



CIG Pannónia

Független szakmai vélemény

2021. július 27.

Tartalom

Előzmény	1
Konklúzió	2
Bevezetés	3
A Biztosító működése	5
Piaci jelenlét.....	5
Termékfókusz:	6
Nyugdíjbiztosítások.....	6
Értékesítési csatornák	8
Magas tőkeigényű termékportfolió	9
Szolvencia	9
Tőkeallokáció.....	10
Makrogazdasági háttér	11
Hozamkörnyezet	12
Megtakarítások szerkezete.....	17
Belföldi biztosítási piaci kilátások	19
Piaci konszolidáció	21
Etikus életbiztosítási koncepció	23
Értékesítési hálózatok	25
Eredmény-előrejelzés	26
Olasz kezesi biztosítások	28
Növekedési lehetőségek	28
Viszontbiztosítás	29
Kombinált (költség)hányá	29
Előrejelzés.....	31
Adózás.....	33
Kockázatok.....	33
Értékelés	34
Összehasonlító értékelés	35
Üzletágak diszkontál cash flow (DCF) alapú értékelése	36
Új üzlet értéke.....	37
Szavatolótőke-szükséglet	37
Biztosítástechnikai tartalékok.....	38
Alapkezelő	41
Érzékenységvizsgálat.....	42

Előzmény

A HUNGARIKUM Biztosítási Alkusz Kft. ("Ajánlattevő") 2021. június 18-án közzétette, hogy nyilvános ajánlatot ("Ajánlat") tesz a CIG Pannónia Életbiztosító Nyrt. ("Biztosító") által kibocsátott valamennyi tulajdonában nem lévő névre szóló, szavazati jogot megtestesítő, a Budapesti Értéktőzsdére ("BÉT") bevezetett törzsrészcégre.

A Biztosító Igazgatóságának a tőkepiacról szóló 2001. CXX. törvény (Tpt.) 73/A. § (4) bekezdése alapján és a Tpt. 9. sz. mellékletének megfelelő formában el kell, hogy készítse az Ajánlattal kapcsolatos véleményét és azt a működési terv és az Ajánlattevő gazdasági tevékenységéről szóló jelentés megtekintésének helyén (a hivatalos közzétételi helyeinken) a részvényesek számára - az elfogadó nyilatkozat megtételére nyitva álló határidő kezdő napját megelőzően - közzé kell tennie. E vélemény egyik fontos pillére a törvény (Tpt. 73/A. § (5) bekezdés) alapján az a szakértői vélemény, amit a Biztosító Igazgatósága egy független pénzügyi tanácsadótól köteles beszerezni és közzétenni. Ha a felügyeleti szerv ("Felügyelet") a vételi ajánlatot módosított tartalommal hagyta jóvá, az Igazgatóság szükség esetén a módosításokra tekintettel újabb véleményt tehet közzé.

E vélemény részét képezi a Tpt. 73/A. § (5) bekezdése szerinti független pénzügyi tanácsadó által elkészített vélemény, amelyet a Biztosító Igazgatósága köteles beszerezni és közzétenni. ennek érdekében a Biztosító Igazgatósága megbízta a Concorde Értékpapír Zrt-t ("Concorde"), mint független szolgáltatót, az Ajánlat véleményezésére. A Concorde által készített szakmai vélemény közzétételére az Igazgatóság véleményének közzétételével azonos módon és határidőben kerül sor.

Jelen elemzés a Tpt. 73/A. § (5) bekezdése alapján készített független szakértői véleménynek tekinthető ("Vélemény") és nem minősíthető befektetési tanácsadásnak, befektetési ajánlásnak. A Vélemény kialakítása során használt pénzügyi előrejelzések várakozásokon és jövőre vonatkozó üzleti feltételezéseken alapulnak. Az előrejelzéseket terhelő bizonytalanság miatt a Biztosító jövőben ténylegesen realizálódó pénzáramai, és az ugyanazon időszakra előre jelzett pénzáramok között akár jelentős eltérések is keletkezhetnek.

A Véleményben szereplő értékelés, különös tekintettel a Biztosító részvényeinek lehetséges belső értékére, a Vélemény kibocsátásának időpontjára érvényes. Elkészítéséhez a Concorde kizárólag a rendelkezésre álló nyilvános makrogazdasági, piaci, pénzügyi és érvényes szabályozói környezetre vonatkozó információkat, valamint a Biztosítóra vonatkozó nyilvánosan elérhető információkat és a Biztosító vezetősége által korábban közzétett feltételezések használja fel.

A Véleménynek nem célja az ajánlati vételár meghatározásához felhasznált értékelési módszerek vizsgálata. A Vélemény azon tényezők egyike, amelyet a Biztosító Igazgatósága figyelembe vehet a nyilvános ajánlattal kapcsolatos véleményének kialakításakor. Jelen elemzés ugyanakkor nem helyettesítheti a részvényeseknek és az Igazgatóságának kellően gondos és körültekintő értékelését az Ajánlat tartalmával kapcsolatban.

A Vélemény nem terjed ki az Ajánlat relatív előnyeinek vagy hátrányainak bemutatására más befektetési vagy üzleti lehetőségekhez képest. A Véleménynek nem célja annak eldöntése, hogy az ajánlati vételár vajon a legmagasabb elérhető ár a Biztosító részvényeiért; miképpen nem célja az sem, hogy értékelje az ajánlattételhez vezető üzleti okokat; vagy, hogy állást foglaljon az Ajánlat elfogadása, illetve elutasítása kérdésében. A Vélemény nem foglalkozik az Igazgatóság, a részvényesek vagy bármely más félnek az Ajánlat kapcsán hozandó mögöttes üzleti döntéseinek értékelésével. A Concorde nem vállal garanciát az Ajánlat szerinti tranzakció sikeres megvalósítására vonatkozóan és nem tehető felelőssé a tranzakció bármely ok miatt történő meghiúsulásáért.

A Concorde kijelenti, hogy sem jelenlegi sem jövőbeli érdekeltsége a Biztosítóval kapcsolatban nincs és esetében nem áll fenn olyan érdekellentét, amely befolyásolná azon képességét, hogy elfogulatlan Véleményt adjon az Ajánlatról. A Vélemény tartalma független a díjazás mértékétől, illetve a díjazás ténye nem függ semmilyen előre meghatározott elemzési eredmény elérésétől.

A Vélemény igyekszik az összes releváns részvényértékelési megközelítést alkalmazni, valamint az egyes megközelítések belüli érzékenységvizsgálatot végezni annak érdekében, hogy megalapozott

és következetes véleményt fogalmazzon meg az ajánlati ár méltányosságáról. A Véleményben szereplő értékelés mind a várható jövőbeli jövedelmen, mind a piaci megközelítés alapján bemutatásra kerül. A piaci megközelítés figyelembe veszi az összehasonlítható üzleti vagy a közelmúltbeli összehasonlítható ügyletekből eredő értékelési mutatókat a biztosítási szektoron belül. A jövedelem megközelítés diszkontált cash flow módszeren alapul. Az értékelési folyamat magában foglalja a feltételezések ésszerűségének megvizsgálását is a széles körű piaci vagy szektorbeli kapcsolódó adatok tükrében. Az értékelés nem szintetizálja a különböző értékelési módszerek szerint előállított részvényértékeket egyetlen értékelési következtetéssé. Ehelyett egy lehetséges értéktartományt határoz meg a Biztosító részvényeinek becsült értékére vonatkozóan különböző értékelés módszerek alapján.

A Véleményben szereplő értékelés nem tesz különbséget a Biztosító egyes részvényeseinek értékelési szempontjai között, egyúttal támpontot szeretne nyújtani az Igazgatóság számára az ajánlati vételár méltányosságának megítéléséhez.

Konklúzió

A rendelkezésre álló nyilvános információk alapján, beleértve a friss, 2021-23 közötti időszakra meghirdetett stratégia célkitűzéseit és termékfejlesztési irányvonalait, a Biztosító részvényeinek belső értékét 340 forintban határozzuk meg.

A Biztosító új növekedési stratégiája 1,2 milliárd forinttal magasabb biztosítástechnikai eredményt és 25,3 milliárd forinttal több bruttó biztosítási díjbevétel elérését tűzte ki célul 2023-ig, miközben a költséghatékonyság jelentős javulását reméli az új biztosítási termékek, a digitális és banki értékesítési csatornák intenzívebb alkalmazása révén. A Biztosító stratégiai tervei között 1,4 milliárd forintos fejlesztés szerepel, amiből 900 millió forint beruházásra, a többi működési költségekre fordítódik. A fejlesztéshez a Biztosító 800 millió forint állami támogatást kapott a Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Hivataltól, amit mesterséges intelligencia segítségével kínálható, személyre szabott biztosítási termékek kifejlesztéséhez szándékozik felhasználni.

Az új stratégia a következő három évben összesen mintegy 38 milliárd plusz bruttó díjbevétel befolyásával számol, amelyet ambiciózusnak tartunk. Bár nem tartjuk teljességgel elképzelhetetlennek az elérhetőségét, számos kockázatot látunk a teljesíthetőségét illetően, leginkább a majdani életbiztosítási termékek piaci fogadtatását övező bizonytalanság, a többlet díjbevételhez társított költségtartalom megcélzott szintjét, illetve a banki értékesítést érintő végrehajtási kockázatok miatt.

Várakozásunk szerint a Biztosító konszolidált bruttó díjbevétele 2023-ig 34,5 milliárd forintra emelkedhet, ami 78%-a a Biztosító saját 2023-ra vonatkozó bruttó díjbevétel várakozásának. A bruttó díjbevételeken belül a nem-élet üzletág aránya 30 százalékot tehet ki 2023-ban.

Díjbevétel-előrejelzésünk alapján a Biztosító konszolidált nettó eredménye 2021-ben 1,65 milliárd forintot érhet el. Ebből az MKB Pannónia Alapkezelő Zrt-től (Alapkezelő) vagyonarányosan és eredmény-hozzájárulás mértékében a Biztosítóra eső (a tőke módszerrel elszámolt befektetések hozama soron kimutatott) profittömeg megközelítheti a 400 millió forintot. Így az EPS 17 forintra nőhet a tavalyi 7 forint után (+149%). A Biztosító nettó eredménye 2022-ben 1,99 milliárd, 2023-ben 2,37 milliárd forintra emelkedhet, főképp a nem élet üzletág növekvő eredmény-hozzájárulásának köszönhetően. Ennélfogva az EPS 2022-ben 21 forint, 2023-ban 25 forint lehet. Természetesen a nem-élet üzletág újraépítése idő és költség- és tőkeigényes folyamat. A nem-élet üzletág felfuttatása minden bizonnyal plusz tőkeinjekciót fog megkövetelni az anyavállalat részéről. Ennek nagyságrendjét minimálisan 1 milliárd forintra tesszük, ahhoz, hogy az EMABIT tartani tudja a jelenlegi 150-160 százalékos tőkekövetelmény mutatóját.

Az összehasonlító (piaci szorzószámokon alapuló) értékelésnek megvannak a maga határai a Biztosító vonatkozásában, tekintve, hogy az európai biztosítók többsége kiforrott összetett vállalkozásoknak tekinthetők, amelyek mérete többszöröse a Biztosító méretének. A versenytársak közül – az említett korlátok figyelembe vétele mellett - a lengyel PZU-t és az osztrák VIG-t használtuk leginkább referenciaként a Biztosító összehasonlító értékelésekor. A PZU nincs üzleti tevékenysége azokon a piacokon, ahol a Biztosító jelen van, míg a VIG egy komoly rivális, amely megpróbálja felülmúlni a Biztosító a magyar biztosítási piacon.

A Biztosító részvényei jelenleg 15,2-szeres 2022-es P/E, és 2,2-szere 2020-es P/BV szorzón forognak, ami 77% és 100% prémiumnak felel meg a PZU és a VIG hasonló szorzóinak átlagához viszonyítva. A Biztosító következő három évben várt eredményei alapján számolt eredmény és könyv szerinti szorzói számottevően magasabbak, mint a PZU és a VIG értékelési mutatói. **A Pannónia kiugróan magas relatív értékeltsége a Biztosító eredmény-növekedési lehetőségeit illető felfokozott befektetői várakozásoknak és az új menedzsmentben vetett bizalomnak tudható be.** Valójában a Biztosító a főbb piaci szegmensben jelentősen kisebb mérettel bír a külföldi tulajdonú biztosítótársaságokhoz képest. Ennek ellenére ésszerűnek tűnik azt feltételezni, hogy az értékeltség között jelenleg meglévő hatalmas különbség idővel szűkül, amennyiben a Biztosító eredményei többé-kevésbé visszaigazolják a mostani árazás alapján vélelmezhető jövedelem-növekedési ütemet.

Jóllehet sem az eredmény-előrejelzésünk elkészítésekor, sem a részvényértékelésünk során nem számoltunk esetleges jövőbeli felvásárlási tranzakcióknak a Biztosító eredményére és tőkehelyzetére gyakorolt potenciális hatásával, kísérletet tettünk annak számszerűsítésére, hogy **egy tőkeerős szakmai tulajdonos és megfelelő értékesítési partnerek hathatós támogatása mellett** a Biztosító mekkora eredménybővülést érhetne el a jövőben, és ennek folytán mekkora árfolyam-felértékelődési potenciál származhatna abból, ha a rendelkezésre álló fölös saját tőkéjét a szektorátlagnak megfelelő megtérülést (ROE) eredményező felvásárlásokba és üzletfejlesztésbe fektetné és maradéktalanul teljesülnek a vezetőség által az új stratégiai tervben megfogalmazott irányszámokat. Ez egy optimistább forgatókönyv az alapfeltevéseinkhez képest a jövedelmezőség jövőbeli alakulását tekintve.

Meggyőződésünk szerint a Biztosítónak középtávon ehhez az új stratégiai tervhez rendelkezésre állnak a források és megvan a lehetősége ahhoz, hogy 5 százalék feletti részesedést tudjon szerezni a hazai biztosítási piacon, miközben a saját és leányvállalatának, a CIG Pannónia Első Magyar Általános Biztosító Zrt-nek (EMABIT) a tőkehelyzete is szilárd maradhat. **Amennyiben ezen feltételezések helytállóan bizonyulnak, és kézzelfogható jelei mutatkoznak annak, hogy a Biztosító képes teljesíteni ambiciózus stratégiai célkitűzéseit, a részvények belső értéke elérheti a 446 forintot, amely 36 százalékkal több az Ajánlati árnál.**

Bevezetés

Az Ajánlattevő 2021. június 18-án közzétette, hogy Ajánlatot tesz a Biztosító által kibocsátott valamennyi tulajdonában nem lévő névre szóló, szavazati jogot megtestesítő, a BÉT-re bevezetett törzsrészvényére. Az ajánlati vételár részvényenként 327 Ft, ami éppen magasabb a Biztosító részvényeinek az Ajánlat megjelenése előtti 180 kereskedési nap súlyozott tőzsdei árnál (326,54 Ft). Az ajánlati időtartam kezdő és utolsó napja egyelőre nem került közzétételre. Az Ajánlattevő rendelkezik a részvények megvásárlásához szükséges pénzügyi fedezettel. Az ehhez szükséges fedezeti igazolásokat a Felügyeletnek benyújtotta.

A Gazdasági Versenyhivatal az Ajánlattevőnek a Biztosító feletti közvetlen egyedüli irányításszerzésével megvalósuló összefonódás tárgyában hatósági bizonyítványával igazolta, hogy az összefonódás-bejelentés alapján vizsgálat (versenyfelügyeleti eljárás) elrendelésére okot adó körülmény nem áll fenn.

A Biztosító egy részvényére jutó saját tőkéjének értéke a Biztosító közgyűlése által elfogadott legutolsó (2020. üzleti évre vonatkozó), auditált, nemzetközi beszámoló-készítési standardok szerint konszolidált éves beszámolója alapján 147,2 Ft volt 2020. december 31-én. Ennek alapján az ajánlati vételár az egy részvényre jutó saját tőke értékének 222 százaléka.

Az Ajánlattevő célja a Biztosítóban történő befolyásszerzésének növelése. Az Ajánlattevő jelenleg 32,96 százaléknyi tulajdonrészrel és szavazati joggal rendelkezik a Biztosítóban. Az Ajánlattevő a minősített befolyását úgy kívánja módosítani, hogy tulajdoni részesedése vagy szavazati joga a Felügyelet engedélyétől függően elérje vagy meghaladja a 33 százalékos vagy 50 százalékos határértéket. A részvények Ajánlattevő általi megszerzésének előfeltétele, hogy a Magyar Nemzeti Bank, mint felügyeleti szerv ("Felügyelet") a Bit. 258. paragrafusa alapján járuljon hozzá az Ajánlattevő minősített befolyásának növeléséhez annak érdekében, hogy a tulajdoni részesedése vagy szavazati joga elérje vagy meghaladja a 33 vagy 50 százalékos határértéket. Az Ajánlattevő valójában Biztosító részvényeinek többségét (minimum 50 százalékot + 1 szavazatot) óhajtja megszerezni. A 33 százalékos

küszöbérték átlépéséhez az Ajánlattevőnek Ajánlatot kellett tennie a Biztosító valamennyi általa nem birtokolt részvényére.

A Biztosító alaptőkéje 94,428,260 db dematerializált, szavazati jogot biztosító egyenként 33 Ft névértékű, névre szóló törzsrészvényből áll, amelyek azonos részvényesi jogokat testesítenek meg (egy részvény egy szavazat). A Biztosító visszavásárolt saját részvényeinek száma 0.

Táblázat 1. Biztosító részvényesi struktúrája (2021. június 18-án)

Részvényes neve	Részvények száma	Tulajdoni hányad (%)
Hungarikum Biztosítási Alkusz Kft.	31,125,072	32,96
Vinton Vagyonkezelő Kft.	11,140,311	11,80
Kaptár Befektetési Zrt.	5,050,000	5,35
Dr. Móricz Gábor	5,000,000	5,30
Közkézhányad	42,112,877	44,59
Összesen	94,428,260	100,00

Forrás: CIG Pannónia

Az Ajánlattevő közel két évtizede tevékenykedik alkuszként a hazai biztosításközvetítő piacon. Az Ajánlattevő a hazai biztosításközvetítő egyik legnagyobb szereplője, tagvállalatain keresztül csaknem 100 milliárd Ft állománydíjú biztosítási szerződést közvetít a hazai biztosítók irányába. A cégcsoport árbevételének több mint 90 százalékát nem-élet biztosítások közvetítéséből származó jutalékbevételek teszik ki. A cégcsoportnak egyelőre nem célja, hogy az életbiztosítási szegmensben is hasonlóan erős kitettséget érjen el, mint a nem-élet üzletágban, de ebben az üzletágban is számottevő növekedést vár a következő években. A cégcsoport nettó árbevétele 2019-ben 6 milliárd forint volt, 2020-ban meghaladta 9 milliárd Ft-ot, 2021 egészére pedig 14 milliárd forintos árbevételt tervez. Az alkalmazottainak száma pedig megközelíti a 200 főt.

Az Ajánlattevő messzemenően támogatja a Biztosító üzletpolitikai céljait. Nem tervezi módosítani a Biztosító jelenlegi vezető testületének összetételét, alkalmazottainak számának bővítését látja szükségesnek a jövőbeli üzleti célkitűzések sikeres végrehajthatósága érdekében. Az Ajánlattevő a többségi részesedésének megszerzését hosszú távú befektetésként kezeli. Kinyilvánított tulajdonosi érdeke a Biztosító meglévő kulcstevékenységeinek fejlesztése a lakossági és a vállalati szegmensekben egyaránt, különös tekintettel a nem-élet biztosítási üzletág (vagyonbiztosító) újraépítésére. Az Ajánlattevő úgy ítéli meg, hogy tulajdonosi támogatása mellett a Biztosító 3-5 éven belül a magyar biztosítási piac top 5 résztvevőjévé válhat, és ehhez nem zárja ki egy jövőbeni tőkeemelés lehetőségét sem a Biztosítóban. Az Ajánlattevő a Biztosító osztalékpolitikáját a jövőbeli akvizíciós célokhoz igyekszik igazítani, ügyelve a Biztosító szolvenciájának megőrzésére. Mindez azt jelenti, hogy az Ajánlattevő a Biztosítóba történő befektetésének megtérülését nem a Biztosító rövid távú osztalékfizetésére építi. Az Ajánlattevő elkötelezettnek tűnik a Biztosító tőzsdei jelenlétének fenntartása mellett, ám nem zárható ki annak lehetősége, hogy a távolabbi jövőben részesedését tovább növeli és megpróbálja kivezetetni a Biztosító részvényeit a BÉT-ről.

Ábra 1. Ajánlattevő tulajdonosi struktúrája (2018. június 18-án)



Megjegyzés: A tényleges szavazati jogok eltérhetnek a tulajdonosi hányadoktól. A Keszthelyi Holding egy vagyonkezelő, amely önálló, bevételt hozó tevékenységet kizárólag a cégcsoporton belüli szolgáltatások nyújtásával szerez.

