

Sjóvá-Almennar tryggingar hf.

Ráðgjöf vegna útboðs og skráningar

Fyrirtækjagreining

Vel viðunandi viðmiðunarverð

Fyrir dyrum stendur útboð og skráning hluta í Sjóvá-Almennum tryggingum hf. Með skráningu Sjóvár á markað má segja að allur einkarekni tryggingamarkaðurinn á Íslandi verði samankominn í Kauphöll Íslands. Útboð á hlutum Sjóvár fer fram dagana 27. – 31. mars og er ætlunin að skrá hlutina í Kauphöllina 11. apríl. Samtals verða boðnir til sölu 366,3 milljón hlutir eða 23,0% af áður útgefnum hlutum í Sjóvá. Útboðinu er skipt í tvær tilboðsbækur; A og B. Í tilboðsbók A stendur til að selja 10% á verðinu 10,7 – 11,9 krónur á hlut. Þar geta fjárfestar skráð sig fyrir hlutum að andvirði 100 þúsund til 10 milljónir króna og verður að útboði loknu öllum hlutum í tilboðsbókinni úthlutað á sama verðinu. Í tilboðsbók B er ætlunin að selja 13% hlut til hæstbjóðenda en lágmarksverð í tilboðsbókinni er 11,9 krónur á hlut og aðeins er þar tekið við tilboðum sem eru hærri en 10 m.kr. að andvirði. Miðað við fyrirkomulag sölunnar er ekki að undra þótt verðið 11,9 krónur á hlut sé orðið viðmiðunarverð í umræðu um útboðið. Út frá því verður stærð útboðsins samtals um 4,4 ma.kr.

Seljendur útboðsins

	SF1	SAT	Íslandsbanki	Samtals
Tilboðsbók A	5,0%	2,0%	3,0%	10,0%
Tilboðsbók B	6,0%	2,0%	5,0%	13,0%
Samtals	11,0%	4,0%	8,0%	23,0%
Eignarhlutur eftir útboð	62,0%	13,7%	1,3%	

Við teljum að það sé skynsamlegt að taka þátt í tilboðsbók A í útboði Sjóvár. Út frá þeirri skilgreiningu sem hér er miðað við (sjá nánar á hlekk sem fylgir þessari greiningu) myndum við ráðleggja fjárfestum að „bæta við“ eign sína í Sjóvá á verðinu 11,9. Við metum virði eigin fjár Sjóvár á 20,8 ma.kr. en það samsvarar 13,0 kr. á hlut. Við teljum allar líkur á að útboði Sjóvár ljúki með svipuðum hætti og útboðum TM og VÍS að því leyti að mikil umframeftirspurn verður í tilboðsbók A sem mun verða lokað í hæsta gildi, á 11,9.

Kennitölur m.v. virðismat

V/I	1,2	1,1	1,4	1,3	1,3
V/Haldbært eigið fé	1,7	1,4	1,8	1,7	1,6
V/H	11,6	11,4	10,8	11,5	11,1

Kennitölur m.v. verð á hlut 11,9

	2013	2014s	2015s	2016s	2017s
V/I	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2
V/Haldbært eigið fé	1,6	1,3	1,7	1,6	1,5
V/H	10,6	10,4	9,8	10,5	10,1

Okkar mat byggir á niðurstöðu áætlunar okkar um arðgreiðslur félagsins til framtíðar núvirtar með ávöxtunarkröfu eigin til fjár. Þá teljum við að m.v. verðbil tilboðsbókar A sé verðlagning Sjóvár hagstæð m.v. önnur tryggingafélög á íslenskum markaði sé litið til kennitalna.

Virðismatsgengi ISK	13,0
Síðasta virðismat	
Dagslokaverð	

Ráðgjöf

Almennar upplýsingar

Markaðsvirði í mö.kr.	
Útistandandi hlutir í m.	1.593
Meðalvelta á dag frá skráningu	

Helstu forsendur

Ávöxtunarkrafa eigin fjár	12,4%
Framtíðarvöxtur	4,5%
Arðsemi eigin fjár á lokaári	15,8%
Skatthlutfall	17,9%

Greiningardeild Arion banka

Elvar Ingi Möller
s: 444 6981
elvar.moller@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson, ábm
s: 444 6959
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

Ábyrgðarmaður:

Stefán Broddi Guðjónsson

Verðbréfamiðlun Arion banka

Árni Ketilbjörn Jónsson
s: 444 7327
Birgir Guðfinnsson
s: 444 7337
Ingólfur Snorri Kristjánsson
s: 444 7144
Unnar Hermannsson
s: 444 7328
Helgi Frimannsson
s: 444 7310
Sigurður Hreiðar Jónsson
s: 444 7323
Sævar Ingi Haraldsson
s: 444 7342
Stýrkár Hendriksson, forstöðumaður
s: 444 7343

Fjárfestingarrannsókn

Þau sjónarmið sem koma fram í greiningu þessari endurspeglar huglægt mat höfunda á þeim tíma er greiningin var unnin. Mat Greiningardeildar getur breyst án fyrirvara en Arion banka ber ekki skylda til að upplýsa sérstaklega um breytingar á því sem kemur fram í greiningu þessari. Greining þessi er ekki ætluð almenningi heldur til einkanota þeirra sem henni er dreift til. Viðtakanda er óheimilt vitna í, afrita eða dreifa efni greiningarinnar, í heild eða að hluta, án skriflegs leyfis Greiningardeildar Arion banka.

Lykiltölur úr rekstrarreikningi	2013	2014s	2015s	2016s	2017s
(upphæðir í m.kr.)					
Iðgjöld ársins	13.017	13.538	14.283	15.140	15.896
Hluti endurtryggjenda í iðgjaldtekjum	-949	-812	-857	-878	-874
Eigin iðgjöld	12.069	12.726	13.426	14.261	15.022
Fjárfestingatekjur	2.191	2.386	2.492	2.404	2.519
Heildartekjur	14.381	15.126	15.932	16.681	17.557
Eigin tjón	-8.228	-8.731	-9.300	-9.948	-10.536
Rekstrarkostnaður	-3.535	-3.658	-3.829	-4.076	-4.277
Heildargjöld	-12.234	-12.930	-13.612	-14.509	-15.300
Hagnaður fyrir tekjuskatt	2.146	2.196	2.320	2.172	2.257
Tekjuskattur	-357	-373	-394	-369	-384
Hagnaður ársins	1.790	1.823	1.926	1.803	1.873
Hagnaður á hlut (kr.)	1,12	1,14	1,21	1,13	1,18
Lykiltölur úr efnahagsreikningi					
Fjárfestingaeignir	30.072	32.313	29.843	30.883	32.010
Eignir samtals	42.705	45.085	42.737	44.157	45.798
Vátryggingaskuld	21.468	21.739	22.366	23.139	24.060
Skuldir samtals	25.924	26.481	27.449	28.570	29.867
Eigið fé	16.781	18.604	15.288	15.587	15.931
Eigið fé og skuldir samtals	42.705	45.085	42.737	44.157	45.798
Haldbært eigið fé	12.169	14.390	11.472	12.170	12.911
Kennitölur					
Arðsemi eigin fjár	11,3%	10,3%	11,4%	11,7%	11,9%
Arðsemi á haldbært eigið fé	13,7%	12,5%	13,7%	14,2%	14,4%
Fjárfestingaeignir/Eigið fé	1,8	1,7	2,0	2,0	2,0
Gjaldþolshlutfall	4,0	4,5	3,4	3,4	3,4
Gjaldþol m.v. Solvency II	1,7	1,9	1,4	1,4	1,5
Samsett hlutfall (eigin iðgjöld)	94,7%	94,8%	95,4%	95,9%	96,2%
Arðgreiðsluhlutfall	0%	0%	272%	83%	82%
Kostnaðarhlutfall á móti iðgjöldum	24,6%	25,1%	24,6%	24,6%	24,6%
Kennitölur m.v. virðismat					
V/I	1,2	1,1	1,4	1,3	1,3
V/Haldbært eigið fé	1,7	1,4	1,8	1,7	1,6
V/H	11,6	11,4	10,8	11,5	11,1
Kennitölur m.v. verð á hlut 11,9					
V/I	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2
V/Haldbært eigið fé	1,6	1,3	1,7	1,6	1,5
V/H	10,6	10,4	9,8	10,5	10,1

