



B.Sc. Viðskiptadeild

Verðmat á Sjóvá

Maí, 2022

Nafn nemanda: Arnar Steinn Helgason

Kennitala: 270999 – 2719

Nafn nemanda: Heiðar Ingi Þórisson

Kennitala: 281100 - 3190

Leiðbeinandi: Örn Jónasson

12 ECTS ritgerð til BSc í viðskiptafræði

Yfirlýsing um heilindi í rannsóknarvinnu

Verkefni þetta hefur hingað til ekki verið lagt inn til samþykkis til prófgráðu, hvorki héraðs né erlendis. Verkefnið er afrakstur rannsókna undirritaðra, nema þar sem annað kemur fram og þar vísað til skv. heimildaskráningarstaðli með stöðluðum tilvísunum og heimildaskrá.

Með undirskrift minni staðfesti ég og samþykki að ég hafi lesið siðareglur og reglur Háskólans í Reykjavík um verkefnavinnu og skilji þær afleiðingar sem brot þessara reglna hafa í för með sér hvað varðar verkefni þetta.

Dagsetning	Kennitala	Undirskrift
18.12.2021	270999 - 2719	Arnar Steinn Helgason
18.12.2021	281100 - 3190	Heiðar Ingi Þórisson

Útdráttur

Sjóvá er eitt af umfangsmestu tryggingafélögum landsins. Samstæðan starfar á sviðum váttrygginga og líftrygginga með starfsleyfi frá Fjármálaeftirlitinu. Félagið var stofnað árið 1918 í þeim tilgangi að veita erlendu váttryggingarfélögum samkeppni. Fyrirtækið hefur skilað jákvæðri afkomu öll fjórðungs uppgjör síðastliðin tvö ár sem er einstakt á íslenskum tryggingamarkaði í dag. Sjóvá er skráð í Íslensku kauphöllina og hefur verið það sl. átta ár.

Rannsóknarefni þessarar ritgerðar er að leiða út virði eins hlutar í Sjóvá í lok árs 2021 byggt á algengum verðmatsaðferðum. Þær verðmatsaðferðir eru núvirðing sjóðstreymis, kennitölugreining og næmnigreining. Niðurstaða verðmatsins í heild sinni er að virði eins hlutar í Sjóvá liggja á bilinu 45,91 – 48,93 kr.

Formáli

Ritgerð þessi er 12 ECTS eininga lokaverkefni höfunda til B.Sc. í viðskiptafræði og B.Sc. í viðskiptafræði með tölvunarfræði sem aukagrein við Háskólann í Reykjavík. Höfundar ritgerðarinnar eru Arnar Steinn Helgason og Heiðar Ingi Þórisson. Sérstakar þakkir fá: Örn Jónasson, fyrir góða leiðsögn; Helgi Bragason, fyrir málefnalegan yfirlestur; verðmatssérfræðingar KPMG, fyrir hagnýta hjálpsemi; og viðmælendur viðtala.

Efnisyfirlit

1. Inngangur	1
2. Aðferðafræði	2
2.1 Gagnasöfnun	2
2.2 Söfnun heimilda	2
2.3 Uppsetning ritgerðar	3
2.4 Takmarkanir	3
3. Verðmatsfræði	4
3.1 Hvað er verðmat?	4
3.2 Sjóðstreymi	4
3.2.1 Frjálst Sjóðstreymi.....	4
3.2.2 Frjálst sjóðstreymi til fyrirtækis.....	5
3.2.3 Frjálst sjóðstreymi til eigin fjár.....	7
3.2.4 Veginn fjármagnskostnaður.....	9
3.2.5 CAPM.....	10
3.3 Arðgreiðslulíkön	12
3.3.1 Gordon Growth model.....	13
3.3.2 Tveggja þrepa arðgreiðslulíkan.....	14
3.4 Kennitölugreiningar	15
3.5 Næmnigreining	17
3.6 Samantekt	17
4. Tryggingar	18
4.1 Skilgreiningar hugtaka	18
4.2 Lög um váttryggingastarfsemi	18
4.3 Starfsleyfi	19
4.4 Váttryggingar	20
4.5 Fjárfestingar	21
4.6 Áhættuþættir	22
4.6.1 Váttryggingaráhætta.....	22
4.6.2 Markaðsáhætta.....	22
4.6.3 Lausafjáráhætta.....	23

4.6.4	Rekstraráhætta	23
4.6.5	Samantekt	23
4.7	Kröfur til tryggingafélaga.....	23
4.8	Virði tryggingafélaga	25
5.	Sjóva-Almennar Tryggingar hf.	26
5.1	Sagan.....	26
5.2	Hlutabréfamarkaður	26
5.3	Hluthafar	27
5.4	Starfsemi.....	27
5.5	Tryggingar	27
5.6	Fjárfestingar	28
5.7	Stjórnarhættir.....	28
5.8	Covid 19.....	28
5.9	Arðgreiðslur	29
5.10	Samfélagsleg ábygd.....	29
5.11	Samantekt.....	29
6.	Samkeppnisáðilar.....	30
7.	Viðtöl.....	31
7.1	Hermann Björnsson – Forstjóri Sjóvár.....	31
7.1.1	Stefna Sjóvár	31
7.1.2	Stafrænar lausnir.....	32
7.1.3	Hvar liggur mesta áherslan í tryggingum?	32
7.1.4	Samkeppnin – bankar og tryggingafélög.....	32
7.1.5	Sjóvá sem fjárfestingakostur	33
7.1.6	Skráning á markað.....	33
7.1.7	Vöxtur næstu ár	34
7.1.8	Tími Hermanns hjá Sjóvá.....	34
7.2	Andri Már Rúnarsson - sérfræðingur í eignastýringu og fjárfestatengill Sjóvá.....	35
7.2.1	Markmið endurkaupaáætlana	35
7.2.2	Stefnan í eignasamsetningu verðbréfa.....	36
7.2.3	Mat Sjóvár á verðbréfakaupum	36
7.2.4	Óskráð félög - viðhorf	36

7.2.5 Ríkis- og Sértryggð skuldabréf.....	37
7.2.6 Rafmyntir sem fjárfestingakostur	38
7.3 Sara Sigurðardóttir – forstöðumaður lífeyris- og váttryggingasviðs hjá Fjármálaeftirlitinu	38
8. Val á aðferðafræði.....	40
8.1 Samantekt rannsóknarvinnu.....	40
8.2 Endanleg aðferðafræði.....	40
8.2.1 FCFE.....	40
8.2.2 Kennitölugreining.....	40
8.2.3 Næmnigreining.....	41
9. Frjálst sjóðstreymi til eigin fjár	42
9.1 Forsendur vaxtar.....	42
9.1.1 Vaxtaforsendur iðgjalda og rekstrarkostnaðar.....	42
9.1.2 Vaxtaforsendur fjárfestingatekna	42
9.2 Framtíðarspá	44
9.2.1 Iðgjöld.....	45
9.2.2 Fjárfestingatekjur.....	46
9.2.3 Aðrar tekjur	48
9.2.4 Kostnaðarliðir	49
9.2.5 Niðurstaða rekstrarspár.....	51
9.3 Eigið fé og gjaldþol.....	52
9.3.1 Eiginfjárfirlit.....	52
9.3.2 Gjaldþolshlutfall og arðgreiðsluhlutfall	53
10. Forsendur núvirðingar	54
10.1 Eilífðarvöxtur	54
10.2 Kostnaður eigin fjár	54
10.2.1 Áhættulausir vextir	54
10.2.3 Markaðsálag	55
10.2.4 Beta.....	56
10.2.5 Sértækt álag	56
10.2.6 Niðurstaða.....	56
10.3 Núvirðingarstuðull	57
11. Verðmat	58
11.1 Verð á hlut.....	58

11.2 Kennitölugreining.....	59
11.3 Næmnigreining	60
12. Niðurstöður	63
Heimildaskrá	66
Viðauki A.....	70

Töfluskrá

Tafla 1 Áhrif innleiðingar Solvency II í lög.....	24
Tafla 2 Sögulegur vöxtur fjárfestingartekna	43
Tafla 3 Vegin vænt ávöxtun verðbréfa.....	44
Tafla 4 Kostnaðarliðir sem hlutfall af eigin iðgjöldum.....	49
Tafla 5 Rekstrarniðurstaða á spátímabili.....	52
Tafla 6 Eiginfjáryfirlit á spátímabili.....	52
Tafla 7 Gjaldþolshlutfall Sjóvár	53
Tafla 8 Hagvaxtartafla.....	54
Tafla 9 Útleiðsla markaðsálags	55
Tafla 10 Ávöxtunarkrafa eigin fjár (k_e).....	56
Tafla 11 Útleiðsla núvirðingarstuðla.....	57
Tafla 12 Núvirði arðgreiðslna á spátímabili.....	58
Tafla 13 Núvirði arðgreiðslna til eilífðar	58
Tafla 14 Virði á hlut	59
Tafla 15 Kennitölur VÍS og Sjóvár	59
Tafla 16 Hlutabréfaverð Sjóvár byggt á kennitölum VÍS	60
Tafla 17 Næmni ávöxtunarkröfu og eilífðarvaxtar	60
Tafla 18 Næmni verðs á hlut m.t.t. gjaldþolshlutfalls	61
Tafla 19 Næmni verðs á hlut m.t.t. breytinga á samdráttartímabili	62

Myndaskrá

Mynd 1 Iðgjöld ársins	45
Mynd 2 <i>Fjárfestingatekjur ársins</i>	46
Mynd 3 Árangur OMXI10 2022	47
Mynd 4 <i>Aðrar tekjur ársins</i>	48
Mynd 5 <i>Eigin tjón ársins</i>	50
Mynd 6 <i>Rekstrarkostnaður ársins</i>	51

1. Inngangur

Tryggingafélagið Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (hér eftir Sjóvá) er eitt fremsta félag á Íslandi þegar kemur að tryggingum. Fyrirtækið var stofnað þann 20. október 1918 og fagnaði því 100 ára afmæli sínu árið 2018. Sjóvá var sett af stað í þeim tilgangi að veita þeim fjölmörgu erlendu váttryggingarfélögum samkeppni sem höfðu umboðsskrifstofur hér á landi og á sama tíma buðu innlenda þjónustu til landsmanna. Byrjunarskeiðið einkenndist af því að veita sjóváttryggingar, bæði farm- og skipatryggingar en fljótt varð félagið alhliða váttryggingarfélag. Árið 1989 sameinast Sjóvá félaginu Almennar tryggingar sem var stofnað árið 1943 (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., e.d.-b).

Fyrirtækið hefur skilað jákvæðri afkomu öll fjórðungs uppgjör síðastliðin tvö ár en engu öðru tryggingafélagi hér á landi hefur tekist það. Sjóvá er að sama skapi með ánægðustu viðskiptavini tryggingarfélaga samkvæmt Íslensku ánægjuvöginni og er leiðandi fyrirtæki í jafnréttismálum. Frá árinu 2016 hefur félagið skilað hluthöfum sínum um 20% ávöxtum að meðaltali á ári, að meðtöldum arðgreiðslum (Viðskiptablaðið, 2020). Sjóvá er á hlutabréfamarkaði og stunduð eru viðskipti með bréf félagsins í Íslensku kauphöllinni Nasdaq OMX (Keldan, e.d.).

Sjóvá hefur vegnað vel síðustu misseri og er því við hæfi að kafa dýpra í verðmæti eins umfangsmesta tryggingafélags landsins og bera saman niðurstöður þess við verð á hvern hlut sem Íslenski hlutabréfamarkaðurinn sýnir í heild. Í upphafi verður stiklað á stóru í aðferðarfræðinni sem snýr að verðmatsaðferðum. Í framhaldi verður gerð grein fyrir rekstrarþáttum, tryggingarstarfsemi og almennum atriðum sem snúa að félaginu og starfsemi þess. Að lokum verða gerðir ákveðnir útreikningar til að finna núvirt frjálst greiðsluflæði. Einnig verður gerð kennitölu og næmnigreining sem notuð verður til að stilla upp ýmsum sviðsmyndum. Niðurstöður ritgerðarinnar munu að lokum endurspeglar verðmatið og er tilgangurinn að finna núvirt verð á einum hlut í Sjóvá. Spurningin sem svarað verður í ritgerðinni er eftirfarandi:

Hvert er virði eins hlutar í Sjóvá í lok árs 2021 samanborið við markaðsverð?

Höfundar munu notast við ofangreindar nálganir til að svara rannsóknarspurningunni og því mun endanleg niðurstaða gefa verðbil á virði eins hlutar. Útkoma sjóðstreymisgreiningar mun gefa eitt verð á hlut og næmnigreining mun gefa til kynna verðbil. Niðurstaða höfunda mun því endurspeglar samspil þessara aðferða.

2. Aðferðafræði

Í þessum kafla verður fjallað um þá aðferðafræði sem höfundar munu notast við í verkefninu, og lýst verður hvernig gagnasöfnun fer fram. Hvaða rannsóknir verða gerðar á viðfangsefninu og farið yfir þær takmarkanir sem fylgja verkefninu.

2.1 Gagnasöfnun

Gagnasöfnun verðmatsins mun að mestu leyti koma frá ársreikningum Sjóvár og samkeppnisaðilum félagsins. Lagt er upp með að öll gögn sem sótt verða séu aðgengileg almenningi en val á aðferðum mun að auki styðjast við ráðleggingar sérfræðinga og viðtöl. Auk hefðbundinnar gagnasöfnunar munu höfundar notast við gagnaveitur Capital IQ og Kodiak Excel til að sækja markaðsgögn með hraðvirkari og skilvirkari hætti. Gagnaveiturnar verða m.a. notaðar til að nálgast áhættulausa vexti og beta gildi. Ársreikningar verða sóttir í gegnum heimasíðu Sjóvár. Verðmatsdagsetning verkefnisins er 31.12.2021, hér eftir nefnt „matsdagurinn“.

2.2 Söfnun heimilda

Aðferðafræði höfunda er tvíþætt og felst í upplýsingaöflun með notkun víðtækra fræðilegra heimilda og hins vegar viðtala við sérfræðinga, og er þar átt við viðtöl við þá sem og einnig óformleg samskipti við aðra sérfræðinga.

Við upplýsingaöflun á verðmatsfræðum verða fræði og bækur Aswath Damodaran (hér eftir Damodaran) notaðar. Damodaran er prófessor í fjármálum við Stern School of Business í New York háskólanum og kennir þar fjármál fyrirtækja. Damodaran hefur skrifað fjórar bækur um verðmat eigin fjár og tvær um fjármál fyrirtækja ásamt öðrum fræðigreinum. Hann hefur kennt fjármál síðan 1986 og hefur hann unnið fjölda verðlauna fyrir kennslu sína og skrif. Höfundar völdu að notast við Damodaran að mörgu leyti í ritgerð þessari vegna þess að notast hefur verið við opinbert efni hans í námi höfunda. Einnig þekkjast höfundar til þess að fyrirtæki í fjármálageiranum á Íslandi styðjist við skrif hans og hugmyndafræði í sinni vinnu (Damodaran, e.d.).

Til upplýsingaöflunar á tryggingamarkaði munu höfundar notast við reglugerðir fjármálafyrirtækja og tryggingafélaga sem og önnur fræðirit sem hafa verið skrifuð um íslenskan tryggingamarkað. Að lokum verða svo tekin viðtöl við sérfræðinga til að dýpka þekkingu á viðfangsefninu til að vera sem best undirbúin þegar kemur að verðmatinu á Sjóvá.

Þar að auki munu höfundar eiga óformleg samskipti við verðmatssérfræðinga KPMG til að fá innsýn í atvinnulífið og hvernig skal nálgast verðmat út frá hagnýtri sýn. Þannig mun endanleg aðferðafræði einnig byggja á ráðgjöf og heimildum frá þeim. Í tilvikum sem notast verður við ráðleggingar þeirra verður gerð sérstök grein fyrir því.

2.3 Uppsetning ritgerðar

Ritgerðinni er skipt upp í tíu kafla að inngangi og aðferðafræði undanskildum þar sem hver kafla hefur það markmið að auka þekkingu lesenda á viðfangsefninu.

Í kafla þrjú verða verðmatsfræði kynnt til leiks og horft verður til þeirra út frá almennu sjónarmiði óháð geirum, fyrirtækjum eða öðrum sértækum þáttum. Kafla fjögur mun horfa til íslenska tryggingamarkaðsins og rannsakað verður hvað drífur hann áfram, hvaða reglugerðir eru til staðar og hvaða félög starfa á þessum markaði. Í kafla fimm verður horft til Sjóvár, þar sem starfsemi félagsins er skoðuð nánar. Kafla sex mun rýna gróflega samkeppnisaðila félagsins. Í kafla sjö verða upplýsingar viðtala sem höfundar tóku settar fram sem og markmið viðtalanna. Að rannsóknarvinnu lokinni verða höfundar tilbúnir að velja þá verðmatsfræði sem þeir telja að muni henta best til verðmats á Sjóvá. Nánari umfjöllun um þau fræði verður í köflum átta til tíu sem er svo fylgt eftir með verðmatinu sjálfu í kafla 11. Kafla 12 mun fara yfir niðurstöður ritgerðar í heild sinni.

2.4 Takmarkanir

Ritgerðin mun einblína á tryggingastarfsemi íslenskra félaga og verður ekki horft til áhrifa erlendra tryggingafélaga og starfsemi þeirra hér á landi. Gögn verða byggð á samstæðureikningum og útreikningar í samræmi við það. Höfundar eru meðvitaðir um að ekki felst sama nákvæmni í því eins og að aðskilja rekstur skaðatryggingafélags og líftryggingafélags í útleiðslu á virði félagsins. Afkoma tryggingafélaga verður að mörgu leyti til vegna fjárfestingartekna og ómögulegt er að vita fyrir víst um framtíðar árangur verðbréfa sem er þ.a.l. takmörkun í verkefninu. Í framhaldi af ofangreindu umfjöllun mun kennitölugreining þannig einungis byggja á samanburði við Vátryggingafélag Íslands hf. Önnur tryggingafélög eru annaðhvort óskráð eða tilheyra bönkum og eru því ekki samanburðarhæf sökum margvíslegrar starfsemi þeirra.

3. Verðmatsfræði

Í kaflanum verða skoðaðar þekktar verðmatsaðferðir með það að markmiði að nálgast þá aðferð sem hentar best fyrir verðmat tryggingafélags. Endanlegt val á aðferð kemur fram í kafla átta en þá hafa höfundar lokið rannsókn annarra mikilvægra þátta sem hafa áhrif á hvaða verðmatsaðferð verður notuð.

3.1 Hvað er verðmat?

Allar eignir hafa eitthvað virði hvort sem það eru verðbréf, fasteignir, málverk, farartæki, fyrirtæki eða annað. Sé einstaklingur eða fyrirtæki í hugleiðingum um að fjárfesta í slíkum eignum þykir eðlilegt að hann reyni að meta hvert raunverulegt virði fjárfestingarinnar er í dag og er það gert með framkvæmd verðmats. Hlutverk verðmatsins er að gefa fjárfestum ákveðnar upplýsingar sem hjálpar við ákvörðuntöku hvort um góðan fjárfestingarkost sé að ræða. Til eru fjöldi mismunandi aðferða til að verðmeta mismunandi tegundir eigna. Í framhaldinu verður horft til nokkurra algengra verðmatsaðferða þegar kemur að verðmötum fyrirtækja (Damodaran, 2012).

3.2 Sjóðstreymi

3.2.1 Frjálst Sjóðstreymi

Sjóðstreymisyfirlit félaga sýnir þá breytingu sem hefur átt sér stað á handbæru fé eða sjóðstöðu félags á ákveðnu tímabili. Yfirlitið skiptist í eftirfarandi þrjá flokka, rekstrarhreyfingar, fjárfestingarhreyfingar og fjármögnunarhreyfingar. Rekstrarhreyfingar koma til vegna aðalstarfsemi félags og sýna inn- og útstreymi fjármagns sem hefur átt sér stað í almennum rekstri. Fjárfestingarhreyfingar lýsa sér í raun sjálfar en hér er átt við allar hreyfingar sem hafa komið til vegna fjárfestinga hvort sem það eru kaup á nýjum eignum eða sala eigna. Fjármögnunarhreyfingar sýna breytingu á handbæru fé og hvernig hún hefur átt sér stað, þar kemur fram hvort fjármögnun hefur átt sér stað með lántöku eða notkun eigin fjár (Deloitte Iceland, e.d.).

Frjálst sjóðstreymi er það fjármagn sem situr eftir þegar tekið hefur verið tillit allra útgjalda félags. Þessi afgangsræði er fjármagn sem félög geta skilað til baka til hluthafa og/eða félagsins. Í verðmatsfræðum er algengt að sérfræðingar vilji skilgreina betur þessa stærð og gera greinarmun á henni eftir því hvort verið sé að meta virði eigin fjár eða virði félags í heild.

Tvær algengar aðferðir hafa verið skilgreindar til að ná þessu fram en þær eru frjálst sjóðstreymi til fyrirtækis (e. Free cash flow to firm, hér eftir FCFF) og frjálst sjóðstreymi til eigin fjár (e. Free cash flow to equity, hér eftir FCFE). Þessar sjóðstreymisaðferðir hafa hvor um sig sinn tilgang og eiginleika sem farið verður betur yfir í framhaldi af þessum hluta (Robinson o.fl., 2009).

3.2.2 Frjálst sjóðstreymi til fyrirtækis

Frjálst sjóðstreymi til fyrirtækis er ein af mælieiningum á hagnaðarmöguleikum félags eftir að það hefur fjárfest til þess að stækka reksturinn. Þetta er ein aðferð til að mæla og bera saman verðmæti fyrirtækja. Frjálst sjóðstreymi er afar mikilvægur þáttur í að meta hlutabréfavirði fyrirtækis. Jákvætt FCFF gefur til kynna að fyrirtæki hefur handbært fé til umráða eftir tiltekin útgjöld. Neikvætt FCFF þýðir hins vegar að félagið hefur ekki aflað nægilegra tekna til að standast undir kostnaði og fjárfestingum (Hayes, 2022). Jöfnu FCFF má skrifa með eftirfarandi hætti:

$$FCFF = NI + NCC + Int(1 - skatthlufall) - FCInv - WCInv$$

Skýringar:

NI = Hagnaður

NCC = Gjöld sem hafa ekki áhrif á sjóðstreymi (t.d. afskriftir)

Int = Vaxtagjöld

FCInv = Fjármagnsútgjöld

WCInv = Skammtímaskuldir

(Robinson o.fl., 2009)

Ástæðan fyrir því að vaxtagjöldum er bætt við jöfnuna er sú þess að útkoman þarf einnig að taka tillit til skuldunauta. Þegar upp er staðið verður útkoma FCFF sú fjárhæð sem fyrirtækinu er kleift að skila til hagsmunaaðila sinna, bæði skuldunauta og allra hluthafa (Robinson o.fl., 2009). Til að gera verðmat með FCFF aðferð þarf að nota FCFF líkan.