Forrás: CIG Pannónia

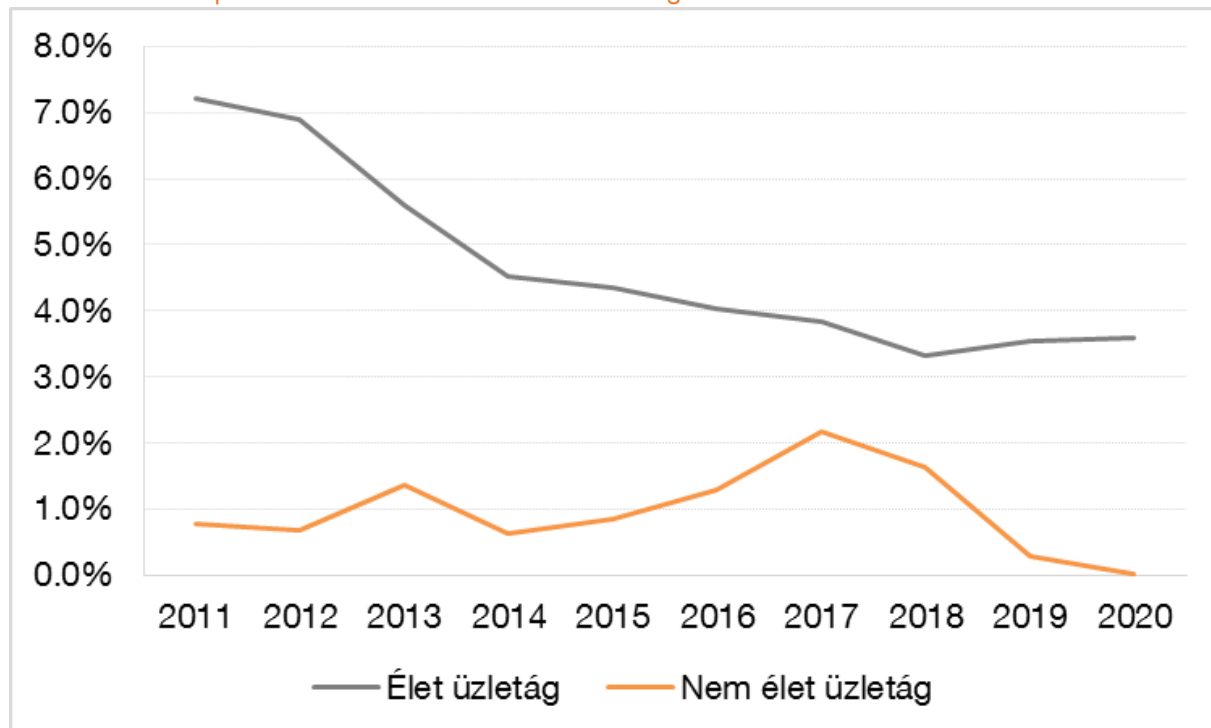
A Biztosító működése

A Biztosító életbiztosítási portfóliója jelentős mértékben hosszú távú, tőkeigényes, piac érzékeny termékekből áll, mint például befektetési egységekhez kötött (unit-linked) vagy a nyugdíjbiztosítási termékek, amelyek az éves teljes díjbevétel túlnyomó többségét adják. A piaci trendekkel összhangban a Biztosító az elmúlt években jól látható módon törekedett termékportfóliójának összetételét a kevésbé tőkeigényes rendszeres vagy egyszeri díjfizetésű termékek (pl. egészségügy, kockázati életbiztosítási termékek stb.) és csoportos élet baleset- és betegségbiztosítási szerződések irányába módosítani. Ezen termékek új szerzések állománydíján belüli aránya 2021. első negyedévében mintegy 50 százalékot ért el. Véleményünk szerint, hogy a Biztosító a jövőben is képes lesz érdemi nagyságrendben életbiztosítási termékeket értékesíteni. A kockázati és csoportos életbiztosítások felé történő fokozatos elmozdulás révén az üzleti tevékenysége és termékportfóliója közelebb került az iparági trendekhez és átlaghoz.

Piaci jelenlét: A Biztosító, mint életbiztosító kezdte meg működését 2008-ban. Az EMABIT, a CIG Pannónia Életbiztosító 100 százalékos tulajdonában lévő, nem-életbiztosítással foglalkozó leányvállalata 2011-ben indította el tevékenységét a hazai kis- és középvállalatok, állami és önkormányzati intézmények, vállalatok, szakmai kamarák, egyesületek, szövetségek ügyfélkörben. A Biztosító bruttó díjbevétele csaknem teljes egészében Magyarországon képződik (99,2%), és elhanyagolható részben a román és szlovák piacról.

A bruttó díjbevételek alapján a Biztosító piaci részesedése csaknem 2 százalék a magyarországi biztosítási piacon. Az életbiztosítási piacon a Biztosító nem korrigált piaci részesedése tavaly 3,6 százalék volt (míg a egyszeri bevételek 10%-ával korrigált részesedése 4,4 százalék), míg a nyugdíjbiztosítási szegmensben 6,3 százalékos piaci részesedéssel bírt. A nem életbiztosítási szegmensben a Biztosító piaci részesedése az elmúlt években végrehajtott állomány átruházások következtében jelentéktelen mértékűre csökkent a tavalyi évben (0,03%).

Ábra 2. Biztosító piaci részesedésének alakulása üzletágak szerint

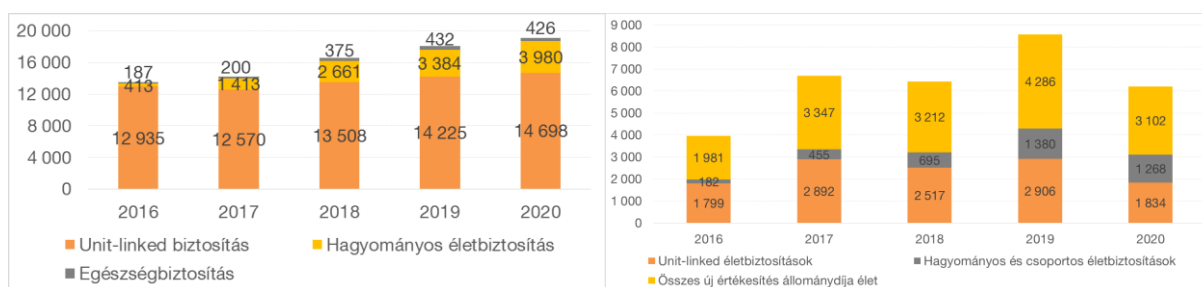


Forrás: CIG Pannónia, MNB, Concorde becslés

A Biztosító 2017. április 11-én stratégiai együttműködési megállapodást kötött az MKB Bank Nyrt-vel. A megállapodás értelmében a két társaság hosszú távon együttműködik kölcsönös előnyök reményében, az MKB fiókhálózatában megkezdtek a Biztosító nyugdíj- és életbiztosításainak értékesítését, a Biztosító biztosításközvetítői pedig az MKB Bank termékeit is kínálják ügyfeleknek.

Termékközpont: A Biztosító befektetési egységhez kötött életbiztosítás, kockázati, vegyes életbiztosítás, egészségbiztosítás, nyugdíjbiztosítás, kiegészítő balesetbiztosítás, illetve általános biztosítás, azon belül elsősorban kezesi biztosítás művelésével foglalkozik. A jövőben az Ajánlattevő stratégiai célkitűzéseivel összhangban részben azokra a piaci szegmensekben kíván terjeszkedni, ahol a penetráció még viszonylag alacsony (kockázati biztosítások, egészségügy stb.), illetve azokban, ahol az üzleti növekedés lehetőségei számottevőek (pl. csoportos életbiztosítások, vagyonbiztosítás). Az életbiztosítási üzletágban a Biztosító a kormány és a monetáris hatóság adó-, jövedelem-, és kamatpolitikájára alapozva (ideértve az energiaár-csökkentést, a gazdaság újraindításának tervét hathatós fiskális és monetáris stimulusok révén, a jelentős mértékű családtámogatási juttatásokat, nyugdíjbiztosításokhoz kapcsolódó adókedvezmények) a hazai középosztályra és a vállalati szektorra, azon belül is a közép- és nagyvállalati ügyfélkörre kíván fókuszálni.

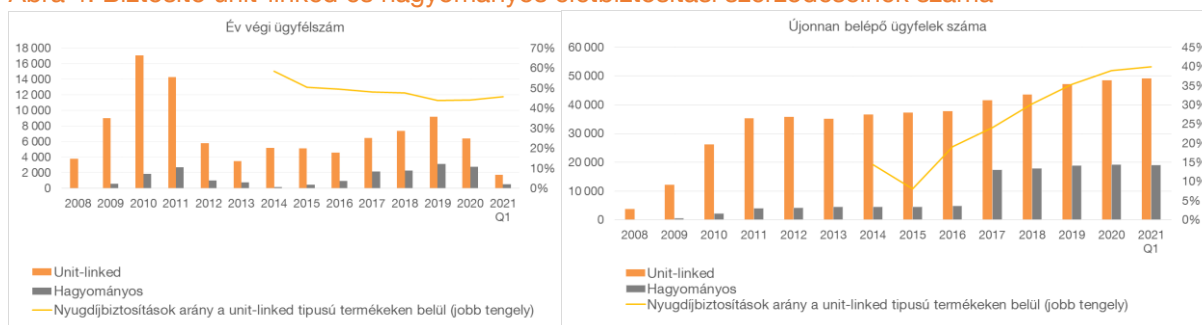
Ábra 3. Biztosító bruttó díjbevételének és éves új szerzéseinek bontása termékcsopontonként



Forrás: CIG Pannónia, Concorde

Ami az életbiztosítási termékvonalat illeti, a Biztosító portfólióján belül növekvő súlyt képviselnek a hosszú távú öngondoskodást biztosító termékek (pl. nyugdíjbiztosítások), a hagyományos életbiztosítások (kockázati, vegyes), a csoportos egészség és baleseti biztosítások, valamint a magán-egészségügyi infrastruktúra fejlődésével párhuzamosan az egészségbiztosítási termékek. A nem életbiztosítási szegmensben megfelelő viszontbiztosítás mellett a kötelező gépjármű-felelősségbiztosítás, a casco biztosítások értékesítése, valamint a vállalati vagyonbiztosítási tevékenységek fejlesztése áll a középpontban.

Ábra 4. Biztosító unit-linked és hagyományos életbiztosítási szerződéseinek száma



Forrás: CIG Pannónia, Concorde

Nyugdíjbiztosítások: a magyar gazdaság várható gyors kilábalása a recesszióból és az öngondoskodás növekvő igénye mellett öt olyan piaci szegmens azonosítható, ahová a biztosítók a növekedés reményében komolyabb erőforrásokat allokálhatnak: nyugdíjbiztosítás, kiegészítő egészségbiztosítás, kockázati életbiztosítások, különböző felelősségbiztosítások és casco. A gyakorlatban a nyugdíjbiztosítási termékek lehetnek járulékalapú vagy befektetési egységhez kötött típusú biztosítások.

A nyugdíjbiztosítási termékek vonzereje részben a kapcsolódó adókedvezményekben rejlik. A nyugdíjbiztosítási termékek után ugyanis legfeljebb 650 ezer forint bruttó éves biztosítási díj befizetése esetén 20 százalékos, legfeljebb évi 130 ezer forint adókedvezményt lehet igénybe venni, amelyet lejáratkor kerül kifizetésre, de levonható az éves jövedelemadókból. A nyugdíjbiztosítási termékek, a nyugdíj-előtakarékossági számlák (NYESZ) és a nyugdíjalapokba történő önkéntes pénzbeli

hozzájárulások után együttesen évente legfeljebb 280 ezer forint adókedvezmény vehető igénybe, ami az átlagos éves bruttó fizetés csaknem 6 százaléka.

Az adójóváírások és a szerződésmelmondással járó tetemes költségek miatt a nyugdíjbiztosítások viszonylag hosszabb ideig érvényben maradnak, mint az egyéb unit-linked típusú biztosítási termékek. A törlési ráta jellemzően éves 4 százalék körül mozog, míg más befektetésekhez köthető termék esetében az első két év után 8 százalék. Az ügyfél díjbefizetésének fenntarthatósága a biztosítási kötvények tekintetében nagyon fontos, mivel a szerzési költségek dinamikája elsősorban a biztosítók költségviselő képességétől függ. Minél hosszabb ideig marad érvényben a nyugdíjbiztosítási kötvény, annál több idő áll a biztosítók rendelkezésére az ügyfélszerzéssel kapcsolatos kezdeti költségek (pl. jutalékok) „kigazdálkodására”. A nyugdíjbiztosításokra nyújtott adókedvezmények minden valószínűség szerint elősegítik az ügyfelek lemorzsolódásának mérséklését, de ennek alacsonyabb költségterheléshez kellene vezetnie, mert definíció szerint a meglévő ügyfelek megtartásának költségei jóval alacsonyabbak, mint az új ügyfelek megszerzési költsége.

Táblázat 2. Biztosító befektetésekhez köthető termékeinek jellemzői

Nyugdíjbiztosítás				Egyéb unit-linked biztosítási termékek			
Tartam (év)	Eloszlás	Törlési ráták		Tartam (év)	Eloszlás	Törlési ráták	
		Év	Ráta			Év	Ráta
8-9	4.6%			8-9	15.3%		
10-14	19.5%	1	9%	10-14	35.5%	1	18%
15-19	22.0 %	2	8%	15-19	35.5%	2	15%
>=20	53.9%	3-tól	4%	>=20	13.7%	3-tól	8%

Forrás: CIG Pannónia, Concorde

A költségterhelésen kívül az új nyugdíjbiztosítási termékek és az egyéb befektetésekhez kötött biztosítási termékek közötti fő különbség az, hogy a nyugdíjbiztosításoknak kötelezően tartalmazniuk kell haláleseti, lejárat (elérési) és rokkantsági szolgáltatásokat, azaz egyösszegű kifizetést teljesítenek egy meghatározott napon (a lejárat napján) vagy a nyugdíjbiztosítási kötvénytulajdonosok halálakor vagy a rokkantság megállapításakor (a Biztosító ez utóbbi esetben csak az aktuális visszavásárlási értéket folyósítja). A lejárat időpont az az időpont, amikor a kötvénytulajdonosok a felhalmozott megtakarítás és az adójóváírások összesített értékét az adókedvezmények elvesztése nélküli vehetik fel. A kötvény időtartama után a megtakarított összeg járadék formájában is felvehető. A díjfizetés ütemezése a biztosítási kötvénytulajdonosok élethelyzete szerint módosítható, vagyis például béremelés után növelhető. Azokban az esetekben, amikor a nyugdíjbiztosítás kockázati biztosítási elemet is magában foglal, a biztosító viseli a befektetés kockázatát, míg a kötvénytulajdonosok garantáltan megkapják a lejáratkor biztosított összeg 100 százalékát. Általánosságban elmondható, hogy a biztosított összeg mintegy 30 százalékát az éves adójóváírás (amely a teljes biztosított összeg legfeljebb 14 százalékát teszi ki az első évben) és a becsült hozam fedezi.

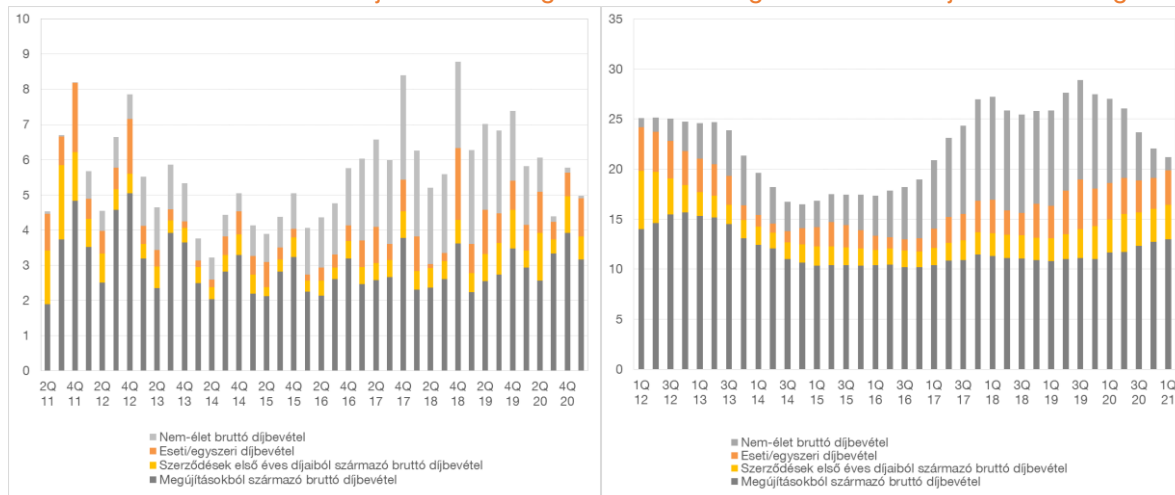
Általánosságban elmondható, hogy a nyugdíjbiztosítások olyan kockázati elemeket tartalmaznak, amelyek védelmet nyújthatnak a váratlan események (pl. halál, rokkantság) nem várt következményei ellen, és egyes esetekben garantált pénzügyi szolgáltatásokat nyújthatnak, azaz általában biztonságos befektetésnek tekinthetők és kevésbé függnék a pénzügyi piacok ingadozásától. A költségei viszont magasabbak a nyugdíj-előtakarékosság egyéb formáinak költségeinél.

A nyugdíjbiztosítási termékek az új biztosítási szerződések több, mint 40 százalékát teszik ki. A legutóbbi értékesítési adatok azt mutatják, hogy a nyugdíjbiztosítási kötvényesek 80 százaléka 40-50 év közötti, a harminc és negyven évesek 18, míg a fiatalabbak aránya csak 2 százalék. A nyugdíjbiztosítási termékek növekvő eladásai ellensúlyozhatják az egyéb kockázatosabb termékcsaládok gyengébb értékesítését és hosszú távon a rendszeres díjfizetés miatt kiszámíthatóbb jövedelmet biztosítanak a biztosítók számára. Az allokkált tőke megtérülése magasabb lehet, mint az egyéb unit-linked típusú termékeken a jellemzően alacsonyabb törlési ráták és némileg magasabb nettó költségterhelések miatt (pl. nincs bónuszfizetés).

Véleményünk szerint, hogy a Biztosító piaci részesedése ugrásszerűen nőhet a következő két-három évben részben az új bankpartnerekkel (Bankholding tagok: Budapest Bank, MKB Bank és

Takarékbank) való együttműködésnek köszönhetően az élet-, öngondoskodási, és csoportos biztosítási termékek keresztértékesítésében. A Pannónia növekedési kilátásait egyúttal támogatják a jövőbeli lehetséges akvizíciók is, amelyek a tőkehiánytól és az elégtelen üzleti mérettől szenvedő kisebb bevételű hazai biztosítótársaságok konszolidációjára irányulhatnak. Előrejelzésünk szerint a Biztosító 5 éves bruttó díjbevétele az életbiztosítási üzletágban a következő 5 évben átlagosan 3,8 százalékkal bővülhet, az új értékesítések állománydíja pedig elérheti az éves 3 milliárd forintot.

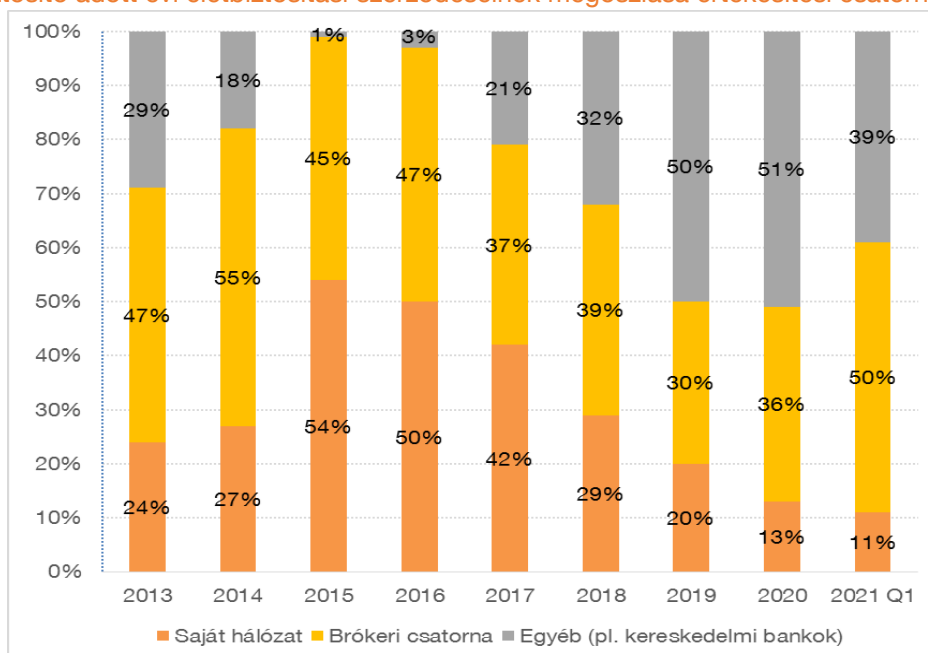
Ábra 5. Bruttó életbiztosítási díjbevételek megoszlása 12-havi gördülő bruttó díjbevételek megoszlása



Forrás: CIG Pannónia, Concorde

Értékesítési csatornák: A jövőben a független ügynöki és a kereskedelmi banki értékesítési csatornák az új üzleti eladások növekvő részét fogják várhatóan képviselni. Ezzel párhuzamosan a saját értékesítés aránya visszaszorulhat. A külsős értékesítési hálózatokban rejlő lehetőségek megfelelő kihasználásán a Biztosító piaci stratégiájának sikere múlhat. A méretgazdaságosság eléréséhez és ezáltal a jövedelmezőség fenntartásához kifejezetten nagy szerep hárulhat a banki hálózatokra a biztosítási termékek keresztértékesítésében. A biztosító eddig többé-kevésbé semleges módon viszonyult a saját ügynököknek és más brókereknek fizetett jutalékokhoz (szerzési költségekhez), de a szigorúbb jutalékszabályozás (a jutalék nem lehet több, mint a prémiumbevétel 100%-a az első évben) miatt elkerülhetetlen a jutalékok differenciálása az értékesítési csatornák között.

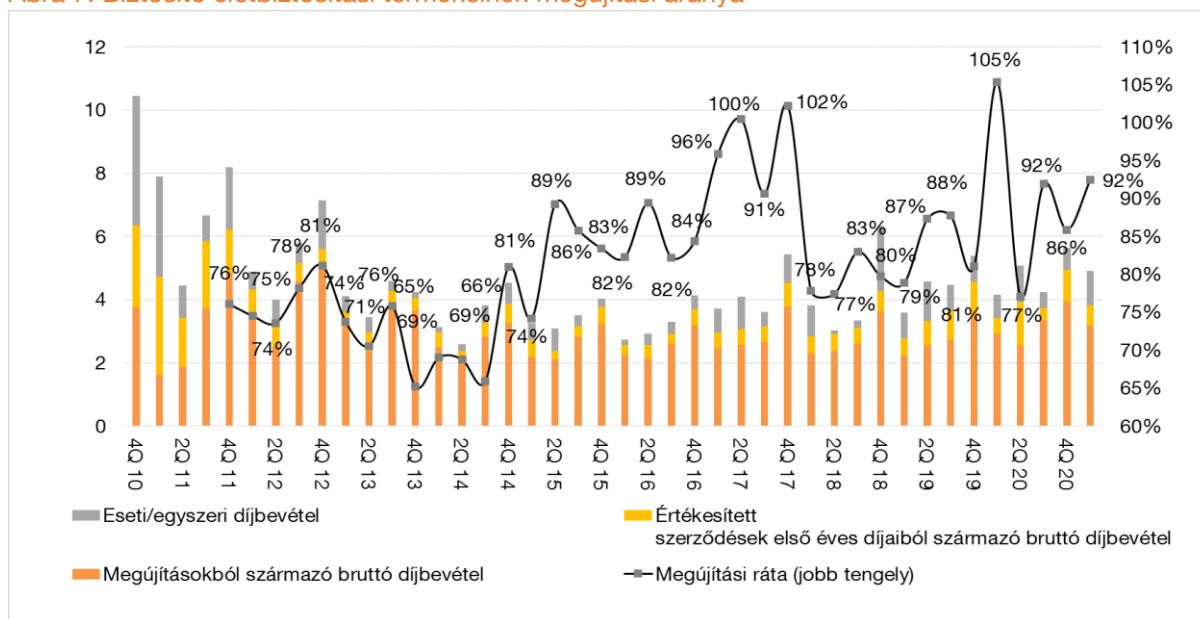
Ábra 6. Biztosító adott évi életbiztosítási szerződéseinek megoszlása értékesítési csatornák szerint



Forrás: CIG Pannónia, Concorde

Magas tőkeigényű termékportfólió: A 2011-es tőkeinjekció óta a Pannónia tőkebevonása nagyrészt védekező, mivel elsősorban a műveletek visszafogására és annak tőkeáttételére összpontosít. Ennek ellenére a Pannónia tevékenysége továbbra is a tőke intenzív, tőkepiac függő és ingatag üzletágakra koncentrálódik, ideértve többek között a unit-linked biztosításokat is. Mivel az új eladások egyre nagyobb részét képezik a nyugdíjbiztosítási termékek, a megszűnési és visszaváltási arány általában véve javul. A nyugdíjbiztosítási termékek törlési rátáját a többi unit-linked termék arányának általában a fele (4% vs. 8%) a hozzájuk kapcsolódó adókedvezményeknek és időelőtti felmondásával járó hátrányos pénzügyi következmények köszönhetően.