Fyrirtækið

Sjóvá er eitt þriggja stærstu tryggingafélag landsins. Félagið er annað stærsta skaðatryggingafélagið á markaðinum og stærst á sviði líf- og heilsutryggingu að því er fram kemur í útboðslysi. Um 7% af tekjum Sjóvá árið 2013 komu til af líftryggingarstarfsemi en hún skilaði 18% af rekstrarafkomu félagsins á meðan skaðatryggingar skiluðu 82% tekna en 45% af rekstrarafkomu. Um 37% tekna árið 2013 var vegna fjárfestinga. Líðlega 60.000 heimili eru í viðskiptum við Sjóvá og um 7.000 lögaðilar.

Höfuðstöðvar Sjóvá eru í Reykjavík en að auki eru starfstöðvar og umboðsmenn um land allt. Hjá félaginu starfa um 190 manns. Bakgrunnur Sjóvá nær til ársins 1918 eða til stofnunar Sjóvátryggingafélags Íslands. Árið 1989 sameinaðist Sjóvá Almennum tryggingum í Sjóvá-Almennar. Sjóvá-Almennar fór verst íslensku tryggingafélaganna út úr hruninu, missti starfsleyfi vegna fjárhagsörðugleika og svo fór að stofnað varð nýtt félag á grunni vátryggingarstofns Sjóvá-Almennra. Sjóvá var því formlega stofnað 2009 og voru eigendur Glitnir banki, Íslandsbanki og SAT-eignarhaldsfélag (Eignasafn Seðlabanka Íslands). Sala á eignarhlut ESÍ fór fram árin 2011 og 2012 er samlagshlutafélagið SF1 eignaðist meirihluta í félaginu. Við útboð og skráningu munu hluthafar í SF1 eignast hluti í Sjóvá í stað hluta í SF1.

Sem fjárfestingarkostur

Sjóvá er eitt þriggja tryggingafélaga sem skráð er í Kauphöll Íslands. Rekstur síðustu ára hefur gengið vel og félagið risið hratt frá því að vera í tæpri fjárhagslegri stöðu upp í að vera fjárhagslega sterkt félag með góða arðgreiðslumöguleika. Okkur sýnist vaxtarmöguleikar geta falist í því að lækka hlutdeild endurtryggjenda í tekjum félagsins og í batnandi efnahagsumhverfi á Íslandi. Félagið er alfarið starfandi hér á landi. Félagið er með stærri hlutdeild líftrygginga af starfsemi sinni en hin tryggingafélögin en afkoma þeirrar starfsemi hefur verið betri en skaðatrygginga. Með kaupum á tryggingafélögum eignast fjárfestar hlutdeild í afkomu tryggingarekstrar og fjárfestinga.

Erfitt er að henda reiður á verðkennitölur íslensku félaganna í samhengi við erlend tryggingafélög enda starfsemi þeirra ólík eftir vægi tryggingagreina, lánstarfsemi og áhættufjárfestinga svo dæmi sé tekið. Kennitölusamanburð má finna í viðauka þessarar greiningar.

Búið er að semja um viðskiptavakt með hluti í Sjóvá og munu tveir viðskiptavakar tryggja framboð og eftirspurn upp á 1 m. hluti hvor um sig með 1,5% verðbili. M.v. útboðsverðið 11,9 samsvara viðskiptavaktirnar því að tilboð viðskiptavaka á hvorri hlið verða að markaðsvirði samtals um 24 m.kr. Til samanburðar er markasvirði kaup- og sölutilboða viðskiptavaka á hvorri hlið í TM og VÍS um 30 m.kr. m.v. síðasta viðskiptaverð. Verðbil viðskiptavaktar hinna tryggingafélaganna er hið sama þannig að seljanleiki með hluti í Sjóvá ætti að verða sambærilegur þegar til viðskipta kemur.

Seljendur og eigendur

Í dag er stærsti hluthafi Sjóvár samlagshlutafélagið SF 1. Í lýsingu kemur fram að áður en hlutir í Sjóvá verða teknir til viðskipta verður eignarhlutur SF 1 í Sjóvá færður á nafn hvers og eins hluthafa SF 1 og hlutverki samlagshlutafélagsins gagnvart Sjóvá lýkur. Út frá lýsingu að dæma liggur ekki fyrir hvernig sala á undirliggjandi eignarhlut SF 1 í Sjóvá skiptist endanlega milli hluthafa samlagshlutafélagsins. Í lýsingu kemur fram að Gildi lífeyrissjóður mun þó selja það mikið af hlut sínum að eignarhlutur í Sjóvá fer niður fyrir 10% eftir útboð. Að neðan er okkar nálgun á hluthafalista Sjóvár eftir að eigendur SF 1 hafa skipt hlutum sínum í milli en við gerum ráð fyrir að skiptingin verði hlutfallsleg milli annarra hluthafa en Gildis.

Stærstu hluthafar m.v. uppskipti SF 1	% hlutfjár
SAT eignarhaldsfélag hf.	13,7%
Tilboðsbók B	13,0%
SVN eignafélag ehf.	11,7%
Tilboðsbók A	10,0%
Gildi - lífeyrissjóður	9,9%
Stefnir - íslenski athafasjóðurinn	7,2%
Frjálsi lífeyrissjóðurinn	5,9%
Stapi - lífeyrissjóður	5,1%
Stefnir - ÍS 5	4,8%
Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins - A deild	3,9%
Festa - lífeyrissjóður	3,2%
EGG ehf.	2,5%
Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins - B deild	2,3%
Arkur ehf.	1,7%
Frjálsi lífeyrissjóðurinn - Tryggingadeild	1,5%
Íslandsbanki hf.	1,3%

Yfirlýst markmið útboðsins er tvíþætt. Annars vegar að tryggja næga dreifingu hluta svo hægt verði að taka hluti Sjóvár til viðskipta í Kauphöll. Hins vegar er markmiðið að tryggja seljendum sem hæst verð. Við teljum allar líkur á að fyrra markmið útboðsins náist. Seinna markmiðið er tvíbentara enda ætla núverandi eigendur að halda eftir umtalsverðum hlut og treysta á hagstæða verðþróun í framhaldinu. SF 1 er í eigu hóps fjárfesta og er SVN eignafélags (Síldarvinnslan) þeirra stærstur en annars eru fyrst og fremst lífeyrissjóðir í eigendahópi SF 1. Íslandsbanki selur nær allan sinn eignarhlut en SAT, sem er í eigu slitastjórnar Glitnis, heldur eftir tæplega 14% eignarhlut. Slitastjórnin, stærsti hlutafi Sjóvár, verður tæpast langtímaeigandi að Sjóvá. Þannig má ætla að sú stefna sem eigendur móta félaginu til framtíðar taki mið af því hver eignast þann hlut. Við túlkum þá óvissu ekki neikvætt fyrir almenna fjárfesta en vissulega er íhugunarefni hvaða hluthafar munu taka sér stöðu við hlið SVN sem stærstu eigendur Sjóvár að afloknu útboði og endanlegri sölu slitastjórnarinnar á eignarhlut sínum. Hér má rifja upp

að í lýsingu segir að hlutdeild Sjóvár í tryggingum sjávarútvegsfyrirtækja hafi aukist og muni vaxa enn frekar árið 2014. Það styrkir vonandi þá stefnu að hafa eitt stærsta sjávarútvegsfyrirtæki landsins í hluthafahópnum.