Stöðugt FCFF líkan er skilgreint með eftirfarandi hætti:

$$\text{Virði félags} = \frac{FCFF_1}{WACC - g_t}$$

Skýringar:

$FCFF_1$ = Áætlað FCFF næsta árs

WACC = veginn meðalfjármagnskostnaður

g_t = eilífðar vöxtur

(Damodaran, 2012)

Líkanið gengur út á að núvirða áætlað frjálst sjóðstreymi til fyrirtækisins. Notkun FCFF hentar best þegar meta skal fyrirtæki sem eru mikið skuldsett eða eru að gera breytingar á skuldsetningu sinni. Eins og sjá má í líkaninu sem hefur verið sett fram hér að ofan er notast við eina forsendu sem eilífðarvöxt. Í flestum tilfellum er óraunhæft að gera ráð fyrir þessu og því hafa verið gerðar mismunandi útgáfur á FCFF líkaninu til að taka á þessu og bjóða uppá mismunandi vaxtaþrep. Í aðstæðum þar sem fyrirtæki hafa verið á markaði í tugi ára og eru komin í stöðugan vöxt getur verið einfalt og hentugt að nota almenna líkanið og hafa vöxtinn nálægt hagvexti. Þegar verið er að verðmeta ung fyrirtæki sem eru í miklum vexti eða eldri fyrirtæki þar sem eðli rekstrar einkennast af miklum vaxtarsveiflum getur verið betra að notast við aðrar útgáfur líkansins sem horft verður til hér að neðan (Damodaran, 2012). Almenna FCFF líkanið sem getur verið notað í flestum tilfellum og má skrifa með eftirfarandi hætti:

$$\text{Virði félags} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Skýringar:

$FCFF_t$ = Áætlað FCFF á tíma t

WACC = veginn meðalfjármagnskostnaður

(Damodaran, 2012)

Þetta líkan má framlengja með því að gera ráð fyrir fleiri vaxtastigum. Algengt er að notast við tveggja þrepa eða þriggja þrepa líkön þar sem notast er við mismunandi vöxt félags á mismunandi þrepum í áætlun FCFF. Farið verður betur yfir virkni tveggja og þriggja þrepa líkana hér að neðan í umræðu um frjálst sjóðstreymi til eigin fjár.

Helstu takmarkanir sem fylgja FCFF líkaninu eru að útkoman endurspeglar ekki það virði sem fyrirtæki getur skilað til hluthafa. Líkanið leggur áherslu á mælingar þar sem litið er á skuldir sem aukið virði og því er erfitt að leggja mat á raunverulegar skuldbindingar félagsins (Damodaran, 2012). Þegar markmiðið er að meta virði fyrirtækis í heild sinni er hentugt að nota FCFF aðferðina en það er ekki alltaf raunin og því þarf stundum að horfa til annarra aðferða.

3.2.3 Frjálst sjóðstreymi til eigin fjár

Frjálst sjóðstreymi til eigin fjár er notað til að leggja mat á það eigið fé sem félag getur greitt til hluthafa. Markmiðið með aðferðinni er að reikna út hversu mikið fé félag getur skilað til hluthafa sinna eftir að tekið er tillit til útgjalda félagsins. Jöfnu frjáls sjóðstreymis til eigin fjár má skrifa með eftirfarandi hætti:

$$FCFE = NI - (Capex - D) - NCC + (NDI - DR)$$

Skýringar:

NI = Hagnaður

Capex = Fjárfestingarútgjöld

D = Afskriftir

NCC = Gjöld sem hafa ekki áhrif á sjóðstreymi (t.d. afskriftir)

NDI = Ný lán tekin

DR = Lánagreiðslur

(Damodaran, 2012)

Eins og fram hefur komið sýnir þessi jafna allt það umframfjármagn sem er til staðar í félaginu, og það ætti því að geta greitt út alla þessa fjárhæð sem niðurstaðan gefur sem arð án þess að hafa áhrif á rekstur félagsins. Þessi stærð er notuð í FCFE líkan þar sem FCFE er núvirt til matsdagsins.

Stöðugt FCFE líkan má skilgreina með eftirfarandi hætti:

$$\text{Virði félags} = \frac{FCFE_1}{WACC - g_t}$$

Skýringar:

$FCFF_1$ = Áætlað FCFF næsta árs

WACC = veginn eiginfjáarkostnaður

g_t = eilífðar vöxtur

(Damodaran, 2012)

Þegar upp er staðið skilar þetta líkan núvirði framtíðar eigin fjár sem félag getur skilað til hluthafa sinna. Líkanið tekur á þeim takmörkunum sem fylgja FCFF. Í tilvikum þar sem virði félags liggur í getu þess að greiða út arð getur verið hentugra að notast við FCFE aðferðina í stað FCFF. Til samræmis við þá umræðu sem átti sér stað um FCFF líkón er ekki eðlilegt að notast við einn eilífðarvöxt fyrir hvaða félag sem er og því er vert að skoða aðrar útgáfur FCFE líkansins. Stöðuga líkanið hentar best fyrir félög sem komin eru á þann stað að þau vaxa í samræmi við hagvöxt eða á lægri vexti (Damodaran, 2012). Tekin verða tvö dæmi um aðrar útgáfur líkansins, tveggja þrepa líkan og þriggja þrepa líkan. Nöfnin eru frekar lýsandi á virknina en þau ganga út á að gera ráð fyrir mismunandi vexti félags á mismunandi tímabilum. Tveggja þrepa FCFE líkan má skilgreina með eftirfarandi hætti:

$$\text{Virði félags} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,sg})^t}$$

Skýringar:

FCFE = frjálst sjóðstreymi til eigin fjár á tíma t

P_n = Eilífðarvirði eftir tímabil óstöðugs vaxtar

K_e = Kostnaður eiginfjár, hg: í hærri vexti, sg: í stöðugum vexti

(Damodaran, 2012)

Tveggja þrepa líkanið gerir ráð fyrir óstöðugum vexti í ákveðin ár sem er spátímabilið sem miðað er við og svo stöðugum vexti þar eftir. Virði félags í þessu líkani má lýsa sem núvirði FCFE á tímabili óstöðugs vaxtar að viðbættu eilífðarvirði (e. Terminal value). Líkanið hentar félögum sem ekki hafa náð stöðugum vexti.

Damodaran (2012) greinir frá því að líkanið henti vel ef meta skal félög sem greiða arð en arðgreiðslur félagsins eru óstöðugar. Ein af þeim takmörkunum sem hafa þarf í huga er skiptingin milli óstöðugs vaxtar og stöðugs vaxtar. Til dæmis ef fyrirtæki er að vaxa árlega 15-20% væri óeðlilegt að gera ráð fyrir þeim vexti í fimm ár og færast svo niður í 3% stöðugan vöxt án breytingartímabils. Til að taka á þessu kemur til leiks þriggja þrepa FCFE líkan. Þriggja þrepa líkanið má skrifa með eftirfarandi hætti:

$$\text{Virði félags} = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_{n2}}{(1+k_e)^{n2}}$$

Skýringar:

FCFE = frjálst sjóðstreymi til eigin fjár á tíma t

P_{n2} = Eilífðarvirði eftir vaxtatímabil 2

K_e = Kostnaður eiginfjár

n1 = lok vaxtartímabils 1

n2 = lok vaxtartímabils 2

(Damodaran, 2012)

Þriggja þrepa líkanið gerir ráð fyrir óstöðugum vexti í ákveðin ár og svo breytingarferli sem nálgast stöðugan vöxt áður en hann verður varanlegur. Virði félags má lýsa sem núvirði FCFE á tímabili óstöðugs vaxtar að viðbættu núvirði FCFE á breytingartímabilinu og eilífðarvirði. Þetta líkan gefur aukna valmöguleika við verðmat á félagi þar sem meiri óvissa liggur fyrir um vöxt næstu árin (Damodaran, 2012).

3.2.4 Veginn fjármagnskostnaður

Í umfjöllun mismunandi líkana við útleiðsu á FCFE og FCFE má sjá að í öllum tilfellum er notast við veginn meðalfjármagnsskostnað (e. Weighted average cost of capital, WACC) í nefnaranum. Veginn meðalfjármagnsskostnaður er mælikvarði á ávöxtunarkröfu sem fjárfestar og skuldunautar leggja á félag. Veginn meðalfjármagnsskostnaður er notaður sem núvirðingarvöxtur í afvöxtun frjáls fjárflæðis (Hargrave, 2022).

Jöfnu vegins meðalfjármagnskostnaðar má skrifa með eftirfarandi hætti:

$$WACC = d * k_d * (1 + t_c) + (1 - d) * k_e$$

Skýringar:

d = Hlutfall skulda gagnvart heildarfjármagni, byggt á markaðsvirði

k_d = kostnaður skulda fyrir skatt

t_c = Skatthlufall

k_e = Kostnaður eigin fjár

(Soffer og Soffer, 2003)

Umfjöllun Damodaran (2020) bendir á að þegar notast er við FCFE aðferð er hægt að nota ávöxtunarkrafa eigin fjár (k_e) sem núvirðingarvöxt á frjálsu sjóðstreymi til eiginfjár. Til eru nokkrar aðferðir til að leiða út ávöxtunarkröfu eigin fjár en horft verður til CAPM-líkansins í þessari ritgerð.

3.2.5 CAPM

CAPM (e. Capital asset pricing model) líkanið er þekkt líkan sem notað er við útleiðslu á ávöxtunarkröfu eiginfjár. Hér í framhaldi verður farið yfir þær breytur sem þarf í líkanið. Jöfnu líkansins má skrifa með eftirfarandi hætti:

$$\text{Cost of equity} = R_f + \text{Equity beta} * (R_m - R_f)$$

Skýringar:

R_f = áhættulausir vextir

R_m = álag vegna markaðsáhættu

(Damodaran, 2020)

Áhættulausir vextir er sú ávöxtun sem fjárfestir getur fengið áhættulaust, til þess að fjárfesting sé talin áhættulaus þarf hún að vera laus við alla vanskilaáhættu (e. default risk). Full vissa þarf að vera til staðar um að útgefandi greiði þær fjárhæðir sem hann hefur lofað. Eðlilegt þykir að ríki séu traustustu útgefendur verðbréfa og oft er litið á vexti sem ríki býður sem áhættulausa vexti.

Sé tekið tillit til þessa má segja að engin fjárfesting sé fullkomlega áhættulaus þar sem ekki er öruggt að ríki geti staðist skuldbindingar sínar í öllum tilfellum. Lagt er til að nota langtíma ríkisskuldabréf til að meta áhættulausa vexti (Damodaran, 2014).

Ef við tökum dæmi þar sem fjárfestir getur fengið áhættulausa ávöxtun á fjármagn sitt sem nemur 5% þá er ólíklegt að hann myndi færa fjármagn sitt yfir í félag þar sem ávöxtunarkrafan er nálægt 5% en áhættan töluvert meiri. Markaðsálag (e. market-risk premium) er sú umframávöxtun sem fjárfestir krefst framyfir áhættulausa vexti svo hann sé tilbúinn að færa fjármagn sitt úr áhættulausri fjárfestingu yfir í fjárfestingu sem ber meiri áhættu (Damodaran, 2014).

Tilgreindar í umfjöllun Damodaran (2014) eru þrjár leiðir til að áætla markaðsálag þegar CAPM er notað. Hægt er að horfa til fagfjárfesta og sjá hvaða markaðsálag þeir eru að nota, raun markaðsálags sem sótt með sögulegum gögnum og að lokum með útleiddu markaðsálagi byggt á gögnum núverandi markaðsaðstæðna. Mat markaðsálags byggt á sögulegum gögnum væri t.d. gert með því að draga meðalávöxtun ríkisskuldabréfa frá meðalávöxtun hlutabréfamarkaðs. Til að leiða út markaðsálag byggt á núverandi markaðsaðstæðum er gefið dæmi með eftirfarandi útleiðslu, gefin er einföld jafna:

$$\text{Virði} = \frac{\text{Áætlaðar arðgreiðslur næsta tímabils}}{(\text{Ávöxtun eigin fjár} - \text{vöxtur arðgreiðslna})}$$

(Damodaran, 2014)

Hægt er að nálgast þrjár af fjórum breytum jöfnunnar með einföldum hætti. Erfitt er að nálgast ávöxtun eiginfjár en hægt er að umbreyta jöfnunni og leysa fyrir óþekkta stærð. Notað er dæmi úr umfjöllun Damodaran (2014) þar sem virði S&P500 hlutabréfavísitölunnar er notað, 900, áætlaðar arðgreiðslur vísitölunnar á næsta tímabili eru 2% og langtímaávöxtur arðgreiðslna er 7%. Jöfnuna má skrifa sem:

$$900 = \frac{900(2\%)}{(r - 7\%)}$$

Til að ljúka umfjöllun forsenda CAPM verður horft til Beta gildis. Gildið er ein mælieining á áhættu fjárfestinga. Í CAPM er Beta eina breytan sem er háð félaginu sem verið er að verðmeta, þ.a.l myndi CAPM skila nákvæmlega sömu niðurstöðu fyrir öll félög ef Beta gildið er ekki notað.

Hlutverk Beta er að mæla hversu mikið ávöxtun félags sveiflast samanborið við hreyfingar markaðsins, ef beta gildi er hærra en einn sveiflast verð meira en markaðurinn og öfugt. Beta í CAPM er því staðlað gildi sem endurspeglar áhættu fjárfestinga í eignasafninu (Damodaran, 2014).

Ofangreind nálgun á CAPM hefur þá takmörkun að gert er ráð fyrir að markaðurinn sé eina breytan sem hefur áhrif á ávöxtun. Hins vegar er ekki alltaf hægt að gera ráð fyrir að markaðurinn sé eina breytan sem hefur áhrif. Því er algengt að sérfræðingar notist við aukið áhættuálag á ávöxtunarkröfuna til að taka tillit til ófyrirséðar áhættu sem ekki er tekin fyrir í sjóðstreymisspá (hér eftir verður vitnað í áhættuálagið sem sértækt álag). Rekstraráhætta er dæmi um slíkan áhættuþátt, farið er betur yfir hana í kafla 4.6.4. Annað dæmi væri gjaldeyrisáhætta sem er stærsta áhættan meðal Íslenskra félaga. Einfalt er að bæta sértæku álagi við CAPM en það er gert með því að bæta prósentu gildinu sem er áætlað við útkomuna (Greiningardeild Landsbanka Íslands, 2003). Jöfnu CAPM að viðbættu sértæku álagi má skrifa sem:

$$\text{Cost of equity} = R_f + \text{Equity beta} * (R_m - R_f) + \text{Sértækt álag}$$

Taka skal fram að umfjöllun Greiningardeildar Landsbanka Íslands (2003) bætir tveimur þáttum við CAPM. Fyrri þátturinn er sérstakt fyrirtækja álag sem er samansett af gjaldeyrisáhættu, sérstakri rekstraráhættu og pólitískri áhættu. Hinn þátturinn er smæðarálag sem nær til hlutabréfa sem hafa lítið markaðsvirði. Til einföldunar mun sértækt álag í jöfnunni horfa til allra þessara þátta. Þ.a.l ef smæðarálag á ekki við mun það ekki vega neitt í nálgun á sértæku álagi.

3.3 Arðgreiðslulíkon

Arðgreiðslulíkan (e. Dividend discount model) hefur það markmið að leggja mat á virði eiginfjár byggt á arðgreiðslum. Þetta er gert með því að áætla framtíðar arðgreiðslur og núvirða þær til matsdagsins, hugmyndafræðin er sú að virði félags sé núvirði framtíðar arðgreiðslna.

Almennt arðgreiðslulíkan má setja fram með jöfnunni hér að neðan.

$$\text{Verð hlutabréfs} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1 + K_e)^t}$$

Skýringar:

DPS_t = Væntar arðgreiðslur á hlut

K_e = Kostnaður eigin fjár

(Damodaran, 2012)

Damodaran (2012) greinir frá því að þar sem ómögulegt er að spá fyrir um arðgreiðslur til eilíðar þá hafa verið gerðar mismunandi útgáfur á arðgreiðslulíkaninu til að taka tillit m.a. til þessarar takmörkunar. Sú takmörkun sem fylgir arðgreiðslulíkönunum er að líkanið vanmeti virði fyrirtækis ef það greiðir ekki út allan mögulegan arð. Hér verður í framhaldinu horft til nokkurra útgáfa argreiðslulíkana og farið yfir styrkleika og veikleika þeirra í leit að því líkani sem gæti hentað best fyrir verðmat tryggingafélaga.

3.3.1 Gordon Growth model

Gordon líkanið er eitt af mest notuðu líkönunum sem byggð eru á almenna arðgreiðslulíkaninu. Gordon líkanið leggur mat á virði félags sem hefur náð stöðugum vexti sem hægt er að viðhalda að eilífu.

$$\text{Verð hlutabréfs} = \frac{DPS_t}{K_e - g}$$

Skýringar:

DPS_t = áætlaðar arðgreiðslur næsta tímabils

K_e = Kostnaður eigin fjár

g = eilíðarvöxtur arðgreiðslna

(Damodaran, 2012)

Til að meta stöðugan vöxt til eilíðar þarf að horfa til tveggja atriða, áætlaður vöxtur arðgreiðslna og vöxtur hagnaðar verður að vera sá sami. Ef arðgreiðslur notast við hærri vöxt til eilíðar en hagnaður, munu arðgreiðslur á endanum vera hærri og ef sviðsmyndinni er snúið við myndu arðgreiðslur stefna á núll sem þykir ekki stöðugur vöxtur.

Hinn þátturinn er hvað sé eðlilegur vöxtur til eilífðar lagt er til að vöxtur til eilífðar skuli vera jafn og eða minni en áætlaður hagvöxtur. Þetta gefur þó mikið svigrúm í þeirri áætlun og fer eftir því hvað hver og einn áætlar að hagvöxtur verði mikill, sá sem gerir ráð fyrir mikilli verðbólgu næstu ára gerir ráð fyrir hærri hagvexti og öfugt. Styrkleikar líkansins eru að meta virði eigin fjár hjá félögum sem hafa náð stöðugum vexti þar sem argreiðslur eru stöðugar og argreiðslustefna sé skýr til framtíðar. Takmarkanir líkansins felast í viðkvæmni vaxtarprósentu, félag þarf að vera komið í stöðugan vöxt og ekki hægt að gera ráð fyrir ákveðnum vexti til ákveðinna ára og svo stöðugum vexti til eilífðar. Þetta útilokar fjölmörg fyrirtæki frá því að vera nothæf í líkanið (Damodaran, 2012).

3.3.2 Tveggja þrepa arðgreiðslulíkan

Tveggja þrepa líkanið tekur á þeim takmörkunum sem fylgja Gordon líkaninu. Virði í þessu líkani er núvirði arðgreiðslna á tímabili óstöðugs vaxtar að viðbættu eilífðarvirði. Ef gert er ráð fyrir einu vaxtastigi og arðgreiðsluhlutfalli á óstöðuga tímabilinu má skrifa jöfnu líkansins með eftirfarandi hætti:

$$\text{Virði} = \frac{DPS_0 * (1 + g) * (1 - \frac{(1 + g)^n}{(1 + k_{e, hg})^n})}{k_{e, hg} - g} + \frac{DPS_{n+1}}{(k_{e, st} - g_n)(1 + k_{e, hg})^n}$$

Skýringar:

DPS_t = áætlaðar arðgreiðslur á tíma t

k_e = Kostnaður eigin fjár, hg: fyrir óstöðugan vöxt, st: fyrir stöðugan vöxt

g = vöxtur óstöðugs tímabils

g_n = vöxtur stöðugs tímabils

(Damodaran, 2012)

Styrkleikar líkansins felast í því að gera ráð fyrir tveimur vaxtastigum félaga og því hentar það vel fyrir félög sem er á stigi óstöðugs vaxtar og þá er gott að geta viðhaldið því stigi áður en félagið er fært niður í stöðugan vöxt. Líkanið hentar sérstaklega vel fyrir félög með argreiðslustefnu að greiða út eins mikinn arð og mögulegt er. Takmarkanir eru þær að líkanið gerir ráð fyrir háum vexti í ákveðin ár og svo fyrirvaralaust lækka vextirnir í stöðugan vöxt, eðlilegra væri ef vöxturinn myndi dafna yfir tíma og nálgast þannig stöðugan vöxt. Hin takmörkunin er að líkanið er viðkvæmt fyrir lengd óstöðugs vaxtartímabils.

Því lengra sem tímabilið er mun virðið aukast og því þarf að nálgast það með varfærni svo virði félagsins sé ekki ofmetið, það sama á við ef sviðsmyndinni er snúið við (Damodaran, 2012).

3.4 Kennitölugreiningar

Kennitölugreining (e. Relative valuation), einnig þekkt sem samanburðargreining, er ein tegund af greiningu sem ber saman virði félags byggt á kennitölum annarra félaga sem starfa í sama geira. Þetta er gert í þeim tilgangi að meta tiltekið félag og komast nær niðurstöðu um hvort það eigi að fjárfesta í því eða ekki. Oft ræðst sú ákvörðun með því að horfa á til dæmis gengi hlutabréfsins sem markaðurinn sýnir hverju sinni og/eða ákveðin hlutföll (Tuovila, 2020).

Hugmyndafræði kennitölugreiningar gengur út frá því að markaðurinn gerir mistök í verðlagningu einstakra félaga en að meðaltali verðleggur markaðurinn félög á sanngjörnu virði. Því er hægt að nota kennitölur samanburðarfélaga til að einangra þau félög sem markaðurinn verðleggur rangt. Til dæmis ef félag A er með V/H-hlutfall (e. P/E ratio) upp á 5x en sambærileg félög á markaði eru með sama hlutfall upp á 25x, þá segir kennitölugreining okkur að félag A sé undirverðlagt gagnvart sambærilegum félögum (Damodaran, 2012).

Kennitölurnar sem hægt er að notast við í mati félaga eru fjölmargar og gæði kennitalna í samanburðargreiningu fer eftir því hvernig félög verið er að bera saman. Í tilviki þessarar ritgerðar verður lög áhersla á kennitölur sem þekktar eru við samanburð tryggingafélaga. Damodaran (2012) leggur til að eftirfarandi kennitölur séu notaðar fyrir slík félög V/H-hlutfall (e. P/E ratio) og V/I-hlutfall (e. P/BV ratio).

V/H-hlutfall er eitt af vinsælustu hlutföllunum þegar kemur að kennitölugreiningum. Jafna hlutfallsins er eftirfarandi:

$$V/H = \frac{\text{Markaðsverð hlutar}}{\text{Hagnaður á hlut}}$$

(Íslandssjóðir hf., 2006)

Hlutfallið segir okkur hversu langan tíma hagnaður síðasta árs væri að skila tilbaka markaðsvirði hlutarins. Til dæmis ef gengi hlutabréfs er 10 krónur á hlut og hagnaður á hlut er 0,5 þá tæki 20 ár fyrir félagið að skila ígildi eins hlutar með hagnaði sínum.

Hlutfallið eitt og sér segir okkur lítið og því er mikilvægt að bera það saman við V/H-hlutfall sambærilegra félaga. Sé hlutfallið hátt getur það þýtt að hagnaður sé lítill eða að verð félagsins sé hátt og öfugt samanborið við sambærileg félög (Íslandssjóðir hf., 2006).

