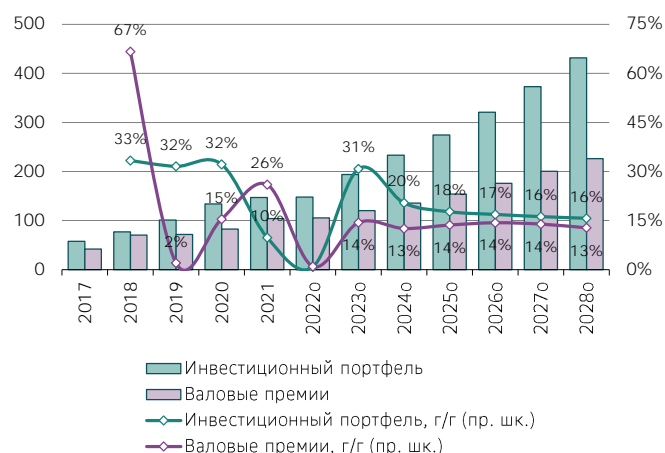
В период высоких процентных ставок 2024-2025 годов, на наш взгляд, инвестиционные доходы станут основной частью прибыли компании, но постепенно их доля от операционных доходов будет снижаться и достигнет 75% к 2028 году. Для сравнения, в 2020-2021 годы их доля составляла соответственно 55% и 57%. Рост доли инвестиционных доходов также связан с развитием продуктов страхования жизни и ростом их доли в собираемых премиях в 2022-2023 годах.

Динамика инвестиционных доходов, млрд руб. и %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Валовые и чистые страховые премии, млрд руб. и %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Доходность инвестиционного портфеля и ставка ЦБ



Источник: компания, SberCIB Investment Research

СТРАХОВЫЕ ВЫПЛАТЫ

Сумма произошедших за период убытков (страховые выплаты + изменение резерва убытков) – самый значительный отрицательный показатель в финансовой отчетности страховой компании. С использованием этого показателя рассчитывается коэффициент убыточности (loss ratio) как отношение состоявшихся страховых убытков к заработанным за период премиям. Изменение резерва убытков показывает динамику суммы, которую страховщик оценивает как необходимую для будущих страховых выплат клиентам.

Чем ниже коэффициент, тем прибыльнее страховая компания, и наоборот. Если коэффициент убытков выше 1 или 100%, то страховая компания убыточна, потому что совершает больше страховых выплат, чем получает в виде премий.

Выплаченные страховые выплаты и претензии, подлежащие выплате, составили 26 млрд руб. за 1П23. В 2021 году этот показатель составлял 39 млрд руб. По нашим оценкам, за 2023 год он может достигнуть 58 млрд руб.

В структуре страховых выплат около 75-80% приходится на страхование, не связанное со страхованием жизни (non-life), а остальная часть - на страхование жизни (life). За 1П23 коэффициент убыточности Ренессанс Страхования (сегмент non-life) составил 54,1%. Аналогичный показатель для сегмента life (Ренессанс Жизнь) за 1П23 составил 94,9%.

Увеличение выплат обусловлено динамичным ростом продаж продуктов в сегменте страхования жизни, где большая часть премии технически резервируется при получении

наличных денежных средств, причем эти резервы расходуются после наступления срока погашения (в случае отсутствия страхового случая).

Расходы на привлечение клиентов: их доля может снижаться вслед за увеличением доли прямых каналов в структуре продаж

Аквизиционные расходы — это издержки страховой компании, связанные с привлечением новых клиентов (то есть с заключением с ними договоров страхования) и удержанием уже имеющихся. Чаще всего такие расходы составляют наиболее значительную часть общих операционных затрат, которые в страховании называются расходами на ведение дел.

Аквизиционные расходы принято делить на две группы: прямые и косвенные. В первую входят, в частности, комиссионные вознаграждения агентам, брокерам, банкам и другим посредникам. Обычно на эти каналы распределения приходилось около 80% общих затрат на привлечение клиентов. Во вторую относят расходы, связанные с «продвижением или стимулированием продаж», например, с рекламными акциями.