Tvíþætt mat

Mat á virði tryggingafélaga felur í sér tvíþætt mat, annars vegar mat á verðmæti undirliggjandi váttryggingarekstrar og hins vegar mat á framtíðarsjóðstreymi undirliggjandi fjárfestingareigna. Hagstæð fjármögnun fjárfestingareigna og jákvæð afkoma af váttryggingarekstri, án atbeina fjárfestingartekna, réttlæta að fjárfestar meti virði eiginfjár félagsins umfram bókfært virði þess. Hér verður þó að slá þann fyrirvara að fjárfestingareignir tryggingafélaga hafa ástundum reynst illa heppnaðar (ofmat eigna) og tryggingarekstur hefur svo sannarlega ekki alltaf reynst arðbær í sjálfu sér. Frá sjónarhorni baksýnispegilsins fór reyndar saman á tímabili hér á landi að of stór hluti fjárfestingareigna var illa heppnaður og tryggingarekstur var rekinn með tapi. Kaldhæðnislega sem það hljómar þá hafa íslensk tryggingafélög líklega aldrei verið keypt og seld jafndýru verði og einmitt þá.

Lækkun endurtryggingarhlutfalls

Tekjur Sjóvár, eins og annarra tryggingafélaga, taka nokkuð mið af þeirri hagsveiflu sem ríkir. Tekjurnar elta þó ekki aðeins hagvöxtinn heldur ekki síður fjárfestingar og innflutning. Í viðauka má finna helstu stærðir úr hagspá Greiningardeildar. Í lýsingu kemur fram að vöxtur iðgjalda Sjóvár sé áætlaður meiri árið 2014 en árið á undan, er þau

uxu um 2,2, og að raunvöxtur verði á iðgjöldum. Þá hefur TM gefið út áætlun sem felur í sér 3,5% vöxt eigin iðgjalda, en hluti þess mun væntanlega koma erlendis frá. Okkar spá gerir ráð fyrir að iðgjöld Sjóvár vaxi um 4% þessu ári. Áfram verður fylgt þeirri stefnu að minnka vægi endurtryggingar eins og gert var í fyrra samhliða sterkari fjárhagsstöðu félagsins. Að okkar mati er hluti endurtryggjenda af tekjum óþarflega hár og arfleifð frá tíma er fjárhagsstaðan beinlínis krafðist þess. Samsetning viðskiptavina eða staða tjónaskuldar gefur ekki tilefni til að Sjóvá endurtryggi meira en hin íslensku tryggingafélögin. Lækkun hlutdeildar endurtryggjenda og þar með hækkun eigin iðgjalda og þar með nettótekna er í sjálfu sér vaxtartækifæri fyrir Sjóvá. Við áætlum að hlutdeild endurtryggjenda af tekjum verði 5% til langframa. Eins og fram kemur í okkar hagspá eigum við von á nokkrum vexti fjárfestingar og innflutnings á næstu árum í framhaldi af ládeyðu liðins árs. Af þessu leiðir að við teljum vaxtarmöguleika Sjóvár þökkalega í fyrirsjáanlegri framtíð og spáum vexti eigin iðgjalda upp á 5-6% næstu ár en 4,5% er fram í sækir. Á næstum árum teljum við einnig skipta máli hvernig tryggingafélögum tekst að láta hækkun iðgjalda mæta fyrirsjáanlegum auknum kostnaði af tilkomu Solvency II

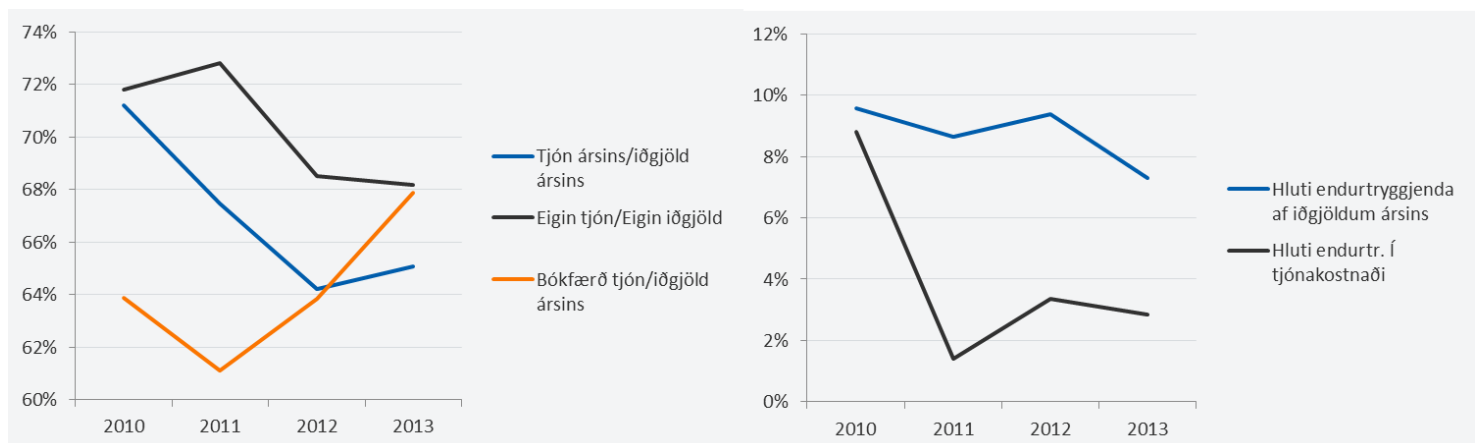
Rekstraráætlun Sjóvár – úr lýsingu

„Horfur um rekstur félagsins fyrir árið 2014 gera ráð fyrir raunvexti iðgjalda og eru hagnaðarhorfur ársins svipaðar og síðustu ár eða á bilinu 2.700 – 3.300 m.kr. fyrir skatta og afskrift ófnislegra eigna. Félagið gerir ráð fyrir að samsett hlutfall ársins 2014 muni liggja á bilinu 94%-96%, sem er í takti við undanfarin tvö ár.“

Brött áætlun fyrir þetta ár

Við teljum að áætlun Sjóvár um afkomu þessa árs sé bjartsýn og er okkar spá rétt undir neðri mörkum áætlunar félagsins. Þannig áætlum við að hagnaður fyrir afskrift viðskiptavildar verði tæplega 2,7 ma.kr. Við erum þó á því að samsett hlutfall verði í samræmi við væntingar félagsins eða 94,8%. Af því leiðir finnst okkur líklegt að við eigum von á heldur lægri arðsemi af fjárfestingastarfsemi á árinu heldur en áætlanir gera ráð fyrir. Þá gerum við ráð fyrir að 60 m.kr. af kostnaði vegna skráningar félagsins á markað falli til á þessu ári en heildarkostnaður félagsins samkvæmt lýsingu er 93 m.kr. sem við áætlum að hafa einnig fallið til á síðasta ári. Þetta er þó ekki allur kostnaður útboðsins þar sem seljendur hluta í útboðinu bera kostnað sem áætlaður er að lágmarki 105 m.kr.