V/I-hlutfallið má skrifa með eftirfarandi hætti:

$$V/I = \frac{\text{Hlutfé} * \text{gengi}}{\text{Eigið fé}}$$

(Íslandssjóðir hf., 2006)

Hlutfallið er samanburður á innra virði félags og markaðsvirði. Hlutfall yfir einn gefur til kynna að markaðsvirði sé yfir bókfærðu virði og undir einn gefur til kynna að markaðsvirði sé undir bókfærðu virði. Eitt og sér þá segir hlutfallið okkur ekki mikið, ef samanburðarfélög eru með hlutfall 1,5 en félagið sem verið er að verðmeta er með hlutfallið 1,2 þá er félagið yfirverðlagt gagnvart eigin virði en undirverðlagt gagnvart samanburðarfélögum (Íslandssjóðir hf., 2006).

Vinsældir kennitölugreininga koma aðallega frá einfaldleika þeirra, þær gefa góða yfirsýn á virði félags fyrir töluvert minni vinnu en aðrar verðmatsaðferðir. Það er þó mikilvægt að hafa ákveðin atriði í huga þegar verið er að bera félög saman byggt á kennitölum. Damodaran (2012) greinir frá fjórum atriðum:

1. Kennitölur allra félaganna verða að vera reiknaðar með nákvæmlega sömu forsendum. T.d. ef leitast er eftir V/H-hlutfalli félaga þá er mikilvægt að ákveða strax hvort eigi að nota hagnað á hlut eða t.d. þynntan hagnað á hlut.
2. Það þarf að kynna sér hvað telst vera eðlilegt hlutfall í þeim geira sem verið er að skoða.
3. Greina þarf þær grundvallarmælieiningar sem hafa áhrif á hlutföllin og leiða út áhrif vegna breytinga á þeim.
4. Samanburður ósambærilegra félaga getur leitt af sér mikla skekkju í matinu. Því er grundvallaratriði að bera kennsl á félög sem eru samanburðarhæf.

3.5 Næmnigreining

Næmnigreing (e. Sensitivity analysis) er tegund af greiningu sem gengur þannig fyrir sig að skoðaðar eru ýmsar sviðsmyndir, þegar mismunandi tölur eða gildi eru sett inn í greininguna. Horft er á áhrif háðu breytunnar á niðurstöður, hún gæti t.d. verið hlutabréfaverð eða hlutfall markaðsverðs af hagnaði og á hinum ásnum gæti verið eiginfjáarkostnaður. Næmnigreining er afar algeng og kemur hún inn á hagfræðileg sjónarmið, það má vel skilgreina hana með spurningunni „hvað ef?“. Hún gefur einnig innsýn í framtíðarspá með því að notast við söguleg gögn. Fjárfestar nota oft næmnigreiningu til að skoða mismunandi útkomur frá fjárfestingu sem þeir hafa gert eða ætla sér að gera (Kenton, 2021).

3.6 Samantekt

Í kaflanum var horft til þriggja sviða í fræðum verðmats, sjóðstreymisgreiningar, kennitölugreiningar og næmnigreiningar, sem allar hafa það markmið að segja til um virði félags en gera það með ólíkum hætti og mismunandi nákvæmni. Sjóðstreymisgreiningar bjóða upp á nákvæmari niðurstöður um virði félags en krefjast meiri þekkingar og eru viðkvæmar fyrir mikilvægum forsendum. Kennitölugreiningar geta sagt til um stöðu fyrirtækis gagnvart markaðinum og krefjast minni vinnu. Næmnigreining er algeng til að ljúka verðmötum og er í raun áhættugreining til að sjá áhrif þess á virðið ef viðkvæmar forsendur hafa verið van- eða ofmetnar.

4. Tryggingar

Í þessum kafla munu höfundar horfa til íslenska tryggingamarkaðsins. Horft verður til reglugerða sem eru til staðar, hvaða félög starfa á markaðnum og hverju virði þeirra felst í.

4.1 Skilgreiningar hugtaka

Í þessum hluta eru skilgreiningar úr lögum um váttryggingarstarfsemi nr. 100 (2016) sem gott er að kunna skil á við lestur þessarar ritgerðar.

Váttryggingastarfsemi

- Öll endurtryggingastarfsemi sem og starfsemi í skaðatryggingum og líftryggingum sem tilheyra sviði frumtryggingastarfsemis.

Váttryggingaskuld

- Þegar váttryggingafélag gerir váttryggingasamning myndast váttryggingaskuld.

Virkur eignarhlutur

- Þegar bein eða óbein hlutdeild í félagi nær til 10% eða meiri eignarhlutar eða eignarhlutur veitir vald til að hafa áhrif hvernig viðkomandi félagi er stjórnað.

Bótafjárhæð

- Sú fjárhæð sem váttryggingafélagi ber að greiða ef váttryggð áhætta í váttryggingarsamningi kemur til.

Endurtryggingastarfsemi

- Þegar váttryggingafélög váttryggja váttryggingaáhættu sem önnur váttryggingafélög eða endurtryggingarfélög hafa gefið út.

Frumtryggingastarfsemi

- Sú þjónusta að veita öðrum en váttryggingarfélögum váttryggingu gagnvart þeirri váttryggingaáhættu sem þeir taka að sér.

4.2 Lög um váttryggingastarfsemi

Váttryggingastarfsemi er eftirlitsskyld starfsemi og er það í höndum Fjármálaeftirlits Seðlabanka Íslands (hér eftir Fjármálaeftirlitið) að sjá til þess að starfsemi eftirlitsskyldra aðila sé í samræmi við þau lög og reglur sem eru í gildi um starfsemi þeirra. Eftirlitsskyld váttryggingafélög á Íslandi eru tíu talsins og til þeirra teljast m.a. Sjóvá-Almennar tryggingar hf., TM tryggingar hf., Váttryggingafélag Íslands hf. og Vörður tryggingar hf. (Seðlabanki Íslands: Fjármálaeftirlit, 2022; Seðlabanki Íslands: Fjármálaeftirlit, e.d.).

Vátryggingafélögum ber skylt að fylgja lögum nr. 100/2016 um vátryggingastarfsemi (hér eftir lög um vátryggingastarfsemi) með tilliti til 2. og 3. gr. laga þessara þar sem farið er yfir gildissvið og takmarkanir á gildissviði laganna. Lögin gilda um starfsemi vátryggingafélaga á Íslandi hvort sem um starfsemi innlends eða erlends félags sé að ræða. Félög sem tilheyra félagasamstæðu þar sem móðurfélagið stundar vátryggingastarfsemi tilheyra lögnum, einnig hefur Fjármálaeftirlitið heimild til að skylda félög utan félagasamstæðu sem ekki eru í vátryggingarstarfsemi til að fylgja lögum þessum ef innbyrðis tengsl þeirra við eftirlitsskylt félag eru veruleg (Lög um vátryggingastarfsemi nr. 100, 2016).

Þær takmarkanir sem eru um gildissvið umræddra laga eiga ekki við um Sjóvá eða þau samanburðarfélög sem horft verður til í þessari ritgerð og því verður ekki fjallað frekar um þau. Sé áhugi fyrir að kanna þessar takmarkanir frekar er hægt að skoða þær í 3.gr. laga um vátryggingastarfsemi (Lög um vátryggingastarfsemi nr. 100, 2016).

4.3 Starfsleyfi

Vátryggingafélög geta ekki stundað starfsemi sína nema vera með samþykkt starfsleyfi frá Fjármálaeftirlitinu.

Félag sem ætlar sér að fá starfsleyfi í vátryggingastarfsemi þarf að standast ákveðin skilyrði sem tekin eru fyrir í 18. gr. laga um vátryggingastarfsemi. Þegar sótt er um starfsleyfi þarf að senda inn skriflega umsókn sem skal innihalda m.a. upplýsingar um áætlun á starfsemi félagsins, að félagið fullnægir kröfum um viðurkennda gjaldþolsliði skv. 112. gr. laga um vátryggingastarfsemi og gögn þess til stuðnings skulu einnig liggja fyrir (Lög um vátryggingastarfsemi nr.100, 2016).

Félag getur sótt um starfsleyfi í vátryggingastarfsemi í þremur mismunandi flokkum, leyfilegt er að starfa í fleiri en einum flokk. Flokkarnir eru starfsleyfi í skaðatryggingum, líf- og heilsutryggingum, og endurtryggingum. Hver og einn þessara flokka heldur utan um safn greinaflokka sem verið er að sækja leyfi fyrir. Upptalning greinaflokka er víðamikil og því er bent á 20. - 22. gr. laga um vátryggingastarfsemi sé áhugi fyrir að nálgast hvaða greinaflokkar tilheyra hverju starfsleyfi fyrir sig (Seðlabanki Íslands: Fjármálaeftirlit, 2022).

Í skýrslu Seðlabanka Íslands (2021) kemur fram að á árinu 2020 voru fjögur virk félög með starfsleyfi fyrir skaðatryggingum frá Fjármálaeftirlitinu og fjögur félög með starfsleyfi fyrir líftryggingum. Þar að auki eru tvö félög með starfsleyfi fyrir endurtryggingum.

Félögin skv. Seðlabanka Íslands: Fjármálaeftirlit (2022) eru eftirfarandi:

Skaðatryggingar

- Vörður tryggingar hf.
- Sjóvá-Almennar tryggingar hf.
- TM tryggingar hf.
- Vátryggingafélag Íslands hf.

Líftryggingar

- Vörður líftryggingar hf.
- Sjóvá-Almennar líftryggingar hf.
- TM líftryggingar hf.
- Líftryggingafélag Íslands hf.

Endurtryggingar

- Íslensk endurtrygging hf.
- Náttúruhamfaratrygging Íslands

4.4 Vátryggingar

Kjarnastarfsemi tryggingafélaga skiptist í tvennt, annarsvegar vátryggingar sem fjallað verður um í þessum hluta og fjárfestingarstarfsemi sem tekin verður fyrir í kafla 4.5. Vátryggingar lúta lögum nr. 30/2004 um vátryggingarsamninga (hér eftir lög um vátryggingarsamninga). Í lögum um vátryggingarsamninga hefur ekki verið gefin upp ein stöðluð skilgreining á hugtakinu vátrygging (Lög um vátryggingarsamninga nr. 30, 2004).

Í umfjöllun Arnar Arnarssonar (2019) var skilgreining vátryggingar lögð fram með eftirfarandi hætti. Vátrygging er samningur milli tveggja aðila þar sem vátryggingartaki semur við vátryggingafélag um að greiða vátryggingafélaginu iðgjald og þess í stað mun vátryggingafélagið greiða vátryggingartakanum, eða þriðja aðila, bætur ef umsamin áhætta verður virk.

Vátryggingar leyfa okkur að takmarka áhættu þess að verða fyrir fjárhagslegu tjóni. Tryggingar geta verið lögboðnar eða valfrjálstar, til dæmis falla öll skráningarskyld vélknúin ökutæki undir lögboðna ökutækjatrýggingu en svo er valfrjálst að bæta við kaskó-tryggingu á ökutæki sem felst í því að tryggja eigin bifreið fyrir tjónum ef til þeirra kemur. Annað dæmi um lögboðna tryggingu er brunatrygging en öllum fasteignaeigendum er skylt að vera með brunatryggingu.

Iðgjaldið sem er greitt fyrir váttryggingu fer svo í sjóð sem váttryggingafélag notar til að greiðir út bótafjárhæðir til váttryggingartaka, eða þriðja aðila, þegar áhættan sem þeir tryggja sig fyrir verður virk.

Mikilvægt er fyrir tryggingafélög að geta boðið hagstæð iðgjöld þannig að neytendur finni fyrir hvata og hagræði í því að tryggja sig fyrir áhættu sem eru litlar líkur á að verði virk, en ef hún yrði virk myndi fjárhagslegt tjón hennar vera verulegt fyrir váttryggingartakan og því telur hann betra að tryggja sig fyrir áhættunni. Til þess að ákvarða fjárhæð iðgjalda notast tryggingafélög við tölfræði. Nýting sögulegra gagna til að reikna út líkur á tjóni gerir þeim kleift að reikna út þá fjárhæð sem iðgjöld þurfa að vera þannig að váttryggingafélagið geti átt fyrir váttryggingaskuldinni í þeim tilfellum sem áhættan verður virk (Örn Arnarson, 2019).

Örn Arnarsonar (2019) fjallar um aðferð tryggingafélaga við nýtingu gagna og lögmáls stórra talna (e. Law of large numbers) til að ákvarða fjárhæð iðgjalda. Lögmál stórra talna gengur út á það að meðaltal úrtaksins stefnir á meðaltal þýðisins eftir því sem úrtakið eykst. Af þessu má leiða að því fleiri sem váttryggja sig fyrir ákveðinni áhættu þeim mun líklegri eru gögnin til að endurspegla þýðið og þ.a.l verður útreikningur iðgjalda nákvæmari fyrir vikið (Routledge, 2016).

Þegar váttryggingasamningar eru gerðir verður til váttryggingaskuld sem váttryggingafélögin nota m.a.í fjárfestingarstarfsemi sína sem fjallað verður betur um í næsta hluta.

4.5 Fjárfestingar

Fjárfestingar eru víðamikill hluti af starfsemi tryggingafélaga og hér verður farið dýpra í áhrif þeirra á rekstur og hvernig tryggingafélög stunda fjárfestingastarfsemi sína.

Váttryggingafélögum ber skylt að viðhalda ákveðnu eignasafni til þess að geta staðið undir kröfum laga til að stunda starfsemi sína. Þetta felst að mestu í því að nægt fjármagn sé til staðar þannig félagið standist kröfur um gjaldþol og lágmarksfjármagn, í kafla 4.7 verða þess hugtök skýrð betur. Stór hluti af starfsemi tryggingafélaga er fjárfestingarstarfsemi en félögin nýta sér váttryggingaskuld sína til fjárfestinga. Félag getur ávaxtað fjármagn sitt sem og byggt upp eignasafn til að standast undir áðurnefndum kröfum laga um gjaldþol og lágmarksfjármagn. Fjárfestingastarfsemi tryggingafélaga er bundin lögum sem eignasafn og fjármálagerningar félaganna þurfa að standast, lög þessi er að finna í 18. kafla laga um váttryggingastarfsemi.

Í þessum lögum er m.a. gerð krafa að eignasamsetning váttryggingafélaga sé með þeim hætti að félagið tryggji öryggi, gæði, seljanleika og arðsemi eigna sinna, sérstaklega þeim eignum sem skulu standast gjaldþolskröfu og lágmarksgjaldþol.

Mikilvægi þess að fylgja þessu felst m.a. í því að lágmarka lausafjánhættu váttryggingafélaga, komi upp sú staða að selja þurfi eignir til að mæta skuldbindingum er ekki gott ef félag á einungis eignir í félögum sem eru lítil viðskipti með og eru jafnvel ekki skráð á markað. Þetta myndi auka lausafjánhættu félagsins til muna þar sem erfitt gæti verið að selja þessar eignir, sérstaklega innan ákveðins tímaramma (Lög um váttryggingastarfsemi nr. 100, 2016).

Til að draga þetta saman þá nýta tryggingafélög váttryggingaskuld til þess að fjárfesta og með þessum fjárfestingum vinna félögin gegn verðbólgu, viðhalda nægum eignum til þess að eiga fyrir bótafjánhæðum, auka tekjur sínar og heilt yfir sjá til þess að starfsemin í heild sinni sé arðbær (Magnús G. Erlendsson, munnleg heimild, 10. febrúar 2022).

4.6 Áhættuþættir

Í þessum hluta verður fjallað um áhættuþætti sem liggja fyrir í rekstri tryggingafélaga. Listinn byggir á þeim áhættuþáttum og skilgreiningum sem Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (2021-a) tilgreinir í gjaldþolsskýrslu sinni og er ekki tæmandi fyrir alla þá áhættuþætti sem eru til staðar í váttryggingastarfsemi. Ástæða þess að einungis er horft til áhættuþátta Sjóvár er vegna viðfangsefnis ritgerðarinnar.

4.6.1 Váttryggingaráhætta

Hér er átt við áhættu þess að váttryggt tjón eigi sér stað og óvissu þess hver tjónsfjánhæðin mun koma til með að vera. Þau helstu atriði sem hafa áhrif á útkomu váttryggingaáhættu er vanmat verðlagningar í váttryggingasamning eða vanmat á váttryggingaskuld. Til dæmis ef bifreiðatjón á sér stað og við afgreiðslu á bótum er bótaskylda ofmetinn og þ.a.l röng bótafjánhæð greidd, tiltekið atvik myndi teljast til váttryggingaáhættu.

4.6.2 Markaðsáhætta

Áhætta þess að tap eða ófyrirséð breyting á verðmati fjáreigna eigi sér stað. Sjóvá tilgreinir helstu áhættuþætti hér vera hlutabréfaáhætta, vaxtaáhætta og vikáhætta. Í ljósi þess hve umfangsmiklar fjárfestingar tryggingafélaga eru þá er þetta áhætta sem mikilvægt er að átta sig á og lágmarka.

Umræddir áhættuþættir markaðsáhættu geta haft í för með sér alvarlegar afleiðingar sökum vægi fjáreigna þegar reikna skal gjaldþolshlutfall félaga, þar að auki eru fjáreignir ómissandi þáttur í afkomu félaganna.

4.6.3 Lausafjárahætta

Lausafjárahætta er skilgreind sem áhætta þess að félag búi ekki yfir nægum fjármunum til þess að mæta skuldbindingum sínum í tæka tíð. Áhættan hér liggur því í tveimur skilyrðum, að lausafjárstaða félags sé ekki fullnægjandi og geta þess til að selja eignir á tilsettum tíma sé ekki til staðar.

4.6.4 Rekstraráhætta

Rekstraráhætta nær utan um mikið efni. Í stuttu máli er átt við þá þætti sem geta farið úrskeiðis í rekstri félagsins, þetta eru innri og ytri þættir sem geta haft í för með sér fjárhagslegt tap eða töluverðar truflanir á rekstri, til dæmis ef um gallað innra kerfi er að ræða eða óheiðarleg vinnubrögð starfsmanns.

4.6.5 Samantekt

Umræddir áhættuþættir í þessum kafla ná yfir háa hlutdeild þeirra áhættuþátta sem skilgreindir eru í tryggingastarfsemi en þó eru til staðar fleiri áhættuþættir sem ekki hefur verið farið yfir. Tryggingastarfsemi er í eðli sínu áhættusöm og væri það efni í aðra ritgerð að kryfja áhættuþætti starfseminnar til mergjar (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2021-a).

4.7 Kröfur til tryggingafélaga

Eins og fram kom í kafla 4.3 um starfsleyfi tryggingafélaga ber þeim skylda til að fullnægja kröfum um viðurkennda gjaldþolsliði. Gjaldþolsliðir tryggingafélaga skiptast í tvennt, kjarnagjaldþol annars vegar og stuðningsgjaldþol hins vegar. Þessir liðir eru grundvallaratriði hjá tryggingafélögum þegar kemur að því að mæta og fullnægja gjaldþolskröfu og kröfu um lágmarksfjármagn.

Gjaldþolskrafan felur í sér að tryggingafélög notist við Solvency II reglugerðina í útreikningum sínum á gjaldþoli. Solvency II var gefin út af Evrópska váttrygginga- og lífeyriseftirlitinu (hér eftir EIOPA) í byrjun árs 2016. Regluverkið felur í sér strangt eftirlit með útreikningi tryggingafélaga á gjaldþolskröfunni ásamt því að fara fram á auknið gagnsæi, samanborðið við Solvency I sem var í gildi 2004-2016.

Markmiðið með þessu er að fá tryggingafélög til að leggja enn meiri áherslu á áhættustýringu og taka betri fjármála ákvarðanir í rekstri. Solvency II regluverkið byggir á þremur stoðum sem félög fylgja til að uppfylla kröfur regluverksins (Fjármálaeftirlitið, 2015). Stoðirnar skv. European Insurance and Occupational Pensions Authority (2020) eru eftirfarandi:

1. Mælanlegar kröfur (e. quantitative requirements), þessi fyrsta stoð felur í sér áherslu á fjárhagslegar kröfur í rekstri. Skilyrðin hér, eru að útreikningar á gjaldþolskröfu og lágmarksfjármagni séu uppfylltar og að niðurstöður uppfylli kröfur.
2. Stjórnarfar og áhættustýring (e. governance and risk management), skilyrði stoðar tvö fela í sér auknar kröfur á eftirliti váttryggingafélaga. Hér er gerð krafa um að tryggingafélög séu með áhættustýringu, regluvörslu, innri endurskoðun og starfssviðs tryggingastærðfræðings.
3. Skýrslugjöf og gagnsæi (e. supervisory reporting and public disclosure), nafn stoðarinnar útskýrir sig í raun sjálft. Þetta felst í því að félögin verða að skila viðeigandi skýrslum í samræmi við regluverkið. Skýrsla um gjaldþol og fjárhagslega stöðu, þekkt sem SFCR skýrsla er ein af þessum skýrslum.

Þar sem ekki er kafað djúpt í breytingarnar sem áttu sér stað og áhrif þeirra við innleiðingu Solvency II þá er myndin hér að neðan til skýringar um áhrifin af Solvency II á lykiltölur tryggingafélaga við útreikninga á gjaldþoli.

Tafla 1
Áhrif innleiðingar Solvency II í lög

	Fyrri lög	Solvency II	Breyting
Gjaldþol	34.717	36.808	6,0%
Lágmarksgjaldþol/SCR	9.514	25.809	171,3%
Váttryggingaskuld	69.374	58.991	-15,0%
Eignir samtals	118.029	118.029	0,0%
Gjaldþolshlutfall	3,6	1,4	-61,1%
Heildarskuldbinding	78.888	84.800	7,5%
Í hlutfalli af eignum	66,8%	71,8%	7,5%

Skýring. Fjárhæðir eru í þús.kr. og byggjast á ársreikningum Sjóvá, TM og VÍS (Seðlabanki Íslands: Fjármálaeftirlit, 2016).

Til útskýringar á raunverulegum áhrifum þá er lágmarks gjaldþolshlutfall 1,0 og sjá má í töflunni að fyrir Solvency II voru félögin langt yfir lágmarkinu en með komu Solvency II verður töluvert flóknara að standast kröfur um gjaldþolskröfu, þessi breyting skýrist að mestu leyti vegna hækkunar á fjárhæð lágmarksgjaldþols með innkomu Solvency II.

Lágmarksfjármagn tryggingafélaga skal aldrei vera lægra en sem nemur summu kjarnagjaldþolsliða félagsins. Fjármálaeftirlitið gerir kröfu um að þessi fjárhæð sé reiknuð ársfjórðungslega og niðurstöðu sé komið til þeirra. Mistakist félagi að standast skilyrði um lágmarksfjármagn og hafi ekki getu til að leysa úr því innan skamms tíma afturkallar Fjármálaeftirlitið starfsleyfi félagsins og grípur til nauðsynlegra ráðstafanna. Það má því segja að lágmarksfjármagn sé síðasta lína varnar fyrir tryggingafélög (Fjármálaeftirlitið, 2015).