Динамика аквизиционных расходов в сегменте non-life может оцениваться через отношение «аквизиционных расходов, нетто» к «чистой заработанной премии». Этот показатель называют коэффициентом аквизиции (acquisition ratio). В 1П23 коэффициент аквизиции у Ренессанс Страхования (сегмент non-life) составил 32%. Для сравнения: в 1П21 этот показатель был на уровне 33%. Мы не ожидаем значительных изменений этого коэффициента в ближайшие годы: в 2024-2028 годах он останется на уровне около 35–36%, с постепенным снижением к 34,6% к 2028 году из-за роста прямых каналов в структуре продаж.

Расходы на привлечение клиентов по сегментам, млрд руб. и %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Коэффициент привлечения в сегменте страхования ином, чем страхование жизни, млрд руб. и %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Административные расходы: цифровизация бизнеса повысит его эффективность

Как и в случае с административными расходами, основной компонент — это затраты на персонал, которые исторически составляют более половины расходов.

Лучший способ оценить динамику административных расходов в сегменте, не связанном с продажей, это соотношение расходов, которое измеряется административные расходы / чистые заработанные премии. Это коэффициент административных расходов (admin ratio). Коэффициент административных расходов составлял около 14-16% в 2018-2021 годах (15% в 1П23). Цифровизация и автоматизация (например, обработки

выплат) может привести к сокращению этого коэффициента в 2024–2028 годах, и мы ожидаем, что он может снизиться до 10% к 2028 году.

Совокупные административные расходы, млрд руб. и %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Уровень административных расходов в сегменте страхования иного, чем страхование жизни, млрд руб. и %

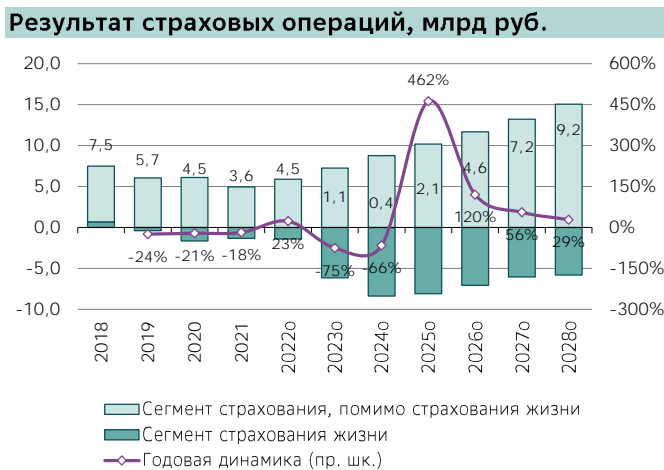


Источник: компания, SberCIB Investment Research

ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ ОТ СТРАХОВЫХ ОПЕРАЦИЙ

Финансовый результат от деятельности страховой компании складывается из трех элементов: финансового результата от проведения страховых операций, финансового результата от проведения инвестиционной деятельности и финансового результата от прочей деятельности.

Убыток от страховой деятельности еще не является показателем неудовлетворительной работы компании. Некоторые страховые компании снижают страховые тарифы в целях привлечения клиентов и получают прибыль за счет инвестиционных доходов. Общие финансовые результаты зависят от доходности финансовых вложений, поэтому необходимо сопоставлять финансовые результаты по всем составляющим. В среднем финансовый результат от проведения страховых операций у компаний в России и в мире в целом соответствует доходности 2-5%, а основную прибыль игроки получают, инвестируя собираемые премии в различные инструменты, включая депозиты, облигации и акции. Поэтому более эффективным анализом в сегменте non-life является оценка через combined ratio (комбинированный коэффициент убыточности).



Источник: компания, SberCIB Investment Research

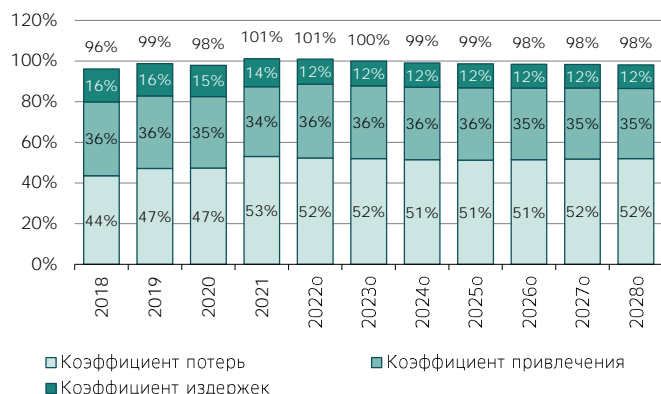
Комбинированный коэффициент убыточности (COMBINED RATIO) В СТРАХОВАНИИ NON-LIFE

Главный показатель эффективности работы страховой компании в сегменте non-life – комбинированный коэффициент убыточности (combined ratio). Он рассчитывается как сумма трех выше описанных показателей: коэффициент убыточности + коэффициент аквизиции + коэффициент административных расходов. Все три показателя измеряются в процентах.