M.v. okkar mat verður arðsemi fjárfestingareigna um 7,9% á yfirstandandi ári sem skilar liðlega 2,4 mö.kr. tekjum. Til viðbótar skilar fjárfestingastarfsemin liðlega 200 m.kr. arði af líftryggingareignum. Fjárfestingar í tengslum við líftryggingastarfsemi félagsins eru nær eingöngu með verðáhættu líftryggingataka og tekjur Sjóvár vegna þeirra líkari þóknun vegna umsýslu. Við áætlum að arðsemi fjárfestingareigna þróist upp í 8,2% eftir því sem líður á spátímabilið. Þróun fjárfestingareigna tekur mið af ávöxtun, útgreiðslu arðs og viðbótar sem byggist upp í starfsemi tryggingahlutans.



Heimildir: Reikningar félaganna og Greiningardeild Arion banka

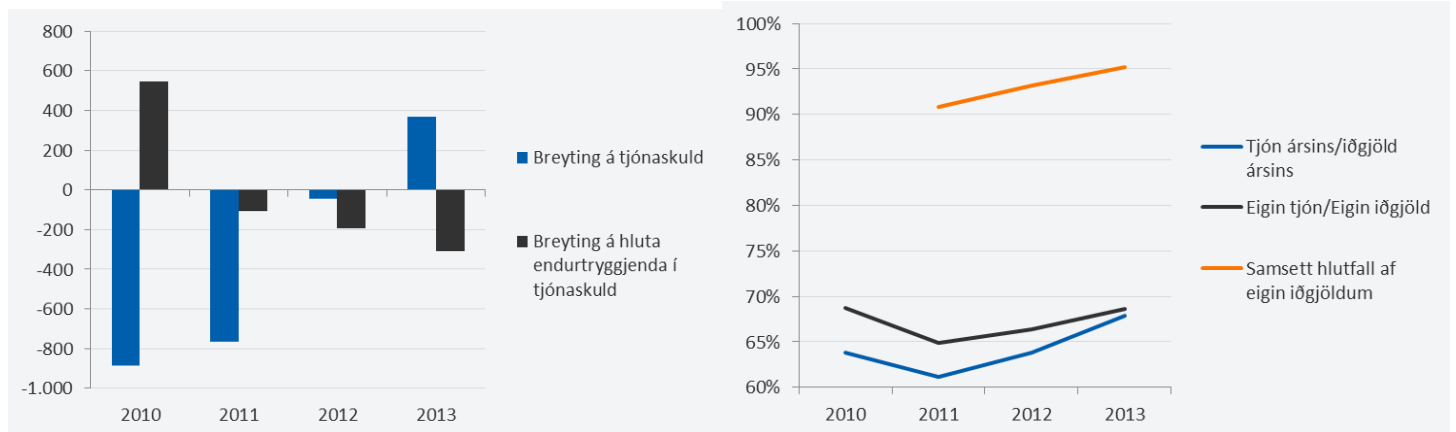
Tjón eru ófyrirsjáanleg

Efnahagsástand síðustu ára hefur þau áhrif á tryggingarekstur á Íslandi að iðgjöld vaxa hægar en á uppgangstímum. Á móti er minna um tjón, þannig að því leyti er tryggingastarfsemi ágætis sveiflujafnari. Reyndar er tryggingarekstur matskennd grein og bókfærð eigin tjón þurfa ekki endilega að gefa fullnægjandi mynd af undirliggjandi þróun. Þannig er áhugavert að líta til bókfærðra tjóna (samtals greidd tjón á hverju tímabili) til að fá mynd af þróuninni. Að meðaltali spáum við því að samsett hlutfall verði 96% yfir spátímabilið. Hvernig tjón falla síðan eftir tímabilinu og hve stór hluti kemur í hlut endurtryggjenda er ómögulegt að segja til um. Endurtrygging snýr síðan fyrst og fremst að einstaka tjónsatburði en ekki tíðni þeirra. Hámarksáhætta Sjóvár af einum tjónsatburði (t.d. mörg tjón í óveðri er 500 m.kr.) og

hámarksáhætta í einstaka tjónum er 200 m.kr. Með því að láta 7% af öllum iðgjöldum (árið 2013) renna til endurtryggjenda tryggir tryggingafélagið sig þannig fyrir áhrifum stórtjóna.

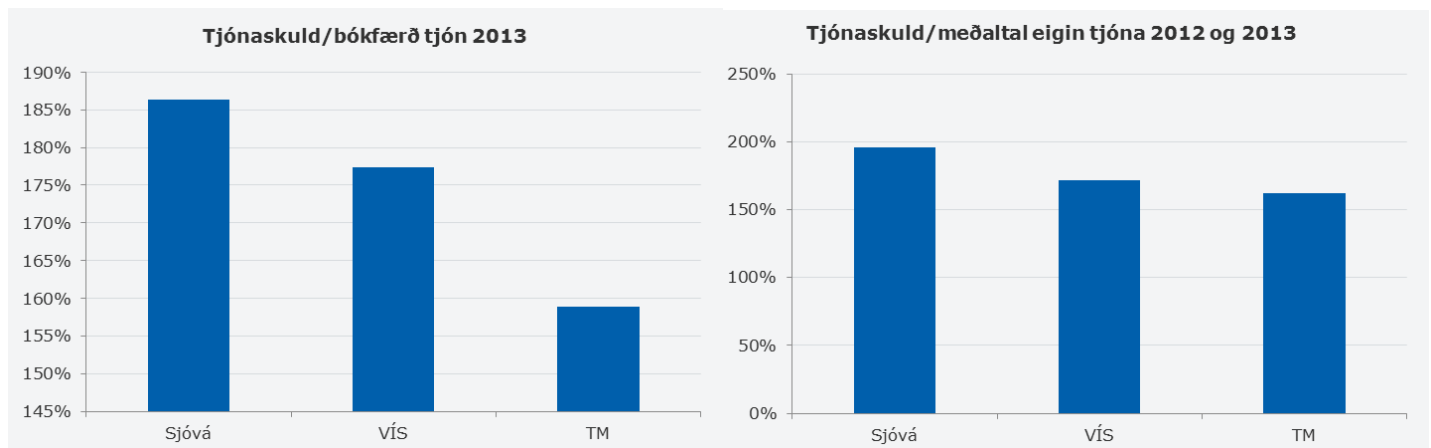
Það er fyrst og síðast mat á tjónaskuld sem breytir áhrifum bókfærða tjóna á tjónahlutfall félagsins. Bókfærð afkoma Sjóvár, eins og annarra tryggingafélaga, mun því alltaf byggja að miklu leyti á mati á váttryggingaskuld félagsins. Í tilvikum Sjóvár hefur tjónaskuld félagsins breyst mikið á síðustu árum. Ef við svo „leiðréttum“ samsett hlutfall og tjónahlutföll fyrir breytingum má greina ívið neikvæðari þróun en fram kemur í bókfærðum hlutföllum félagsins.