4.8 Virði tryggingafélaga

Yfirferð ofangreindra kafla um tryggingastarfsemi sýnir okkur hversu áhrifamikil lögin og eftirlitið er með tryggingafélögum. Þetta gerir það að verkum að virði tryggingafélaga er ekki metið með sama hætti og t.d. önnur hefðbundin rekstrarfélög. Þetta má rekja til tveggja ástæðna, annars vegar vegna strangrar reglugerðar sem félögin fylgja og hins vegar vegna eðli rekstarins sem erfitt er að leggja mat á í sjóðstreymi félaganna, mat sjóðstreymis felst m.a. í því að skilgreina skuldir og endurfjárfestingar félags sem getur reynst erfitt hjá fjármálafyrirtækjum (Damodaran, 2012).

Í umfjöllun Damodaran (2012) er lagt til að meta tryggingafélög út frá getu þeirra til arðgreiðslna, þetta er vegna þess að hjá tryggingafélögum sem skráð eru á markað eru arðgreiðslur eina sjóðstreymið sem fer til fjárfesta að undanskildu sölu hlutabréfanna. Þessi umfjöllun frá Damodaran er í samræmi við upplýsingar frá verðmatssérfræðingi hjá KPMG um hvernig er hentugt að verðmeta tryggingafélög. Frá þeim samskiptum kom fram að virði tryggingafélaga er fyrst og fremst stýrt af getu þeirra til þess að greiða arð (Magnús G. Erlendsson, munnleg heimild, 20. desember 2021).

5. Sjóva-Almennar Tryggingar hf.

Í kaflanum munu höfundar horfa til Sjóvár og rannsaka starfsemi félagsins. Horft verður m.a. til sögu félagsins, innkomu á hlutabréfamarkað, starfsemi og stefnu félagsins.

5.1 Sagan

Tryggingafélagið Sjóvá-Almennar tryggingar hf. er eitt elsta sinnar tegundar hér á landi og jafnframt eitt það stærsta. Félagið var stofnað fyrir 103 árum eða þann 20. október 1918 og hét þá Sjóvátryggingafélag Íslands hf. Í upphafi einbeitti félagið sér að farmtryggingum og skipatrygginum, sem teljast til sjóvátrygginga. Árið 1943 var félagið Almennar tryggingar hf. stofnað og 46 árum síðar, 1989, sameinast þessi tvö félög og til verður Sjóvá-Almennar tryggingar hf. Gegnum árin hefur félagið aukið umfang sitt og er í dag alhliða vátryggingafélag (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., e.d.-b).

5.2 Hlutabréfamarkaður

Félagið var skráð í Nasdaq OMX Iceland árið 2014 og hefur því verið á hlutabréfamarkaði í rúm átta ár. Íslandsbanki hafði umsjón með skráningu félagsins og var haldið hlutafjárútboð með þeim tilgangi að dreifa eignarhaldi félagsins (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2013). Útboðsgengið var á verðbilinu 10,7-11,9 kr. á hlut í tilboðsbók A þar sem sem áskriftir voru á kaupverðinu 100 þ.kr. til 10 m.kr. Tilboðsbók B bauð lágmarkskaupverð fyrir 10 m.kr. og að hámarki í 9,99% hlut í eignarhaldi félagsins (Morgunblaðið, 2014).

Útboðið gekk vonum frammar og varð umframeftirspurn eftir hlutabréfum félagsins. Í tilboðsbók A voru settar fram 7.600 áskriftir að andvirði 20,4 ma.kr. og í tilboðsbók B bárust 232 áskriftir að andvirði 15,3 ma.kr. Niðurstöður útboðsins voru að 10% af útgefnu hlutafé var selt til áskrifta í tilboðsbók A á 11,9 kr. á hlut. Í tilboðsbók B voru samþykktar 32 áskriftir og var kaupgengið þar 13,51 kr. á hlut þar sem 13% útgefins hlutafé var selt. Samtals var því selt 23% af útgefnu hlutfé félagsins (GlobeNewswire by notified, 2014).

Hlutabréfaverð félagsins á fyrsta viðskiptadegi var 13,7 kr. á hlut og í lok árs 2021 var verð á hlut 38 kr. Ef tekið er tillit til verðlagsbreytinga á tímabilinu apríl 2014 – desember 2021 þá jafngildir hlutabréfaverð fyrsta viðskiptadags 16 kr. á hlut. Sjóvá hefur því skilað fjárfestum sínum 237,5% ávöxtun umfram verðbólgu frá fyrsta viðskiptadegi, hér er ekki tekið tillit til arðgreiðslna eða endurkaupa á eigin hlutum sem félagið leggur mikla áherslu á (Keldan, e.d.).

5.3 Hluthafar

Samkvæmt ársreikningi Sjóvá 2021 voru hluthafar fyrirtækisins í lok árs 1.295 talsins sem er fjölgun um 38,6% frá ársbyrjun sama árs en þá voru 934. Stærsti eigandi félagsins er Síldarvinnslan eða SVN eignafélag ehf sem fer með 15% hlut. Lítilega meira en helmingur hluta í félaginu er í eigu lífeyrissjóða eða 51,3%, af þeim er Lífeyrissjóðurinn verslunarmanna umsvifamestur með 8,9%. Einstaklingar deila með sér 36%, fyrirtæki 6,9%, íslenskir verðbréfasjóðir og erlendis verðbréfasjóðir 0,4% (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2022).

5.4 Starfsemi

Sjóvá rekur 11 útibú og 11 þjónustuskrifstofur víðsvegar um landið og eru höfuðstöðvar þess staðsettar í Reykjavík, Kringlunni 5 (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., e.d.-d).

Skaðatryggingarekstur, líftryggingarekstur og fjármálastarfsemi eru þeir þrír rekstrarþættir sem samstæðan telur með sér. Alls voru 79.800 einstaklingar og 8.300 fyrirtæki í tryggingarviðskiptum við Sjóvá. Starfsmenn félagsins í lok ársins 2021 voru 192 og uppfylla þeir samtals 185 stöðugildi, karlar eru 52% og konur 48%. Sömu hlutföll eiga við um stjórnunarstörf félagsins (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2022).

5.5 Tryggingar

Önnur af tveimur tekjupóstum félagsins eru iðgjöldin sem félagið fær greitt fyrir að tryggja. Sjóvá býður upp á margskonar tryggingar, lögboðnar sem og valfrjálsar. Sjóvá er með starfsleyfi fyrir tryggingum í tveimur flokkum, skaðatryggingum, líftryggingum. Báðir þessir flokkar falla undir frumtryggingastarfsemi eins og hún var skilgreind í kafla 4.1. Tekjur Sjóvár 2021 vegna iðgjalda skaðatrygginga voru 21,5 ma.kr. og 2,5 ma.kr. vegna líftrygginga. Sjóvá býður upp á lögboðnar tryggingar en einnig gefa þeir kost á fjölmörgum valkvæðum tryggingum eins og kaskó-, bílúðu- og dýratryggingar svo eitthvað sé nefnt. Skaðatryggingastarfsemin fer fram hjá móðurfélaginu en líftryggingastarfsemin fer alfarið fram hjá dótturfélaginu Sjóvá-Almennar líftryggingar hf. (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2022).

5.6 Fjárfestingar

Hinn tekjupósturinn sem fyrirtækið hefur eru fjárfestingaartekjur af verðbréfum, Sjóvá er umsvifamikið í þeim hluta. Félagið er með eignastýringardeild sem sér um að taka ákvarðanir í hverju skal fjárfesta í og sömuleiðis greina þá kosti áður en þær ákvarðanir eru teknar. Sjóvá á verðbréf fyrir um 50,8 milljarðar í hinum ýmsum skuldabréfum og hlutabréfum, skráðum sem og óskráðum. Það á um 30,33 ma.kr. í skuldabréfum og 17,7 ma.kr. í hlutabréfum. Af hlutabréfaeignum eru 14,7 ma.kr. í skráðum félögum og 3,0 ma.kr. í óskráðum félögum. Sjóvá er einnig með 2,75 ma.kr. í hlutdeildarskírteini sem eru ýmsir sjóðir, bæði skuldabréfa, hlutabréfa og aðrir sjóðir. Önnur verðbréf félagsins eða laust fé eru 621 m.kr. (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2022).

5.7 Stjórnarhættir

Forstjóri félagsins er Hermann Björnsson. Hann hefur verið forstjóri síðan 2011 við góðan orðstír. Árið 2020 hlaut hann Viðskiptaverðlaun Viðskiptablaðsins og Frjálsrar verslunar (Viðskiptablaðið, 2020). Hjá Sjóvá eru þrír framkvæmdastjórnar, allt konur. Í stjórn sitja þrír karlar og tvær konur og varamenn eru tveir, kona og karl. Stjórnarformaður Sjóvá er Björgólfur Jóhannsson sem sinnt hefur ýmsum stjórnarstörfum í gegnum tíðina, meðal annars forstjóri Icelandair Group og Samherja. Varaformaður stjórnar er Hildur Árnadóttir, reynslumikill stjórnarmaður sem hefur starfað sem framkvæmdastjóri hjá Bakkavör Group hf. og sem endurskoðandi og eigandi hjá KPMG (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., e.d.-c).

Hjá hlutafélögum sem eru á hlutabréfamarkaði og hlutafélögum sem þar starfsmenn eru fleiri en 50 manns skal hvort kynið minnsta lagi skipa 40% af þeim sem sitja í stjórn. Varðandi varamenn gildir sama regla. Slík fyrirtæki skulu alltaf leitast eftir að hafa hlutföllin jöfn og fellur Sjóvá undir þann flokk og stenst, sem er til fyrirmyndar (Lög um hlutafélög nr. 2, 1995).

5.8 Covid 19

Heimfaraldurinn hafði ekki mikil áhrif á rekstrarárið 2021 og heldur ekki rekstrarárið 2020. Vinnubrögð stjórnenda hafa verið stefnumiðað að því að sjá til þess að rekstrarsamfella sé óslitin og ekki mikið um raskanir þegar kemur að þjónustu. Sérstaklega í því að veita öryggi fyrir viðskiptavinum sem vilja fremur koma í eigin persónu í útibú. Félagið hefur þannig aðlagast vel að þeim breytingum sem covid hafði í för með sér og hefur styrkt marga þætti og hugsað aðra upp á nýtt.

Sjóvá mun halda áfram að fylgja fyrirmælum stjórnvalda og vera til fyrirmyndar á því sviði. Fjárfestingarstefna fyrirtækisins hefur ekki breyst, lausafjárstaða er góð og eiginfjárstaða félagsins er afar góð (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2022).

5.9 Arðgreiðslur

Sjóvá er félag sem starfar á hlutabréfamarkaði og stefnir að því greiða út arð reglulega. Hagnaðurinn af samstæðunni árið 2021 nam 9,6 ma.kr. Arðgreiðslustefnan snýr að því að félagið greiði út að lágmarki 50% af hagnaði árlega til hluthafa sinna í formi arðgreiðslna eða endurkaupa á eigin hlutum, sömuleiðis er leyfilegt að nýta hagnað frá fyrri árum og frjálsum sjóðum til arðgreiðslna á yfirstandandi ári. Alltaf þarf þó að uppfylla það skilyrði að gjaldþolsmörk sem stjórn félagsins setur sé innan 1,4-1,7. Þetta viðmið getur því takmarkað þær fjárhæðir sem hægt er að greiða út sem arð. Leyfilegt er að nýta hagnað frá fyrri árum eftir að arður hefur samþykktur á aðalafundi félagsins er hann greiddur út og síðan færður til lækkunar á eigin fé (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2022).

5.10 Samfélagsleg ábyrgð

Sjóvá kys að leggja áherslu á þætti eins og umhverfið og samfélagið. Sjálfbærni og samfélagsleg ábyrgð hefur verið mikið til umhugsunar hjá félaginu og er stefnumál þess að stuðla að ábyrgðum vinnuháttum með áherslu á hagnaðarsemi og vexti til framtíðar svo að samfélagið hagnist sem mest. Félagið hefur verið í aðgerðum sem stuðla að ábyrgðari og betri nýtingu auðlinda.

Það er einnig með það markmið að allir starfsmennirnir sínir séu ánægðir enda leiðir það sömuleiðis til þess að viðskiptavinir félagsins verði ánægðari. Heimsmarkmið nr. 16 og 17 eru þau markmið sem Sjóvá einblínir á þegar kemur að þeirra sjálfbærnimarkmiðum. (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2022).

5.11 Samantekt

Markmið höfunda í kafla fimm var að skilja betur rekstur og starfsemi Sjóvár. Félagið hefur starfað lengi hér á landi og hefur rekstri þess vegnað vel undanfarin ár, bæði í trygginga- sem og fjárfestingastarfsemi. Að mati höfunda stendur félagið sig vel þegar kemur að innri og ytri þáttum, m.a. þegar kemur að arðgreiðslustefnu, velferð starfsmanna og þjónustu við viðskiptavini.

6. Samkeppnisaðilar

Þeir helstu samkeppnisaðilar Sjóvá sem starfa á tryggingarmarkaði eru Vátryggingafélag Íslands (hér eftir, VÍS), Vörður tryggingar hf. (hér eftir, Vörður) og TM tryggingar hf. (hér eftir, TM). Tvö af þessum félögum eru í eigu tveggja stærstu banka á Íslandi. Vörður er dótturfélag Arion banka og nýlega varð að samruna hjá Kvik, TM og Lykli en það var samþykkt á árinu 2021. Sá samruni var einn sá stærsti síðustu ára en félögin þrjú starfa nú sem stendur undir merkjum Kvik (Kvika banki hf., 2021).

Stærsta tryggingafélag landsins er VÍS. Félagið er með rúmlega þriðjung markaðshlutdeildar hér á landi. Eins og hjá Sjóvá þá er vátryggingastarfsemi þess fjölbreytt og leggja þeir áherslu á skilvirkni, framúrskarandi þjónustu og ráðgjöf. Þeirra starfsemi snýr aðallega að skaðatryggingum og er áhersla lögð á sjó- og farmtryggingar, eignatryggingar, frjálsar ökutækjatryggingar, lögboðnar ökutækjatryggingar, slysatryggingar, erlendar endurtryggingar og ábyrgðartryggingar. Rétt eins og hin félögin þá á VÍS líftryggingafélag en það einbeitt sér að líf- og sjúkdómatryggingum sem flokkast undir persónutryggingar (Vátryggingafélag Íslands hf., e.d.).

TM á einnig langa sögu en það var stofnað 7. desember árið 1956 og hóf starfsemi sína tveimur mánuðum seinna eða strax á nýju ári sem var 2. janúar 1957. Félagið starfaði í Aðalstræti 6 alveg þangaði til að það færði sig í Síðumúla 24 árið 2009. Líftryggingastarfsemi félagsins var síðan stofnuð 1971 í þeim tilgangi að leggja áherslu á líf- og slysatryggingar. Félagið fór á hlutabréfamarkað þann 8. maí 2013, Nasdaq OMX kauphöllin. Árið 2021 varð að samruna hjá TM og Kvik, sá samruni hafði engin áhrif á þjónustu TM við sína viðskiptavini (Tryggingamiðstöðin hf., e.d.).

Vátryggingafélagið Vörður er yngsta tryggingafélagið hér á landi en það á sér þó langa sögu sem nær aftur til ársins þegar Vélbátasamtrygging Eyjafjarðar var sett á laggirnar. Það var síðan árið 1998 sem Vörður fékk nafn sitt. Félagið er í dag í eigu Arion banki sem keypti það í október árið 2016 frá BankNordic. Undir merkjum Varðar starfar Vörður líftryggingar.

Rétt eins og hin tryggingafélögin þá er Vörður á einstaklings- og fyrirtækjasviði og einbeitt sér að því að veita afburðaðþjónustu með einfaldleika og þægindi að leiðarljósi (Vörður tryggingar hf., e.d.).

7. Viðtöl

Tekin voru viðtöl við þrjá sérfræðinga á sviði fjármála í tryggingageiranum. Tekin voru tvö viðtöl við tengiliði frá Sjóvá og eitt viðtal við tengilið frá fjármálaeftirlitinu sem var í formi tölvupóstsamskipta. Markmið viðtalanna var að kanna enn frekar ákveðna þætti sem höfundar þóttu áhugaverðir og gagnlegir til framhalds á verkefninu.

7.1 Hermann Björnsson – Forstjóri Sjóvár

Hermann Björnsson er í dag forstjóri Sjóvár og hefur verið síðan október 2011. Hermann hefur starfað í fjármálageiranum síðan 1990 og hefur því gríðarlega reynslu á sviði fjármála og trygginga. Áður en Hermann var ráðinn forstjóri Sjóvár 2011 þá starfaði hann m.a. sem aðstoðar framkvæmdarstjóri útibúasviðs Íslandsbanka, aðstoðarframkvæmdastjóri viðskiptabankasviðs Kaupþings banka og framkvæmdastjóri viðskiptabankasviðs Arion banka. Hermann er í dag einnig framkvæmdastjóri dótturfélagsins Sjóvá-Almennar líftryggingar hf (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., e.d.-c). Markmið viðtalsins var að afla upplýsinga um almenna rekstrarlega þætti Sjóvár og fá þar með dýpri innsýn og skilning á daglegum rekstri félagsins og einnig almennri yfirferð á einingunni sjálfri sem heild. Sömuleiðis var fortíðin rædd sem og framtíðin.

7.1.1 Stefna Sjóvár

Hvað varðar stefnu félagsins næstu árin samkvæmt Hermann þá ætlar Sjóvá að einbeita sér að vera jafnvígt á bæði einstaklings- og fyrirtækjamarkaði, þeir hafa náð að jafna báða þessa þætti sem áður var 60% einstaklingar og 40% fyrirtæki árið 2014 þegar þeir fóru á hlutabréfamarkað. Hermann segir það vera þekktara að einstaklingsþjónustnan sé mannaflsfrekari heldur en fyrirtækþjónustan en þar er oft minna fyrir því haft í beinum samskiptum og öðru slíku. Á móti kemur að tjónin eru umsvifameiri hjá fyrirtækjunum heldur en hjá einstaklingum. Hermann talaði einnig um að Sjóvá leggur áherslu á að vera með gott útibúanet um allt land. Varðandi útibúin hafa þeir keyrt þá stefnu að binda ekki mikinn kostnað við þann rekstur. Sjóvá þjónustar viðskiptavinum sína á þeirra forsendum.

Ef að viðskiptavinurinn vill koma í útibúið þá kemur hann, ef hann vill hringja þá hringir hann. Um leið og hann hættir að koma þá verður útibúinu lokað segir Hermann.

7.1.2 Stafrænar lausnir

Hermann segir Sjóvá vera huga að nýjum lausnum sem snúa að mörgum þáttum. Tækifæri liggja í innviðum þeirra þar sem gervigreindar hugmyndir hafa verið í gangi. Þar sem róbótar eru komnir með það hlutverk að leysa mannleg verk hjá þeim innanhúss. Verkin snúa að einföldustu ferlunum svo hægt sé að bjóða hraðari, betri og ódýrari þjónustu. Samkvæmt honum hafa róbótar ekki verið að “taka störf” heldur hefur Sjóvá getað að notað það mannafl í önnur störf sem skapa verðmæti. Oft vilja fyrirtæki sem eru með vel hæft og mjög menntað fólk ekki nota það mannafl í því að “copy/pastea” allan eða hálfan daginn heldur hafa það í störfum þar sem það er að skapa tekjur og verðmæti með getu sinni og menntun. Hermann ræddi einnig um það að Sjóvá er með í gangi notendaforrit hjá sér sem gerir þeim kleift að yfirtaka símann hjá kúnnanum með hans samþykki og aðstoða hann þannig við að meta og afgreiða þannig, en oftast er þetta meira notað um tilvik sem gerast á landsbyggðinni.

7.1.3 Hvar liggur mesta áherslan í tryggingum?

Varðandi áhersluatriði var Hermann spurður í hvaða flokk trygginga Sjóvá væri að leggja mesta áherslu á að betrubæta. Hann sagði að það væru gríðarleg tækifæri í stærsta flokknum sem eru ökutækin. Sjóvá hefur einbeitt sér mikið umhverfislega í kringum þann flokk og almennt væri þar hægt að vinna flestu sigranna. Hann tók dæmið með að á Íslandi er verið að skipta út rúmlega 500 framrúðum á mánuði og stóran hluta þeirra væri hægt að gera við í stað þess að skipta út. Þetta er mikil sóun sem skilur eftir sig mikið kolefnisspor. Hermann telur einnig að ef hægt sé að gera við hlutina þá ætti ekki að vera gefa neinn afslátt á öryggi bílsins. Viðskiptavinurinn er heldur ekki að fara bera meiri kostnað af þessu heldur munu iðgjöldin einungis lækka samkvæmt Hermann.

7.1.4 Samkeppnin – bankar og tryggingafélög

Á Hermann má skilja að Sjóvá hefur ekki neinar sérstakar áhyggjur af sterkum bakhjörllum TM og Varðar sem eru í eigu / samstarfi við stóra banka hér á landi. Þeir hafa verið einbeita sér að sínum rekstri og hafa tekist að halda honum í mjög góðum skorðum. Hann nefndi í því samhengi að Sjóvá hefur skilað af sér jákvæðri afkomu í sex ár af váttryggingastarfsemi sinni.

Það hefur verið viðloðandi í þeirra starfsemi að ábyrgur rekstur sé einmitt að skila af sér hagnaði. Það hefur þeim tekist í 24 ársfjórðunga í röð.

Rétt eins og Hermann segir þá er það ekki sjálfsagt að hugað sé vel að kjarna-
starfseminni en að sjálfsögðu er félagið alltaf í viðbragðstöðu fyrir tækifærum. Samkvæmt
Hermann hefur sú þörf ekki upp að svara þurfi samkeppni við þessi félögum neitt
sérstaklega, alls ekki.

7.1.5 Sjóvá sem fjárfestingakostur

Hermann slær á léttu strengi með því að segja að þetta sé einfalt, Sjóvá sé frábær kostur með
mjög góðan rekstur. Eins nefnir hann að Sjóvá og önnur tryggingafélög henti
lífeyrissjóðunum mjög vel, enda eru þetta arðgreiðslufélög sem skila og eiga að skila
eigendum sínum góðum arði. Bréf Sjóvá eru ekki með þá verðmyndun að hún ráðist af
einhverju örum vexti eins og hjá sprotafyrirtækjum til dæmis sem byggja mjög hratt upp
verðmæti. Hermann nefnir að í fullkomnum heimi þá sé best að vera með stöðugan rekstur
sem skilar góðum arði. Það eru hugmyndir lífeyrissjóða, þeir setja inn gríðarlegt fjármagn og
þurfa ekki að hafa miklar áhyggjur af því. Svipuð hugmyndafræði sé með skuldabréf, og þá
komi arðgreiðsla reglubundið til þeirra. Í kjölfarið minnst hann á að fyrir félag eins og Sjóvá
þá komi öflug keðjuverkandi áhrif frá samfélaginu þegar það er í miklum hagvexti, og sem
dæmi hafði covid-19 heimsfaraldurinn í raun góð áhrif á reksturinn því það var minna um
tjón og slíkt.