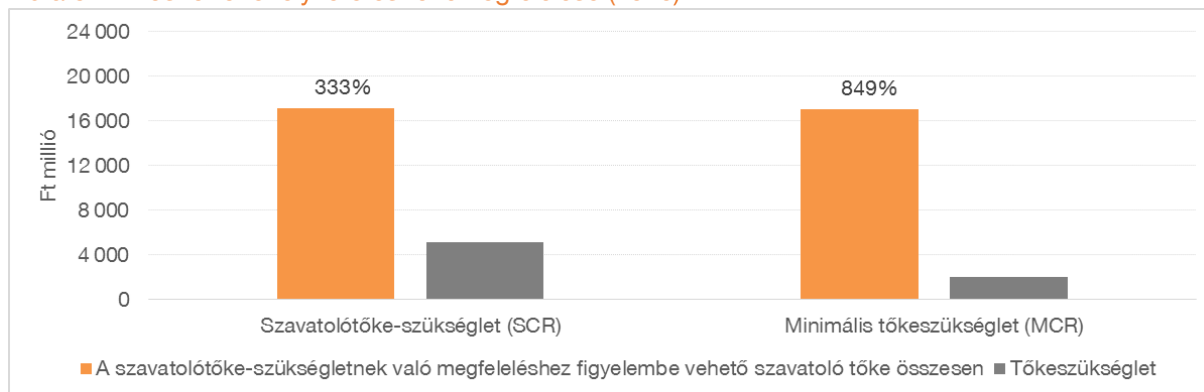
Ábra 7. Biztosító életbiztosítási termékeinek megújítási aránya



Forrás: CIG Pannónia, Concorde

Szolvenca: A Biztosító tőkehelyzete stabil és messzemenően megfelel a Szolvenca II tőkekövetelményeknek. A jövőben tervezett piaci terjeszkedéssel potenciálisan együtt járó költségekhez és kockázatok magasabb tőkeigényhez és így alacsonyabb tőkemegfeleléshez vezethet. Amennyiben a szavatoló tőke szintje a Felügyelet által elvárt szint közelébe süllyedne (150%) a Biztosító bizonyosan áttekintené a működésével kapcsolatos kockázatokat, és vagy eszközök értékesítésével vagy bizonyos üzleti tevékenységek megszüntetésével, vagy egyszerűen a kockázatok jobb megosztásával a viszontbiztosítással, illetve legvégső esetben tőkeemeléssel igyekezne betartani az előírt tőkekövetelményeket. Mivel a számított szavatoló-tőkeszükséglet (SCR) meghaladja a minimális szavatoló-tőkeszükségletet (MCR) így a tőkemegfelelést a számított szavatoló tőkeszükséglethez kell mérni a Biztosító esetében.

Ábra 8. Biztosító tőkehelyzete és tőkemegfelelése (2020)



Megjegyzés: A rendelkezésre álló tőke a teljes saját tőke és a meglévő biztosítási kötvényekből származó valószínűséggel súlyozott pénzáramok jelenértékének összege. Forrás: CIG Pannónia, Concorde

Tőkeallokáció: A biztosító jelenleg jelentősen túltőkésített. Konszolidált szavatoló tőke-megfelelési mutatója 333 százalékon állt tavaly év végén, szemben a Felügyelet 150 százalékos „hallgatótagos” szavatoló tőkekövetelmény elvárásával. A túltőkésítettségnek számos oka van, egyebek mellett:

- 2018-as tőkeemelésből származó új tőke terjeszkedési célra történő felhasználásának elmaradása;
- a nem-élet üzletág fokozatos leépítése és inkább a működési biztonságra, a tevékenységek konszolidációjára való megfontolt törekvés az olasz kezes biztosításokon elszenvedett tetemes veszteségek után (a mintegy 2 milliárd forintnyi még vélelmezhető, de vitatott kár megtérítésére a Biztosító már megképezte a szükséges mértékű céltartalékokat);
- A vírushelyzetből fakadó gazdasági kockázatok miatt az MNB tavaly októberben körlevélben fordult a hazai biztosítótársaságokhoz, amelyben javasolta számukra osztalék- és részvény-visszavásárlási kifizetések, illetve a változó javadalmazások elhalasztását;
- a COVID-19 járvány előidézte vészhelyzetre való tekintettel a kormány gazdaságvédelmi intézkedések hozott és rendeletben előírta a pénzügyi szektorban tervezett részesedésszerzés útján történő tulajdonrész, illetve befolyásszerzésre vonatkozó bejelentési kötelezettséget, ami tulajdonképpen egyet jelentett az ilyen jellegű tranzakciók szüneteltetésére vonatkozó kormányzati igénnyel;
- vezetőváltás tavaly nyáron

A Biztosító az elméleti fölös saját tőkéjét (mintegy 12 milliárd Ft) elvileg teljes mértékben kifizethetné osztalékként, de a Felügyelet szavatoló tőkekövetelmény elvárása, illetve az ésszerűen megcélozható hosszú távú szavatoló tőkekövetelmény szint (230%, ami a jelenlegi hazai szektorátlag) miatt a részvényeseknek elméletileg kifizethető fölös tőke végeredményében nem több, mint 5,6 mrd Ft (részvényenként 59 Ft, vagyis az Ajánlati ár 18%-a) az egyszerűsített számításaink szerint.

A Biztosító dönthet úgy, hogy a meglévő fölös tőkéjét nem csak osztalékfizetésre, hanem terjeszkedésre fordítja a méretének és piaci részesedésének növelése céljából. Az eddigi inkább defenzívnek mondható tökemenedzsmenethez képest egy taktikusabb tőkeallokációt alkalmaz akvizíciók, üzletfejlesztés és ésszerű mértékű osztalékfizetések formájában. Mivel az eredmények fokozatosan javulása várható a következő években, a Biztosító rendelkezésre álló szavatoló tőkéje tovább nőhet. Ráadásul a termékstruktúra tervezett elmozdulása kevésbé tőkeigényes termékvonalak irányába az élet- és a nem életbiztosítási szegmensben egyaránt potenciálisan kisebb tőkeigény-változást eredményezhet, így a Biztosító bátrabban és célratörőbben terjeszkedhet a széttagolt magyar biztosítási piacon.

Habár jövőbeli lehetséges akvizíciók konszolidált SCR-re gyakorolt potenciális hatását nem építettük bele az értékelési modellünkbe, az alábbi táblázatban szereplő leegyszerűsített számítással becslést próbáltunk adni arra, hogy miképpen változhat a Biztosító SCR-je a fölös saját tőke akvizíciós célú felhasználása esetén, figyelembe véve az meghirdetett új stratégia becsült addicionális tőkeigényét minden egyéb tényezőt változatlanul véve (*Új stratégia 2021-23 rövid összefoglalója a 30. oldalon*).

Táblázat 3. A fölös tőke hasznosításának lehetséges hatása a Biztosító konszolidált SCR-jére (Ft mrd)

(I.) Rendelkezésre álló szavatoló tőke	17,1
(II.) Jelenlegi SCR	5,1
(III. = I. / II.) Konszolidált szavatoló tőkekövetelmény mutató	333%
(IV. = 1,5 x II.) Felügyelet által “elvárt” minimális szavatoló tőke	7,7
(V.) Biztosítási szektor átlagos szavatoló tőkekövetelmény szintje (2020)	226%
(VI. = II. x V.) Biztosító feltételezett jövőbeli szavatoló tőkekövetelmény szintje*	230%
(VII. = (I./VI. – II.) Akvizíció(k) miatti SCR növekmény	2,33
VIII.) Új stratégia becsült addicionális tőkeigénye**	0,9
(IX. = VII./(1/2.3) – VIII.) Akvizíció(k)ra felhasználható fölös saját tőke*	4,46

*Megjegyzés: * Az iparági átlagos 226 százalékos SCR-rel összhangban lévő tőkekövetelmény alapján számolt tőkésültséget arra az esetre, ha a jövőben a Biztosító akvizíciókat valósít meg piaci áron a jelenlegi fölös saját tőkéjének terhére (osztalékfizetés helyett), ami azt jelenti, hogy biztosítót vagy annak termékportfólióját vásárolja meg a kiszemelt célpont biztosítástechnikai tartaléka aktuális piaci értékén minden egyéb tényezőt változatlanul véve. ** Nem-élet üzletág jelenlegi 150-160%-os tőkekövetelmény mutatója szinten tartásához.*

Forrás: CIG Pannónia, Concorde becslés

Vagyonkezelés: A Biztosító 16 százalékos tulajdonrészrel rendelkezik az Alapkezelőben, amely 2017 novemberében az intézményi vagyonkezeléssel foglalkozó Pannónia CIG Alapkezelő, a befektetési alapok kezelésével foglalkozó MKB Alapkezelő valamint az MKB Bank portfólió és vagyonkezelési területének egybeolvadásával jött létre. Az Alapkezelő által kezelt vagyon meghaladja a 670 milliárd forintot, ebből ca. 93 milliárd forint az életbiztosítási tartalékokhoz kapcsolódik, ezáltal mintegy 10 százalékos piaci részesedést szerzett a hazai intézményi alap-portfóliókezelés piacán, és csaknem 5 százalékos részesedéssel rendelkezik az életbiztosítási szerződések mögötti pénzügyi eszközök kezelési piacán (Szolvencia II. értékelési elvek szerinti mérlegekben szereplő biztosítási tartalékok alapján).

Az Alapkezelő 2020. évi árbevétele 5,8 milliárd forint, adózott eredménye pedig 4,3 milliárd forint volt, melyből 436 millió forint jutott a Biztosítóra. Az Alapkezelő eredményének felosztása a tulajdonosok között nem a tulajdoni részesedésük arányában, hanem az Alapkezelő eredményéhez való hozzájárulásuk mértékében történik. Az átlagos kezelési díj a kezelt vagyonon tavaly 0,9 százalék volt a számításaink szerint, ami arra utal, hogy a kezelt eszközök jelentékeny része intézményi ügyfelektől származik.

Táblázat 4. Alapkezelő Biztosítóra jutó eredménye és tőkéje (Ft millió)

	Jegyzett tőke	Eredménytartalék	Adózott eredmény	Osztalék	Saját tőke
Alapkezelő	306	957	4,252	3,521	5,516
Biztosítóra jutó arány	16,00%	16,32%	10,26%	10,26%	-
Biztosítóra jutó tőke	49	156	436	361	641
Δ 2020	0%	110%	-1%	6%	13%

Forrás: CIG Pannónia, Concorde

Az Alapkezelő kiegyensúlyozott cash flow-t biztosít a Biztosító számára, ami bizalmat ad nekünk abban, hogy a tőkekezelési tevékenység egyre fontosabb szerepet játszik majd a jövedelemtermelésben.

A Biztosító 2019-ben 342 millió forint, 2020-ban pedig 361 millió forint osztalékot kapott az Alapkezelőtől. Előrejelzésünk szerint, hogy az eszközkezelésből származó jövedelem a jövőben a tartalékok bővülésével párhuzamosan fokozatosan növekszik, és a nyereség mintegy 20-25 százalékát teheti ki.

Makrogazdasági háttér

Magyarország világjárvány sújtotta gazdasága a válságból való kilábalás jeleit mutatja. Ugyan 2021 első negyedévében előzetes adatok alapján a GDP még 2,3 százalékkal zsugorodott az előző év azonos időszakához képest, az átoltság felfutása és így a gazdaság újraindítása miatt a második negyedévtől élénk növekedés várható, már csak az alacsony bázishatásnak is köszönhetően. A magyar gazdaságban meglévő gyors helyreállítási és alkalmazkodási képességet strukturális és keresleti tényezők is segítik. A tavalyi recesszió (GDP: -5%) ellenére – részben a beáramló külföldi tőke hatására – a hazai beruházási ráta magas maradt (25%), a munkanélküliségi ráta (3,9%) nemzetközi összevetésben alacsonyan alakult, illetve a hitelpiacok egészséges működése is fennmaradt (a bruttó hitelnövekedés +15% volt, amit nagymértékben támogatott a pandémia alatt felállított hitelmoratórium intézménye).

Előrejelzésünk szerint a reál GDP növekedési ütem idén 5,6-5,8 százalékos lehet, jövőre pedig 4,4 százalékos, amelyet az európai gazdaság fokozatos fellendülése, a beígért jelentős összegű EU támogatások, az élénkülő belső fogyasztás és beruházási aktivitás támogathat. Az irányadó kamatrátá a következő két évben 1-2 százalék között alakulhat, aminek az is feltétele, hogy az infláció éves üteme a jegybanki toleranciasávon belül maradjon (tető 4%) és belátható időn belül visszatérjen a 3 százalék körüli szintre, továbbá az is, hogy a külső hozamkörnyezet is támogató legyen. Arra számítunk, hogy a kormány kiszámítható gazdaságpolitikai döntésekkel (pl. a Gazdaságvédelmi Akcióterv intézkedései, valamint a mérséklődő adóbevételek) és különösebb megszorító intézkedések nélkül stabilizálni tudja az államháztartás helyzetét. A kabinet úgy véli, hogy a következő években az államháztartás hiánya az

idei GDP-arányos 8 százalékot megközelítő szintről 2024-ig újra 3 százalékra csökken, a folyó fizetési mérleg egyensúlyban maradhat, és az államadósság pedig nem emelkedik tovább a jelenlegi 80,4 százalékról.

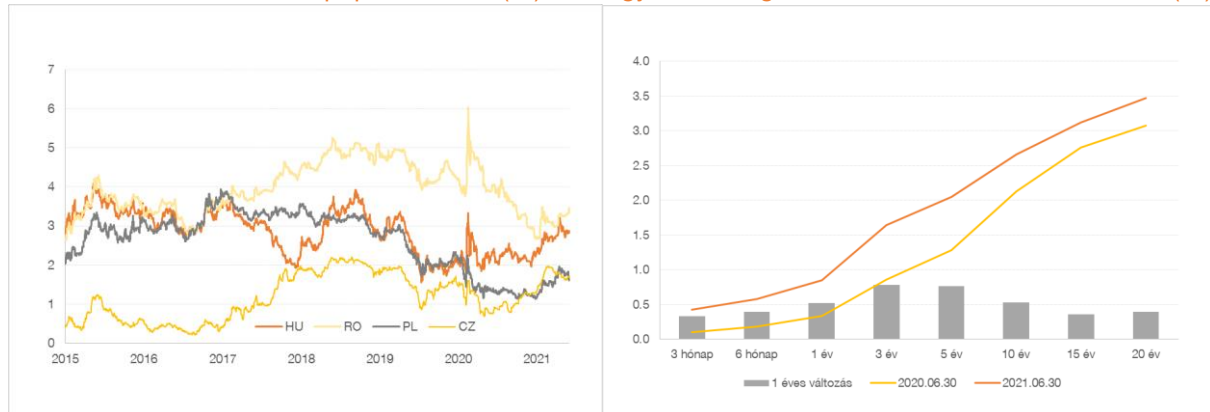
Táblázat 5. Magyarországi makrogazdasági mutatók

	2018	2019	2020	2021E	2022E
GDP reálnövekedés, éves átlag	5.4%	4.6%	-5.0%	5.8%	4.7%
GDP folyó áron (mrd HUF)	43 350	47 524	47 743	52 584	56 927
Fogyasztói árindex, éves átlag	2.8%	3.4%	3.3%	4.2%	3.4%
Fogyasztói árindex, időszak vége (év/év)	2.7%	4.0%	2.7%	3.9%	3.2%
Jegybanki alapkamat, időszak vége	0.90%	0.90%	0.60%	1.35%	1.50%
Fizetési mérleg (GDP %)	0.0%	-0.3%	0.1%	0.9%	0.4%
Költségvetési egyenleg (ESA, GDP %)	-2.1%	-2.0%	-8.1%	-7.7%	-6.0%
EUR/HUF, éves átlag	318.8	325.4	351.2	358.1	363.8
EUR/HUF, időszak vége	321.2	330.5	365.1	362.0	365.6

Forrás: KSH, MNB, Concorde előrejelzés

Hozamkörnyezet: A jelenlegi alacsony kamatlábak kétféle módon befolyásolják a biztosítók eszközállományát. Egyrészt a meglévő biztosítási kötvényekből származó cash flow-k nettó jelenértékének kiszámításához használt alacsonyabb diszkontráta magasabb valószínű értékhez vezet, másrészt, amíg tart a hozamok csökkenése a fix hozamú értékpapír-portfólió aktuális piaci áron való átértékeléséből adódó nyereség, és így a vagyonkezelési díjak is magasabbak.

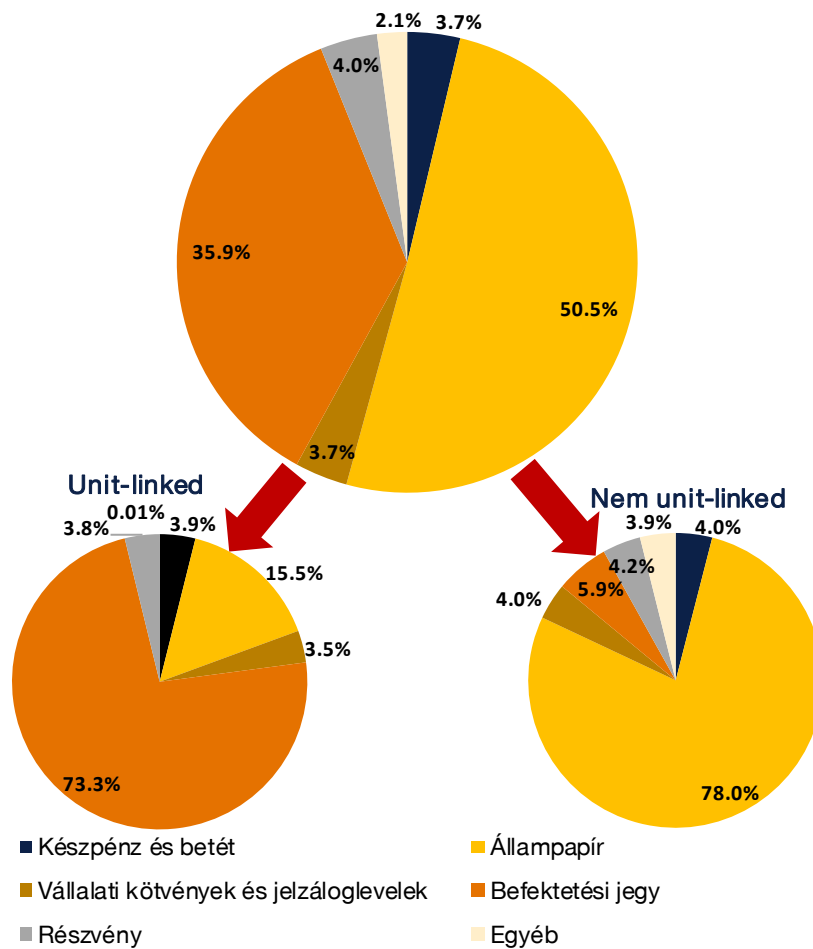
Ábra 9. KKE 10 éves állampapírhozamok (%) Magyar hozamgörbe változása az elmúlt 1 évben (%)



Forrás: ÁKK, Bloomberg, Concorde

Tekintettel arra, hogy a biztosítók eszközportfóliója általában fix kamatozású értékpapírokból áll (kb. 50%), az életbiztosítási portfólió általában érzékenyebb a hozamok változásaira (a hosszú lejáratú értékpapírok árfolyamváltozása), mint a nem életbiztosítóké, melyeknek jellemzően éves megújuló befektetésekből áll az eszközportfóliójuk.