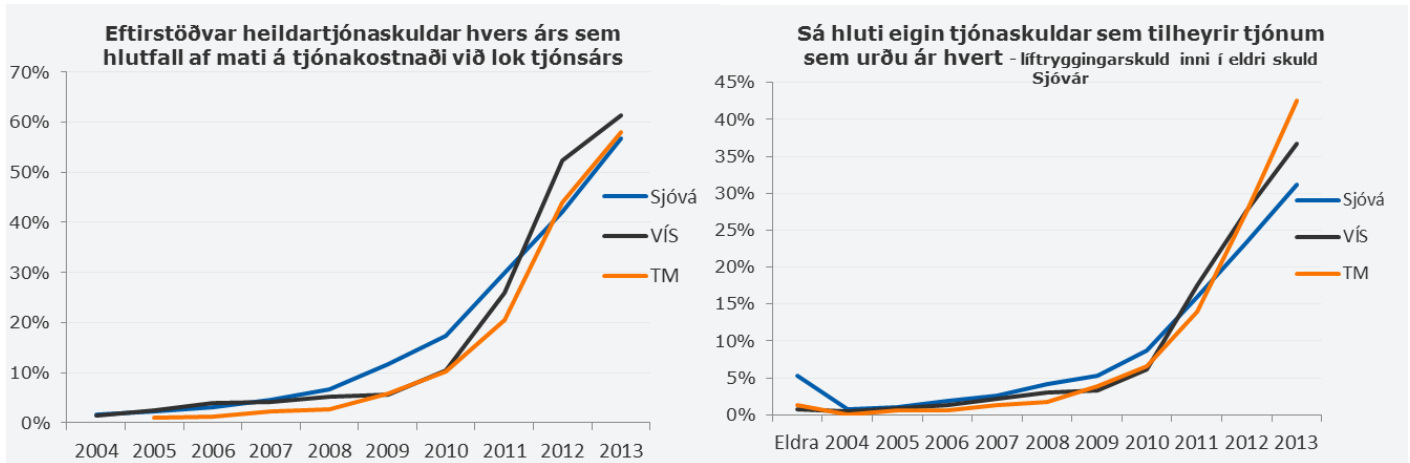
Áhrif breytinga á tjónaskuld og hluta endurtryggjenda á tjónaskuld á rekstur Sjóvár. Mynd t.h. sýnir tjónahlutföll og samsett hlutföll séu eingöngu þessir liðir færðir niður í núll



Heimildir: Reikningar félaganna og Greiningardeild Arion banka

Í okkar forsendum gerum við ekki ráð fyrir áhrifum af breyttu mati á tjónaskuld fyrir yfirstandandi ár en að tjónaskuldin nálgist síðan vöxt iðgjalda ársins. Fjárhæð tjónaskuldar er það mat sem lagt er hverju sinni á orðin en ógreidd tjón, en eðli máls samkvæmt er endanleg útkoma ýmissa tjónsatvika óvissu háð. Við teljum að Sjóvá komi ágætlega út úr samanburði við hin stóru tryggingafélögin hvað það varðar. Hér kemur fram eðlismunur tryggingafélaganna. Þannig er vægi skipa-, flug- og farmtrygginga hlutfallslega stærra í viðskiptavinahópi TM og endanleg fjárhæð tjóns liggur ljós fyrir fyrir en þegar um er að ræða einstaklingstjón. Að auki hefur hagsveiflan samhliða áhrif á tjónaskuldina á þann veg að hún ætti að stækka eftir því sem iðgjöld og þar með tryggingar fara vaxandi efnahagsuppsveiflu svona ef reynt er að leggja mjög almenna mælistiku á tjónsmat tryggingafélaga.



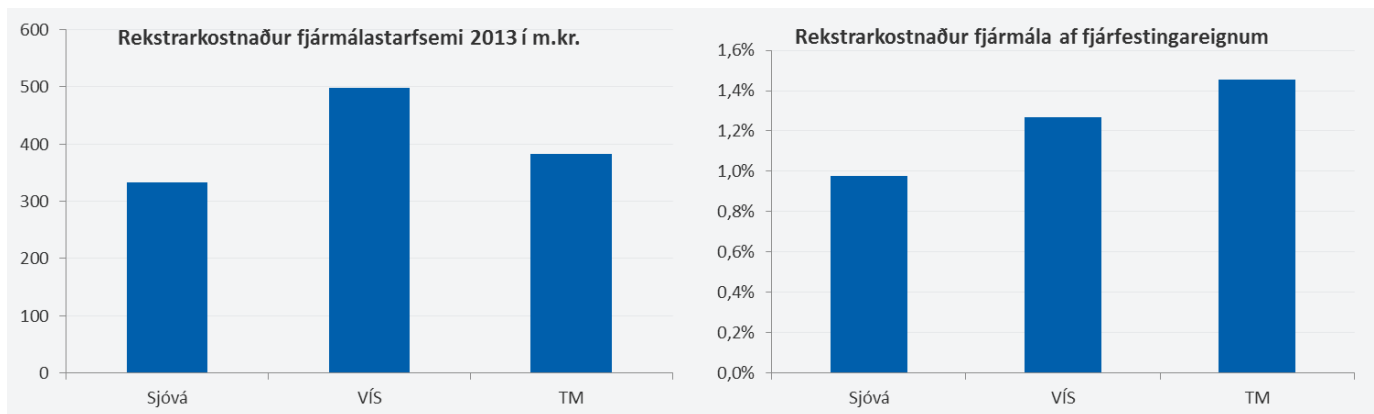


Heimild: Reikningar félaganna og Greiningardeild Arion banka

Áhrif Solvency II

Að okkar mati verður hægara um að tala en í að komast þegar kemur að lækkun rekstrarkostnaðar tryggingafélaga á næstu árum. Frá okkar bæjardrym séð má aðallega bæta afkomu tryggingafélaga með tvenns konar hætti; að bæta áhættumat og þar með verðlagningu til viðskiptavina og svo lækkun rekstrarkostnaðar. Þriðja atriðið snýr að fækkun eða smækkun tjóna sem er eðli máls samkvæmt hægara sagt en gert, og svo er hugtakið „tjón“ nú einu sinni forsenda þess að tryggingafélög hafi tilgang yfir höfuð.

Solvency II tekur væntanlega gildi í byrjun árs 2016 en við teljum að í því felist veruleg breyting á áhættustýringu tryggingafélaga. Þannig er miðað við nýtt lágmarksgjaldþol (Solvency II) tryggingafélaga sem er stífara en núgildandi mat á lágmarksgjaldþoli. Af þessu leiðir að gagnvart fjárfestum sjáum við áhrifin aðallega þrjú: 1) Krafa um herra lágmarksgjaldþol felur í sér kröfu um herra eiginfjárlutfall og þar með minnkar fræðileg arðgreiðslugeta félaganna. 2) Krafa um íhaldssamari fjárfestingastefnu tryggingafélaganna. 3) Aukinn rekstrarkostnaður við áhættustýringu. 4) Viðkoma tryggingafélaga ætti að vera öruggari frá sjónarhóli viðskiptavina og hluthafa sem eðlilegt er að taka tillit til við mat á ávöxtunarkröfu. Af þessu leiðir spáum við því að launakostnaður og stjórnunarkostnaður muni hækka lítillega umfram iðgjöld fram til ársins 2017. Á móti kemur sjáum við minni vöxt annars rekstrarkostnaðar eftir skarpa hækkun á síðasta ári.