7.1.6 Skráning á markað

Höfundar spurðu nánar út í þá ákvörðun að fara með félagið á íslenska hlutabréfamarkaðinn
árið 2014. Hermann segir tryggingafélög almennt mjög vel til þess fallinn að vera á markaði,
þau eru þannig sett upp. Hann nefnir einnig að önnur félög sem eru á markaði eru kannski
ekki með þessa sterku innviði þegar snýr að eftirliti, lögfræði, áhættustýringu, skýrslugerðum
o.fl. Þess vegna segir að hann það hafi verið auðvelt fyrir Sjóvá að fara á markað 2014. Sem
dæmi tekur Hermann Ölgerðina sem er að hugsa sér að fara á markað, en þar er uppbyggingin
á skrifstofunni ekki sú sama og þekkingin allt önnur. Hermann rifjar síðan upp tímuna í
hruninu 2008 þegar Sjóvá fékk högg á sig og fór í eigu ríkisins. Það lá alltaf fyrir þegar
eignarhaldið breyttist að félagið færi á markað. Það hefur virkað vel því sýnileikinn eykst og
sömuleiðis kallar það á samtöl við markaðinn og nauðsyn fyrir félagið að útskýra hlutina.

Að lokum nefnir hann að það hentar alls ekki öllum félögum að starfa á markaði,
sérstaklega ef að eignarhaldið er afar fábreytt sem þýðir að það þarf ekki að sækja mikið
hlutafé frá markaðnum.

7.1.7 Vöxtur næstu ár

Hermann segir Sjóvá hafi ekki gefið neitt út varðandi framtíðarvöxt árlega. Hann nefnir að eitt tryggingafélag hefur gert það sem honum finnst tiltölulega klár stefna vegna þess það að tiltekna félag er minna en bankinn sem er eigandinn. Það kemur fram sem ákveðinn metnaður hjá bankanum að tryggingafélagið vaxi í sömu stærðargráðu og bankinn.

Samkvæmt Hermannni hefur Sjóvá lagt meiri áherslu á að veita afburðapjónustu hvort sem hún er rafræn eða persónuleg og er það stór þáttur sem hefur leitt til vaxtar. Afleidd stærð af því er bæði hagfelldur góður rekstur, jákvæð afkoma og síðan að lokum vöxtur til viðbótar. Hermann tjáir okkur það að vöxtur hefur aldrei verið markmið, það er fyrst og fremst markmiðið að arðsemin frá skaðatrygginafélaginu og vátryggingastarfseminni sé góð. Það síðan leiðir til þess að viðskiptavinurinn er sáttur og þeim fjölgar, þá er afleidd stærð vöxtur en ekki öfugt. Hermann setur spurningamerki við það að Vörður hefur gefið út vaxtarspá og honum finnst eðlilegt að það vakni spurningar sem snúa að útfærslu þess og háttsemi. Hans sýn er sú að afleidd stærð sé tenging við eitthvað sem þarf að iðka. Vörður var á þeim stað að þeir þurftu að stækka ákveðið mikið, þeir voru alltaf minnstir á markaðnum og yngstir. Þeir voru aftur á móti með afar sterkt fjármagn að baki sér sem var tilbúið að styðja þann vöxt. Vörður þurfti að næla sér í stærri kúnnahóp og hafa þeir vaxið úr 10% í 17% í markaðshlutdeild.

Samkvæmt Hermannni þá er Sjóvá á þeim stað að þeir þurfa ekki á frekari vexti að halda nema hann sé sjálfbær og góður. Hermann endar í svari sínu á að tala um samkeppni og nefnir hann í því samhengi að hér á landi er stundum talað um að það ríki fákeppni í tryggingageiranum. Hann segir dæmið með Vörð vera heilbrigða og harða samkeppni. Staðnaður markaður myndi leiða til þess að litla fyrirtæki kemst lítið áfram því hin stóru héldu því niðri, en það sem er í gangi núna hvað varðar samkeppni er heilbrigðismerki fyrir geirann.

7.1.8 Tími Hermanns hjá Sjóvá

Hermann segir tími sinn hjá Sjóvá hafa verið mjög góður og hefur félagið alltaf verið að vaxa jafnt og þétt. Hann segir sig vera afar lánsaman með samstarfsfélagi og er það stór hluti af því að Sjóvá hefur náð þessum árangri. Það er oft sagt innanhús hjá þeim að það séu 200 ástæður fyrir árangri þeirra og er það út af fjölda starfsmanna sem eru rúmlega 200 manns. Hermann nefnir að skipulagið sé mjög flatt og hefur hann til dæmis alltaf setið á sex manna borði í opnu rými.

Það er afleiðing af því að sýnileikinn er meiri, aðgengið er meira og þetta eflir slagkraftinn. Annað einkenni flata skipulagsins er sú að fólk er ekki titlað eftir starfsheitum heldur er frekar rætt um hvað það getur og hvað það stendur fyrir og allir hafa svigrúm til að blómstra í sínu starfi. Allir uppskera af því, bæði einstaklingar og félagið. Sjóvá tók ákvörðun fyrir fimm árum að brúa betur bilið yfir til viðskiptavina sinna. Kúnninn leitar til félagsins á tveggja til þriggja ára fresti þegar hann lendir í tjóni, hann gæti óttast sanngirni eða verið hræddur um að fá tjónið ekki bætt. Þannig að Sjóvá ákvað breyta nálgun sinni hvað varðar bréfsfni, talsmáta og slíkt.

Félagið vill vera sjónmáli við alla, þeir voru með það orðspor að vera kallaður stóri blái og kúnninn átti að beygja sig fyrir þeim. Því var útrýmt og eru væntingar félagsins að vera til staðar fyrir sína viðskiptavini þegar þeir þurfa á því að halda. Hermann nefnir að auðvelt sé að tala um þetta en mun snúnara að iðka það og segir hann sitt fólk vera orðið afar öflugt í samskiptum innanhús sem og fyrir utan þess. Hermann endar á að tala um að við erum bara fólk að sinna fólki, það er það sem tryggingar snúast um.

7.2 Andri Már Rúnarsson - sérfræðingur í eignastýringu og fjárfestatengill Sjóvá

Tilgangurinn með viðtalinu við Andra var að fá meiri innsýn inn í hvernig eignastýringin hjá Sjóvá virkar almennt séð. Hvað liggur á bakvið þær fjárfestingaákvörðanir sem teknar eru hverju sinni. Andri var ráðinn sem sérfræðingur í eignastýringu og fjárfestatengsl hjá Sjóvá í september 2021. Hann starfaði áður í áhættustýringu hjá hollenska bankanum ABN AMRO. Einnig starfaði hann fyrir eitt stærsta og umsvifamesta fyrirtækið í Hollandi, sem heitir ASML og er tæknirisi. Andri vann þar í þrjú ár við áhættustýringu og fjárstýringu. Hann gekk í Háskólann í Reykjavík og hlaut BSc gráðu í fjármálaverkfræði þaðan. Hann hélt síðan til Hollands í framhaldsnám í MSc nám við Vrije Universiteit í Amsterdam og útskrifast þaðan með MSc gráðu í fjármálum og áhættustýringu (Viðskiptablaðið, 2021-b).

7.2.1 Markmið endurkaupaáætlana

Andri segir það fyrst og fremst vera til að koma fjármunum til hluthafa. Hann segir þetta vera afar gott vopn í mati á heildarskipulagi félagsins, hvernig best sé að stilla það af með svona áætlunum. Samkvæmt Andra býður þetta upp á aukna dýpt í tilboðsbókinni á markaðnum. Þetta er hægt að sjá í auknu flæði og skapar um leið meiri seljanleiki fyrir hluthafana.

Það er að segja ef þú ert hluthafi og vilt selja þá er fyrirtækið þitt tilbúið að kaupa af þér ef það er í slíkum endurkaupaáætlunum og bætist þá við þá viðskiptavakt sem í gangi er hverju sinni. Andri segir þetta vera í raun tvíþætt og að almennt hugsi fólk ekki mikið um áhrif og ástæður endurkaupa á eigin bréfum. Hann nefnir einnig að endurkaup eru mun sveigjanlegri en arðgreiðslan. Í því sambandi nefnir hann sem dæmi að ef það eru einhverjar væntingar með tilvonandi arðgreiðslu þá eru endurkaup afar gott stjórnþæki. Því ef að til dæmis 250 milljóna króna áætlun er í gangi og eignasafnið er rýmra fyrir breytingum þá er hægt að stækka í 500 milljóna króna áætlun næst.

7.2.2 Stefnan í eignasamsetningu verðbréfa

Andri segir það erfitt að gefa nákvæmlega út hvernig eignasamsetning á að vera en hann vitnar í fjárfestingakynningar sem þeir hafa haldið. Þar kemur fram hlutfallsleg skipting eigna sem flokkast í skuldabréf, sértryggð- og ríkisskuldabréf og í innlend / erlend hlutabréf skráð sem og óskráð. Stefnan ræðst oftast af því hlutfalli sem þeir hafa sett sér sem markmið og dagleg vinna markast þá af þeirri stefnu.

7.2.3 Mat Sjóvár á verðbréfakaupum

Samkvæmt Andra þá gerir eignastýringin hjá Sjóvá ákveðnar greiningar innanhús, en að auki eru þeir í mjög góðum samskiptum við fagaðila sem þeir vinna með og fá mat og skoðanir frá. Eignastýringin er einungis með tvo starfsmenn, Andra og Þórð Pálsson sem er forstöðumaður hennar. Getan er því takmörkuð í að verðmeta fyrirtæki alveg ofan í kjölinn. Andri segir þá þess vegna vera afar duglega við að heyra í fólki sem starfar í kringum markaðinn. Þeir skima þá eftir hvort að verðmat sé þarna úti fyrir þá sem þeir geta nýtt sér.

7.2.4 Óskráð félög - viðhorf

Höfundar forvitnuðust eftir viðhorfi til óskráðra félaga. Samkvæmt Andra getur það verið afar erfitt viðfangsefni vegna takmarkaðra upplýsinga, og þeir í eignastýringunni grínast stundum með að þeir vita í sjálfu sér ekkert hvað óskráða félagið er mikils virði.

Þá spilar tilfinning stóran þátt eða ákveðinn trú um að reksturinn muni ganga upp eða hafa mikil áhrif á samfélagið. Síðan þarf að hugsa um hvort að fjárfestingin muni skila einhverju og í því samhengi nefnir Andri Controlant sem er fyrirtæki sem orðið gríðarlega verðmætt og stunduð eru mikil viðskipti með óskráð bréf þess félags.

Eignastýring Sjóvá hefur ekki verið að bæta við sig óskráðum bréfum heldur hefur þeim vegnað mjög vel í þeim fjárfestingum sem þeir hafa verið að gera. Andri nefnir einnig að á hinn bóginn að félög eru ekki óskráð til eilífðar og er því ákveðið tækifæri að koma inn snemma. Á móti kemur að það leiðir oft til þess að þá er krafist aukinnar ávöxtunarkröfu vegna seljanleika áhættunnar á meðan félagið er óskráð. Að öllu öðru óbreyttu er hægt að segja að fjárfesting í óskráðu félagi sé ávöxtun sem þú getur sótt þér auðveldlega. Hættan hinsvegar við að fjárfesta í óskráðu félagið er sú að það er svo lítil tilfinning fyrir því hvað er sanngjarnt verð. Andri segir að þegar Sjóvá er að hugsa um að fjárfesta í óskráðum félögum þá ræða þeir við fjármálastofnunina sem sér um kaupin um á hvaða gengi seinustu viðskipti voru gerð á. Svona fjárfestingar krefjast oft um 15-20% ávöxtunar frá fjárfestum 1-2 árum eftir að kaupin eru gerð. Það er ekki vel séð að fyrirtæki sem sækir sér fjármagn á til dæmis tvær krónur á hlut sækir sér síðan aftur fjármagn ári seinna og þá gengið tíu krónur á hlut. Það myndi aldrei ganga upp.

7.2.5 Ríkis- og Sértryggð skuldabréf

Andri segir Sjóvá hafa ákveðna stefnu um það hvernig háttað er kaupum á ríkis- og sértryggðum skuldabréfum. Fyrirtækið er sífellt að hugsa um gjaldþolið sem þýðir að það verður alltaf að vera laust fjármagn ef hlutirnir skyldu fara á versta veg. Þeir í eignastýringunni gera stundum tilraunir með kaupum á hinum og þessum skuldabréfum og skoða síðan hvaða áhrif það hefur á gjaldþolskröfuna. Fjármálaeftirlitið er síðan sífellt að fylgjast með fjárfestingum félagsins. Þeir skipta sér til dæmis af því ef Sjóvá er að fjárfesta mikið í einum aðila, þá er áhættan orðin frekar mikil.

Félagið reynir því að dreifa þessu skynsamlega, Andri nefnir annan þátt sem kallast samþjöppunarþáttur. Það lýsir sér þannig ef að Sjóvá er með afar mikið í sértryggðum bréfum hjá Arion banka, síðan kemur Íslandsbanki og gefur út sértryggð bréf þá er það fremur hentugt fyrir félagið því þá nær það að dreifa samþjöppuninni. Andri segir líka að kaup á skuldabréfum fari eftir því hversu mikill vaxtamunurinn er. Hann útskýrir mismunandi hliðar á þessum tveimur tegundum skuldabréfa í sambandi við vanskilaáhættuna.

Sértryggðu skuldabréfin eru mjög örugg, um þau gildir ströng evrópsk reglugerð og það verða að vera ákveðnar eignir undir sem tryggja skuldina. Skyldi það gerast að viðkomandi gæti ekki borgað af bréfinu þá er stór hluti af láninu tryggður með því. Eigandi af sértryggðu bréfi verður líka að hafa meira fyrir því að finna kaupanda heldur en eigandi af ríkisskuldabréfi.

Ríkisskuldabréfin flæða miklu meira, þar er viðskiptavaktin mun dýpri og vaxtamunurinn mun minni. Þau eru oft keypt og selt samstundis, eins og smella að fingri segir Andri.

7.2.6 Rafmyntir sem fjárfestingakostur

Varðandi rafmyntir segir Andri Sjóvá vera fyrst og fremst tryggingafélag en ekki fjárfestingafélag. Félagið verður alltaf að huga að gjaldþolinu og hafa ákveðna fjármuni sem það verður að geta borgað út vegna tjóna. Það er ástæða fyrir því að Sjóvá situr á svona miklu fjármagni og það er ágætt að fjárfesta því á meðan er á því setið. Andri nefnir einnig að þeir gætu aldrei verðmetið rafmyntakosti almennilega, félagið hefur ekki stóra fjárfestingadeild. Það er hægt að horfa á rafmyntir sem áhættudreifingu í ákveðnu samhengi. Sumir horfa á rafmyntir sem fjárfestingu til að sporna við verðbólgu og vilja því verja sig frá henni með þeim hætti. Andri nefnir að lokum að það er ekkert sem kemur í veg fyrir það að hluthafar þeirra fjárfesti sjálfir í rafmyntar-fjárfestingum með þá arðgreiðslunum. Að aukir segir hann þá í eignastýringunni fá spurningar eins og af hverju þeir halda ekki bara áfram að fjárfesta með arðinum sem greiddur út hverju sinni af þeirri ástæðu að verðbréfasafnið hjá þeim hefur ávaxtast mjög vel samanborið við verðbréfasjóði.

7.3 Sara Sigurðardóttir – forstöðumaður lífeyris- og váttryggingasviðs hjá Fjármálaeftirlitinu

Haft var samband við fjármálaeftirlitið sem starfar undir Seðlabanka Íslands. Við komum okkur í samband við Söru Sigurðardóttir forstöðumann lífeyris- og váttryggingasviðs og áttu samskiptin við Söru sér stað í gegnum tölvupósta (spurningalista má sjá í viðauka A). Við sendum á hana spurningar til að öðlast betri skilning og þekkingu á ákveðnum þáttum sem snúa að starfsemi tryggingafélaganna sem og sambandi og afskiptum fjármálaeftirlitsins af félögunum. Það starfa 13 manns í lífeyris- og váttryggingasviði SÍ, þar af er framkvæmdastjóri, forstöðumaður, fjárhagslegir ábyrgðarmenn og áhættusérfræðingar.

Deildin ber ábyrgð á fjárhagslegu eftirliti með lífeyrissjóðum og váttryggingafélögum og er í nánú samstarfi við aðrar deildir innan SÍ sem sjá um annars konar eftirlit með þessum aðilum, s.s. viðskiptaháttaeftirlit, mat á hæfi stjórnarmanna og framkvæmdastjóra, starfsleyfi o.s.frv.

Helstu verkefni deildarinnar snúa að yfirferð á reglubundnum gögnum.

Vátryggingafélögum ber að skila margvíslegum gögnum yfir árið. Þá er framkvæmt áhættumat á þeim þar sem tilteknir áhættuþættir s.s. vátryggingaáhætta, stjórnarhættir, rekstraráhætta, markaðsáhætta o.s.frv. eru teknir fyrir. Þættirnir eru síðan metnir út frá fyrirliggjandi gögnum eða með sértækri athugun/vettvangsathugun, þar sem ákveðinn atriði eru skoðuð afar ítarlega. Samskipti við eftirlitsskylda aðila eru tíð og mikilvægur þáttur í eftirlitinu. Varðandi fjárfestingar tryggingafélaganna þá hefur fjármálaeftirlitið eftirlit með þróun áhættu í eignasafni vátryggingafélaga og tekur til skoðunar við áhættumat. Almennt eru ekki nein afskipti af einstökum fjárfestingum heldur er frekar horft til þess hvort eftirlitskerfi og ut anumhald um fjárfestingarákvarðanir sé með viðunandi hætti. Þetta m.a. snýr að aðskilnað þeirra starfssviða sem sinna eftirliti og þeirra sem taka ákvörðun, að fjárfestingarákvarðanir séu í samræmi við heimildir og áhættuvilja félagsins. Sérhæfðar fjárfestingar til dæmis óskráð verðbréf leiða af sér ríkari kröfur til eftirlitskerfis vátryggingafélaga. Samkvæmt varfærnisreglunni er vátryggingafélagi aðeins heimilt að hafa í eignasafni sínu eignir þar sem félagið getur mælt, greint, fylgst með, stýrt og meðhöndlað og brugðist við áhættu með viðeigandi hætti. Telji fjármálaeftirlitið að uppsöfnun áhættu sé óæskileg eða að vafi leiki á að tiltekin fjárfesting samræmist varfærnisreglunni þá er það tilkynnt til stjórnar og stjórnenda félagsins.

Þegar gjaldþolið hjá tryggingafélagunum fellur undir einn þá fer FME í ákveðnar aðgerðir sem fara eftir ákvæðum 117. gr. laga nr. 100/2016. Fari gjaldþolið niður fyrir eigin stefnu vátryggingafélaganna sem er vanalega á milli 1,4-1,7 kallar það á aukið eftirlit og samtal um það til hvaða aðgerða félagið hyggst grípa til svo að hlutfallið samræmist áhættuvilja. FME grípur þó ekki til aðgerða skv. 117. gr. fyrr en vátryggingafélagið fer undir lögbundin mörk.

8. Val á aðferðafræði

8.1 Samantekt rannsóknarvinnu

Rannsóknarvinnan í köflum 2-7 hefur verið höfundum mikilvæg og hefur mótað afstöðu þeirra á þeim aðferðum og aðferðafræði sem notast verður við. Komið hefur í ljós að tryggingastarfsemi er ólík hefðbundinni fyrirtækjastarfsemi í ljósi umfangsmikilla reglna og reglugerða í kringum starfsemina. Samkvæmt fyrri umfjöllun er það ljóst að virði félaganna snýst aðallega um getu þeirra til að greiða arð. Einnig er mikilvægt að félagið viðhaldi lágmarksfjármagni og standist gjaldþol á öllum tímapunktum og því þarf að huga vel að því í framtíðarspá félagsins. Það er þó ekki nóg að viðhalda gjaldþolshlutfallinu bara rétt yfir einum á öllum stundum því Sjóvá hefur stefnu um að gjaldþol liggi á bilinu 1,4-1,7 og því væri óraunhæft að gera verðmat með spá um gjaldþol t.d. 1,1 til framtíðar hjá Sjóvá. Í næsta hluta verða þessi atriði tekin til greina við endanlegt val á þeirri aðferðafræði sem höfundar munu byggja verðmat Sjóvár á.

8.2 Endanleg aðferðafræði

8.2.1 FCFE

Höfundar munu stilla upp útreikningum þar sem leitt verður út frjálst sjóðstreymi til eigin fjár þar sem gjaldþolshlutfalli verður viðhaldið rétt yfir 1,4. Markmiðið með þessu verður að leiða út þær fjárhæðir sem félagið mun koma til með að geta greitt út í gegnum arðgreiðslur eða endurkaupaáætlanir til hlutafa sinna. Þetta er aðferðafræði sem rædd var í kafla 3.2.3 sem byggir á heimildum Damodaran um aðferðir til að leiða út virði fjármálafyrirtækja. Þessi aðferð er m.a. notuð í atvinnulífínu skv. upplýsingum frá verðmatssérfræðingi KPMG (Agnes Ísleifsdóttir, munnleg heimild, 12. apríl 2022).

Útkoma útreikninganna verður núvirt til matsdagsins sem mun gefa virði framtíðar arðgreiðslna félagsins. Að lokum verður því virði deilt með fjölda hluta og niðurstaðan endurspeglar verð á hvern hlut að mati höfunda.

8.2.2 Kennitölugreining

Kennitölugreining verður gerð þar sem Sjóvá verður borið saman við VÍS, horft verður til V/H og V/I hlutfallana og leitast verður eftir virði eins hlutar í Sjóvá byggt á kennitölugreiningunni.

8.2.3 Næmnigreining

Til að ná betra yfirliti á niðurstöður verður notast við næmnigreiningu á viðkvæmum rekstrarforsendum sem geta haft verulegar afleiðingar á útkomu verðmats þrátt fyrir litlar breytingar. Horft verður til allt að 150 punkta breytingu á ávöxtunarkröfu eigin fjár og 200 punkta breytingu á eilífðarvexti.

9. Frjálst sjóðstreymi til eigin fjár

Í verðmatinu munu höfundar notast við spátímabil til fimm ára, 2022-2026. Eilífðarvirði mun því vera frá og með 2027. Notast verður m.a. við söguleg gögn frá 2016-2021 til að áætla framtíðarspá.

9.1 Forsendur vaxtar

9.1.1 Vaxtaforsendur iðgjalda og rekstrarkostnaðar

Notast verður við tvö vaxtaþrep á spátímabilinu eins og þau eru skilgreind í kafla 3.2.3 og er því notast við þriggja þrepa FCFE líkan, vaxtaþrepin eru eftirfarandi:

1. Fyrsta vaxtartímabil mun byggja á fimm ára meðalvexti eigin iðgjalda sem er 9,75%. Þessi vöxtur verður notaður við útleiðslu á rekstrarspá árin 2022 og 2023.
2. Eins og fram kom í kafla 3.2.3, þá er annað vaxtartímabilið notað til að brúa bilið milli fyrsta vaxtartímabils og eilífðarvaxtar. Mat höfunda var að ekki væri raunsætt að fara úr fyrsta vaxtartímabili í eilífðarvöxt skyndilega án breytingartímabils. Þ.a.l var tekin sú ákvörðun að notast við miðgildið sem nemur 6,38%. Þessi vöxtur mun eiga sér stað árin 2024 til 2026 í rekstrarspánni.