Если комбинированный коэффициент ниже 100%, то это означает положительный общий результат страхования (т. е. компания зарабатывает деньги на страховом бизнесе), а если он выше 100%, то это означает убыток по страховым операциям.

В 2018–2020 годах комбинированный коэффициент убыточности Группы Ренессанс страхования колебался в диапазоне от 96% до 99%, но в 2021 году достиг 101%. Мы ожидаем, что коэффициент будет постепенно снижаться и достигнет 97% к 2028 году. Во многом его более высокое значение будет связано с большей долей продуктов в страховании life.

Коэффициент совместной прибыли в страховании ином, чем страхование жизни



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Структура доходов Ренессанс Страхования, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

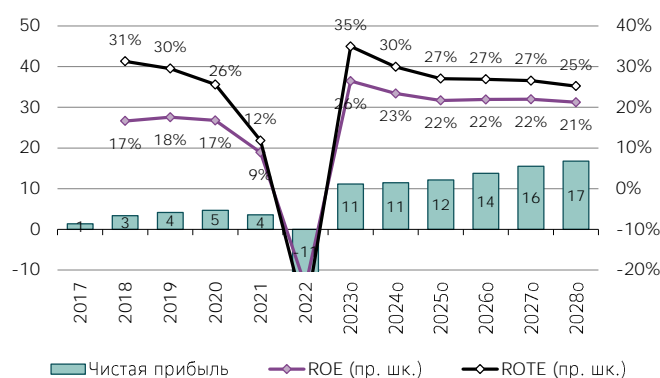
Мы оцениваем ROE в долгосрочной перспективе на уровне 20%

Финансовые показатели Группы Ренессанс Страхование в последние годы были довольно волатильными. В 2022 году компания сообщила об убытке, который пока не раскрыла в своей отчетности; по нашим оценкам, он мог составить до 10-11 млрд руб. В то же время 2023 год станет рекордным для компании по финансовым показателям в последнее время, во многом за счет результатов первого полугодия и инвестиционных доходов на фоне восстановительного роста экономики РФ и периода высоких ставок.

В 2018-2020 годах ROE Группы Ренессанс Страхование составлял 16-18%, но упал до 9% в 2021 году. За 9M23 показатель ROATE составил 38,4% по сравнению с ROE в 35,5% для сектора. ROATE – это средняя годовая рентабельность собственного капитала, и компания считает более корректным ориентироваться на эту метрику, а не на ROE, как принято в банковском секторе, т. к. у нее доля нематериальных активов составляет 5% от совокупных активов по итогам 1П23. По нашим оценкам, в 2024-2028 годах ROE компании останется выше 20% и в долгосрочной перспективе может составить 21%.

Мы ожидаем среднегодового темпа роста чистой прибыли 10% в 2024-2028 годах и предполагаем, что она может достигнуть 17 млрд руб. в 2028 году.

Чистая прибыль и ROE, млрд руб. и %



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Обзор Группы Ренессанс Страхование