Heimild: Reikningar félaganna og Greiningardeild Arion banka

Hér má bæta við að Sjóvá virðist færa þónokkuð lægri kostnað við fjármálastarfsemi heldur en önnur stóru íslensku tryggingafélögin. Hér að ofan er miðað við allar þær eignir sem okkur sýnist að skili fjármálatekjum til samstæðunnar. Við teljum þó ástæðulaust að draga af því sérstaka ályktun um þróun kostnaðar við fjármálastarfsemi. Sá kostnaður sem færður er með fjármálastarfsemi er ekki meðtalin við útreikning á samsettu hlutfalli.

Arðgreiðslur og arðgreiðslustefna

Sjóvá gerir vel í því að upplýsa í lýsingu um að m.v. sitt mat á stöðu gjaldþols hlutfalls út frá Solvency II en fram kemur að m.v. árslok 2012 hefði það staðið í 1,5, en m.v. núgildandi gjaldþolsviðmið (Solvency I) var gjaldþol samstæðu á þeim tíma 3,6. Okkar virðismat byggir á því að leggja mat á arðgreiðslugetu félagsins að gefnu gjaldþols hlutfalli. Út frá þessu gefum við okkur að Sjóvá muni til framtíðar viðhalda gjaldþoli sem byggir á Solvency II upp á 1,45 – 1,55 og

gjaldþoli byggt á nógildandi viðmiðum upp á 3,4 – 3,6. Af þessu leiðir er núvirt arðgreiðslugeta, sem áætlum að gæti komið til greiðslu að afloknum aðalfundi árið 2015, um 4,6 ma.kr.. Til framtíðar áætlum við síðan að félagið geti greitt um 80% af hagnaði ársins út til hluthafa og þó viðhaldið gjaldþolshlutfalli sem ekki ætti að leiða til neikvæðra áhrifa á ávöxtunarkröfu til eigin fjár.

Í þessu sambandi má benda á að Sjóvá hefur sett sér arðgreiðslustefnu sem felur í sér að að lágmarki 50% af hagnaði eftir skatta verði greidd í arð að því gefnu að félagið haldist sterkt m.t.t. gjaldþols. Arðgreiðslan gæti farið fram að öllu leyti eða að hluta með þeim hætti að Sjóvá keypti eigin bréf. Lagt er upp með í lýsingu að arðgreiðslustefnan komi til framkvæmda að afloknu yfirstandandi ári. Af þessu má ráða að mögulegri arðgreiðslu verði að hluta haldið innan félagsins og því yrðu fjárfestingareignir meiri sem því nemur, þó svo við teljum það óþarft þróist fjárhagslegur styrkur með þeim hætti sem við spáum.

Viðaukar

Lykilstærðir úr íslensku efnahagslífi. Breyting í prósentum milli ára. Spá Greiningardeildar 2014-2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Einkaneysla	2,4	1,2	2,5	2,6	2,6
Samneysla	-1,4	1,3	0,7	0,0	0,6
Fjárfesting	5,5	-3,4	10,9	8,2	4,9
Þjóðarútgjöld	1,7	0,1	3,2	2,8	2,4
Útflutningur	3,8	5,3	2,9	4,2	3,7
Innflutningur	4,7	-0,1	3,7	3,9	2,8
Landsframleiðsla	1,5	3,3	2,8	3,0	3,0
Verðbólga	5,2	3,9	3,1	3,6	3,7
Laun	7,7	5,7	5,3	5,2	5,0
Kaupmáttur launa	2,5	1,8	2,2	1,5	1,2
Atvinnuleysi	5,8	4,4	3,6	3,4	3,3
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af VLF)	6,1	7,4	6,8	6,8	7,0

Heimild: Hagstofan, Seðlabankinn og Greiningardeild Arion banka

Sjóðstreymisgreining

m.kr.	2014s	2015s	2016s	2017s	2018s	2019s	2020s	2021s	2022s	2023s
Eigin iðgjöld	12.726	13.426	14.261	15.022	15.715	16.439	17.206	18.009	18.819	19.666
Vöxtur eigin iðgjalda	5,4%	5,5%	6,2%	5,3%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,5%	4,5%
Samsett hlutfall	94,8%	95,4%	95,9%	96,2%	96,4%	96,3%	96,3%	96,2%	96,1%	96,0%
Vátryggingarekstur	658	614	584	573	562	603	641	687	736	794
Fjárfestingatekjur	2.386	2.492	2.404	2.519	2.628	2.747	2.863	2.979	3.099	3.235
Rekstrarkostnaður fjármálareksturs	-322	-318	-346	-364	-425	-444	-487	-534	-568	-587
Fjármálarekstur	2.064	2.174	2.058	2.155	2.203	2.303	2.375	2.445	2.532	2.648
Hagnaður fyrir skatt	2.196	2.320	2.172	2.257	2.292	2.484	2.593	2.707	2.841	3.013
Skattur	-373	-394	-369	-384	-390	-422	-441	-460	-483	-512
Hagnaður eftir skatt	1.823	1.926	1.803	1.873	1.902	2.062	2.152	2.247	2.358	2.501
Arður	0	5.242	1.504	1.529	1.499	1.492	1.755	1.691	2.084	1.907
Arðgreiðsluhlutfall	0%	272%	83%	82%	79%	72%	82%	75%	88%	76%
Núvirt arðgreiðsla	0	4.603	1.173	1.060	923	816	853	730	799	650
Eigið fé í árslok	18.604	15.288	15.587	15.931	16.335	16.904	17.302	17.858	18.133	18.726

Niðurstaða

Framtíðarvirði	26.880
P/B á lokaári	1,44
Núvirt framtíðarvirði	9.160
Samtals núvirði	11.607
Samtals virði eigin fjár	20.767
Fjöldi hluta	1.593
Virði hlutar ISK	13,0