Ábra 10. Hazai biztosítók eszközeinek összetétel (2020)



Forrás: MNB, 2021. Biztosítási, Pénztári, Tőkepiaci Kockázati és Fogyasztóvédelmi jelentés, Concorde

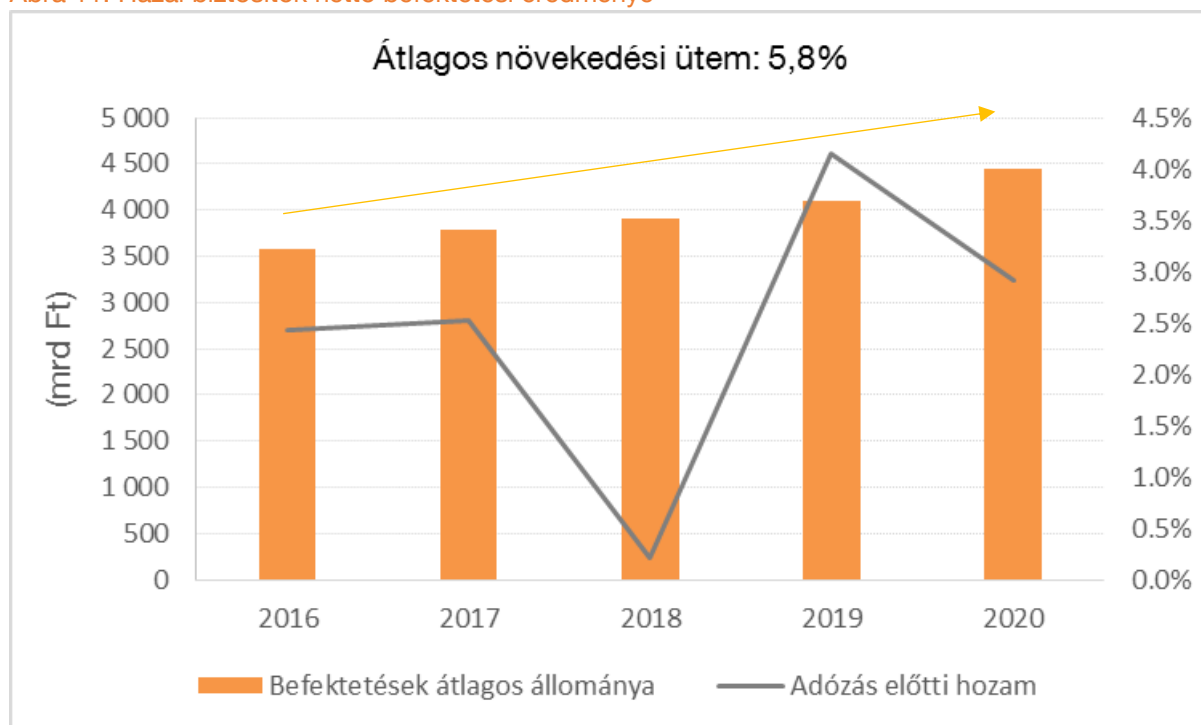
A tartós hozamcsökkenés viszont *ceteris paribus* alacsonyabb jövedelmet eredményez az életbiztosítók számára az idő múlásával, amelynek nagysága az életbiztosító termékeverékétől és a biztosítási termékekbe ágyazott pénzügyi garanciák típusától függ. Ezen kívül sok esetben a kötelezettségek (pl. nyugdíjbiztosítások) időtartama hosszabb, mint a mögöttes pénzügyi eszközöké, ami kihívást jelent az életbiztosítók számára a termékekbe foglalt garanciák teljesítésre, amint a piaci árfolyamok változnak. Ez még akkor is igaz, ha a portfólió átárazódása, azaz az alacsony kamatlábak befektetési hozamokra gyakorolt negatív hatása időben elhúzódhat, tekintettel arra, hogy csupán az aktuálisan befolyó díjbevételeket fektetik be az uralkodó piaci hozamok mellett.

A csökkenő hozamok esetén a biztosítók meglévő (nem lejáratig tartott) kötvényportfóliójának értéke fokozatosan emelkedik, de a lejáró kötvények és a jövőbeni kuponok újra-befektetése az uralkodó piaci hozamok mellett lehetséges, ami elmarad azoktól a szintektől, amikor kötvényeket eredetileg megvásárolták (újra-befektetési kockázat). Ráadásul még az eredményt és saját tőkét növelő új díjakat is csak alacsonyabb hozamokon lehet befektetni.

Ezzel szemben, amikor a hozamok emelkednek, a meglévő kötvényportfólió értéke csökken. Gyorsan növekvő hozamok esetén a biztosító nem tudja időben átárazni termékeit, így a biztosítási kötvények lejárat előtti vagy lejáratkori visszaváltáskor a biztosítók veszteséget szenvedhetnek el, ami negatívan befolyásolhatja a tőkehelyzetüket.

Fordított vagy lapos hozamgörbe (= legrosszabb forgatókönyv) esetén az életbiztosító társaságok nem tudnak sikeresen versenyezni a rövid lejáratú betétekkel, míg az eszközök és források közötti lejáratirés kockázata nőhet, ha a rövidtávú megtakarításokért versenyeznek.

Ábra 11. Hazai biztosítók nettó befektetési eredménye



Forrás: MNB, Concorde becslés

Az életbiztosítástól függő kamatlábkockázat:

a) **Befektetési egységhez kötött életbiztosítások:**

- A befektetési kockázatot teljes egészében a kötvénytulajdonos viseli, de a biztosítók között zajló éles verseny következtében a kötvénytulajdonosoknak visszatérített bónuszok összege nőhet, ami az eredményt terheli.
- A technikai eredmény a diszkontráta változása miatt változik (a 10 éves kötvényhozam 100 bázispontos változása 10 százalékos változást eredményezhet a technikai eredményben).
- Az életbiztosítókat az éleződő versenyhelyzet arra készíti, hogy az átlagos befektetési hozam feletti bónuszokat és garanciákat kínáljanak. Ez pedig óhatatlanul a jövedelmezőség csökkenése eredményezheti, nyomást gyakorolva az osztalékfizető-képesséjükre és értékelésükre.
- A befektetett saját tőke megtérülése változik a hozamok változása esetén.
- A mérlegben lévő eszközök és források közötti lejáratirés kockázata nőhet.

b) **Hagyományos életbiztosítás:**

- A biztosítási kötvénytulajdonosoknak teljesített kifizetések forrása a technikai kamatláb, a többlethozam és a prémium tartalékok.
- A biztosítók fedezik mind a mortalitással, mind a befektetéssel kapcsolatos kockázatokat. Ez az úgynevezett garantált hozamrés tágulásának kockázatát hordozza magában. A biztosítók ugyanis kötelesek viselni a tényleges hozam és a kijánlott technikai kamatláb különbségét a biztosítási kötvény teljes futamideje alatt, és csaknem a teljes többlethozamot vissza kell téríteniük a biztosítottaknak, vagyis a biztosítóknak a biztosítási szerződés megkötésekor érvényes technikai kamatot kell fizetniük (jelenleg 1,8 százalék forintban és 0,6 százalék euróban) minden egyes befizetett díj után a biztosítási szerződés élettartama alatt. Noha a hozamok lassú emelkedése elindult, a garantált hozamok elérése még mindig kihívás lehet a biztosítók számára (a megújítási kockázat magas), ami a hagyományos biztosítási termékek kínálat korlátozhatja, miközben magasabb díjakhoz vezethet.

Egy érett életbiztosító társaság esetében a matematikai tartalékok nagysága jelentős. Ezzel szemben a biztosító matematikai tartalékainak nagysága jelentéktelen a unit-linked tartalékok teljes összegéhez képest (<4%). Ez elsősorban annak köszönhető, hogy a Biztosító termékportfólióján belül alacsony a hagyományos életbiztosítási termékek aránya. Mivel a Biztosító csak kisebb kockázatokat hajlandó vállalni (az alacsony valószínűség elhanyagolható hatást jelent) rövid időre (pár hónap), korlátozott kockázati kitétsége van a jövőbeni esetleges káresemények felé, így a mortalitási díjak is alacsonyak. Számviteli szempontból a Biztosító minden hónapja végén rendezzi az életbiztosítási szolgáltatásait: a belső visszatérítési szabályzatának megfelelően készpénzben téríti vissza a díjakat, majd meghosszabbítja a biztosítási szerződéseket még egy hónapra. Ha a visszatérített pénz kevesebb vagy több, mint a beérkezett díjak összege, a Társaság elszámolja a mortalitási nyereségeket vagy veszteségeket.

A Biztosító úgynevezett bruttó tartalék-allokációs módszert alkalmaz a biztosításmatematikai tartalék megállapítása során. A gyakorlatban ez azt jelenti, hogy a Biztosító nettó biztosításmatematikai tartalékokat hoz létre, amelyek fedezik a jövőbeni várható biztosítási kifizetéseket, valamint költségtartalékokat, amelyek összesített alapon fedezik a várható költségeket biztosítási szerződésenként és kockázatonként, miközben terméktípusonként elismerik azokat. Ez az összesített módszer azt jelenti, hogy - ha a költségtartalék vagy annak bármely része negatív - a bruttó biztosításmatematikai tartalék alacsonyabb lehet, mint a nettó biztosításmatematikai tartalék. A költségtartalék egyik eleme lehet negatív, ha a várható költségfedezet nagyobb, mint a várható költség. Prudenciális okokból, mivel a jövőbeni költségbiztosítás bizonytalan, a Biztosító nem allokál negatív bruttó biztosításmatematikai tartalékot szerződésenként vagy kockázatonként, hanem a negatív költségtartalékok és a nettó biztosításmatematikai tartalékok értékét legfeljebb nullára csökkenti.

- A biztosítók úgynevezett beágyazott értéke (Embedded Value) általában érzékenyebb a hozamcsökkenésre, mint a hozamnövekedésre a garantált hozamok és a hagyományos biztosítások kötvénytulajdonosainak kijánlott kötelező nyereségmegosztás miatt. Más szóval, egy 100 bázispontos hozamcsökkenésre a biztosítók saját tőke értéke érzékenysége jelentősebb lehet, mint egy 100 bázispontos hozamnövekedésre, mivel a hozamgarancia teljesítése ténylegesen pénzben mérhető kötelezettség, még akkor is, ha ebben a helyzetben a veszteségeket részben kompenzálhatja a jövőbeni biztosítási kötvénytulajdonosok alacsonyabb nyereségrészesedése, míg a +100 bázispontos hozamérzékenységből fakadó nyereségtöbblet elvileg meg kell osztani a biztosítottakkal.

Az alacsony hozamkörnyezetben a biztosítók a következő lehetőségek között választhatnak:

- az alapkezelési díjak emelésére (befolyásolja a biztosítottakra jutó nettó hozamokat): az erős verseny nyomást gyakorol a díjakra;
- alapkezelési díjak egy részének (pl. 20%) követő jutalék formájában való kifizetése az alkuszoknak: jövedelmezőséget csökkenti;
- csökkentik az üzemeltetési költségeket (korlátozott lehetőség): a Biztosító a bruttó díjbevételekre vetítve általában 8-9%-os üzemi költségszinttel működik;
- emelik a biztosítási kockázattal kapcsolatos díjakat, pl. halálozási díj (jelentéktelen hatás);
- alacsonyabb közvetítói jutalékok (unit-linked típusú termékek esetében az első éves állománydíj maximum 115% a megengedett): a Biztosító termékeinek jutalékterhelése általában 106%, aminek 74 százalékát a befolyt díjbevételekből, a fennmaradó részt saját tőkéből finanszírozza az első évben, így a jutalékváltozás hatása jelentős, de a jutalékok leszorítása az új eladások lelassulásának kockázatával jár;
- további garanciákat nyújtása (azaz magasabb hozamígéretet, ami megterhelő lehet a biztosítók tőkéjére)
- a hagyományos kockázati biztosítások értékesítésnek növelése az értékesítési hálózat méretétől és a kereslettől függően (a díjak alacsonyabbak, mint a unit-linked termékek esetében, a megtérülés magasabb lehet, de a méretgazdaságosság eléréséhez nagyobb eladási mennyiségre van szükség); a

Biztosító igyekszik elmozdulni a csoportos és magasabb megtérülésű biztosítások irányába, amihez hazai bankok és egyéb lakossági szolgáltatók (pl. MVM) hálózatát is igénybe veszi.

- versenytársak vagy portfólió megszerzése annak érdekében, hogy hatékonyabb legyen az üzleti méret; nem zárható ki annak lehetősége, hogy a Biztosító aktívan fog keresni felvásárlási célpontokat a hazai biztosítási szektorban;
- hiánypótló termékeket nyújtása (pl. nyugdíj- és egészségbiztosítások); a Biztosító kiemelt területként kezeli az egészségbiztosítási piacot és az adókedvezmény igénybevétele lehetővé tevő nyugdíjbiztosításokat;
- magasabb osztalékfizetés a részvényesek számára (a jövőbeli osztalékfizető képességre ugyanakkor kockázatot jelent, ha az új értékesítések volumene hosszabb időt át csökken); a Biztosító várakozásunk szerint megcélozza az évi 2 milliárd forintnyi osztalék kifizethetőségének elérését (6%-os osztalékhozam az Ajánlati árra vetítve);
- többet kiadások egy szerteágazó ügynökhálózat létrehozása céljából (megnőhet a saját értékesítési csatornák és termékek keresztértékesítésének jelentősége); a Biztosító ezzel szemben jól látható módon a független értékesítési hálózatokra kíván fókuszálni (alkuszok, kereskedelmi bankok, MVM stb.) bevétel-megosztásos üzleti modellek alapján;
- a részvényesekkel elfogadtatják az alacsonyabb tőkemegtérülés, mivel a még alacsonyabb jövedelmezőség is elegendő lehet a részvényesek számára;
- egyes üzletágak értékesítése vagy teljes kilépés; a Biztosító elkötelezett abban, hogy a hazai biztosítási szektor meghatározó szereplője maradjon és részt vegyen a piaci konszolidációban.

Összegzés: A kamatlábak és hozamok a közelmúltban újra emelkedésnek indultak a COVID-19 okozta globális recessziót követő gazdasági újranyitás nyomán megugró infláció és inflációs várakozások emelkedése miatt, ám még így is az öt évvel ezelőtti szintek alatt maradhatnak. Az emelkedő, de továbbra is jellemzően alacsony hozamkörnyezet közepette a biztosítótársaságok tulajdonosainak megtérülési elvárásai elvileg mérséklődhetnek. A tulajdonosoknak kompromisszumot ugyanis kell kötniük a szükséges tőke szintjének minimalizálása és a hosszú távú megtérülés maximalizálása vonatkozásában, amelyek megfelelőbb befektetési politikákhoz és alacsonyabb díjterheléshez vezethetnek, minekután javulhat a biztosítási termékek versenyképessége más pénzügyi termékekkel való összehasonlításban. A biztosítási termékek vonzereje tartósan alacsony hozamkörnyezetben növekedhet, mivel elvileg magasabb hozamú termékekhez kínálnak hozzáférést. Amellett, hogy a garanciális elemeknek és a mögöttes eszközdiverzifikációnak köszönhetően magasabb szintű védelmet nyújtanak a pénzügyi kockázatokkal szemben, biztosítást nyújtanak a biztosítottak életében esetlegesen bekövetkező káros kimenetelű eseményekre is.

Az alacsony hozamok háttérében a biztosítók dönthetnek úgy, hogy egy kifinomult kockázatkezelésen alapuló védekező és kevésbé kockázatos befektetési stratégiát folytatnak, amely magában foglalja az ingatlanok, részvények, ETF-ek stb. vásárlását. Véleményünk szerint jelenleg szinte valamennyi eszközosztály a túlértékelttség jeleit mutatja, míg a biztosítók a jelenlegi alacsony hozamkörnyezet közepette nem tudják teljesen kiküszöbölni a kötvényportfóliójuk átárazási kockázatát a globálisan elindult kamatemelési ciklusban.

- A jövedelmezőség függ a hagyományos és az unit-linked üzletág arányától, valamint a meglévő befektetések és kötelezettségek lejáratának különbségétől. Ha a technikai eredmény aránya jelentős az összes eredményben, ellensúlyozhatja a hozamcsökkenés negatív hatásait. Rövidtávon a hozamcsökkenés magasabb nyereséget eredményez a meglévő befektetéseken, mivel a biztosítók a korábban vásárolt kötvények szinte bármelyikénél nyereséget realizálhatnak, ha eladják őket, ezért potenciálisan magasabb osztalékot képesek fizetni a részvényeseknek.

Ennek ellenére a kötelezettségek értéke is növekedhet a kötelezettségek valós értékének értékelésére alkalmazott alacsonyabb diszkontráta miatt. Emiatt a biztosítóknak több allokált szavatoló tőkére lehet szükségük a szigorú tőkekövetelmények teljesítéséhez, bár hosszú távon a hozamok várható

emelkedése kedvezően befolyásolhatja a biztosítók jövedelmezőségét, mivel növeli a későbbi években potenciálisan realizálható profitot. A hosszú lejárat miatt a fix kamatozású portfólió "jelenlegi" hozama eltérhet az alacsony hozamú környezetben uralkodó piaci hozamoktól, úgy tűnhet, hogy a biztosítók viszonylag jobb befektetési teljesítményt érhetnek el, de kiderülhet, hogy a biztosítók tévesen mérték fel képességüket a biztosítottak felé kiígért hozamok elérésének tekintetében.

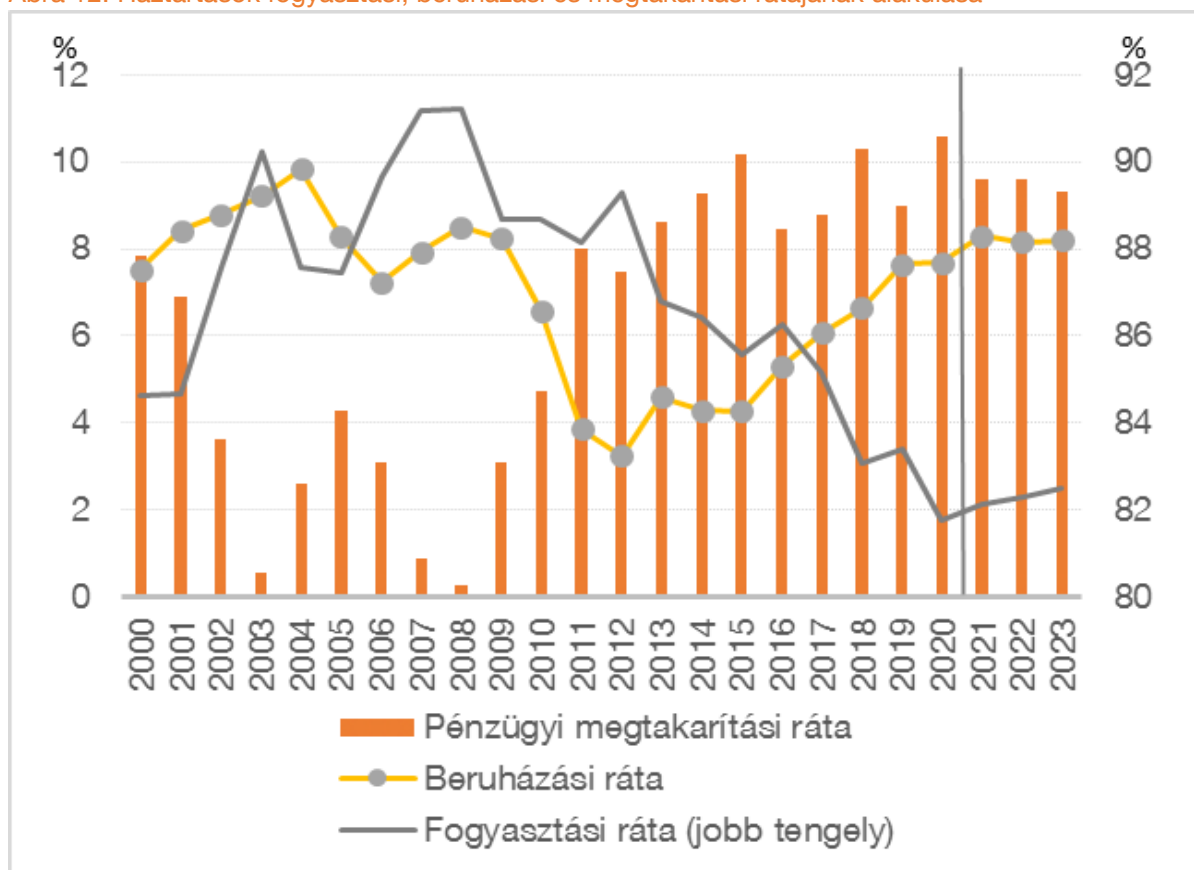
A Szolvencia II megköveteli, hogy a rendelkezésre álló tőke meghaladja az előírt szavatoló tőkét (rendelkezésre álló tőke > szükséges tőke = többlet tőke). Ez azonban önmagában nem garantálja, hogy a biztosítók képesek a jövőbeni kockázatokat előrelátni és kellően körültekintően kezelni, minekutána a többlet tőke könnyen elfogyhat egy nem megfelelő befektetési politika alkalmazása esetén. A Szolvencia II. szerint az eszközallokáció szintén erősen befolyásolja a szavatoló tőkét és a tőkekövetelményeket => nagyobb kockázatvállalás nagyobb tőkekövetelményeket eredményez. Ezért a biztosítók elemi érdeke, hogy a rövidtávú kockázatokat csökkentsék (tőkeszükséglet-optimalizálás), valamint az eszközök és kötelezettségek lejárat eltéréséből eredő kockázatok kiküszöböljék.

A Biztosító a befektetés megtérülésének maximalizálása érdekében alkalmazhat sztochasztikus forgatókönyv-alapú eszközkezelési modelleket (un. Monte Carlo-szimuláción alapuló eszköz/forrás ALM-modellek). A különböző eszközosztályok közötti diverzifikálásához önmagában azonban nem elégséges a tőke optimalizációhoz (pl. egy új egy fedezeti alap hozzáadása a portfólióhoz további tőkeszükségletre vezethet), a befektetési döntés meghozatala előtt figyelembe kell venni az időtartam kockázatát is. Az üzleti tevékenységek diverzifikálása és a saját tőkéből vásárolt eszközök összetételének megválasztása szintén hatással van a szavatoló tőkeszükségletre. A Szolvencia II előírja, hogy a jövőbeni kötelezettségeket fedező eszközöket a biztosítottak érdekeinek figyelembevételével kell kiválasztani, ami arra készíti a biztosítót, hogy növeljék az eszközök közötti diverzifikációt és ésszerűbb hozamokat ígérjenek az ügyfeleknek.

A hozamkörnyezetnek leginkább kitett garantált kamatozású életbiztosítási kötelezettségek csaknem 90 százalékát birtokló magyar életbiztosítók általában jól teljesítenek az európai biztosítók között végzett különböző stressz teszteken, a tartósan alacsony hozamok és egy általános piaci áresés esetén. A tartósan alacsony hozamok és a piaci eszközök esésével számoló "kettős csapás" scenáriónál - vagyis ha az eszközérték csökkenése és alacsonyabb kockázatmentes kamatláb együttesen jelentkezne a piacon - az EU biztosítóinál mért átlagosan 30 százalékos visszaeséssel szemben a magyarországi biztosítóknak csupán kevesebb, mint 20 százalékkal csökkenhet a szavatoló tőkéje.

Megtakarítások szerkezete: A kedvezőnek ígérkező gazdasági konjunktúra és egyes életbiztosítási termékekhez (pl. nyugdíjbiztosításokhoz) kapcsolódó adókedvezmények hatására az elmúlt években észrevehetően megindult a hosszú távú biztosítási termékekre alapozott öngondoskodás szélesebb körű elterjedése.