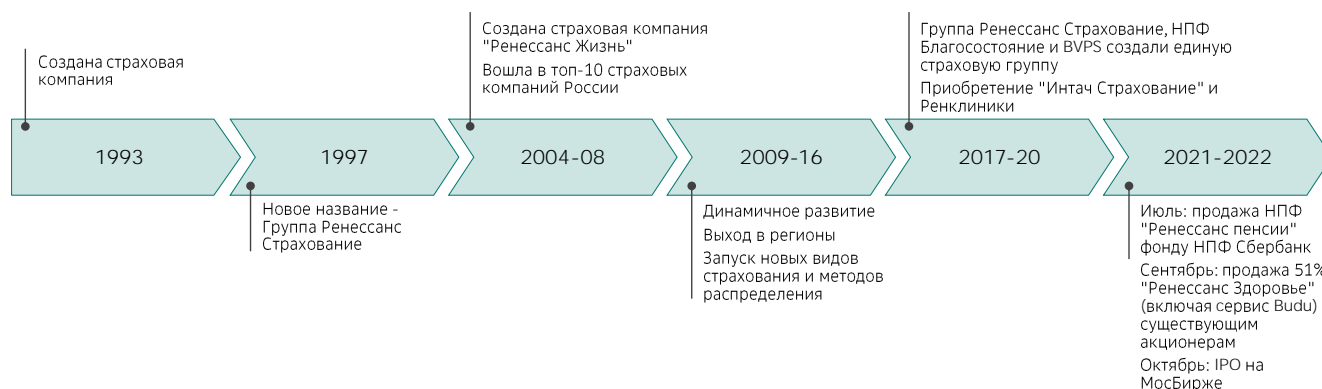
Ренессанс Страхование была одной из первых частных страховых компаний в России и начала свою работу в 1993 году. Изначально она называлась «Российская страховая компания», но в 1997 году была переименована в «Ренессанс». В 1998 году компания начала заниматься медицинским страхованием, а в 2004 году создала компанию по страхованию жизни – Ренессанс Жизнь. К 2008 году она стала одним из топ-10 страховщиков, в сегменте страхования иного, чем страхование жизни. В 2017 году Группа Ренессанс Страхование привлекла финансирование от новых инвесторов – НПФ «Благосостояние» и Baring Vostok Capital Partners и объединила несколько активов, включая три страховые компании и пенсионный фонд, под брендом Ренессанс Страхование. В рамках этого процесса Ренессанс Страхование также консолидировала бизнес по страхованию жизни, получив 100-процентную долю в «Ренессанс Жизнь». В 2021 году Группа Ренессанс Страхование вышла из бизнеса НПФ, продав свою долю НПФ Сбербанка.

Сегодня Группа Ренессанс Страхование состоит из четырех бизнес-сегментов:

- **Ренессанс Страхование** (сегмент non-life). Универсальная страховая компания, ориентированная на работу в режиме онлайн. Этот сегмент называется non-life (прочие виды страхования, отличные от страхования жизни и накопительных продуктов).
- **Ренессанс Жизнь**. Лидирующий независимый игрок на рынке страхования жизни, поддерживающий партнерские отношения с более чем 40 банками. Этот сегмент называется life (страхование жизни и накопительные продукты).
- **УК Спутник**. Одна из старейших в России инвестиционных компаний.
- **Компания Vudu**. Сервис по управлению здоровьем, с собственной командой врачей, современными клиниками и высокотехнологичной платформой телемедицины.

По информации компании, ее цель – «построить лучшую в России технологичную страховую компанию с уникальными продуктами и сервисами, высоким уровнем клиентской удовлетворенности, опирающуюся на устойчивую бизнес-модель, которую сложно скопировать конкурентам, а также создающую стоимость для акционеров».

История развития компании

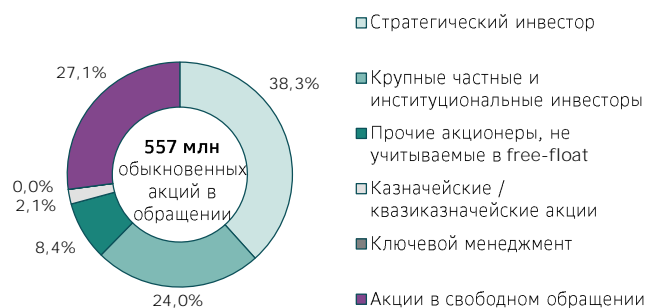


Источник: компания, SberCIB Investment Research

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ КОМПАНИИ

Компания не имеет одного контролирующего акционера. Структура собственности разделена между стратегическими и институциональными инвесторами, которым принадлежит 72% акций. Free-float компании на 10 ноября 2023 года составил 27,1%, что стало одним из факторов, позволивших ей войти в число кандидатов на включение в базу расчета индекса Московской биржи в декабре 2023 года.

Структура акционеров компании на 10 ноября 2023 года



Источник: компания

Ограничение ответственности