9.1.2 Vaxtaforsendur fjárfestingatekna

Notast verður við þrjár sviðsmyndir vegna fjárfestingatekna félagsins. Þar sem hlutbréf hafa verið í verulegum vexti undanfarin tvö ár hefur fjárfestingastarfssemi innanlands vegnað mjög vel og þar er Sjóvá ekki undanskilið. Það er mat höfunda að slíkur vöxtur sé ekki raunhæfur til framtíðar. Sjá má í töflunni á næstu blaðsíðu að tekjur af fjárfestingastarfssemi Sjóvar hefur verið verulega sveiflukennd.

Tafla 2
Sögulegur vöxtur fjárfestingartekna

Ár	Fjárfestingatekjur	Vöxtur
2016	3.434.453	
2017	2.263.988	-34,08%
2018	798.035	-64,75%
2019	3.640.418	356,17%
2020	5.274.356	44,88%
2021	8.384.187	58,96%
Miðgildi	3.640.418	44,88%
Meðaltal	4.072.197	72,24%

Skýring. Árið 2016 er undanskilið í útreikningum miðgildis og meðaltals (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2017, 2018, 2019, 2020, 2021-b, 2022)

Það er því mat höfunda að ekki væri raunhæft að láta framtíðarspá vaxa áfram ofan á árangur fjárfestingatekna árið 2021. Tekin var ákvörðun um tveggja þrepa samdrátt fjárfestingatekna áður en notast yrði við vænta ávöxtun fjárfestingartekna sem vaxtarforsendu. Því má segja að vöxtur fjárfestingatekna sé skipt niður í þrjú þrep, eftirfarandi er lýsing á þeim:

1. Mat höfunda er að starfsemi fjárfestinga muni dragast saman um 6% árið 2022 þar sem fremur mikill vöxtur átti sér stað árin 2020 og 2021. Höfundar telja það vera raunsætt mat sem tekur tillit til þess að markaðurinn er sveiflukenndur og skilar ekki alltaf jákvæðri niðurstöðu. Frekari rökstuðning má sjá í kafla 9.2.2.
2. Til samræmis við nálgun á vexti váttryggingarstarfsemis var notað miðgildi fyrsta vaxtar hér að ofan og væntar ávöxtunar fjárfestingartekna sem er 0,69% vöxtur. Þetta verður því breytingarferli sem felur í sér að markaðurinn fer að leitast upp á við og nálgast vænta ávöxtun. Breytingarferlið mun eiga sér stað árið 2023 og þar á eftir verður notast við vænta ávöxtun verðbréfa út spátímabilið, til og með 2026.
3. Til að nálgast vænta ávöxtun verðbréfa var sett upp tafla til niðurbrots á eignasamsetningu félagsins. Markmiðið var að áætla vænta ávöxtun fyrir hvern og einn verðbréfaflokk og leiða svo út vegna vænta ávöxtun fjárfestingatekna. Niðurstaðan sýndi 7,37%, útleiðsluna má sjá á næstu blaðsíðu.

Tafla 3
Vegin vænt ávöxtun verðbréfa

Verðbréfaflokkur	Hlutfall af heild	Vænt ávöxtun
Skuldabréf	59,67%	6,15%
Hlutabréf	34,97%	9,67%
Handbært fé	0,00%	1,00%
Önnur verðbréf	5,36%	6,00%
Samtals / Vegið	100,00%	7,37%

Skýring. (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2022)

Sjá má í töflunni hlutfall hvers verðbréfaflokks í eignasamsetningu Sjóvár skv. ársreikningi félagsins 2021. Horft var til meðaltals sögulegra gagna til að leiða út vænta ávöxtun hvers flokks fyrir sig og síðan var reiknað út vænta ávöxtun byggt á vægi hvers verðbréfaflokks í eignasamsetningunni.

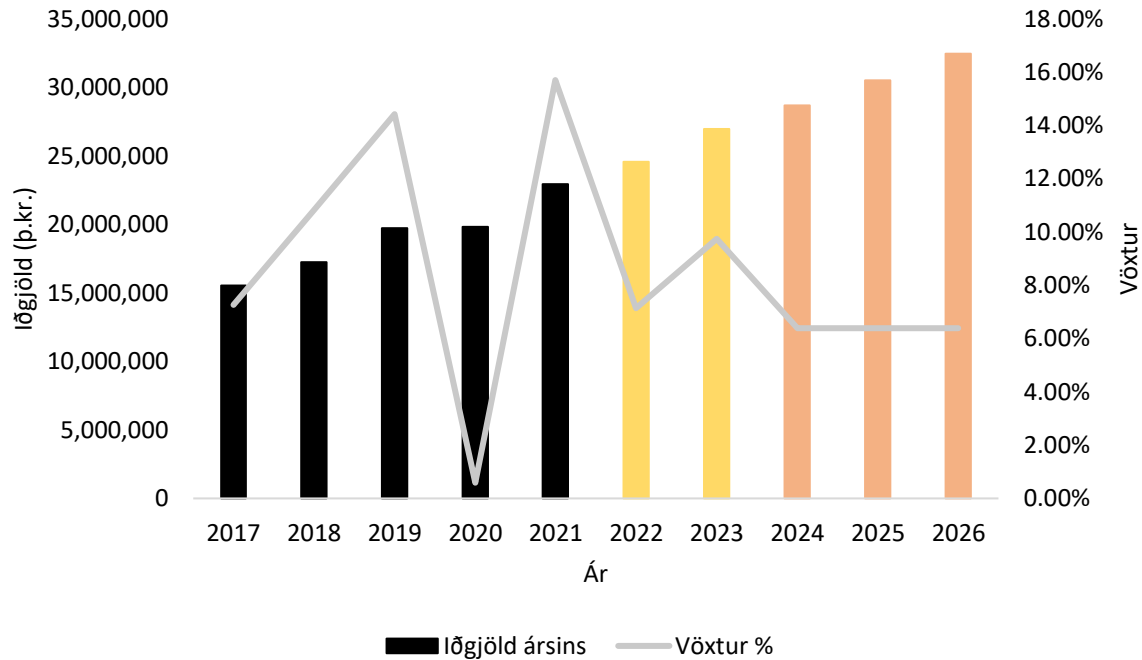
9.2 Framtíðarspá

Hér að neðan verður farið yfir útleiðslu framtíðaspár sem byggð er á vaxtaforsendunum sem voru skilgreindar hér að ofan. Notast verður við myndræna framsetningu en þar sem við á mun texti fylgja með til skýringar.

9.2.1 Iðgjöld

Mynd 1

Iðgjöld ársins



Skýring. Árin 2022-2026 tilheyra spátímabili iðgjalda. Gular súlur merkja spá á vaxtartímabili 1 (9,75%) og appelsínugular súlur merkja spá á vaxtartímabili 2 (6,38%). (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2018, 2019, 2020, 2021-b, 2022)

Í framtíðarspá hefur verið tekið tillit til tilkynningar Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (e.d.) um að fella niður iðgjöld vegna lögboðinna bifreiðatrygginga í maí 2022. Í umfjölluninni kemur fram að kostnaður þessarar ákvörðunar sé um 600 m.kr. sem hefur áhrif á útleiðslu gjaldþols sem og afgangs eigið fé til arðgreiðslu. Þ.a.l hafa verið dregnar 600 m.kr. frá eigin iðgjöldum 2022 í rekstrarspánni hér að ofan.

Vöxtur eigin iðgjalda félagsins hefur verið frekar stöðugur og vaxið jafnt og þétt eins og sjá má á myndinni, með tilliti til óeðlilegra aðstæðna árið 2020 vegna covid-19.

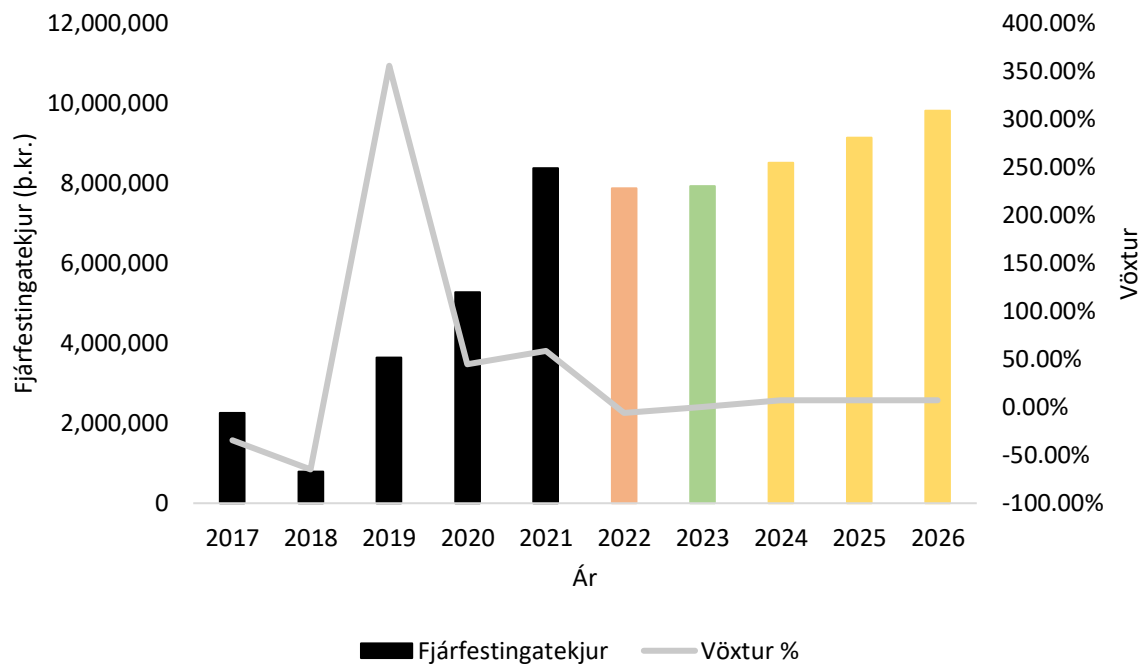
Milli árana 2017-2021 jukust eigin iðgjöld um 7,3 ma.kr. sem nemur 47,5% vexti samanborið við spátímabilið þar sem iðgjöld vaxa um 7,9 ma.kr. sem nemur 32% vexti eigin iðgjalda. Eigin iðgjöld ársins 2026 er spáð að verði 32,5 ma.kr.

9.2.2 Fjárfestingatekjur

Myndin hér að neðan sýnir sögulegan og framtíðarvöxt fjárfestingatekna Sjóvár. Útkoman er lýsandi fyrir spá höfunda um framtíð verðbréfa.

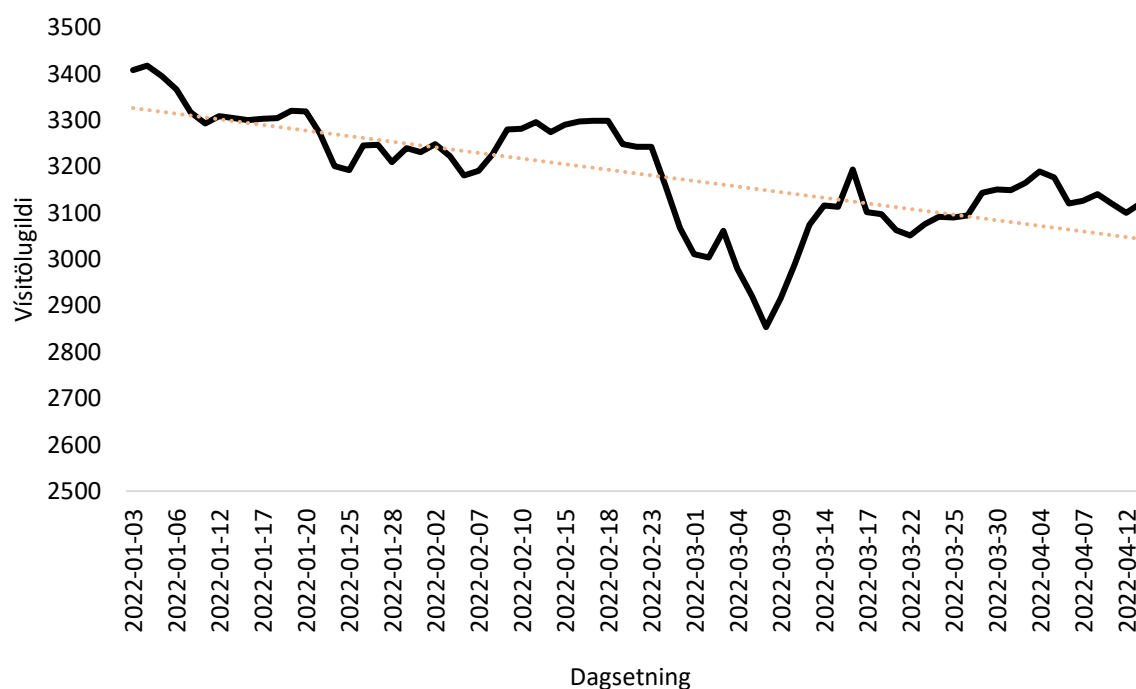
Mynd 2

Fjárfestingatekjur ársins



Skýring. Árin 2022-2026 tilheyra spátímabili fjárfestingatekna. Appelsínugula súlan merkir spá í samdrætti (-6%), græna súlan merkir spá á breytingartímabili (0,69%) og gulu súlnar merkja spá sem miðar við vænta ávöxtun fjárfestingartekna (7,63%). (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2018, 2019, 2020, 2021-b, 2022)

Framtíðarspáin er byggð á eignasafni Sjóvár, höfundar framkvæmdu greiningu á henni sem og markaðsaðstæðum. Niðurstöður sýndu að ekki væri raunhæft að notast áfram við þann vöxt sem hefur átt sér stað sl. tvö ár. Til rökstuðnings hefur íslenska úrvalsvísitalan OMXI10 verið í verulegum vexti þar til í september 2021 en síðan hefur stefna hennar verið að leita niður á við. Myndin á næstu blaðsíðu sýnir árangur vísitölunnar frá upphafi árs 2022 og þar að auki má sjá stefnulínu sem leitar niður á við.

Mynd 3**Árangur OMXI10 2022**

Skýring. (Nasdaq, e.d.-c)

Myndin að ofan sýnir gengi vísitölunnar frá 3.1.2022 – 13.4.2022. Árangurinn hefur verið neikvæður um 8,45% en ómögulegt er að segja til um hvort sú stefna muni halda áfram til lengdar eða hvort um stuttan samdrátt sé að ræða. Í spá höfunda hefur komið fram að samdráttur muni vera 6% árið 2022 sem skýrist af þessari stefnu markaðarins sem og óskráðum eignum Sjóvár. Höfundum þykir eignarhlutur Sjóvár í Ölgerðinni, Kerecis og Controlant vera líklegan til árangurs á komandi árum þar sem tvö félaganna stefna að því að skrá sig á markað og þriðja félagið (Controlant) hefur verið að vaxa gríðarlega og spáir áframhaldandi vexti félagsins.

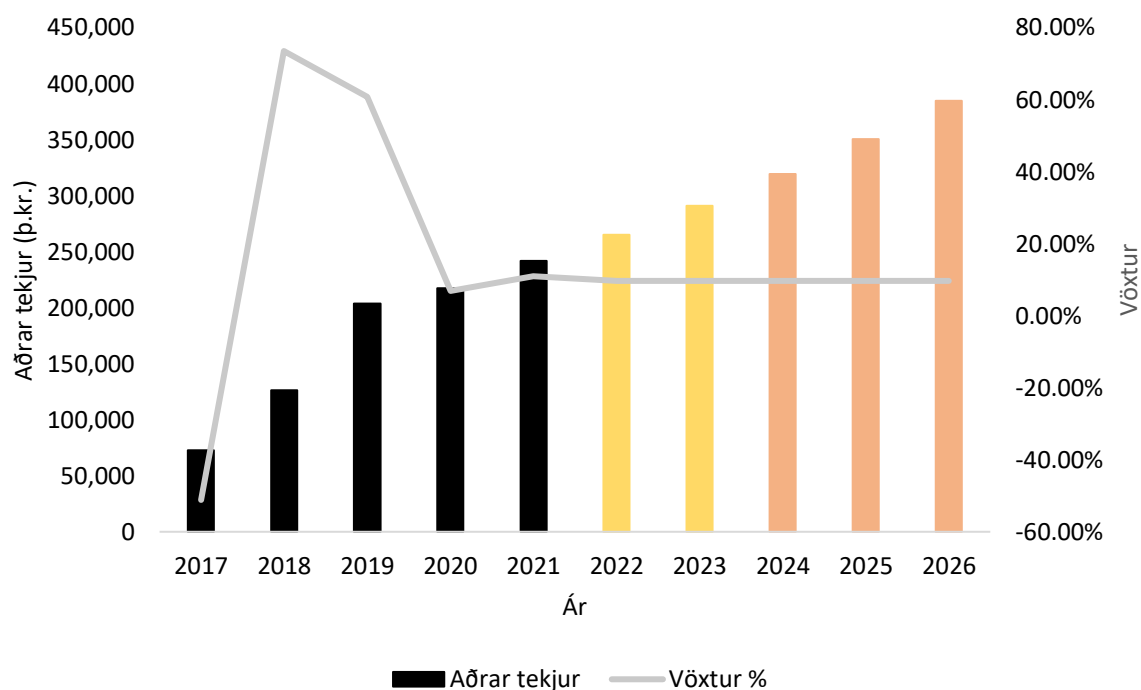
Sagan hefur sýnt að hlutabréfaverð félaga hækkar töluvert þegar þau koma á markað og því þarf að taka tillit til þess í spá um framtíðar árangur fjárfestingartekna félagsins. Þ.a.l var ákveðið að notast við samdrátt um 6% í stað þess að miða einungis við þann árangur sem hefur átt sér stað á markaði 2022 (Hörður Ægisson, 2021; Viðskiptablaðið, 2021-a; Viðskiptablaðið, 2022).

9.2.3 Aðrar tekjur

Aðrar tekjur félagsins, sem tilheyra hvorki iðgjöldum né fjárfestingatekjum, vaxa með sama hætti og iðgjöldin. Sjá útleiðslu hér að neðan.

Mynd 4

Aðrar tekjur ársins



Skýring. Árin 2022-2026 tilheyra spátímabili iðgjalda. Gular súlur merkja spá á vaxtartímabili 1 (9,75%) og appelsínugular súlur merkja spá á vaxtartímabili 2 (6,38%). (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2018, 2019, 2020, 2021-b, 2022)

Sjá má á myndinni stöðugri vöxt en hefur áður verið. Höfundar töldu áður nefnda nálgun eiga best við þar sem aðrar tekjur félagsins skýrast að miklu leyti af umboðslaunum sem talin eru líkleg til vaxtar í samræmi við vöxt á iðgjöldum og því í takt við vöxt félagsins. Á spátímabilinu munu aðrar tekjur vaxa um 45% samanborið við 231% milli 2017-2021.

9.2.4 Kostnaðarliðir

Kostnaðarliðir í rekstrarspánni vaxa sem hlutfall af eigin iðgjöldum. Tekið var einfalt meðaltal af fimm ára sögulegum hlutföllum sem notað var í rekstrarspánni. Taflan hér að neðan sýnir bæði söguleg- og framtíðar hlutföll sem notuð voru í áætluninni.

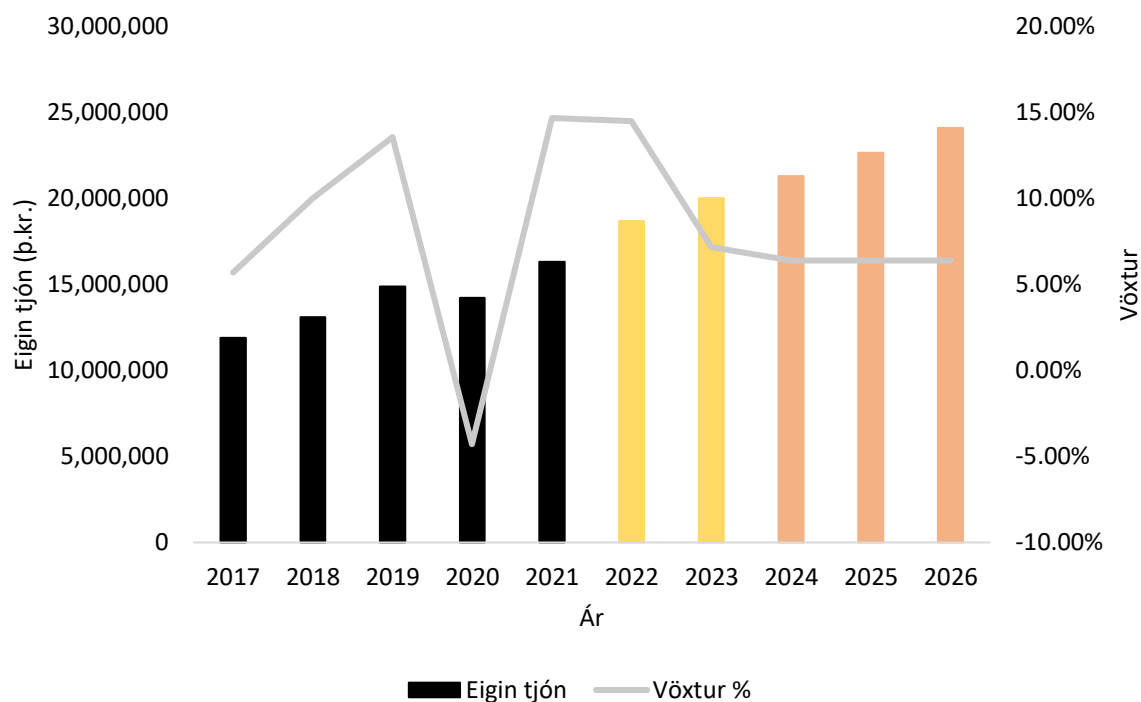
Tafla 4

Kostnaðarliðir sem hlutfall af eigin iðgjöldum

Hlutföll	Raun					Áætlun				
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Eigið tjónahlutfall	77%	76%	75%	72%	71%	74%	74%	74%	74%	74%
Eigið kostnaðarhlutfall	25%	24%	22%	23%	22%	23%	23%	23%	23%	23%

Skýring. Útreikningar á hlutföllum koma frá höfundum en byggja á gögnum úr ársreikningum Sjóvár. (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2018, 2019, 2020, 2021-b, 2022)

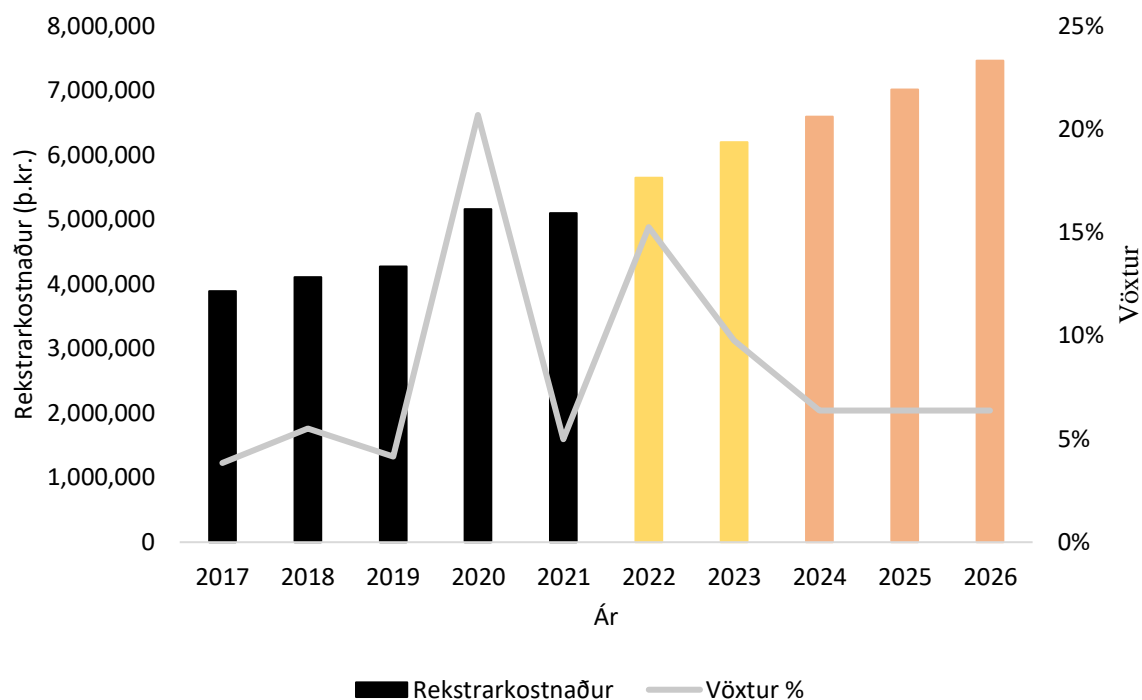
Til að reikna út eigið tjónahlutfall byggt á raungögnum var deilt eigin tjónum tímabilsins með eigin iðgjöldum. Í framhaldi var tekið meðaltal sögulegu gagnanna sem verður notast við þegar fjárhæðir eigin tjóna eru áætlaðar á spátímabili. Í tilfelli eigin kostnaðarhlutfalls var rekstrarkostnaði deilt með eigin tjónum. Þetta er einföld nálgun til að viðhalda vexti kostnaðar í samræmi við vöxt tekna. Myndin á næstu blaðsíðu sýnir spá eigin tjóna.