Ábra 12. Háztartások fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása*

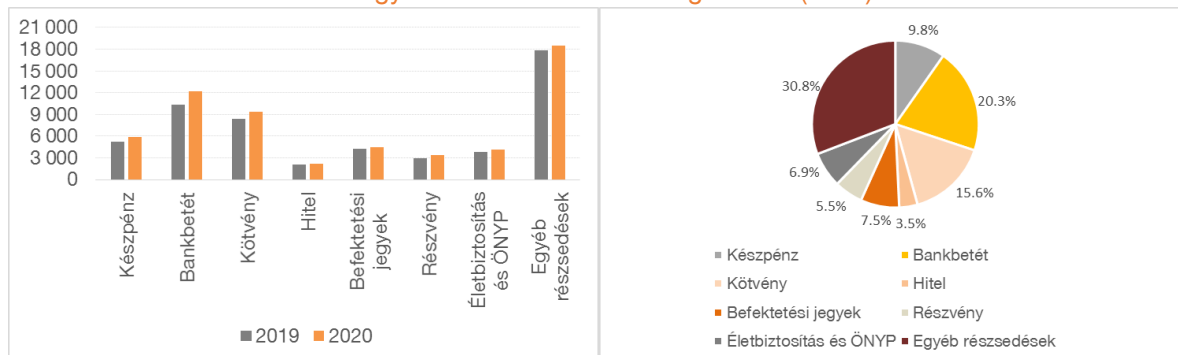


Megjegyzés: * A rendelkezésre álló jövedelem arányában

Forrás: MNB

A háztartások bruttó pénzügyi vagyona az MNB számításai szerint 2020 végére meghaladta a 60,000 milliárd forintot (+9,8% év/év). Az elmúlt évben a lakásállomány mellett a betétek és a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok értékének emelkedése járult hozzá leginkább a háztartások vagyonyaradásához - összesen 6.206 milliárd forinttal, a teljes növekmény 82 százalékát tették ki. Az életbiztosítási és önkéntes pénztári tartalékok tavaly az előző évek átlagánál fokozottabb mértékben emelkedtek (+7,4% év/év), de a teljes háztartási vagyon átlagától elmaradó növekedési ütem miatt a részarányuk 3,8 százalékar maradt, illetve a háztartások lakásállomány nélkül számított bruttó pénzügyi vagyonán belül 6,9 százalékra csökkent.

Ábra 13. Háztartások bruttó vagyonának alakulása és megoszlása (2020)



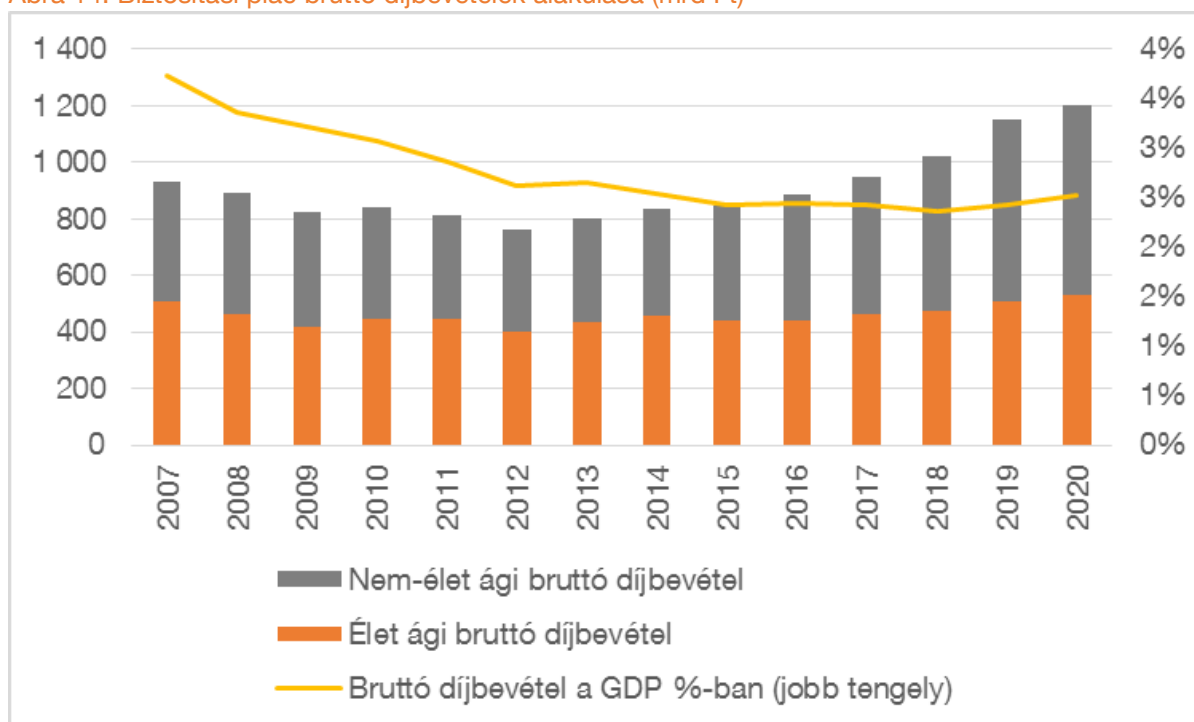
Forrás: MNB, Biztosítási, Pénztári, Tőkepiaci Kockázati és Fogyasztóvédelmi jelentés 2021., Concorde

Belföldi biztosítási piaci kilátások

A magyar biztosítási piac mérete viszonylag kicsi, de a piac kiforrott és rendkívüli módon versengő. Összesen 33 biztosítótársaság és további 13 biztosítói fióktelep működik Magyarországon, a külföldi tulajdon aránya megközelítőleg 90 százalék. A Solvencia 2 (S2) szabályozás hatálya alá 22 intézmény tartozik, közülük 5 élet-, 9 nem-élet- és 8 kompozit biztosító különböztethető meg a biztosítási ágak szerint. A teljes piacméret fióktelepekkel együtt 1,285 milliárd forintot tett ki 2020-ban (+4,5% év/év), amihez az élet és a nem-élet üzletág ca. 40–60%-os arányban járult hozzá. Az életbiztosítási díjbevételek a fióktelepekkel együtt 559 milliárd forintot értek el 2020-ban (+4% év/év), míg a nem életág teljes piaci mérete fióktelepekkel együtt 726 milliárd forintot volt (+5% év/év).

Az elmúlt évben a bruttó díjak növekedésének üteme felgyorsult Magyarországon, de még korai volna ebből azt leszűrni, hogy a bruttó díjbevételek fenntarthatóan gyorsabb növekedési pályára álltak volna be. Az egy főre eső éves biztosítási díj 270 EUR-t (élet: 146 EUR és nem-élet: 124 EUR) tett ki 2015-ben - ez csak az európai átlag 14 százaléka.

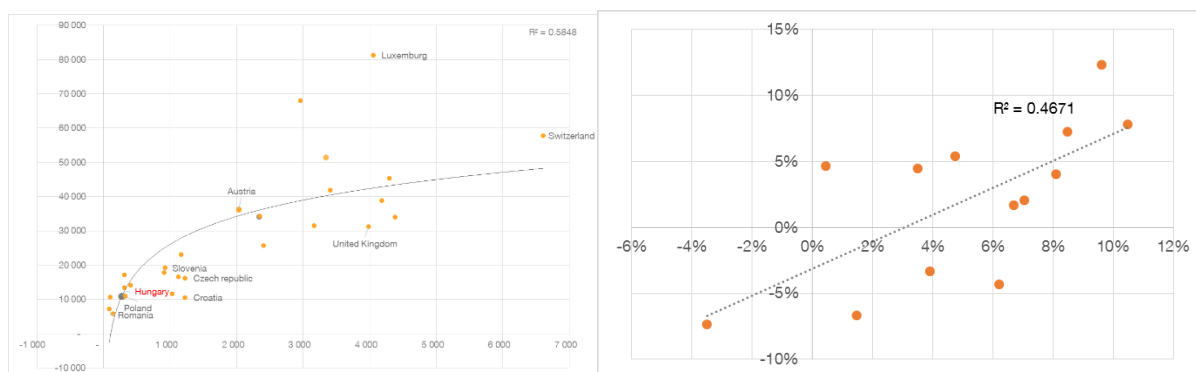
Ábra 14. Biztosítási piac bruttó díjbevételek alakulása (mrd Ft)



Forrás: MNB

A piaci adatok arra engednek következtetni, hogy a biztosítási díjak alakulása rövidtávon nem feltétlenül függ az aktuális gazdasági viszonyoktól, hanem általában a hosszú távú gazdasági növekedési trendekhez igazodik, miközben a penetráció növekedési üteme (egy ponton túl) már nem tart lépést a GDP növekedésével. Az alábbi regresszió (11. ábra) felfelé mutató összefüggést mutat a GDP és a magyarországi biztosítási díjbevételek alakulása között. Ennek ellenére a két változó közötti regresszió analízis R-négyzete 0,467, vagyis a növekedési ütem változása a biztosítási díjbevételek növekedési ütemváltozásának kevesebb, mint 50 százaléka. Ugyanakkor ez korántsem azt jelenti, hogy a GDP és a biztosítási díjbevételek növekedése véletlenszerűen kapcsolódna egymáshoz. A csaknem 0,6 korrelációs együttható pozitív korrelációt jelez e két változó között, ami arra utal, hogy minél gyorsabb a hazai GDP növekedése, annál nagyobb az esély arra, hogy a biztosítási piac is részesül a gazdasági fejlődésből eredő előnyökből. Mindenesetre megállapítható, hogy a rendelkezésre álló kevés számú adatból nem vonhatunk le megnyugtató és egyértelmű statisztikai következtetéseket, így a GDP növekedése és a bruttó díjbevételek változása között megfigyelt pozitív korrelációt körültekintően kell kezelni a biztosítási piac várható méretének előrejelzésekor.

Ábra 15. Korreláció a biztosítási díjbevételek és a GDP növekedési rátája között (2008-2020)



Forrás: Concorde számítások

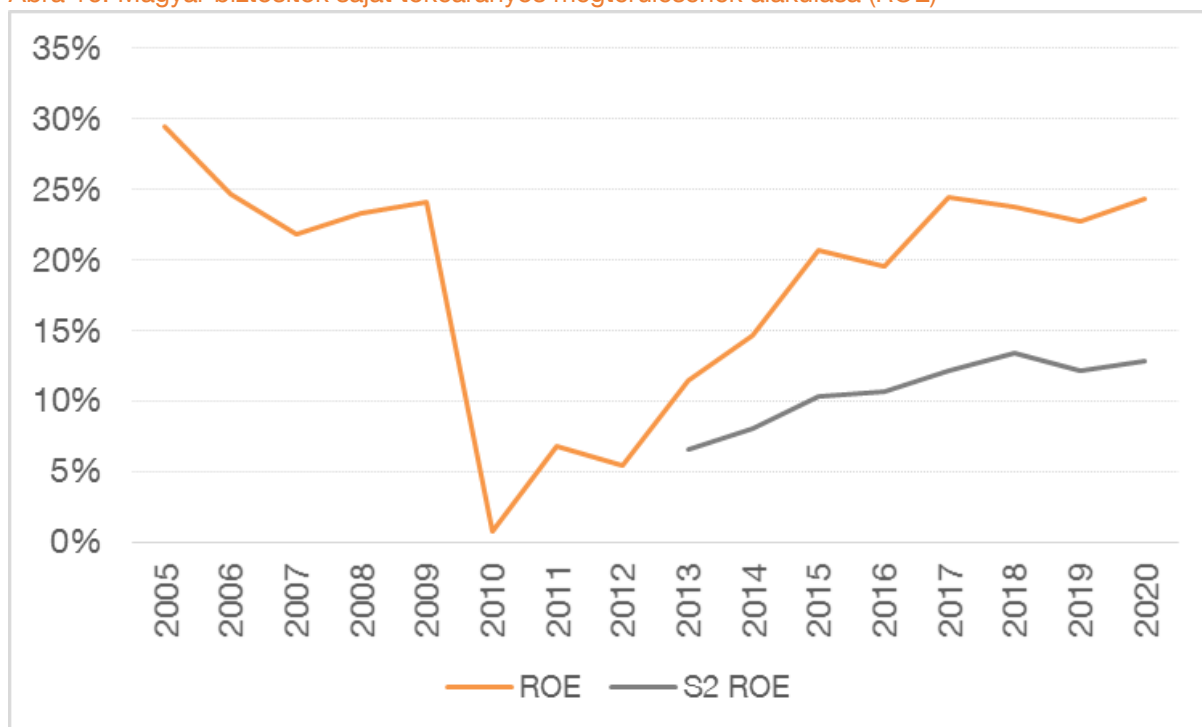
Magyarországon a biztosítási termékek piaci penetrációja továbbra is meglehetősen alacsony az EU fejlett piacaihoz képest. A biztosítási bruttó díjbevételek a GDP mindössze 2,5százalékát teszik ki szemben az 5,5 százalékos EU-átlaggal, míg a biztosítási terméke sűrűsége is alig haladja meg az eurózáóna átlagának tizedét. A magyar életbiztosítási piac kilátásait illetően mérsékeltlen optimista a véleményünk.

A GDP növekedése viszonylag erőteljes lehet a következő két évben, minekutána az organikus biztosítási piaci növekedés is kitarthat, leginkább a nyugdíj-, az egészség-és a kötelező gépjármű biztosítások területén, amit a díjak emelése is támogat. Mindazonáltal a biztosítók próbálkozásai az eszközekezelési díjbevételek fenntartására korlátozottak az alacsony hozamkörnyezetben és a szigorodott piaci szabályozás miatt (etikus életbiztosítási modellek). Mindent figyelembe véve azt várjuk, hogy az elkövetkező években az életbiztosítási piac reálértéken 1-2 százalékos növekedést mutathat, azaz a GDP növekedésénél valamivel lassabban.

Jelentős különbségek vannak az európai és a magyar életbiztosítási piacok szerkezete között. Az EU-ban a hagyományos életbiztosítási termékek a teljes életbiztosítási díj mintegy 60 százalékát teszik ki, míg a unit-linked termékek 30-35 százalékot képviselnek. Magyarországon jellemzően ennek az ellenkezője igaz: a unit-linked termékek dominálják az életbiztosítási piacokat, amelyek az életbiztosítási szegmens teljes díjbevételeknek több mint 60 százalékát képviselik, ráadásul a unit-linked termékek éves díja átlagban legalább kétszer magasabb a hagyományos életbiztosítási termékek éves állománydíjától.

A hazai biztosítók szektorszintű saját tőkearányos eredménye (ROE 2020-ban 24,3% volt), ami magasabb volt, mint a megelőző öt év átlaga (22,2%). Ezzel szemben a Biztosító konszolidált saját tőkearányos megtérülése tavaly 4,8 százalékot ért el, míg ezen belül az életbiztosítási szegmens tőkearányos nyeresége 5,4 százalék volt.

Ábra 16. Magyar biztosítók saját tőkearányos megtérülésének alakulása (ROE)



Megjegyzés: A szektorszintű ROE értékek (2020 kivételével) az éves auditált beszámolók alapján kerültek kiszámításra, ahol a saját tőke nem tartalmazza a tárgyévi osztalékot. Az S2-ROE mutató esetében az adózott eredményt a rendelkezésre álló szavatoló tőkéhez került viszonyításra.

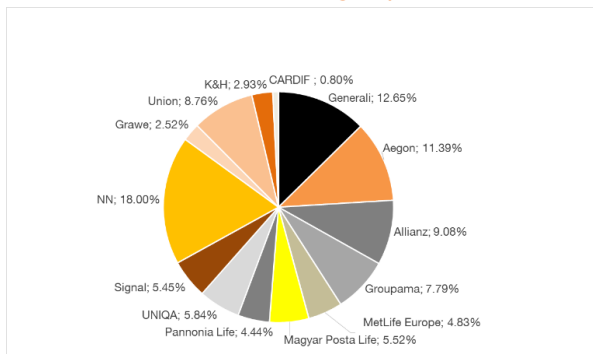
Forrás: MNB, 2021. Biztosítási, Pénztári, Tőkepiaci Kockázati és Fogyasztóvédelmi jelentés, Concorde

Piaci konszolidáció: A biztosítóknak számos kihívással kell szembenézniük a jövőben, kezdve a működésükkel kapcsolatos kockázatoktól, a Szolvencia II szerinti tőkekövetelményen át, a biztosítási termékekbe beépíthető költségtartalmak leszorítására irányuló egyre szigorúbb szabályozási környezetig (pl. átlátható nyilatkozatok készítése a unit-linked biztosítási termékekbe ténylegesen befektetett díjakról, a unit-linked biztosítási kötvények éves költségrátájának 8-10%-ról 4-6%-ra csökkentése, a visszaváltási értékek és közvetítői jutalékszintek szabályozása, magasabb tőkekövetelmények, a csoportos életbiztosításokkal kapcsolatos jogszabályi változások, az úgynevezett biztosításmatematikai finanszírozási modellek megszüntetése stb.). Az egyéb pénzügyi termékek és szolgáltatók által támasztott verseny miatt szükségessé váló termékstruktúra átalakítás és a digitalizáció térnyerésével párhuzamosan megjelenő újfajta értékesítési csatornák szintén megnehezítik a jövedelmezőség fenntartását. Jóllehet a Biztosító életbiztosítási termékstruktúrája alkalmasnak tűnik a szigorúbb szabályozási környezet jövedelmezőségére gyakorolt negatív hatásainak ellensúlyozására, nagyon valószínű, hogy a viszonylag magas költségterhelésű unit-linked termékek a jövőben teret veszítenek, míg az adókedvezmények igénybevételét lehetővé tevő nyugdíjbiztosítási termékek, olcsóbb vagyongazdálkodási szolgáltatások, kombinálva a hagyományos kockázati biztosításokkal és más biztonságosnak tekinthető pénzügyi és megtakarítási termékekkel (pl. MÁP+) előre törhetnek. A fintech megoldások és a kereskedelmi bankokkal és független alkuszcégekkel folytatott mélyebb együttműködés a biztosítási termékek keresztértékesítésének elősegítése érdekében egyre nagyobb prioritást kap. Összességében úgy látjuk, hogy a Biztosító profitálhat a hazai biztosítási piac általános növekedéséből, és meg fogja találni azokat a jövedelmező piaci réseket, ahol versenyképes és értékteremtő módon tudja értékesíteni termékeit.

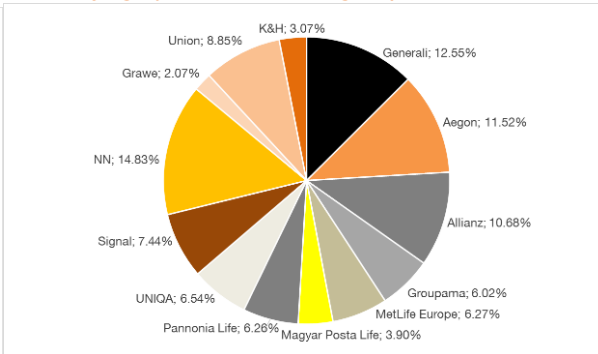
Várakozásunk szerint a hazai biztosítási piac három-öt év távlatában kevésbé lesz széttagolt, mint jelenleg. A kisebb és közepes méretű (50 milliárd forint éves biztosítási díjbevétele alatti) biztosítótársaságok felvásárlási kísérlet tárgyává válhatnak, tekintettel arra, hogy hozzáférést biztosítanak a prémium lakossági ügyfelekhez, és az olyan speciális, szűk piaci rések (kezesség, jog stb.), amelyekre a nagyobb biztosítók kevésbé, vagy egyáltalán nem fókuszálnak, a szakértelmük révén megcélózhatóak. A Szolvencia II miatt szükségessé válható tőkebevonás vagy eszközfeladások

valószínűleg növeli a konszolidáció iránti hajlandóságot az elkövetkező három évben, mint ahogy az ágazatban tapasztalható visszafogott értékelések (számos biztosító részvénye a beágyazott vagy könyv szerinti értéke alatti értéken forog a tőzsdéken) és alacsony finanszírozási költségek elősegíthetik az értéknövelő növekedési lehetőségeket kínáló felvásárlásokat a biztosítási piacon. Az akvizíciós lehetőségek és tőkeerő függvényében a Biztosító újra aktívan részt vehet a hazai biztosítási piac konszolidációjában, amennyiben az állomány növekedése tartós értékteremtést tesz lehetővé. Véleményünk szerint kicsi annak az esélye, hogy a Biztosító belátható időn belül akvizíciós célponttá váljon.

Ábra 17. Életbiztosítók korrigált piaci részesedése



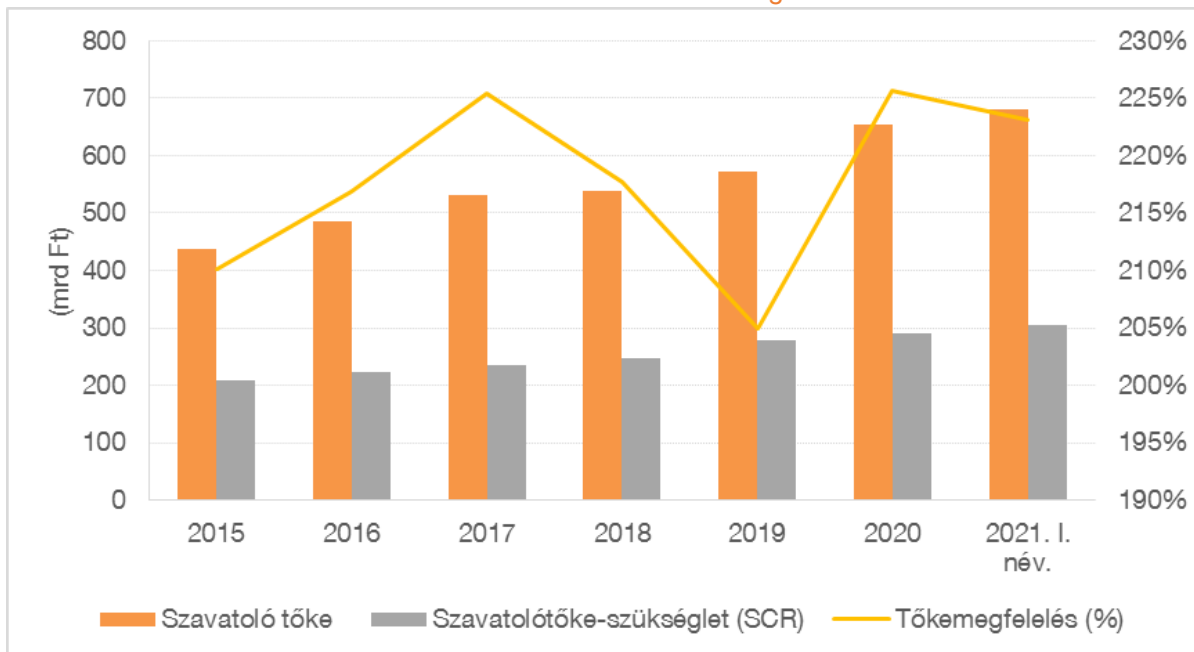
Nyugdíjbiztosítók korrigált piaci részesedése



Forrás: Mabisz, 2020. Éves jelentés, Concorde

Előfordulhat, hogy a Biztosítónak nagyobb saját erőre lesz szüksége ahhoz, hogy hosszú távon sikeresen versenyezhesen az erőforrásaik és pénzügyi erejük révén tevékenységüket jobban skálázni tudó multinacionális szereplőkkel. Tekintettel arra a tényre, hogy a Biztosító sikerességében érintett meghatározó nagytulajdonosoknak szigorú elvárásaik vannak a befektetett tőke megtérülését illetően, a biztosító szükségesnek találhatja egy olyan helyzet felvállalását, amely nagyobb tőkebevonást igényel, amennyiben nem organikus módon kívánja a terjeszkedését elképzelni.