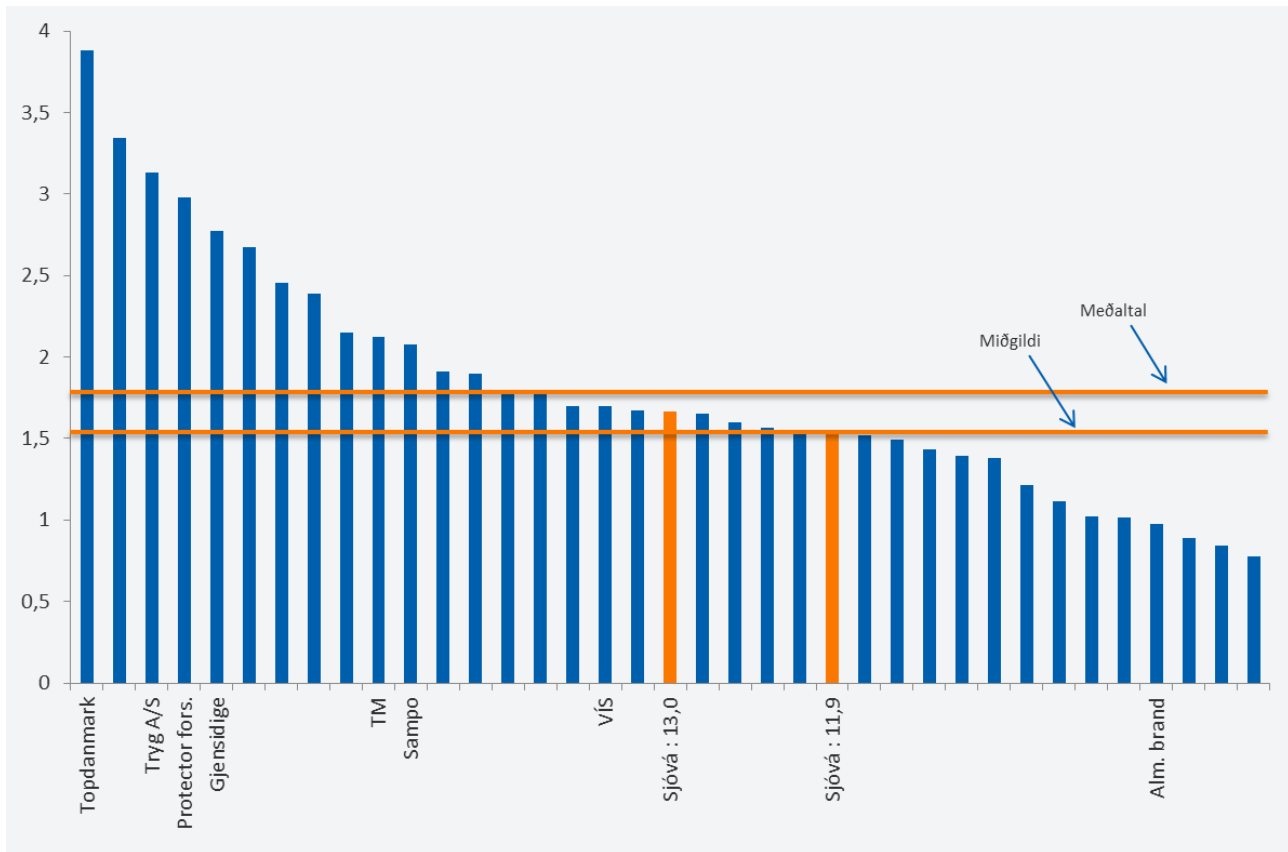
Næmisgreining m.v. mismunandi forsendur um framtíðarvöxt og WACC

		Arðsemi eigin fjár á lokaári									
		13,0%	13,8%	14,3%	14,8%	15,3%	15,8%	16,3%	16,8%	17,3%	17,8%
Ávöxtuna rkræfa eigin fjár	10,4%	15,3	15,7	16,1	16,5	16,9	17,3	17,7	18,1	18,5	
	11,4%	13,4	13,7	14,1	14,4	14,7	15,0	15,3	15,6	16,0	
	12,4%	12,0	12,3	12,5	12,8	13,0	13,3	13,6	13,8	14,1	
	13,4%	10,9	11,1	11,4	11,6	11,8	12,0	12,2	12,4	12,6	
	14,4%	10,1	10,2	10,4	10,6	10,7	10,9	11,1	11,3	11,4	

Hlutföll miðað við okkar rekstrarspá

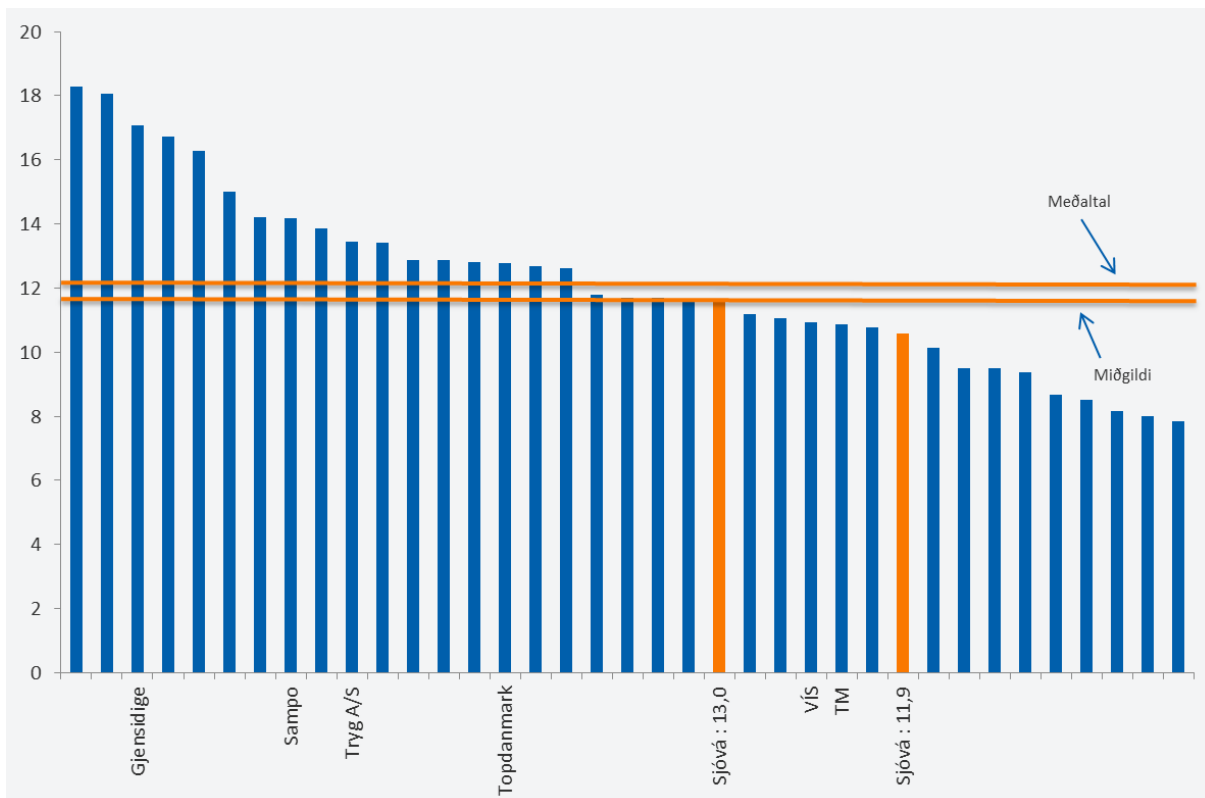
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
YoY vöxtur iðgjalda ársins	5,2%	2,2%	4,0%	5,5%	6,0%	5,0%
Hluti endurtryggjenda af iðgjöldum ársins	9,4%	7,3%	6,0%	6,0%	5,8%	5,5%
YoY vöxtur eigin iðgjalda	4,4%	4,6%	5,4%	5,5%	6,2%	5,3%
Eigin iðgjöld af iðgjöldum ársins	90,6%	92,7%	94,0%	94,0%	94,2%	94,5%
YoY vöxtur bókfærðra tjóna	9,9%	8,7%	4,0%	5,0%	6,0%	4,5%
YoY vöxtur eigin tjóna	-1,8%	4,1%	6,1%	6,5%	7,0%	5,9%
Eigin tjón/Eigin iðgjöld	68,5%	68,2%	68,6%	69,3%	69,8%	70,1%
Bókfærð tjón/iðgjöld ársins	63,9%	67,9%	67,9%	67,6%	67,6%	67,2%
YoY vöxtur launa	10,3%	7,9%	4,0%	5,0%	7,0%	5,5%
YoY vöxtur sölukostnaðaðar	-15,9%	31,7%	0,0%	3,5%	4,0%	4,5%
YoY stjórnumarkostnaðar	12,1%	-4,0%	5,0%	5,0%	7,0%	4,5%
Samsett hlutfall af eigin tjónum	95,2%	94,7%	94,8%	95,4%	95,9%	96,2%
Kostnaðarhlutfall á móti iðgjöldum ársins	24,2%	24,6%	25,1%	24,6%	24,6%	24,6%
Kostnaðarhlutfall á móti eigin iðgjöldum	26,7%	26,5%	26,7%	26,2%	26,2%	26,0%
ROE aðlagð fyrir afskrift óefnisl. eigna	17,4%	13,7%	12,5%	13,7%	14,2%	14,4%
Gjaldþolshlutfall	4,78	5,53	6,29	4,7	4,7	4,6
Aðlagð lágmarksgjaldþolshlutfall	3,62	3,96	4,50	3,40	3,40	3,44