Mynd 5*Eigin tjón ársins*

Skýring. Árin 2022-2026 tilheyra spátímabili iðgjalda. Gular súlur merkja spá á vaxtartímabili 1 (9,75%) og appelsínugular súlur merkja spá á vaxtartímabili 2 (6,38%). (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2018, 2019, 2020, 2021-b, 2022)

Á myndinni hér að ofan má sjá bæði söguleg gögn og niðurstöður spátímabils fyrir eigin tjón Sjóvár. Þessi kostnaðarliður félagsins skýrir u.þ.b 75% af kostnaði félagsins ár hvert. Eftir fyrsta ár spátímabils nema eigin tjón 18,6 ma.kr. og í lok árs 2026 hafa þau vaxið í 24 ma.kr. sem er 29% vöxtur á spátímabilinu. Þetta samsvarar því að eigin tjón nemi 74,19% af eigin iðgjöldum ár hvert á spátímabilinu.

Annar kostnaður félagsins fellur undir rekstrarkostnað í ársreikningi þess, myndin á næstu blaðsíðu sýnir raungögn og spá rekstrarkostnaðar.

Mynd 6*Rekstrarkostnaður ársins*

Skýring. Árin 2022-2026 tilheyra spátímabili iðgjalda. Gular súlur merkja spá á vaxtartímabili 1 (9,75%) og appelsínugular súlur merkja spá á vaxtartímabili 2 (6,38%). (Sjóvá-Almennar tryggingar hf., 2018, 2019, 2020, 2021-b, 2022)

Sama nálgun fylgir öðrum rekstrarkostnaði en hann vex sem hlutfall af eigin iðgjöldum. Í þessu tilviki er það 23% af eigin iðgjöldum ár hvert á spátímabilinu. Höfundum þótti þetta eðlileg nálgun þar sem vöxtur félagsins kallar á aukinn kostnað vegna launa, aðstöðu og fleira.

9.2.5 Niðurstaða rekstrarspár

Myndin á næstu blaðsíðu sýnir niðurstöðu vegna útleiðslu rekstrarliðanna hér að ofan. Taflan sýnir hagnað fyrir og eftir skatt sem og skatthlufall félagsins. Einnig má sjá ársbreytingu hvers liðs fyrir sig í prósentum.

Tafla 5
Rekstrarniðurstaða á spátímabili

	Spátímabil				
	2022	2023	2024	2025	2026
Hagnaður fyrir skatta	8.394.559	8.987.260	9.649.213	10.360.161	11.123.754
Vöxtur	-18,87%	7,06%	7,37%	7,37%	7,37%
Tekjuskattur	- 1.313.450	- 1.406.187	- 1.509.759	- 1.620.997	- 1.740.472
Skatthlutfall	15,65%	15,65%	15,65%	15,65%	15,65%
Hagnaður eftir skatt	7.081.109	7.581.073	8.139.454	8.739.164	9.383.281
Vöxtur	-26,00%	7,06%	7,37%	7,37%	7,37%

Skýring. Tjón ársins 2022 reiknast sem hlutfall af eigin tjónum áður en tap vegna niðurfellingu bifreiðatrygginga er dregið frá.

Eins og myndin gefur til kynna þá sést að þó skatthlutfall sé 20% á Íslandi þá er það ekki raunin í rekstri Sjóvár vegna óefnislegra eigna. Tekið hefur verið tillit þess og því er notast við einfalt meðaltal af sögulegu skatthlutfalli. Hægt væri að nálgast skatthlutfallið með nákvæmari aðferðafræði en til einföldunar var notast við meðaltal.

9.3 Eigið fé og gjaldþol

Í þessum hluta verður fjallað um áhrif hagnaðarspár á eigið fé og geta Sjóvár til arðgreiðslna eða endurkaupa á eigin hlutum leidd út m.t.t. gjaldþolshlutfalls. Notast verður við myndræna framsetningu sem og texta til skýringar ef við á.

9.3.1 Eiginfjárfirlit

Taflan hér að neðan sýnir útleiðslu eiginfjár á spátímabilinu.

Tafla 6
Eiginfjárfirlit á spátímabili

Eiginfjárfirlit	Áætlun				
	2022	2023	2024	2025	2026
Eigið fé 1.1.	24.338.788	27.382.335	29.316.699	32.010.693	34.117.749
Hagnaður/tap ársins	7.081.109	7.581.073	8.139.454	8.739.164	9.383.281
Arður og endurkaup	-	-	-	-	-
Eigið fé 31.12	4.037.561	5.646.709	5.445.460	6.632.108	7.118.845
	27.382.335	29.316.699	32.010.693	34.117.749	36.382.186

Eigið fé 1.1.2022 byggir á raungögnum úr ársreikningi Sjóvár 2021 en aðrar tölur byggja á útleiðslu rekstrarspár höfunda. Fjárhæðir til arðgreiðslna eða endurkaupa koma til með að ráðast af gjaldþolshlutfallinu. Farið verður betur yfir það í næsta hluta.

9.3.2 Gjaldþolshlutfall og arðgreiðsluhlutfall

Taflan hér að neðan útskýrir nálgun höfunda á arðgreiðslum eða endurkaupum eigin hluta sem Sjóvá mun geta skilað til hluthafa sinna.

Tafla 7

Gjaldþolshlutfall Sjóvár

	Raun	Áætlun				
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Arðgreiðsluhlutfall		42%	80%	72%	81%	81%
Gjaldþol (þ.kr.)	20.301.227	21.735.626	23.871.239	25.378.585	26.998.905	28.738.649
Gjaldþolskrafa	14.398.033	15.425.498	16.929.957	18.009.501	19.157.882	20.379.491
Gjaldþolshlutfall eftir arð	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41	1,41

Til þess að leiða út gjaldþol þarf að leggja saman eigið fé og hagnað í lok árs en draga frá arðgreiðslu næsta árs. Gjaldþolskrafan er síðan látin vaxa með saman hætti og eigin iðgjöld svo hún stemmi við þann vöxt sem á sér stað hjá fyrirtækinu. Að sama skapi er mikilvægt að gjaldþolshlutfallið fari ekki undir 1,4. Þetta gerir það að verkum að argreiðsluhlutfallið verður stýribreyta þess hve mikinn arð er hægt að greiða út. Höfundar aðlöguðu arðgreiðsluhlutfallið þannig að útkoma gjaldþolshlutfalls yrði alltaf 1,41 á hverju ári sem er innan stefnu Sjóvár.

10. Forsendur núvirðingar

Þessi kafli mun fjalla um eilífðarvöxt, núvirðingarstuðul og útleiðslu á ávöxtunarkröfu eiginfjár sem eru mikilvægar forsendur þegar kemur að verðmatinu í kafla 11.

10.1 Eilífðarvöxtur

Notast verður við 3% eilífðarvöxt sem byggir á 60 punkta álagi á miðgildi hagvaxtar þegar horft er til hagvaxtar sl. fimm ár og hagvaxtarspá Hagstofu Íslands fyrir spátímabilið.

Tafla 8

Hagvaxtartafla

Ár	Hagvöxtur
2017	4,20%
2018	4,90%
2019	2,40%
2020	-7,10%
2021	4,30%
2022	4,60%
2023	2,70%
2024	2,20%
2025	2,40%
2026	2,20%
Meðaltal	2,28%
Miðgildi	2,55%

Skýring. (Hagstofa Íslands, 2022-a; Hagstofa Íslands, 2022-b)

Þegar horft er til miðgildis á hagvexti sl. fimm ár er hagvöxtur 4,2% og því þótti höfundum eðlilegra að notast við spá sem byggir bæði á raungögnum sem og spá Hagstofu til framtíðar.

10.2 Kostnaður eigin fjár

Til að nálgast kostnað eigin fjár munu höfundar notast við CAPM líkanið eins og það var skilgreint í kafla 3.2.5 að viðbættu sértæku álagi.

10.2.1 Áhættulausir vextir

Rætt var í kafla 3.2.5 um áhættulausa vexti og með hvaða hætti ætti að nálgast þá. Þar var lagt til að notast við áhættulausa vexti byggt á ríkisbréfum með sama líftíma (e. duration) og greiðsluflæðið sem verið er að leiða út, í þessu tilviki fimm ár.

Höfundar kynntu sér hvaða aðferðafræði er notuð í atvinnulífinu. Þar kom fram að verðmatssérfræðingar KPMG nota oftast 10 ára áhættulausa vexti útleidda með línulegri brúun á kröfu ríkisbréfa og líftíma þeirra, nema ef lengsta bréfið er styttra en 10 ár þá er notast við vexti viðkomandi bréfs (Ásta Brá Hafsteinsdóttir, munnleg heimild, 22. apríl, 2022).

Ef horft er til RIKB ríkisbréfanna má sjá að RIKB 31 0124 var lengsta óverðtryggða ríkisbréfið á matsdeginum, krafa bréfsins var 4,08% og líftími 6,9 ár. Höfundar tóku þá ákvörðun að fylgja aðferðafræði sem fengin var frá verðmatssérfræðingum KPMG sem er í meiri takt við hagnýtt verklag. Því verður notast við 4,08% áhættulausa vexti.

10.2.3 Markaðsálag

Höfundar kusu að notast við einfalda nálgun markaðsálags. Leitast var eftir markaðsálagi sem sérfræðingar tileinka m.v. matsdaginn, þar að auki var gerð einföld útleiðsla á umfram ávöxtun hlutabréfa sl. 10 ár. Taflan hér að neðan skýrir nálgun höfunda á markaðsálagi.

Tafla 9

Útleiðsla markaðsálags

	Álag
KPMG á Íslandi	6,00%
Damodaran (afleitt 5 ára meðaltal)	6,15%
Damodaran núverandi	5,08%
Söguleg umframávöxtun hlutabréfa	9,67%
Meðaltal	6,73%
Miðgildi	6,08%

Skýring. (Damodaran 2022; Nasdaq, e.d.-a; Nasdq, e.d.-b; Ásta Brá Hafsteinsdóttir, munnleg heimild, 22. apríl, 2022)

Til að nálgast sögulega umfram ávöxtun hlutabréfa sóttu höfundar annarsvegar söguleg gögn um OMX-GI vísitöluna til 10 ára frá matsdeginum og hinsvegar NOMXIREAL á sama tímabili, notast var við mismun á ávöxtun þessarra vísitalna. Höfundur notast við meðaltal úr ofangreindri töflu.

10.2.4 Beta

Höfundar höfðu aðgang að gagnaveitu Capital IQ sem getur sótt marktækt beta gildi byggt á þeim félögum sem beðið er um. Notast var við skráðu tryggingafélögin á Íslandi, VÍS og Sjóvá. Útkoman frá Capital IQ var fimm ára aðlöguð beta sem nemur 1,02. Gögn Capital IQ voru fengin frá verðmatssérfræðingi KPMG.

10.2.5 Sértækt álag

Til að taka tillit til takmarkana sem fylgja CAPM þá tóku höfundar ákvörðun um að bæta við 1% sértæku álagi á CAPM útleiðsluna. Þetta er vegna þess að CAPM tekur ekki tillit til áhættu sem fylgir innri og ytri aðstæðum einstaka félaga. Starfsemi Sjóvár fer alfarið fram á Íslandi og því mætti segja að ákveðin rekstrarhætta sé til staðar þar sem rekstur félagsins er háður efnahagsástandi eins lands. Þetta kemur inn á hugmyndafræði um að dreifa áhættu og frá þessu sjónarmiði mætti segja að dreifing landsáhættu sé engin hjá félaginu sem myndi falla undir ytri þátt. Ákvörðunin var tekin með varfærni í huga til að koma í veg fyrir vanmat á ávöxtunarkröfu eigin fjár.

10.2.6 Niðurstaða

Niðurstöðu CAPM líkansins má sjá í töflunni hér að neðan.

Tafla 10

Ávöxtunarkrafa eigin fjár (k_e)

Þáttur	Gildi
Áhættulausir vextir	4,08%
Markaðsálag	6,73%
Beta	1,02
Sértækt álag	1,00%
Ávöxtunarkrafa eigin fjár	11,94%

Ávöxtunarkrafan sem notast verður við er 11,94% en þar sem hún þykir viðkvæm fyrir litlum breytingum verður gerður næmnigreining á henni sem mun sýna fram á mismunandi niðurstöður verðmats sé gildi hennar hliðrar upp eða niður, næmnigreiningin fer fram í kafla 11.3.

10.3 Núvirðingarstuðull

Mikilvægt er að nota réttan núvirðingarstuðul þegar verið er að núvirða áætlaðar arðgreiðslur Sjóvár. Félagið greiðir út arð í lok mars hvers árs þ.a.s ef arður er greiddur út og því þarf að taka tillit til þess þegar stuðullinn er leiddur út.

Tafla 11

Útleiðsla núvirðingarstuðla

	2022	2023	2024	2025	2026
Verðmatsdagsetning	31.12.2021				
Arðgreiðsludagur	30.03.2022	30.3.2023	30.3.2024	30.3.2025	30.3.2026
Tími til núvirðingar í árum	0,25	1,25	2,25	3,25	4,25
Eiginfjárfrafa	11,94%				
Núvirðingarstuðull	0,97	0,87	0,78	0,69	0,62

Til skýringar á útreikningi núvirðingarstuðuls er 2022 reiknað $1/((1+11,94\%)^{(0,25)}) = 0,97$. Þegar komið er í verðmatið mun núvirðingarstuðullinn nýtast með þeim hætti að áætlaðar arðgreiðslur hvers árs verða margfaldaðar með samsvarandi stuðli til að finna núvirði arðgreiðslna á matsdeginum.

11. Verðmat

Þessi kafli mun fjalla um verðmat á Sjóvá byggt á niðurstöðum úr kafla átta og níu. Notast verður við núvirðisaðferð og verða niðurstöður núvirtar til matsdagsins eins og hann var skilgreindur í upphafi ritgerðar. Þar að auki verður stillt upp kennitölu- og næmnigreiningu.

11.1 Verð á hlut

Í þessum hluta verða áætlaðar arðgreiðslur á spátímabilinu núvirtar til matsdagsins, því næst verður núvirði arðgreiðslna til eilífðar leitt út og að lokum verður virði eins hlutar í Sjóvá metinn og borinn saman við gengi á matsdeginum.

Tafla 12

Núvirði arðgreiðslna á spátímabili

	Áætlun				
	2022	2023	2024	2025	2026
Arðgreiðslur	4.037.561	5.646.709	5.445.460	6.632.108	7.118.845
Núvirðingarstuðull	0,97	0,87	0,78	0,69	0,62
Núvirði	3.925.294	4.904.113	4.224.854	4.596.642	4.407.686

Eins og fram kom í kafla 10.3 þá má finna núvirði arðgreiðslna á spátímabilinu með því að margfalda útkomu rekstrarspánnar með núvirðingarstuðlinum. Núvirði allra arðgreiðslna á spátímabilinu er því 22,06 ma.kr. Þetta er þó aðeins einn hluti þess að nálgast núvirði framtíðar arðgreiðslna en hér að neðan verður leitt út núvirði arðgreiðslna til framtíðar.

Tafla 13

Núvirði arðgreiðslna til eilífðar

Þáttur	Gildi
Núvirðingarstuðull	0,62
Eiginfjárfrafa	11,94%
Arðgreiðsla 2026 í áætlun	7.118.845
Núvirði eilífðar arðgreiðslna	38.020.558

Þegar núvirði aðrgreiðslna til eilífðar hefur verið leitt út þarf að leggja hana saman við núvirði arðgreiðslna á spátímabilinu.

Samtala þessarar tveggja talna er 60,08 ma.kr. og þar með er hægt að nálgast virði arðgreiðslna fyrir hvern hlut í Sjóvá. Taflan hér að neðan sýnir niðurstöður á verðmati höfunda sé horft til verðs á einum hlut í Sjóvá.

Tafla 14
Virði á hlut

Þáttur	Gildi
Núvirði arðgreiðslna á spátímabili	22.058.587
Núvirði arðgreiðslna til eilífðar	38.020.558
Núvirði framtíðar arðgreiðslna	60.079.146
Hlutfé Sjóvár (í þ.kr.)	1.227.796
Verð á hlut á matsdegi	38,00
Virði á hlut	48,93
Undirverðlagt um	28,77%

Hlutfé Sjóvár í ársreikningi 2021 nemur 1.227 milljón hlutum. Sé núvirði framtíðar arðgreiðslna deilt með hlutum félgasins má finna útleitt virði á hlut. Samanborið við verð á hlut á matsdeginum meta höfundar að félagið sé undirverðlagt sem nemur tæplega 29%. Í framhaldi af þessum niðurstöðum verður gerð kennitölugreining sem og næmnigreining á viðkvæmum rekstrarforsendum.

11.2 Kennitölugreining

Í þessum hluta verður gerð kennitölugreining þar sem Sjóvá verður borið saman við VÍS. Markmið greiningarinnar er að nálgast virði Sjóvár á matsdeginum byggt á V/H og V/I hlutföllum VÍS. Taflan hér að neðan sýnir hlutföll félaganna ásamt meðaltali og miðgildi.

Tafla 15
Kennitölur VÍS og Sjóvár

	Markaðsvirði	Hagnaður	Eigið fé	V/H	V/I
VÍS	35.700.000	7.683.792	20.452.640	4,65	1,75
Sjóvá	46.656.248	9.569.609	24.338.788	4,88	1,92
Meðaltal og miðgildi	41.178.124	8.626.701	22.395.714	4,76	1,83

Sjá má að hlutföll Sjóvár eru í báðum tilvikum hærri en VÍS. V/H hlutfallið gefur til kynna að hve langan tíma félag er að skila virði eins hlutar með hagnaði síðasta árs.

Því má sjá að VÍS væri fljótara að skila því virði til hluthafa sinna en Sjóvá. Þegar horft er til V/I hlufallsins má sjá að markaðsvirði beggja félaganna er hærra en innra virði þeirra.

Taflan hér að neðan sýnir útleiðslu á virði Sjóvár á matsdeginum byggt á kennitölum VÍS.

Tafla 16

Hlutabréfaverð Sjóvár byggt á kennitölum VÍS

	V/H	V/I
Markaðsverð eins hlutar í Sjóvá á matsdegi	38	
Markaðsverð eins hlutar byggt á kennitölum VÍS	36,21	34,60
Yfirverðlagt um	4,94%	9,82%

Sé virði eins hlutar í Sjóvá á matsdeginum leitt út byggt á kennitölum VÍS má sjá að Sjóvá er yfirverðlagt gagnvart samanburðarfélaginu. Miðað við V/H ætti verð eins hlutar í Sjóvá að vera 36,21 kr. sem er 4,94% lægra en raunverulegt verð Sjóvár á matsdeginum. Það sama má segja um V/I en byggt á því ætti verðið að vera 34,6 kr. á hlut sem er 9,82% munur.

11.3 Næmnigreining

Í þessum hluta verður gerð næmnigreining á viðkvæmum rekstrarforsendum. Markmið greiningarinnar er að sýna áhrif á niðurstöðu höfunda úr kafla 11.1 ef gerðar eru breytingar á forsendum eins og eilífðarvexti, gjaldþolshlutfalli og ávöxtunarkröfu eigin fjár.

Tafla 17

Næmni ávöxtunarkröfu og eilífðarvaxtar

	Ávöxtunarkrafa eiginfjár						
	10,44%	10,94%	11,44%	11,94%	12,44%	12,94%	13,44%
1,00%	52,69	51,11	49,66	48,33	47,11	45,98	44,94
1,50%	52,87	51,27	49,82	48,48	47,26	46,12	45,08
2,00%	53,04	51,43	49,97	48,63	47,40	46,26	45,21
2,50%	53,21	51,60	50,13	48,78	47,54	46,40	45,34
3,00%	53,38	51,76	50,29	48,93	47,69	46,54	45,48
3,50%	53,55	51,93	50,44	49,08	47,83	46,68	45,61
4,00%	53,73	52,09	50,60	49,23	47,98	46,82	45,74
4,50%	53,90	52,26	50,76	49,38	48,12	46,96	45,88
5,00%	54,07	52,42	50,91	49,53	48,27	47,09	46,01

Í töflunni að ofan má sjá eilífðarvöxt á y-ásnum og ávöxtunarkröfu eiginfjár á x-ás. Gerð var næmningreining þar sem eilífðarvexti var hliðrar upp og niður um 200 punkta frá 3%, þar sem hver hliðrun nam 50 punktum. Í tilviki ávöxtunarkröfu eiginfjár var gerð 150 punkta breyting þar sem hver breyting nam 50 punktum. Sjá má á greiningunni að á verstu sviðsmynd er verð á hvern hlut 44,94 kr. og besta sviðsmyndin nemur 54,07 kr. Í töflunni má sjá tvo kassa þar sem innri miðju kassinn táknar niðurstöðu úr verðmati höfunda og ytri kassinn táknar verð ef einungis er horft til 50 punkta breytinga. Höfundar telja að ef mun sé að ræða á einni eða báðum af þessum forsendum í verðmatinu sem ekki hefur verið gert ráð fyrir, þá endurspeglar ytri hringurinn líklegasta verðbilið sem myndi skýra þann mun.