Ábra 18. Biztosítók Szolvencia II értékelési elvek szerinti tőke megfelelése



Forrás: MNB, Concorde

Mindent figyelembe véve úgy gondoljuk, hogy a Biztosító jó helyzetben van ahhoz, hogy akvizíciókat hajtson végre a következő három évben a kisebb (<6%) piaci részesedéssel bíró hazai biztosítók körében, tekintettel a speciális piaci területeken meglévő szakértelmére (hasonlóan az MKB Biztosító társaságok 3 évvel ezelőtti átvételéhez). A Biztosítónak szándékában állhat további biztosítótársaságok

felvásárlására a méretgazdaságosság létrehozása és az új bankpartnerei által kínált keresztértékesítési lehetőségek kiaknázása érdekében. A közepes méretű biztosítótársaságok szegmensében a Biztosító piaci vezető szerepre törekszik és célja lehet az 5-10 százalékos piaci részesedés elérése. Az ehhez szükséges saját erő részben rendelkezésére áll (Izd. Táblázat 10.), de ambiciózus piaci terjeszkedés esetén a részvényesek dönthetnek tőkeemelésről, különösen azt követően, hogy a Biztosító újra megszilárdította piaci helyzetét a nem-élet üzletágban és fenntartható módon eleget tud tenni a Szolvencia II szerinti tőkekövetelményeknek.

Etikus életbiztosítási koncepció: Az MNB 2017. január 1-től új szabályokat és korlátozásokat vezetett be a befektetési egységekhez kötött életbiztosítások teljes költségterhelésére (TKM) nézve, annak érdekében, hogy növelje a befektetési egységhez kötött életbiztosítás költségelemeinek átláthatóságát (etikus életbiztosítás) és az ügyfelek érdekeinek figyelembevétele mellett a biztosítási piac hosszú távú fenntarthatósága is célként jelent meg. A szabályozás, egyik fontos eleme volt a fair ár-érték arány megteremtése, mely egyrészt az átlátható költségstruktúra elősegítésével, másrészt egy az MNB által elfogadott költségszint meghatározásával teljesülhetett.

Eddig a biztosítótársaságok a legtöbb díjat a biztosítási kötvény élettartamának kezdeti éveiben számolhatták el, és így már az első években jelentősen profitáltak. A magyar biztosítási törvény legújabb módosítása korlátot szab a biztosítási díj terhére felszámítható minimális összegre, amelyet a biztosítási kötvény kezdeti éveiben befektetésre kell felhasználni, vagyis meghatározza a minimális szükséges befektetést a biztosítás kezdetén az életbiztosítási kötvénybe történő befektetés költségeinek korlátozása érdekében.

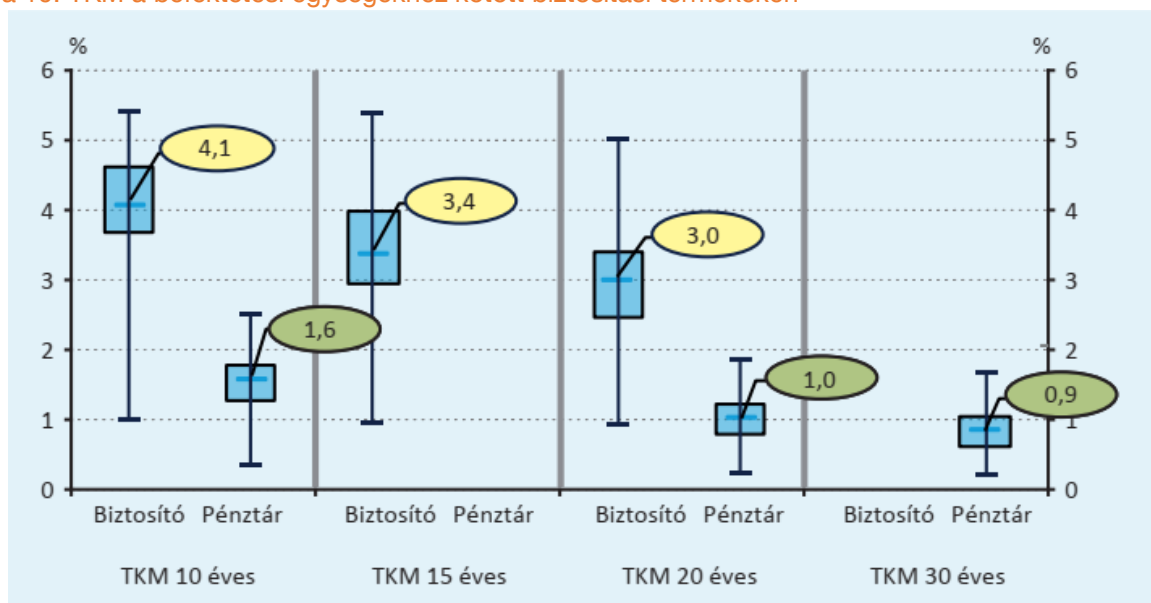
A hagyományos életbiztosítási termékek átláthatóságát az ügyfelek általában meglehetősen alacsonynak tartották a múltban, unit-linked termékek esetében a szerződések egyértelműségét valamivel jobbnak ítélték meg a terméktájékoztatók viszonylagos részletessége miatt. Mindenesetre a piaci felmérések azt mutatták, hogy a fogyasztók csaknem fele nem értette meg a felkínált biztosítási terméket. Az etikus életbiztosítási modell megköveteli, hogy a biztosítók által kínált termékek átláthatóbbak legyenek az ügyfelek számára, ami magában foglalja az egyértelmű tájékoztatást a kapcsolódó költségekről, díjakról, jutalékokról és kockázatokról. A szabályozás módosítása igencsak időszzerű volt, mivel a mögöttes eszközalapok mintegy felének összetettsége, amelybe befektetési egységhez kötött életbiztosítási díjakat fektettek, gyenge hozamokat produkált, és egyáltalán nem indokolta a levont magas díjakat és költségeket. Csak az alacsony kockázatú és a likvid eszközalapok teljesítettek megfelelően a (nyugdíj) biztosítási kötvény ajánlása alapján elvárt TKM korlátok között.

Az életbiztosítási szerződések feltételeinek tartalmazniuk kell az összes költséget és díjat. A biztosító köteles a biztosítási kötvény esetleges díjait úgy meghatározni, hogy azok egyértelműen tükrözzék azok célját és tartalmát. A biztosítási szabályok megerősítése érdekében kötelezővé vált letétkezelők bevonása is az eszközkezelési folyamatba. Az életbiztosítók már nem használhatják az úgynevezett biztosításmatematikai finanszírozási technikát az első éves kiadásaik fedezésére, és csak azokat a befektetési egységeket lehet bemutatni az ügyfelek felé, amelyeket a biztosító társaság befektetett. Korábban, noha a biztosítási kötvények tulajdonosaihoz intézett nyilatkozat azt mutatta, hogy a teljes befizetett díjnak megfelelő egységeket különböző pénzügyi befeketedésekbe allokálták, a ténylegesen megvásárolt eszközök (jellemzően befektetési alapok) csak a díj bizonyos százalékát tették ki (ami az első két biztosítási évben valójában nulla volt - ezért a visszaváltási érték is nulla volt). Az egyenleget (valójában a befizetett prémium 100 százalékát) a magas első éves jutalékköltségek fedezésére használták fel. A birtokolt eszközök aránya a kötvénytulajdonoshoz intézett nyilatkozatban feltüntetett értékkel évről évre növekedett, és a biztosítás lejártakor elképzelhető, hogy elérte a futamidő alatt befizetett díjak 100 százalékát.

Az MNB javasolta a TKM százalékos korlátozását a biztosítási kötvény időtartamától függően. A korlátozás általános százaléka 4,25 százalék a 10 éves élettartamú biztosítások esetében, 3,95 százalék egy 15 éves kötvény esetében és 3,5 százalék a 20 év után lejáró kötvények esetén. Ha a biztosítási kötvény összetett portfóliót, magasabb biztosítási kockázatot, tőke- vagy hozamgaranciát tartalmaz, akkor a korlátozás 1,5 százalékkal nőhet. Az MNB ajánlása a biztosítási kötvények egyetlen összegben fizetett százalékos arányát is 3,5 százalékban korlátozza.

A Biztosító befektetési egységekhez kötött termékei és szolgáltatásai eleget tesznek a biztosítási ügyfelek igényeinek, és összhangban vannak az új szabályozással. A Biztosító rendszeres felülvizsgálatokat végez annak biztosítására, hogy minden termék és szolgáltatás megfeleljen az ügyfélelvárásoknak, a kockázatkezelési sztenderdeknek, a tőke és a jövedelmezőség követelményeknek.

Ábra 19. TKM a befektetési egységekhez kötött biztosítási termékeken



Forrás: MNB, Biztosítási, Pénztári, Tőkepiaci Kockázati és Fogyasztóvédelmi jelentés 2021.

Megjegyzés: A TKM az éves költségarányt mutatja, amelyet a biztosítóintézetek 2010-ben önszabályozó intézkedésként vezettek be a megtakarítási elemmel rendelkező unit-linked életbiztosításokra, az összes felszámított költség bemutatására és százalékban kifejezve. A TKM-et csak a unit-linked típusú biztosítási termékekre számítják ki: a fizetett díjak költségei nélkül és az összes felszámított költség figyelembe vételével számított megtérülési ráták (IRR) különbségeként a referencia kockázatmentes hozam alapján. Valójában az IRR számítás alapján a TKM megjeleníti azt a minimális bruttó hozamot, amely ahhoz szükséges, hogy legalább az eredeti befektetett összeg megtérüljön. A TKM számítása állandó referencia kockázatmentes hozamokat feltételez a biztosítási szerződés teljes időtartama alatt azért, hogy a legalacsonyabb átlagos bruttó éves hozamot mutassa az eszközkezelési költségek levonása előtt. Ezt a hozamot az érintett nyugdíjbiztosítási termékek mögött lévő befektetési eszközökkel (jellemzően befektetési alapokkal kell elérni), hogy az ügyfelek az eredeti bruttó díjbevételek alapján visszanyerjék a befizetett biztosítási díj névértékét. A biztosító unit-linked termékekre felszámított költségei tartalmazzák a szerzési és fenntartási költségeket, bármilyen adminisztratív fix és változó költséget, a kockázati élet- és / vagy balesetbiztosítási díjat, amely a biztosítási szerződés kötelező eleme, a mögöttes alapok költségterhelését (beleértve az eszközalapok költségeit, a befektetési jegyek vagyongazdálkodási és letétkezelési díját és egyéb költséglevonásokat, például a befektetési jegyek vételárának és eladási árának különbségéből adódó költségeket, az ígért névérték alapján beszédett díjakat). Ha az adott biztosítótársaság eszközalapjának és a mögöttes alapoknak a kezelési díjai különböző eszközalapok esetében, akkor egy minimális-maximális díjtartomány kerül meghatározásra. Az eszközalapok költségeit és a mögöttes alapokat kezelő alapkezelők által levont költségeket vagyongazdálkodási díjként kell bemutatni, ideértve különösen az eszközkezelési díjat, a strukturált kötvények tájékoztatójában bemutatott költségeket, valamint a befektetési eredményből fizetett nominális hozam után járó sikerdíjat. A költségek számítását a legvégső befektetési alapok szintjéig el végezni és bemutatni az alapok alapja strukturákban.

Nyilvánvalóan a költségek csökkentik az ügyfelek biztosítási kötvénye mögött lévő befektetések értékét. Fontos látni, hogy minél magasabb az elért hozamszint, annál magasabb a TKM, mivel az eszközkezelési díj abszolút összege a magasabb hozamokkal összhangban növekszik (még akkor is, ha az eszközkezelési díj százalékban változatlan marad). A különböző tényleges befektetési időszakok prémiumához és kifizetéseihez kapcsolódó lehetséges adó- és járulékfizetési kötelezettségeket és / vagy kedvezményeket azonban nem lehet figyelembe venni a TKM kiszámításakor, vagyis a TKM-et az adókedvezmények pozitív hatása nélkül kell kiszámítani. Természetesen a TKM alacsonyabb lesz az adókedvezmények figyelembe vételével, mert az adójóváírást semmilyen díj nem terheli (korábban előfordult, hogy az adójóváírásra is kezelési díjakat vetettek ki). A TKM-et minden olyan rendszeres és

folyamatos, valamint egyszeri díjfizetésű befektetési egységhez kötött életbiztosítási termékre (beleértve a nyugdíjbiztosításokat is) ki kell számítani, amelyet a biztosítók a fogyasztók nagy csoportjának értékesítenek.

Valójában a biztosítók a következő címeken számíthatnak fel költségeket az éves díjbefizetések terhére:

- halálozási kockázat
- a szerződéskötési és számlafenntartási költségek fedezése
- az eszközállomány kezelése

Az új szabályozás meghatározza a befektetési minimumokat és a visszavásárlási értékeket, ugyanakkor korlátozza az életbiztosításért fizetendő jutalék mértékét. A befektetési és visszavásárlási érték százalékos aránya az 1. biztosítási évben a biztosítási díj (a kockázati elem levonása) legalább 20 százaléka, a 2. évben 50 százaléka, a harmadik évben 80 százaléka. Ez lényegében azt jelenti, hogy a biztosítótársaságok nem vonhatnak le az egész éves díj 150 százalékánál többet működési költségeik fedezetére a futamidő első három évében (vagyis az első három évben befizetett díjak felénél többet). Fontos továbbá, hogy az ügynökök nem kaphatnak 14 hónapnál több állománydíj értékű jutalékot, és az is előírás, hogy a jutalék kifizetésének forrása a már befizetett díjbevételek kell, hogy legyen.

Biztosító által eladott befektetési egységekhez köthető biztosítások költségterhelése:

- Az ügynöki jutalék általában az első éves állománydíj 106%. A Biztosító az első éves díjfizetés 78%-át fordítja jutaléokra összhangban a törvényi rendelkezéssel, miszerint az első éves díjbevételek 20 százalékát, a második éves díjbevételek 50 százalékát és a 3. éves díjbevételek legalább 80 százalékát kell befektetni. A jutalék fennmaradó részét a Biztosító saját erőből finanszírozza a biztosítások első évében.
- A 2. évi befizetésből 47 százalékot, a 3-6. évi befizetésekből 18 százalékot von el költségfedezetre a Biztosító. A 7. évtől kezdődően már csak az alapkezelési díjat számolja fel (általában 1,8%), aminek 20 százalékát továbbadja az alkusznak.
- Egyszeri befizetések esetén az alap kezelési díj szintén 1,8 százalék, amit megfejelel még az alkusznak negyedévente fizetett 0,25 százalékos jutalék (éves 1%).
- A Biztosító a 7. évben a kezdeti éves állománydíj (átlagosan 300 ezer Ft) 70 százalékát jóváírja a megmaradt ügyfelek számláján.
- A Biztosító ezen felül a 7. évfordulót követően a kezelési díj 20 százalékán felül plusz 1 százalékot visszaad az ügynöknek, így abban a biztosítási évben a kezelési díj csupán 25 százalékát tartja meg.
- A mortalitási díj az éves díjbefizetés 0,25 százaléka, amit addig von el a Biztosító, amíg a belefoglalt garancia (900 ezer Ft) értéket el nem éri az ügyfélszámlán lévő költségek levonása után számított nettó tartalékok tényleges összege.

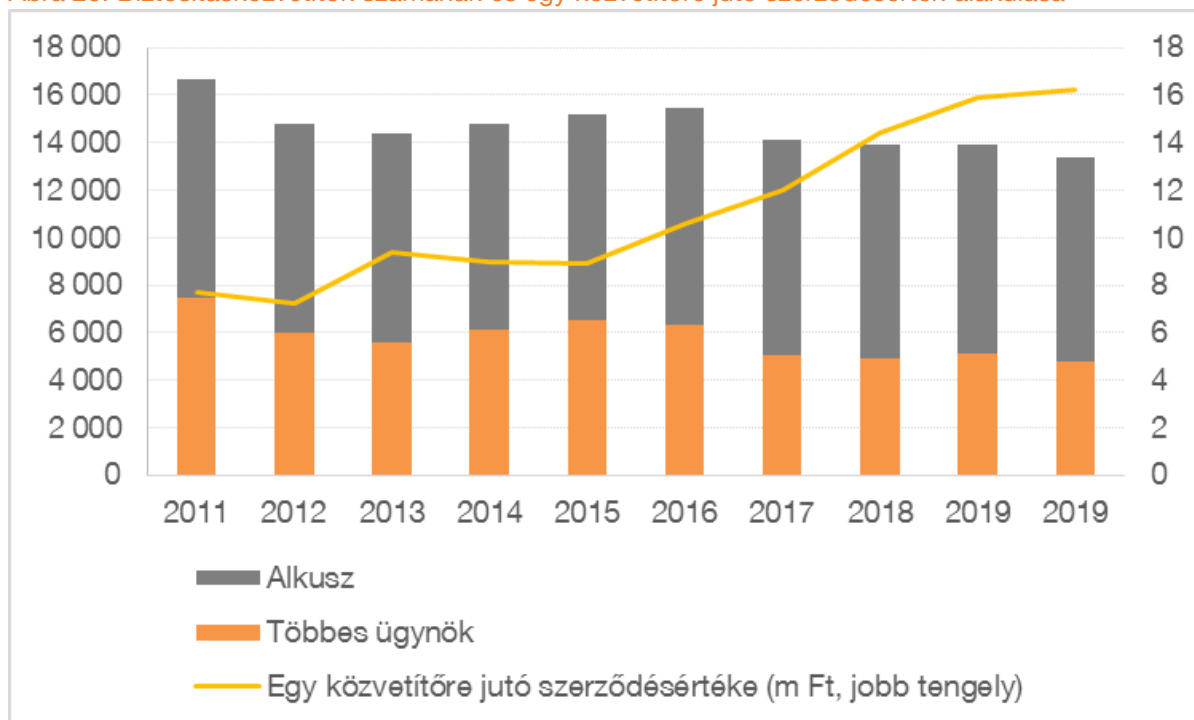
Értékesítési hálózatok: A unit-linked típusú termékek dominanciája Magyarországon az életbiztosítási termékeken belül a többes ügynökök értékesítésben betöltött hangsúlyos szerepének tudható be. A többes ügynöki forgalmazás, amelynek során az alkuszt több biztosítóval is együttműködhet, a fogyasztók szélesebb és kedvezőbb hozam/költség párosítású termékválasztékkal célozhatják meg a fogyasztókat. A biztosítási piacra való magas belépési korlátok, a tőke és több termék egyidejű kezelésére való képesség hiánya miatt a többes ügynökök az elmúlt 10 évben viszonylag gyorsan élvonalosokká váltak a biztosítási termékek disztribúciójában.

A független disztribúció terjeszkedésének sikere az ösztönző/kompensációs rendszerben rejlik (többnyire többszintű marketingben), amely szerint az ügynököknek nemcsak az általuk személyesen elért értékesítések után kapnak kompenzációt, hanem a többi általuk alkalmazott ügynök értékesítése után is. A független ügynöki forgalmazás mára annyira elterjedt, hogy a legtöbb biztosítónak mindenképpen támaszkodnia kell rá, ha sikeresen akar versenyezni más biztosítókkal. A többes ügynökök általában beleszólást kaphatnak a biztosítók termékfejlesztésébe, árképzésébe és jutalékszintjeinek kialakításába, ami voltaképpen az egyik oka annak, hogy a unit-linked biztosítási termékek költségtartalma viszonylag magasabb a többi megtakarítási forma költségterheléséhez képest.

Az elmúlt évben biztosításközvetítők száma 4 százalékkal csökkent kisebb részben a biztosítási termékek iránti kereslet mérséklődése, az alacsony jutalékok (etikus életbiztosítás modell következménye), és nagyobb részben a fogyasztóvédelmi szempontokat még inkább előtérbe helyező európai uniós biztosításértékesítési irányelvek magyar jogszabályokba történő átültetése okán szigorúbbá váló szabályozási környezet és magasabb igazgatási költségek miatt.

Tavaly az életbiztosítások esetében a jutalékbevételek 5 százalékkal voltak kevesebb az előző évinél (22 milliárd Ft), miközben a közvetített biztosítási díjak ennél nagyobb mértékben, 11 százalékkal csökkentek. A visszaesést egyrészt a befektetési egységekhez kapcsolódó biztosítások 5 százalékos mérséklődése, másrészt az egyéb életbiztosítások, különösen a vállalkozói csoportos életbiztosítások, 68 százalékos visszaesése magyarázza. A nem-életbiztosítási jutalékbevételek 72 milliárd forintra növekedtek, ami az előző évi értékhez viszonyítva 12 százalékos emelkedést jelent, a közvetített díjak ugyanakkor gyakorlatilag stagnáltak.

Ábra 20. Biztosításközvetítők számának és egy közvetítőre jutó szerződésérték alakulása



Forrás: MNB, Biztosítási, Pénztári, Tőkepiaci Kockázati és Fogyasztóvédelmi jelentés 2021., Concorde

A független biztosításközvetítők bruttó díjbevétele, illetve állománydíj alapján számolt piaci koncentrációja élet- és nem-élet ágon tovább erősödött 2020 folyamán. Az 5 legnagyobb piaci szereplő (TOP 5) részesedése új csúcst ért el (42%) bevételeik piaci átlagnál gyorsabb emelkedése és a biztosításközvetítők számának csökkenésének eredményeképpen.

Eredmény-előrejelzés

A biztosítók folyamatosan előre fizetett díjbevételekre tesznek szert, míg a károk/kifizetések időben később jelentkeznek. A biztosítók a képződő tartalékokat (matematikai, meg nem szolgált díjak, függőkár, díj-visszatérítési, UL) és a saját tőkéjüket befektetik (utóbbi mérete a tartalékokhoz képest általában nem jelentős). A biztosító saját tőkéjének elégségesnek kell lennie arra, hogy abszorbeálja a bevételek és tartalék felszabadítás egyenlegén felüli veszteségeket. Ellenkező esetben a biztosító csődbe megy. Ennélfogva a biztosító saját tőke nagysága kiemelt jelentőséggel bír, amelyen alakulását a Felügyelet szoros figyelemmel kíséri.