Verð/haldbært eigið fé hóps evrópskra tryggingafélaga



Heimild: Bloomberg og Greiningardeild Arion banka. Miðað er við bókfært eigið haldbært eigið fé í árslok og leiðrétt fyrir arðgreiðslu í tilvikum TM og VÍS

V/H hlutfall hóps evrópskra tryggingafélaga



Heimild: Bloomberg og Greiningardeild Arion banka.

Fyrirvari

Upplýsingar og fyrirvarar

Fjárfestingarrannsókn

Fyrirtæki til umfjöllunar: Sjóvá – Almennar tryggingar hf.Fyrst dreift: **Kl. 18:00 þann 26. mars 2014**Ætluð tíðni endurskoðunar: **A.m.k. fjórum sinnum á ári**

Starfsheimildir og eftirlit

Arion banki er fjármálafyrirtæki og hefur starfsleyfi samkvæmt lögum nr. 161/2002, um fjármálafyrirtæki, þar á meðal leyfi til að veita þjónustu með fjármálagerninga samkvæmt lögum um verðbréfavíðskipti. Fjármálaeftirlitið (www.fme.is) er lögbært yfirvald sem hefur eftirlit með starfsemi Arion banka.

Fjárfestingarrannsóknir Greiningardeildar eru unnar í samræmi við lög nr. 108/2007, um verðbréfavíðskipti, reglugerð nr. 995/2007, um fjárfestavernd og viðskiptahætti fjármálafyrirtækja og reglur nr. 1013/2007, um opinbera fjárfestingarráðgjöf.

Stefna Arion banka um hagsmunaárekstra

Greiningardeild er ekki kunnugt um nein hagsmunatengsl eða aðstæður sem ætla má að geti haft áhrif á hlutleysi fjárfestingarrannsóknar þessarar.

Arion banki hefur sett sér stefnu um hagsmunaárekstra og gripið til allra tiltækra ráðstafana til að koma í veg fyrir að hagsmunaárekstrar skaði hagsmuni viðskiptavina. Í þessu felst m.a.:

- Greiningardeild starfar sjálfstætt og er aðskilin frá annarri starfsemi bankans, en í því felst m.a. að upplýsingastreymi er stýrt þannig að starfsmenn Greiningardeildar hafa ekki aðgang að trúnaðarupplýsingum annarra deilda bankans og ekki eru bein tengsl á milli þóknana Greiningardeildar eða greiningarsérfræðinga og þóknana annarra deilda bankans;
- Komið er í veg fyrir að niðurstöður fjárfestingarrannsóknna berist til óviðkomandi áður en þeim er dreift til þeirra sem þær eru ætlaðar;
- Hvorki Arion banki né einstakir greiningarsérfræðingar þiggja umbun í tengslum við fjárfestingarrannsóknir frá aðilum sem eiga verulegra hagsmuna að gæta að því er varðar efni slíkra rannsókna og ekki er gert samkomulag við útgefendur eða aðra hagsmunaaðila í tengslum við gerð fjárfestingarrannsóknar;
- Verðbréfavíðskiptum greiningarsérfræðinga fyrir eigin reikning eru sett ströng skilyrði.

Nánari upplýsingar um stefnu bankans um hagsmunaárekstra og skilyrði útgáfu fjárfestingarrannsóknna má finna á heimasíðu bankans, www.arionbanki.is. [Á heimasíðu bankans](#) má einnig finna samantekt á aðferðarfræði Greiningardeildar, þ.m.t. útskýringar á ráðleggingum.

Fyrirvarar

Arion banki, starfsmenn og stjórnarmenn hans, eða aðrir aðilar tengdir bankanum kunna að hafa sérstakra hagsmuna að gæta tengda einstaka útgefendum fjármálagerninga sem efni Greiningardeildar fjallar beint eða óbeint um hverju sinni, en skylda Greiningardeildar til að gera grein fyrir slíkum hagsmunum er takmörkuð við þá hagsmuni sem starfsmönnum Greiningardeildar má vera kunnugt um.

Efni Greiningardeildar byggir á upplýsingum frá fréttaveitum sem Arion banki metur áreiðanlegar, nema annað sé sérstaklega tekið fram, og öðrum upplýsingum sem útgefandi hefur birt opinberlega, ásamt eigin úrvinnslu Greiningardeildar. Arion banki framkvæmir ekki sjálfstæða könnun á upplýsingum frá þriðja aðila og ábyrgist ekki áreiðanleika eða réttmæti þeirra.

Þau sjónarmið sem koma fram í efni Greiningardeildar endurspeglar huglægt mat viðkomandi greiningarsérfræðinga á þeim tíma er efnið var unnið, en endurspeglar ekki endilega mat Arion banka á þeim fjármálagerningum sem eru til skoðunar hverju sinni. Mat Greiningardeildar getur breyst án fyrirvara og ábyrgist Arion banki ekki að upplýst verði um slíkar breytingar tafarlaust.

Fjárfestingarrannsókn felur ekki í sér tilboð um viðskipti af hálfu Arion banka. Sú ráðgjöf sem kann að vera sett fram í efni Greiningardeildar tekur ekki mið af fjárfestingamarkmiðum, fjárhagsstöðu, þekkingu eða reynslu einstakra viðtakanda og ber ekki að skilja sem persónulega fjárfestingarráðgjöf. Áður en tekin er ákvörðun um viðskipti eru viðtakendur hvattir til að leggja sjálfstætt mat á hvort þau hæfi sér.

Fjárfestingum fylgir ávallt fjárhagsleg áhætta, svo sem hættu á að ekki verði um neina ávöxtun að ræða eða að höfuðstóll tapist. Fyrri árangur er hvorki vísbending um né trygging fyrir framtíðarárangri af fjárfestingu. Arion banki ábyrgist ekki að gengi fjármálagerninga þróist með þeim hætti sem lýst er í efni Greiningardeildar. Hvers kyns tap sem kann að leiða af notkun efnis Greiningardeildar er alfarið á ábyrgð fjárfestis og eru fjárfestar því hvattir til að kynna sér vel þær áhættur sem tengjast fyrirhuguðum viðskiptum.

Fjárfestingarrannsóknir Greiningardeildar eru ekki ætlaðar almennngi, heldur til einkanota þeirra sem þeim er dreift til.

Annað

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar efni Greiningardeildar sendist á netfangið fyrirtaekjagreining@arionbanki.is

Óheimilt er að vitna í, afrita eða dreifa efni fjárfestingarrannsóknna, í heild eða að hluta, án skriflegs samþykkis Greiningardeildar.