Hér að neðan má sjá sviðsmynd númer tvö í næmningreiningunni. Hún sýnir mismunandi útkomur á verð hvers hlutar ef gerðar eru breytingar á gjaldþolshlutfalli í rekstrarspánni.

Tafla 18

Næmni verðs á hlut m.t.t. gjaldþolshlutfalls

		Ávöxtunarkrafa eiginfjár
		11,94%
Gjaldþolshlutfall	1,01	56,63
	1,11	54,71
	1,21	52,78
	1,31	50,85
	1,41	48,93
	1,51	47,00
	1,61	45,08
	1,71	43,15
	1,81	41,22

Á sviðsmyndinni eru einungis gerðar breytingar á gjaldþolshlutfallinu með því að hækka og lækka það um 40% frá 1,41 sem er notað í rekstrarspá höfunda. Sjá má að mikill munur liggur á milli verstu og bestu sviðsmyndar sé horft til verðs á hlut, skal þó tekið fram að því lægra sem hlutfallið verður, þeim mun meiri er áhættan á að félagið muni ekki standast gjaldþol ef óvæntar aðstæður koma upp.

Tafla 19

Næmni verðs á hlut m.t.t. breytinga á samdráttartímabili

		<u>Ávöxtunarkrafa eiginfjár</u>
		11,94%
Samdráttur 2022	-2%	51,95
	-3%	51,27
	-4%	50,40
	-5%	49,74
	-6%	48,93
	-7%	48,19
	-8%	47,38
	-9%	46,73
	-10%	45,91

Skýring. Hér gildir sama nálgun og áður, t.d. ef samdráttur er -10% 2022 reiknast samdráttur 2023 sem miðgildi af -10% og væntri ávöxtun verðbréfa (7,63%).

Í töflunni að ofan verið að skoða ólíkar niðurstöður á verðmatinu sé horft til allt að 400 punkta breytingu á samdrætti sem spáð var árið 2022. Eins og fram kom í kafla 2.4 um takmarkanir þá er ómögulegt að segja fyrir víst hver árangur fjárfestingartekna verður. Rannsókn höfunda leiddi í ljós að fram til 13.apríl 2022 hefur OMXI10 vísitalan lækkað um 8,45% frá upphafi árs. Eins og fram kom í kafla 9.1.2 þykir höfundum samdráttur um 6% líklegasta útkoman en aftur móti útiloka þeir ekki að samdrátturinn gæti orðið meiri. Því þykir höfundum þessi sviðsmynd mikilvæg þar sem hún tekur á viðkvæmum forsendum sem erfitt er að spá fyrir um.

12. Niðurstöður

Rannsókn höfunda á tryggingafélögum og þeim reglugerðum sem þau búa við leiddi fljótt í ljós að ekki væri æskilegt að meta þau eins og hefbundin félög. Má þar helst nefna kröfu félaganna um að standast og viðhalda gjaldþolshlutfalli yfir einum. Einnig kom fram frá heimildum að virði tryggingafélaga felst að mestu leyti í getu þeirra til að greiða út arð til hluthafa sinna. Þar að auki var farið yfir ýmsa áhættuþætti sem fylgja tryggingafélaginum (með Sjóvá að leiðarljósi) og kom sú umfjöllun sér vel fyrir þegar meta átti ávöxtunarkröfu eigin fjár. Rannsókn höfunda í kafla 4 var verulega mikilvæg annars vegar þegar kom að verðmatinu sjálfu og ekki síður mikilvæg þegar haldið var í viðtöl þar sem ákveðin efni voru rannsökuð betur.

Höfundar byrjuðu snemma á að kynna sér Sjóvá til þess að öðlast meiri og betri skilning sem og þekkingu á starfsemi sem heild. Fjallað var um almenna þætti eins og: sögu félagsins, stjórnarhætti, arðgreiðslur, sjálfbærni, stöðu á hlutabréfamarkaði, fjárfestingar o.s.frv. Kom í ljós að félagið stendur sig afar vel þegar kemur að innri og ytri starfsemi. Þetta veitti höfundum aukið öryggi og sjálfstraust til að takast á við það koma skyldi í verðmatinu. Að auki var fjallað um samkeppnisaðila Sjóvár hér á landi til að höfundir átti sig betur á samkeppnisumhverfinu.

Höfundar framkvæmdu tvö viðtöl við forsvarsmenn Sjóvár annars vegar Hermann Björnsson forstjórar og hins vegar Andra Má Rúnarsson starfsmann eignastýringar. Leitast var eftir aukinni innsýn og þekkingu á rekstri Sjóvár bæði váttrygginga- og fjárfestingastafsemi.

Útkoma viðtals við Hermann leiddi m.a. í ljós að Sjóvá er að auka framsækni í bifreiðatryggingum sem og stafrænum lausnum þar sem mikil tækifæri liggja. Fram kom að Sjóvá hefur ekki áhyggjur af sterkum bakhjörllum annarra samkeppnisaðila heldur treysti alfarið á eigin rekstur til að skara frammúr. Mikilvægasta uppgötvunin um rekstur félagsins er að félagið setur sér enga stefnu um vöxt heldur skýr markmið að veita afburðarþjónustu og af Hermanni má skilja að vöxtur sé afleidd stærð þess af því að viðskiptavinurinn er sáttur og þeim fjölgar.

Viðtalið við Andra gaf aukna dýpt í sambandi við eignasamsetningu verðbréfa félagsins. Þar kom í ljós að félagið setur sér stefnu um að viðhalda ákveðnum hlutföllum eftir hvaða flokkum verðbréfin eru í, sem er gert til að lágmarka áhættu. Þetta hjálpaði höfundum við að spá til um vænta ávöxtun verðbréfa. Eitt sem kom höfundum á óvart var að eignastýringarteymi félagsins er skipað aðeins tveimur einstaklingum sem stýra 50 ma.kr.

eignasafni. Að lokum tjáði Andri höfundum að Sjóvá er fyrst og fremst tryggingafélag en ekki fjárfestingafélag.

Samskiptin við sérfræðing FME, Söru Sigurðardóttur forstöðumaðanns lífeyris- og váttryggingasviðs Seðlabanka Íslands var í gegnum tölvupóst. Fram kom hvernig samskiptum FME og tryggingafélaganna er háttað. Athyglisvert þótti að ef gjaldþolshlutfall tryggingafélaganna fer niður fyrir eigin stefnu kallar það á aukið eftirlit og samtal til hvaða aðgerða hyggst grípa til svo að hlutfallið samræmist áhættuvilja. Höfundum þótti þetta sérstaklega áhugvert vegna þess að stefna t.d. Sjóvár er töluvert yfir gjaldþolsmörkunum og þótti þetta svar lýsandi sem aukið öryggi gagnvart áhættunni að falla undir gjaldþolsmörkin.

Því næst tóku höfundar saman forsendur og stilltu upp þeirri aðferðafræði sem notuð var. Þetta fól í sér að samhæfa þau atriði sem notuð voru skv. fræðunum og þeim atriðum sem notuð voru í samræmi við aðferðafræði sem notuð er í atvinnulífinu. Þau atriði úr fræðunum sem helst bera að nefna eru nálgun höfunda á CAPM líkaninu, nálgun vaxtafarsenda, núvirðing arðgreiðslna, kennitölu greining og næmnigreining. Í CAPM líkaninu var að mestu leyti farið eftir fræðunum en að auki bætt við sértæku álagi sem kemur frá notkun CAPM í atvinnulífinu. Mikilvægt var að taka saman gildi líkansins eins og þeim var lýst í kafla 3.2.5, en þó er ekki ein rétt leið til að nálgast þau. Höfundar sóttu liði líkansins bæði byggt á fræðilegri sem og hagnýtri nálgun. Nálgun vaxtafarsenda var byggð á fræðunum þar sem horft var til meðaltas og miðgildis sögulegra gagna og notast við vaxtaþrep sem reyndust vera þrjú bæði í spá iðgjalda og fjárfestingartekna. Frávik liggur þó í nálgun vaxtafarsenda á fjárfestingartekjum þar sem gert var ráð fyrir samdrætti áður en notast var vænta ávöxtun verðbréfa sem leidd var út byggt á eignasamsetningu félgsins.

Til að nálgast núvirðingarstuðul var notast við niðurstöðu CAPM líkansins sem og áætlaðar dagsetningar arðgreiðslna, því næst voru áætlaðar argreiðslur núvirtar. Eftir að arðgreiðslum spátímabilsins og eilífðarvirði var leitt út var hægt að setja fram virði Sjóvár á hvern hlut m.v. verðmatið. Niðurstöður leiddu í ljós að virði Sjóvár byggt á rekstrarforsendum höfunda er 48,93 kr. á hlut. Til að gera ítarlegri greiningu á virði félagsins var einning notast við kennitölugreingu sem og næmnigreiningu.

Kennitölugreiningin byggði á samanburði við VÍS og leiddi hún í ljós að virði Sjóvár á hvern hlut byggt á báðum kennitölum væri yfirverðlagt. Niðurstaðan var að virði eins hlutar í Sjóvá var yfirverðlagt um 4,94% byggt á V/H og 9,82% m.v. V/I. Höfundar benda á fyrrnefnda takmörkun í kafla 2.4 þar sem kennitölugreiningin er aðeins byggð á samanburði við eitt félag.

Þar að auki var gerð næmnigreining þar sem skoðaðar voru mismunandi sviðsmyndir á niðurstöðu verðmatsins ef horft var til breytinga á ávöxtunarkröfu eigin fjár, eilífðarvexti, gjaldþolshlutfalli og væntri ávöxtun fjárfestingartekna. Í næmnigreiningunni má helst nefna næmni vaxtaforsenda á fjárfestingartekjum. Þar leiddi í ljós að ef um 6-10% samdrátt 2022 sé að ræða verður virði félagsins á hvern hlut 45,91 – 48,93 kr. Höfundar tóku afstöðu um að notast við 6% samdrátt í sjóðstreymisverðmatinu en útiloka ekki að samdrátturinn gæti orðið meiri.

Niðurstöður byggð á núvirtum framtíðar arðgreiðslum er að virði eins hlutar í Sjóvá er 48,93 kr. á matsdeginum samanborið við markaðsverðið sem nam 38 kr. Þetta gefur til kynna að Sjóvá sé undirverðlagt um 28,77% samanborið við markaðsverðið. Mat höfunda er þó að marktækustu niðurstöðurnar úr þessum þremur verðmötum (núvirtum arðgreiðslum, kennitölugreiningu og næmnigreiningu) sé að virði Sjóvár á hvern hlut liggi á bilinu 45,91 – 48,93 kr. sem kom fram í næmnigreiningunni. Höfundar telja óraunhæft að styðjast við eitt lokagildi vegna ófyrirsjáanlegs árangurs fjárfestingartekna.

Heimildaskrá

- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3. útg.). John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2014). *Applied corporate finance* (4. útg.).
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/acf4E/acf4Ebook.pdf>
- Damodaran, A. (2020, 9. nóvember). *Discounted cash flow valuation*. Damodaran ONLINE.
Sótt 24.mars 2022, af
<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/dcfall2pgOld.pdf>
- Damodaran, A. (2022, 5. janúar). *Country default spreads and risk premiums* [tafla]. Sótt 20. Mars 2022, af
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Damodaran, A. (e.d.). *Bio and mission*. Damodaran ONLINE.
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/biomission.html
- Deloitte Iceland. *Sjóðstreymi*. (e.d.). <https://www2.deloitte.com/is/is/pages/audit/articles/ad-lesa-linurnar.html>
- European Insurance and Occupational Pensions Authority. (2020, 6. febrúar). *Solvency II background*. EIOPA. Sótt 6. febrúar 2022, af
https://www.eiopa.europa.eu/browse/solvency-ii/solvency-ii-background_en
- Fjármálaeftirlitið. (2015, 18. nóvember). Breytingar framundan á löggjöf um váttryggingamarkað. *Fjármál*, 4(3), 12-14. <https://www.fme.is/media/utgefid-efni/Fjarmal-18-nov--2015.pdf>
- GlobeNewswire by notified. (2014, 2. apríl). *Niðurstöður almenns hlutfjárútboðs Sjóvár*.
<https://www.globenewswire.com/news-release/2014/04/02/623727/0/is/Ni%3%B0urst%3%B6%3%B0ur-almenns-hlutfj%3%A1r%3%BAtbo%3%B0s-Sj%3%B3v%3%A1r.html>
- Greiningardeild Landsbanka Íslands. (2003). *Val á ávöxtunarkröfu á eigið fé hlutafélaga: Aðferðafræði greiningardeildar Landsbankans*.
https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2010/Greining_Landsbanki.pdf
- Hagstofa Íslands. (2022-a). *Landsframleiðsla og þjóðartekjur 1995-2021* [tafla].
<http://hagstofa.is/>
- Hagstofa Íslands. (2022-b). *Þjóðhagsspá 2022-2026* [tafla]. <http://hagstofa.is/>
- Hargrave, M. (2022, 5. janúar). *Weighted average cost of capital (WACC)*. Sótt 25. Mars 2022, af <https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>

- Hayes, A. (2022, 19. mars). *Free cash flow to the firm (FCFF)*. Investopedia. Sótt 22. Mars 2022, af <https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflowfirm.asp>
- Hörður Ægisson. (2021, 9. júní). *Tekjur Controlant nífaldast og markaðsvirðið komið í 40 milljarða*. Fréttablaðið. <https://www.frettabladid.is/markadurinn/tekjur-controlant-nifaldast-og-markadsvirdid-komid-i-um-40-milljarda/>
- Íslandssjóðir hf. (2006, 30. nóvember). *Formútur, vaxtatöflur & töflur um reglulegan sparnað*. Íslandssjóðir. <https://www.islandssjodir.is/library/Files/Baekur/Verdbref-og-ahaetta/Vidauki.pdf>
- Keldan. (e.d.). *Sjóvá-Almennar tryggingar (SJOVA)*. <https://leit.keldan.is/Market/Shares/SJOVA>
- Kenton, W. (2021, 5. október). *Sensitivity analysis*. Sótt 23. Mars 2022, af <https://www.investopedia.com/terms/s/sensitivityanalysis.asp>
- Kvika banki hf. (2021, 30. mars). *Samruni Kvikú, TM og Lykils samþykktur*. Kvika. <https://www.kvika.is/frettir/nanar/1430/samruni-kviku-tm-og-lykils-samthykktur>
- Lög um hlutafélög nr. 2. (1995). https://www.althingi.is/lagas/nuna/1995002.html?fbclid=IwAR3OemBz1BHv9BOL3vCz6B7g-YerDn1DwoSBVhHETtP9n-CAIJ_2bZlnH7c
- Lög um váttryggingarsamninga nr. 30. (2004). <https://www.althingi.is/lagas/nuna/2004030.html>
- Lög um váttryggingastarfsemi nr. 100. (2016). <https://www.althingi.is/lagas/147/2016100.html>
- Morgunblaðið. (2014, 12. mars). *Sjóvá á markað í byrjun apríl*. mbl. https://www.mbl.is/vidskipti/frettir/2014/03/12/sjova_a_markad_i_byrjun_april/
- Nasdaq. (e.d.-a) *OMX10, OMX Iceland 10, (IS0000018885)* [tafla]. Nasdaqomxnordic. http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical_prices?Instrument=IS0000018885
- Nasdaq. (e.d.-b). *NOMXIREAL, Nasdaq OMX Iceland Inflation-linked benchmark bond, (IS0000023323)* [tafla]. Nasdaqomxnordic. http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical_prices?Instrument=IS0000023323
- Nasdaq. (e.d.-c). *OMX10GI, OMX Iceland 10 GI, (IS0000018893)* [tafla]. Nasdaqomxnordic. http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical_prices?Instrument=IS0000018893

- Örn Arnarson. (2019). *Vátryggingar*. Samtök fjármálafyrirtækja. https://sff.is/wp-content/uploads/2020/04/sff_hnotskurn04_net.pdf
- Robinson, T.R., Greuning, H., Henry, E. og Broihahn, M.A. (2009). *International financial statement analysis*. John Wiley & Sons, Inc.
- Routledge, R. (2016, 12. október). *Law of large numbers*. Encyclopedia Britannica. <https://www.britannica.com/science/law-of-large-numbers>
- Seðlabanki Íslands: Fjármálaeftirlit. (2016, 15. mars). *Til glöggvunar varðandi vátryggingafélög og svokallaða „bótasjóði”*. Fjármálaeftirlit. <https://www.fme.is/utgefing-efni/frettir-og-tilkynningar/frettir/til-glöggvunar-varðandi-vatryggingafelög-og-svokallada-botasjóði-1>
- Seðlabanki Íslands: Fjármálaeftirlit. (2022). *Eftirlitsskyldir aðilar*. Fjármálaeftirlit. Sótt 5. febrúar 2022, af <https://www.fme.is/eftirlit/eftirlitsskyld-starfsemi/eftirlitsskyldir-aðilar/>
- Seðlabanki Íslands: Fjármálaeftirlit. (e.d.). *Eftirlitsskyldir starfsemi*. Fjármálaeftirlit. Sótt 5. febrúar 2022, af <https://www.fme.is/eftirlit/eftirlitsskyld-starfsemi/>
- Seðlabanki Íslands. (2021, 20. apríl). *Fjármálaeftirlit*. https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Fjarmalaeftirlit/Fjarmalaeftirlit_2021.pdf
- Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (2013, 13. september). *Sjóvá hefur undirbúning að skráningu félagsins á hlutabréfamarkað*. Sjóvá. <https://www.sjova.is/um-okkur/frettir/almennar-frettir/sjova-hefur-undirbuning-ad-skraningu-felagsins-a-hlutabrefamarkad/>
- Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (2017). *Sjóvá-Almennar tryggingar hf. Ársreikningur samstæðunnar árið 2016*. Sjóvá. <https://www.sjova.is/media/5434/arsreikningur-samstaedunnar-arid-2016.pdf>
- Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (2018). *Sjóvá-Almennar tryggingar hf. Ársreikningur samstæðunnar árið 2017*. Sjóvá. <https://www.sjova.is/media/5946/sjova-arsreikningur-2017.pdf>
- Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (2019). *Sjóvá-Almennar tryggingar hf. Ársreikningur samstæðunnar árið 2018*. Sjóvá. <https://www.sjova.is/media/6249/sjova-arsreikningur-samstaedu-2018.pdf>
- Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (2020). *Sjóvá-Almennar tryggingar hf. Ársreikningur samstæðunnar árið 2019*. Sjóvá. <https://www.sjova.is/media/6553/arsreikningur-samstaedunnar-2019.pdf>

- Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (2021-a). *Skýrsla um gjaldþol og fjárhagslega stöðu fyrir árið 2020*. <https://www.sjova.is/media/6933/sfcr-sjova-2020.pdf>
- Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (2021-b). *Sjóvá-Almennar tryggingar hf. Ársreikningur samstæðunnar árið 2020*. Sjóvá. https://www.sjova.is/media/6841/arsreikningur-samstaedunnar-arid-2020_mnofnum.pdf
- Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (2022). *Sjóvá-Almennar tryggingar hf. Ársreikningur samstæðunnar árið 2021*. Sjóvá. <https://www.sjova.is/media/7377/arsreikningur-samstaedunnar-arid-2021.pdf>
- Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (e.d.-a). *Við endurgreiðum viðskiptavinum okkar lögboðnar bílatryggingar heimilisins í maí*. Sjóvá. <https://www.sjova.is/einstaklingar/gott-ad-vita/upplýsingar-varðandi-nidurfellingu-mai-idgjalda-2022/>
- Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (e.d.-b). *Sjóvá 1918-2018*. Sjóvá. <https://www.sjova.is/um-okkur/sjova/starfsemi-sjovar-100-ara/>
- Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (e.d.-c). *Stjórnarhættir og skipurit*. Sjóvá. Sótt 28. Febrúar 2022, af <https://www.sjova.is/um-okkur/fjarfestar/stjorn-og-stjornarhaettir/>
- Sjóvá-Almennar tryggingar hf. (e.d.-d). *Útibú og umboð*. Sjóvá. Sótt 25. Febrúar 2022, af <https://www.sjova.is/utibu-og-umbod/>
- Soffer, L., Soffer, R. (2003). *Financial statement analysis: A valuation approach*.
- Tryggingamiðstöðin hf. (e.d.). *Sagan. Ársskýrsla 2015 TM*. <https://arsskyrsla2015.tm.is/vid-erum-tm/saga-tm/>
- Tuovila, A. (2020, 21. maí). *Relative valuation model*. Investopedia. Sótt 23. Mars 2022, af <https://www.investopedia.com/terms/r/relative-valuation-model.asp>
- Vátryggingafélag Íslands hf. (e.d.). *Sagan. VÍS*. <https://vis.is/sagan/>
- Viðskiptablaðið. (2020, 29. desember). *Hermann og Sjóvá fá Viðskiptaverðlaunin*. <https://www.vb.is/frettir/hermann-og-sjova-fa-vidskiptaverdlaunin/166049/>
- Viðskiptablaðið. (2021-a, 21. september). *Andri Már til Sjóvár*. <https://www.vb.is/frettir/andri-mar-til-sjovar/170528/>
- Viðskiptablaðið. (2021-b, 3.mars). *Ölgerðin á markað á næstu tveimur árum*. <https://www.vb.is/frettir/olgerdin-markad-naestu-tveimur-arum/167149/?q=%C3%96lger%C3%B0in>
- Viðskiptablaðið. (2022, 24. mars). *Kerecis frestar skráningu á markað*. <https://www.vb.is/frettir/kerecis-frestar-skraningu-markad/173547/>
- Vörður tryggingar hf. (e.d.). *Saga Varðar*. <https://vordur.is/vordur/saga>

Viðauki A

1. Hvað eru margir sem starfa í þinni deild? Er hún umsvifamikil á vegum SÍ?
2. Hvernig er almennt ykkar samstarfi og samskiptum háttað við þessi stærstu tryggingafélög? Hvað eru þið helst að leggja áherslu á? Eru mikil samskipti umfram reglubundin skýrsluskil félaganna?
3. Hversu mikið og hvernig eruð þið að skipta ykkur af fjárfestingum tryggingafélaganna?
4. Hvernig er metið hvort fjárfesting í óskráðu félagi uppfylli kröfur um öryggi, gæði, seljanleika og arðsemi, hvað með skráð félög og/eða skuldabréf?
5. Hverjar eru aðgerðir fjármálaeftirlitsins í þeim tilfellum sem gjaldþol fellur undir 1?
6. Nú þegar tryggingafélögin hafa eigin stefnu um að gjaldþol sé að lágmarki 1,4, hefur það eitthver áhrif á afskiptasemi ykkar? T.d. ef gjaldþol fellur niður í 1,2 sem er yfir lögbundnum mörkum en undir “eðli” félaganna, er litið á það sem versnandi horfur og gerðar aðrar ráðstafanir til að fyrirbyggja að félög lendi undir 1?