A biztosítók nyereségének forrása:

- költségeredmény (törlésekkel): díjbevételek – károk (tartalékváltozás)

- mortalitási eredmény: mortalitási díjak – kifizetés – biztosítástechnikai tartalékok mortalitással összefüggő változása
- alapkezelési díjak
- saját tőke befektetésén elért hozam

Az életbiztosítók az egyes biztosításokon elért eredményük jelentős részét a biztosítási szerződések korai évében realizálják (pl. törlési eredmény). Amíg a biztosítók nem építenek fel egy kritikus méretű ügyfélportfóliót (nem érnek egy bizonyos nagyságú díjbevétel), a költségeredmény maximalizálására törekednek. Ahogy nő a biztosítástechnikai és befektetési egységekhez kötött tartalékok állománya egyre több eredmény származik a befektetési tevékenységből.

Táblázat 6. Életbiztosító eredménykalkuláció

Biztosítástechnikai eredmény II.
+ adminisztrációs díjak
+ allokációs díjak
+ mortalitási díj
+ alapkezelési díj (bruttó hozam – hozamokból adódó tényleges tartalékváltozás)
- károk (halálozás, visszavásárlás)
+ tartalékok változása (befizetés, bónuszok, halálozás és visszavásárlás miatt): ha nő a tartalék, romlik az eredményt
- Szerzési költségek
+ Elhatárolt szerzési költségek (DAC)
- Igazgatási költségek
+ jutalék-visszaírás

Forrás: Concorde

Táblázat 7. Nem-élet biztosító eredménykalkuláció

Biztosítástechnikai eredmény
+ nettó megszolgált díjak
- viszontbiztosító részesedése
+ meg nem szolgált díjak tartalékának változása
- ebből viszontbiztosítóra jutó rész
- károk (folyó év)
+ tartalékok (RBNS, IBNR, matematikai) változása (folyó év): ha nő a tartalék, romlik az eredmény
- ebből viszontbiztosítóra jutó rész
- kárrendezési költségek
+ szerzési költségek
- Igazgatási költségek
+ viszontbiztosítótól kapott jutalék
+ egyéb üzemi bevételek
- egyéb üzemi ráfordítások (pl. biztosítási adó, stb.)

Forrás: Concorde

A résziaci stratégiája alapján folytatott olasz határon 2014-től folytatott átnyúló tevékenység, amely keretében vállalkozások és magánszemélyek részére kezési biztosítások nyújtása zajlott, a nem-élet üzletágban működő EMABIT számára olyan veszteséggel járt 2019-21-ben, amely a szavatoló tőkéjét is megingatta, és tevékenységének megszűnését vetítette előre. A Biztosító a szükség szerinti garanciaelemek csoportszintű biztosításával azonban megteremtette a feltételeket az EMABIT tevékenységének újraindulásához. Ennek megvalósításához a Biztosító 2021. március 26-án elhatározta az EMABIT alaptőkéjének felemelését 5 db egyenként 300 millió forint kibocsátási értékű törzsrészcsekket hozatalával, amelynek eredményeként az EMABIT alaptőkéje 1,065 millió forinttal emelkedett, a tőketartaléka pedig 1,495 millió forinttal nőtt. A Biztosító ezen kívül már korábban további 500 millió forint összegben kötelezettséget vállalt tőkepótlásra is arra az esetre, ha az EMABIT szavatoló tőkéjének mértéke a törvényben előírt szint alá csökkenne. A tőkeemelés az új stratégiai elképzeléseknek megfelelően, az újonnan felépítésre kerülő hazai fókuszú vagyonszerzési üzletágak kiépítésének és működésének finanszírozását szolgálja. A Biztosító szándéka és új stratégiájának fontos eleme a vagyonszerzési üzletág dinamikus bővítése, az EMABIT korábbi éves díjbevételeinek (kb. 10 milliárd Ft) kettő-három éven belüli elérése és meghaladása. Ennek érdekében

az operatív tervezés a nem-élet szegmens 2021-től új termékek fejlesztését és értékesítését is szem előtt tarja.

A stratégiai célkitűzésekkel és a biztosítás-közvetítói piac kiszolgálásával, támogatásával összhangban a Biztosító jelentős humánerőforrás bővítést hajtott végre 2021. első negyedévében, amely fejlesztés következtében kiemelt biztosítói tapasztalattal bíró kollégával bővült a munkavállalói kör (különös tekintettel a viszontbiztosítási kapcsolatok fejlesztésének és a viszontbiztosítási területekkel kapcsolatos kontroll erősítésére), illetve sikerült országos lefedettséget elérnie. Elindította a webservice kapcsolatok kiépítését független partnerekkel termékfejlesztési lehetőségek bővítése terén.

Olasz kezesi biztosítások: Az olasz kezesi biztosítások esetében 2018 végén, illetve 2019 elején négy nagy ügyfél részére kiállított biztosítási kötvények (gaming, illetve public concessions termékek) tekintetében érkezett lehívási kérelem az EMABIT-hoz a kedvezményezett – az olaszországi szerencsejátékok felügyeletét ellátó – Vám és Monopólium Ügynökség (ADM) részéről. A szerződéses kötelezvények összértéke kb. 12 m EUR volt. Olasz jogi szakértők elsődleges véleménye szerint a kárigény nélkülözötte a jogalapot. A 2019 során folytatott egyeztető tárgyalások során a kedvezményezett a követelését közel az eredeti összeg egynegyedére csökkentette. Az ügyben bekért további szakértői vélemény mintegy 3,2 millió euró értékű kárkifizetést javasolt, a regresszekből és jutalék visszáírásokból megtérülő összeget 537 millió forintra becsülte. Az EMABIT a 3,2 millió euró összegű kárt 2019. november végéig bezárólag kiegyenlítette.

A szerencsejáték koncessziókhöz kapcsolódó ADM károk mellett két jelentős kárle hívás is érkezett az EMABIT-hoz. 2019. negyedik negyedévében az ADM egy üzemanyag kereskedő társaság jövedéki adó tartozására hivatkozva jelentett kárt az EMABIT által kiállított kötelezvényekre. A kárle hívás összege a két egyenként 5 millió eurós kötelezvényre összesen 10 millió euró. Az EMABIT a kár körülményeinek megvizsgálását követően a kárkifizetést elutasította, csalárd szerződéskötés miatt feljelentést tett, valamint az ADM lehívást kezdeményező lépései ellen bíróság előtt kért jogorvoslatot, majd indított keresetet a szerződés érvénytelenségé- nek megállapítása végett.

A Biztosító az olasz kezesi portfólió összes függőkárát 2020 végén a jogi szakértők bevonásával felülvizsgálatatta, és a függőkártartalékokat jelentősen megemelte. Jelenleg a Biztosító felé bejelentett összes kárigény a fenti jövedéki adótartozáshoz kapcsolódó kárt is figyelembe véve 24 millió euró, melyből a Biztosító által a jogi szakértők véleményét figyelembe véve 5,92 millió eurónyi összeget képzett meg tételes függőkártartalékként, illetve 1,11 millió eurót regressztartalékként állított be. Amennyiben a ténylegesen kifizetendő károk értéke ettől eltér, a különbség közvetlenül változtatja a Biztosító jövőbeli eredményét és tőkéjét.

Az értékesítés Olaszországban 2019 folyamán megszűnt. Az olaszországi kötelezettségvállalásokon a Biztosítónak 2020. december 31-i állapot szerint – a szerződésenkénti limiteket összegezve – valamivel kevesebb, mint 70 millió euró (25 mrd Ft) kitettsége állt fent, szemben az eredeti 500 millió eurónyi és az ebből 2019. év végén meglévő 383 millió eurónyi (127 mrd Ft) kitettséggel. A jelenleg fennálló (kb. 40 millió EUR) olaszországi kötelezettségvállalás várhatóan 2025-ig kifut az EMABIT portfóliójából.

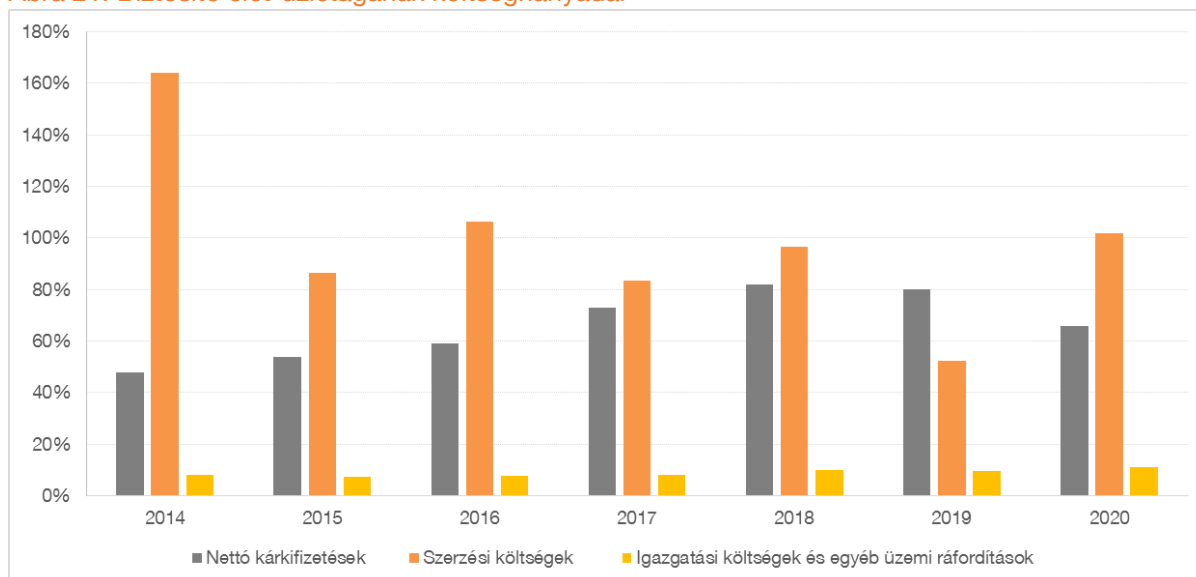
Növekedési lehetőségek: az üzletfejlesztést és értékteremtő, a (lakossági és vállalati) piaci jelenléte t és terjeszkedést messzemenően támogató tulajdonosi háttér, a megfelelő tőkeereje és bővülő humán erőforrásai révén a Biztosító üzleti aktivitása fokozódhat és felülmúlhatja (legalábbis a jövedelem növekedési üteme) a nagyobb magyarországi biztosítótársaságok teljesítményét a következő időszakban. A Biztosító a biztosítási piac teljes vertikumában alkalmas lehet növekedni alkalmazkodási képességének, azaz a magyar piac valós igényeire szabott, egyszerű és könnyen értékesíthető (dobozos lakossági) innovatív termékeknek, szolgáltatásoknak és digitális megoldásoknak köszönhetően.

A Biztosító fókuszában – összhangban a főtulajdonosa piaci kitettségével – a nem-élet üzletágban elsősorban a könnyen értékesíthető vagyon (pl. lakás)- és gépjármű felelősségbiztosítási termékek, valamint a casco biztosítások, csoportos személybiztosítási termékek (magán és állami) vállalati ügyfelek részére, bankbiztosítások (pl. hitelfedezeti biztosítások), bankkártya mellé járó utasbiztosítások, míg az életbiztosítási szegmensben az egészség-, nyugdíj- és csoportos élet-,

baleset, betegségbiztosítási és nyereségrészesedéssel járó termékek állhatnak. Emellett a Biztosító továbbra is elkötelezett a hatékonyság növelésében, amelyet a digitalizáció irányába tett lépések (digitális kárbejelentési, kárrendezési és egyéb ügyfélkiszolgálással járó folyamatok), az ésszerű költséggazdálkodás (szerzési és igazgatási költséghányadok szinten tartása), kifinomult kockázatkezelés, a veszteséges és tőkeigényes üzleti területek háttérbe helyezése és stratégiai partnerségek keretében felállított terjesztési (alkuszi, banki, közüzemi szolgáltatói) csatornák diverzifikálása segíthetnek elő.

Az elmúlt években a Biztosító folyamatosan erőfeszítéseket tett annak érdekében, hogy megőrizze költséghatékonyságát. Az MKB Biztosítótársaságok konszolidálása és CIG Pannónia Pénzügyi Közvetítő Zrt.-t magas üzemi költség szintje azonban átmenetileg megterhelte a jövedelmezőséget. A veszteséges CIG Pannónia Pénzügyi Közvetítő Zrt. végelszámolása 2021. január 1. elindult, míg az erősen veszteséges külföldi kezesi és belföldi gépjármű-biztosítási tevékenységek leépítése részben megtörtént. A nem-élet üzletág tervezett újraindítása természetesen jelentékeny ráfordítással fog járni, de a végrehajtott költséghatékonysági intézkedések hatása megmaradhat a szigorú költség-monitoringnak, illetve az ügyfelekkel történő kapcsolattartás fokozásának köszönhetően.

Ábra 21. Biztosító élet-üzletágának költséghányadai



Forrás: CIG Pannónia, Concorde

Viszontbiztosítás: A nem életbiztosítási szegmens viszontbiztosítási szerződéseit általában minden évben megújítják. A megállapodások értelmében a viszontbiztosítási partnerek jogosultak az viszontbiztosított biztosítások rendszeres biztosítási díjainak meghatározott százalékára (a nem életbiztosítási szegmensben akár 100% -ra is), valamint az évente változó viszontbiztosítási díjra, ahol az utóbbit folyamatosan kiigazítják a befoglalt kockázatoknak megfelelően.

A Biztosító több viszontbiztosító partnerrel áll kapcsolatban. Az átengedett biztosítási díjak fejében a viszontbiztosítók jutalékot fizetnek a Biztosító számára (kvóta-részesedés alapú viszontbiztosítás) az újonnan szerzett biztosítások díjának arányában. Ezen túlmenően a viszontbiztosítók ellenszolgáltatást nyújtanak a Biztosító számára a jutalékok és a kártérítések kifizetésének teljesítésében.

Kombinált (költség)hányad: A nem-élet biztosítók működési jövedelmezőségének egyik legfontosabb mércéje a kombinált hányad, amely a felmerült veszteségek és ráfordítások összegének a nettó megszolgált díjakhoz mért arány. A kombinált hányadot általában százalékban fejezik ki.

Kombinált arány: $(\text{veszteségek} + \text{ráfordítások}) / \text{bruttó megszolgált biztosítási díj}$

A kombinált arány lehet bruttó és nettó szemléletben is számolni. Az utóbbi esetben a biztosítási díjakat és a kiadásokat/költségeket is korrigálni kell a viszontbiztosítás hatásaival. Elemzésünkben a bruttó szemléletet követjük és a viszontbiztosítást figyelmen kívül hagyjuk (a biztosítási díjak esetében is).

Kárhányad = (a tárgyév során felmerült károk / veszteségek + a tárgyévi kárigények tartalékai + a kárrendezés várható költségei) / bruttó megszolgált biztosítási díj;

A módozatoktól függő kárhányad betekintést nyújt a károk rendezéséhez felhasznált biztosítási díjak százalékos arányába. Minél alacsonyabb a kárhányad, annál magasabb profitot érhet el a biztosító a biztosítási tevékenysége révén. A magasabb veszteségarány azt jelezheti, hogy a biztosítónak javulnia kell kockázatkezelés területén a jövőbeni tetemes károk elkerülése érdekében.

Költséghányad = (felmerült költségek - az előző évi kárrendezés várható költségei - a tárgyévi kárrendezés várható költségei) / bruttó megszolgált biztosítási díj.

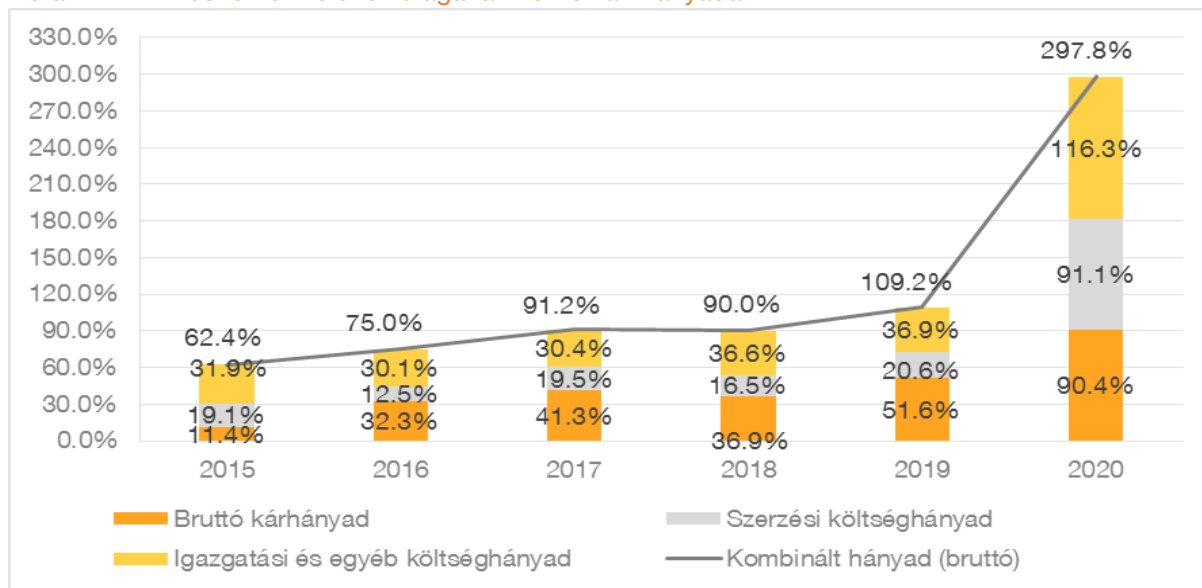
Minél alacsonyabb a költségarány, annál nyereségesebb a biztosító minden más tényező változatlansága esetén.

A 100 százalék alatti együttes (kár és ráfordítás) hányad tehát azt jelzi, hogy a biztosítási tevékenység nyereséget termel, míg a 100 százalék feletti arány arra utal, hogy több pénzt fizet ki kárigényekben és kiadásokban, mint amennyit díjat beszed, ami nyilvánvalóan nem fenntartható hosszabb távon. Ha a kombinált hányad kisebb, mint 100 százalék (a különbség az úgynevezett „float”), azaz a veszteségek (kártérítések) és a működési költségek ésszerűen alacsonyak (vagyis nem keletkezik technikai veszteség), a befektetési tevékenység forrásköltsége tulajdonképpen nulla, és így a teljes bruttó befektetési hozam a biztosítók adózás előtti eredményét növeli (a nem-élet üzletágban). Még ha a kombinált ráta meghaladja is a 100 százalékot, a Biztosító képes lehet elérni adózás előtti nyereséget, ha elegendő bevételt tud felmutatni a befektetésekből.

A 100 százalék alatti együttes költséghányad a hatékony biztosítási tevékenység mércéje, de utalhat arra is, hogy az ágazat túlárzott, a verseny gyenge, a díjakat indokolatlanul magas szinten tartják a biztosítók. Ezzel szemben a 100 százalék feletti arány azt tükrözi, hogy nem sikerült elegendő díjat beszedni a várható károk és általános költségek fedezésére. A 100 százalék feletti arány általában a nem megfelelő árképzés, a váratlanul magas követeléseknek (nem megfelelő kockázatkezelés és/vagy drága üzemeltetés) miatt fordulhat elő is. Minél jövedelmezőbb a befektetési tevékenység - az egyre növekvő díjtartalékokkal összhangban - a biztosítók annál magasabb üzemi költségeket engedhetnek meg maguknak. A magas kombinált arány egy nagyon versengő biztosítási környezet jele is lehet - pl. a magyarországi gépjármű-felelősségbiztosítás szegmens.

A teljes hazai nem-élet ág kombinált mutatója az elmúlt években 80-90 százalék között ingadozott. Alakulását elsősorban a kárhányad alakulása befolyásolta. A Biztosító kombinált hányada illeszkedett a szektorátlaghoz a korábbi években. Ahhoz, hogy a Biztosító nem-élet biztosítási tevékenysége fenntartható legyen elengedhetetlen, hogy a váratlan események kivédésére – normál üzemenet mellett – kellően alacsonyan tartsa saját kombinált mutató értékét. Más szavakkal, a Biztosító működési modelljének kellően rugalmasnak kell lenni ahhoz, hogy amennyiben a kárhányad egy-egy évben megugrik, vagy a verseny tovább fokozódik a szektorban, technológiai újítások, értékesítést és vagyonkezelést is érintő szervezeti átalakítások által elérhető költségcsökkentéssel képes legyen kigazdálkodni a szektor átlaghoz közelítő saját tőkearányos megtérülési szintet (ROE: ~15%).

Ábra 22. A Biztosító nem-élet üzletágának kombinált hányada

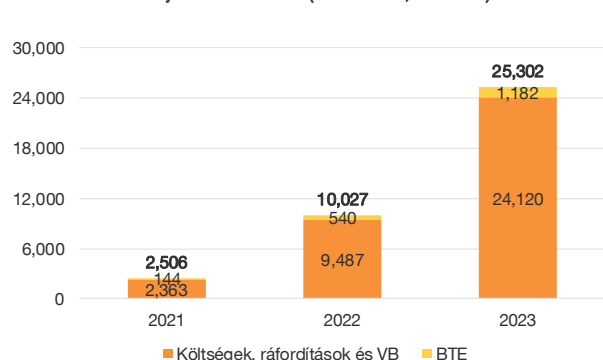


Megjegyzés: A költség-hányad tartalmazza a biztosítási adókat és egyéb ráfordításokat (pl. céltartalékokat) is.
 Forrás: CIG Pannónia, Concorde

Előrejelzés: Az a tény, hogy a Biztosító konszolidált szinten megőrizte szilárd tőkehelyzetét, annak ellenére, hogy éves életdíja 2019. harmadik negyedév óta mintegy 25 százalékot zuhant, az olasz kezesség ügyleteken jókora veszteséget szenvedett el, arra enged következtetni bennünket, hogy a Biztosító képes marad egyenletesen és értékteremtő módon növelni eredményét, és ezáltal érdemben javulhat majd az osztalékfizetés képessége is. Várakozásunk szerint a Biztosító első éves új szerzési állománya (rendszeres díjazású és egyszeri együttesen) az életbiztosítási szegmensben évi 4-4,5 milliárd forint körül alakulhat. Az etikus életbiztosítás jegyében kötött új nyugdíjbiztosítások, valamint az egyéb unit-linked és hagyományos biztosítási termékeken realizálható allokált tőkearányos megtérülés magasabb lehet, mint a korábbi működés alappilléreinek számító unit-linked termékeken. Fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy a 2010 és 2012 között kötött unit-linked életbiztosítások 2022-27 között tömegesen elévülnek, ami a károk (kifizetések) hatalmas növekedését és a tartalékok egyidejű csökkenését fogja eredményezni, noha több évre elosztva és fokozatosan.

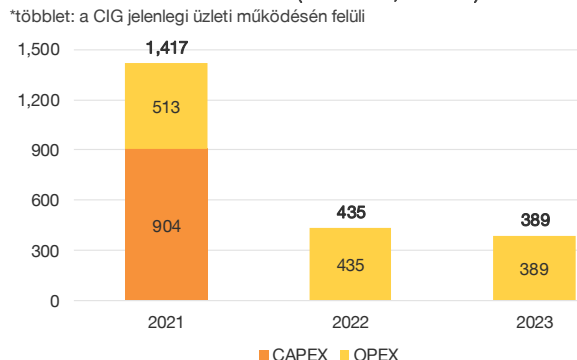
Új stratégia (2021-23): A Biztosító új növekedési stratégiája 1,2 milliárd forinttal magasabb biztosítástechnikai eredményt és 25,3 milliárd forinttal több bruttó biztosítási díjbevételelérését tűzte ki célul 2023-ig, miközben a költséghatékonyság jelentős javulását reméli az új biztosítási termékek, a digitális és banki értékesítési csatornák intenzívebb alkalmazása révén.

Összes várható díjbevétele és BTE (2021-2023, millió Ft)



Forrás: PwC, CIG Pannónia

Összes többlet CAPEX és OPEX (2021-2023, millió Ft)



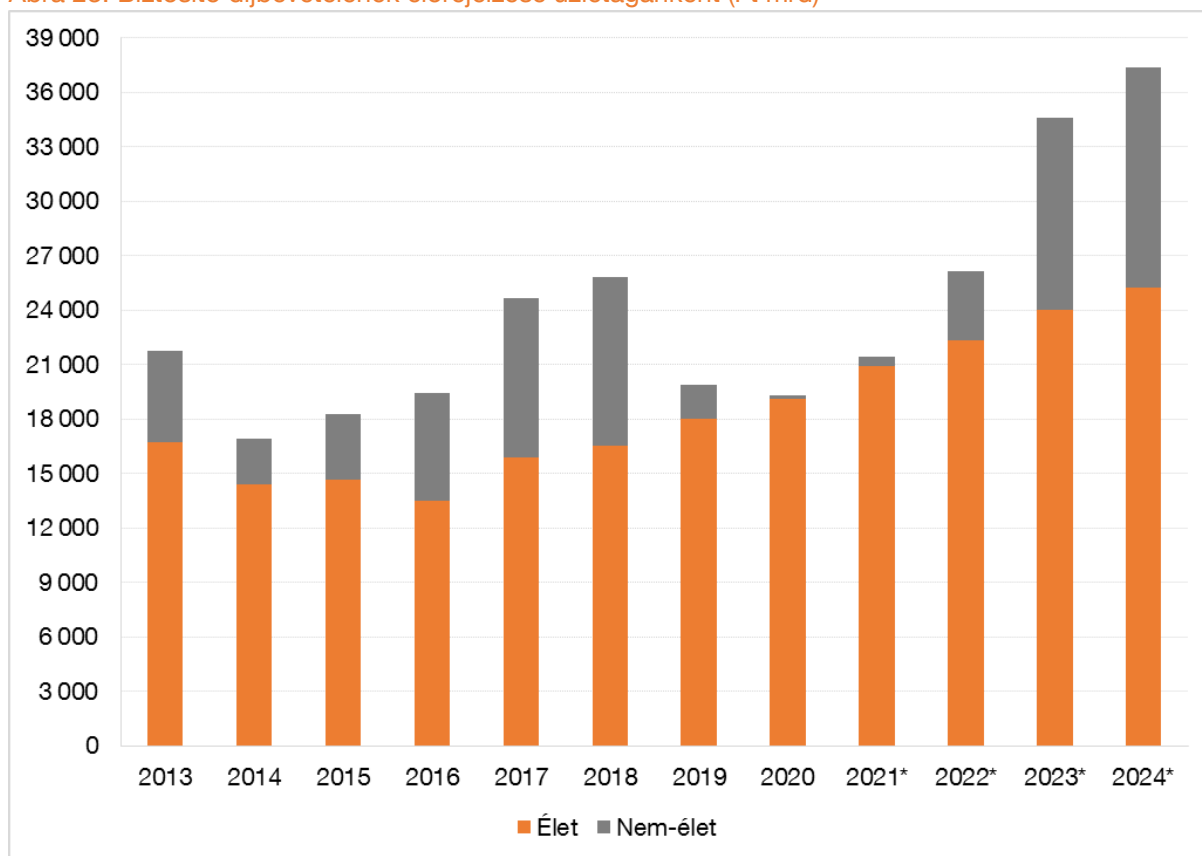
Forrás: PwC, CIG Pannónia

A Biztosító stratégiai tervei között 1,4 milliárd forintos fejlesztés szerepel, amiből 900 millió forint beruházásra, a többi működési költségekre fordítódik. A fejlesztéshez a Biztosító 800 millió forint állami támogatást kapott a Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Hivataltól, amit mesterséges intelligencia segítségével kínálható, személyre szabott biztosítási termékek kifejlesztéséhez szándékozik felhasználni.

Az új stratégia a következő három évben összesen mintegy 38 milliárd plusz bruttó díjbevétel befolyásával számol, amelyet ambiciózusnak tartunk. Noha nem tartjuk teljességgel elképzelhetetlennek az elérhetőségét, számos kockázatot látunk a teljesíthetőségét illetően, leginkább a majdani életbiztosítási termékek piaci fogadtatását övező bizonytalanság, a többlet díjbevételhez társított költségtartalom megcélzott szintjét, illetve a banki értékesítést érintő végrehajtási kockázatok miatt.

Várakozásunk szerint a Biztosító konszolidált bruttó díjbevétele 2023-ig 34,5 milliárd forintra emelkedhet, ami 78% a Biztosító saját 2023-ra vonatkozó bruttó díjbevétel várakozásának. A bruttó díjbevételek közül a nem-élet üzletág aránya 30 százalékot tehet ki 2023-ban.

Ábra 23. Biztosító díjbevételeinek előrejelzése üzletáganként (Ft mrd)



Forrás: CIG Pannónia, Concorde becslés

Díjbevétel-előtejezésünk alapján a Biztosító konszolidált nettó eredménye 2021-ben 1,65 milliárd forintot érhet el. Ebből az Alapkezelőtől vagyonarányosan és eredmény-hozzájárulás mértékében a Biztosítóra eső (a tőke módszerrel elszámolt befektetések hozama soron kimutatott) profittömeg megközelítheti a 400 millió forintot. Így az EPS 17 forintra nőhet a tavalyi 7 forint után (+149%). A Biztosító nettó eredménye 2022-ben 1,99 milliárd, 2023-ban 2,37 milliárd forintra emelkedhet, főképp a nem élet üzletág növekvő eredmény-hozzájárulásának köszönhetően. Ennélfogva az EPS 2022-ben 21 forint, 2023-ban 25 forint lehet. Természetesen a nem-élet üzletág újraépítése idő és költség- és tőkeigényes folyamat. A nem-élet üzletág felfuttatása minden bizonnyal plusz tőkeinjekciót fog megkövetelni az anyavállalat részéről. Ennek nagyságrendjét minimálisan 1 milliárd forintra tesszük, ahhoz, hogy az EMABIT tartani tudja a jelenlegi 150-160 százalékos tőkekövetelmény mutatóját.

Előrejelzésünk nem számol esetleges jövőbeli felvásárlási tranzakciókkal és azoknak a Biztosító eredményére és tőkehelyzetére gyakorolt potenciális hatásával.

Adózás: A Batv. a casco, illetve a vagyon- és balesetbiztosítási szolgáltatásokra a biztosítási adó mértéke casco biztosításnál 15 százalék, vagyon- és balesetbiztosításnál 10 százalék az adókötelezettség egyes hónapjaiban. Ha az adóelszámolás hónapját közvetlenül megelőző naptári évben a casco, illetve vagyon- és balesetbiztosítási szolgáltatások nyújtásából származó összesített adóalap nem érte el a 8 milliárd forintot, a Batv. sávosan progresszív adómértékeket ír elő akkor a következő szerint: Az adóelszámolás hónapja adóalapjának

- 100 millió forintot meg nem haladó része után a 15 százalékos, illetve 10 százalékos adómérték 25 százaléka,
- 100 millió forintot meghaladó, de 700 millió forintot meg nem haladó része után a 15 százalékos, illetve 10 százalékos adómérték 50 százaléka,
- 700 millió forintot meghaladó része után a 15 százalékos, illetve 10 százalékos adómérték 100 százaléka.

A sávos adómérték a Batv. alapján a kötelező gépjármű-felelősségbiztosítási szolgáltatásnál nem alkalmazható

A tényleges társasági adó mértéke az elkövetkező években átlagosan a 9 százalékos társasági kulcs alatt alakulhat, mivel a belátható jövőben keletkező nyereségek lehetővé teszik majd a korábban évek elhatárolt veszteségek felhasználását adófizetési kötelezettség csökkentésére. A halasztott adó követeléseként 2020. év végén beállított összeg (386 millió forint) az elhatárolt veszteségből középtávon várhatóan megtérülő rész, vagyis a Biztosító üzleti tervei és az adókulcs alapján várhatóan realizálható adómegettarítás.

Táblázat 8. Konzolidált eredmény-előrejelzés (IFRS; Ft millió, ha másképp nem szerepel)

	2020	2021*	2022*	2023*	2024*
Bruttó biztosítási díjak	19 319	21 466	26 133	34 588	37 364
Unit-linked tartalékok	74 122	80 332	81 284	74 895	56 962
Biztosítástechnikai tartalékok	17 064	17 213	19 124	22 761	25 219
Összes tartalék	91 186	97 545	100 409	97 656	82 181
Saját tőke	13 894	15 541	16 589	17 459	17 827
Egyéb kötelezettségek	7 616	8 078	8 198	7 819	6 604
Adózás utáni eredmény	660	1 647	1 992	2 370	2 602
EPS (HUF)	7.0	17.4	21.1	25.1	27.6
Egy részvényre jutó osztalék (HUF)**	0.0	10.0	15.9	18.7	20.5
Egy részvényre jutó könyv szerinti érték (HUF)	148.3	164.6	175.7	184.9	188.8
ROE (%)	4.8	11.2	12.4	13.9	14.7

*Megjegyzés: **Osztalékot a tőzsdén jegyzett CIG Életbiztosító Nyrt. fizet a részvényeseknek. Ehhez a saját nem-konzolidált éves adózott eredményén felül a korábbi évek eredménytartalékát is felhasználhatja. Az EMABIT és az Alapkezelő fizethetnek osztalékot a Biztosítónak az adott évi eredményük után, ami viszont csak a rákövetkező évben (az EMABIT és az Alapkezelő közgyűlésének jóváhagyása után) folyik be a Biztosító kasszájába, növelve egyben az eredményt és így osztalékalapot is.*

*Forrás: CIG Biztosító, *Concorde becslés*

Kockázatok: A Biztosító hazai kereskedelmi bankokkal (Budapest Bank, MKB, Takarékbank) való stratégiai együttműködése keresztértékesítés területén jelenleg körvonalazódik, és még bizonytalan, hogy milyen eredményre vezet a partnerségük.

A Biztosító jövedelmezőségét érzékenyen érinti a hozamkörnyezet és a részvénypiaci mozgások. A befektetési portfólió döntő hányadát fix kamatozású értékpapírok alkotják, amelyekben az elérhető hozam jelenleg rendkívül alacsony, miközben rengeteg kockázat leselkedik rájuk. A lejáró kötvényeket és az időközben befolyó díjbevételeket csak alacsonyabb hozamok mellett lehet (újra) befektetni, ami csökkenti a kötvényportfóliók átlagos hozamát. A Biztosító direkt és indirekt (befektetési alapokon keresztül történő) kötvénybefektetéseiben kereshető hozam összességében változatlan vagy negatív maradhat a világban észrevehetően elindult a hozamok emelkedése miatt. Egyéb eszközosztályok (pl.

a részvények, ingatlanok, áruipiaci termékek) védelmet kínálhatnak az infláció ellen, de esetükben a volatilitás szignifikánsan növekedhet.

Nincs garancia arra, hogy Magyarország képes lesz hozzáférni időben és valamennyi, korábban megítélt vissza nem térítendő uniós támogatáshoz a jövőben. Az uniós pénzek elmaradása lassíthatja a gazdasági növekedést, miközben a felvázolt középtávú költségvetési és államadósság pályát is átrajzolhatja, befolyásolva a forint árfolyamát és a belföldi kamatokat. Érzékenységvizsgálatunk szerint az uniós források részleges visszatartása 0,5-1% alacsonyabb GDP növekedést is előidézhetnek az következő időszakban az alapforgatókönyvünkhöz képest (Isd. Táblázat 5.)

A jövedelem-előrejelzésünkben ugyanakkor felfelé mutató kockázatok is vannak. A költségvetési és monetáris politika egyértelműen stimulálja az üzleti bizalmat és a kiadásokat, a lakáspiac továbbra is biztató képet fest. A kormány családtámogatási és munkahelyteremtés ösztönző programjainak, valamint adópolitikai intézkedéseinek kedvező hatásai várhatóan a biztosítási piacon is érezhetőek lesznek. Figyelemre méltó továbbá, hogy a magánnyugdíj-megtakarítások 2011-es kisajátítását követően egyre többen érzik úgy, hogy komolyabban meg kell fontolniuk az időskori öngondoskodás pénzügyi fedezetének életjáradék-szerű biztosítását, amihez a különböző adókedvezmények igénybevételét lehetővé tevő nyugdíj-előtakarékosági termékek hathatós segítséget adhatnak. Minden körülmény adott ahhoz, hogy a Biztosító mostani vezetésének piaci résekre épülő üzleti stratégiája erős szakmai tulajdonosi támogatás mellett újfent sikeresnek bizonyuljon, kiváltképp a nem-élet üzletágban.

Véleményünk szerint nem lehet kizárni annak lehetőségét, hogy a Biztosító belátható időn várakozásokon felüli előnyökben részesül a partner kereskedelmi bankokkal folytatott stratégiai együttműködés révén (pl. szinergiák a keresztértékesítés és alapkezelés területén), és így nem csak a jelenlegi legjobb tudásunk szerint készített eredmény-előrejelzésünkön alapuló értékelést támasztják alá, de azt meghaladó értékeléshez is vezethetnek. Következésképpen az is előfordulhat, hogy a Biztosító reális értékére vonatkozó legoptimistább becslésünk (Isd. Táblázat 6.) is konzervatívnak bizonyul.

Értékelés

Biztosító értékelését kettő általánosan elfogadott megközelítés alapján végeztük el:

- versenytársakkal való összehasonlító értékelés és
- a meglévő, valamint a jövőbeli értékesítések értékének meghatározásához használt általános biztosításmatematikai elvek alapján.

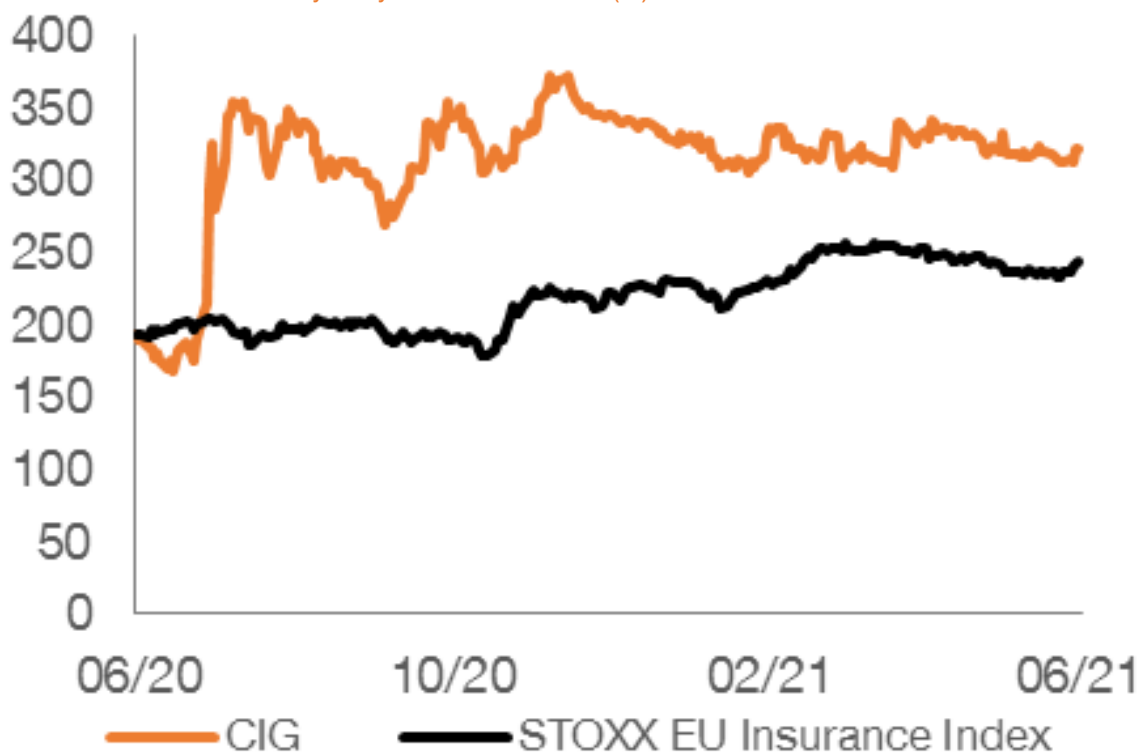
Ez utóbbi módszer szerint a diszkontált cash flow (DCF) módszert alkalmaztuk a maximálisan fizetendő osztalékra összpontosítva, amelyet a Biztosító – a véleményünk szerint hajlandó és képes lenne fizetni a részvényeseknek a jövőbeli várható eredményéből. Az értékelési folyamat során figyelembe vettük az életbiztosításokat érintő szabályozási változtatásokat, a várható értékesítési potenciált az élet-, és a nem élet-üzletágban egyaránt, a törlési arányokat és a becsült költséghányadokat. A jövőbeli várható (valószínűségekkel súlyozott) nettó (költségek és kötelezettségek utáni) pénzáramok jelenértékének kiszámításához használt diszkontráták összhangban vannak a hazai tőkepiacon megfigyelhető hasonló kockázatú pénzáramokra alkalmazott diszkontrátákkal. Az érzékenység-elemzés szintén a vizsgálat része, melynek folyamán igyekeztünk megbecsülni, hogy a Biztosító részvényeinek belső értéke mennyire függ a különböző fő vállalat specifikus paraméterek értékének változásától. Az értékeléshez a Biztosító nyilvánosan elérhető IFRS szerinti egyedi és konszolidált pénzügyi adataira támaszkodtunk.

A Biztosító jelentős kitettséggel rendelkezik a hosszú lejáratú, tőke- és piac érzékeny termékekben, mint például a unit-linked biztosítások. A versenytársaihoz hasonlóan a Biztosító is követi az etikus életbiztosítási koncepció előírásait, miközben igyekszik termékösszetételét a kevésbé tőkeigényes, de legalább akkora megtérülést biztosító termékek felé elmozdítani, mint a múltban kötött életbiztosítások. Az egészség-, nyugdíj- és kockázatvédelmi biztosítások fokozatos térnyerésével a Biztosító voltaképpen törekszik arra, hogy üzleti tevékenységének jövedelmezősége közelebb kerüljön a szektorátlaghoz.

Összehasonlító értékelés: Az összehasonlító értékelésnek megvannak a maga határai a Biztosító vonatkozásában, tekintve, hogy az európai biztosítók többsége kiforrott összetett vállalkozásoknak tekinthetők, amelyek mérete többszöröse a Biztosító méretének. A versenytársak közül – az említett korlátok figyelembe vétele mellett - a lengyel PZU-t és az osztrák VIG-t használtuk leginkább referenciaként a Biztosító összehasonlító értékelésekor. A PZU nincs üzleti tevékenysége azokon a piacokon, ahol a Biztosító jelen van, míg a VIG egy komoly rivális, amely megpróbálja felülmúlni a Biztosító a magyar biztosítási piacon.

Az elmúlt 12 hónapban a Biztosító részvényei forintban számolva csaknem 7 százalékos, euróban számolva 5 százalékos teljes hozamot (árfolyam-emelkedés + osztalék) termeltek a tulajdonosoknak, szemben az európai biztosítási szektor – euróban számolt – 20 százalékos átlagával. Az alulteljesítés leginkább az olasz kitétség várható vesztesége körüli és a vezetéváltás okozta bizonytalansággal magyarázható.

Ábra 24. Biztosító részvényárfolyamának alakulása (Ft)



Forrás: Bloomberg, Concorde

A Biztosító részvényei jelenleg 15,2-szeres 2022-es P/E, és 2,2-szere 2020-es P/BV szorzón forognak, ami 77% és 100% prémiumnak felel meg a PZU és a VIG hasonló szorzóinak átlagához viszonyítva.

A Biztosító következő három évben várt eredményei alapján számolt eredmény- és könyv szerinti szorzói számottevően magasabbak, mint a PZU és a VIG értékelési mutatói. A Pannonia kiugróan magas relatív értékeltsége a Biztosító eredmény-növekedési lehetőségeit illető felfokozott befektetői várakozásoknak és az új menedzsmentben vetett bizalomnak tudható be. Valójában a Biztosító a főbb piaci szegmensben jelentősen kisebb mérettel bír a külföldi tulajdonú biztosítótársaságokhoz képest. Ennek ellenére ésszerűnek tűnik azt feltételezni, hogy az értékeltség között jelenleg meglévő hatalmas különbség idővel szűkül, amennyiben a Biztosító eredményei többé-kevésbé visszaigazolják a mostani árazás alapján vélelmezhető jövedelem-növekedési ütemet.

Táblázat 9. Biztosító összehasonlító értékelése

	Árfolyam	Piaci kapitalizáció	Piaci kapitalizáció/Bruttó díjbevétel	P/E			P/BV
	(Helyi deviza)	(Helyi deviza)	2020	2020	2021	2022	2020
VIG (A)	23.0	2 938	0.3	10.5x	8.2x	7.5x	0.6x
UNIQA (A)	7.1	2 194	0.4	31.6x	8.3x	8.3x	0.6x
PZU (PL)	36.6	31 622	1.3	17.5x	10.2x	9.8x	1.6x
AEGON (NL)	3.4	7 098	0.4	6.3x	5.5x	5.3x	0.3x
Zurich (CH)	354.8	53 383	1.1	19.3x	13.2x	11.7x	1.5x
Generali (I)	16.2	25 653	0.4	13.0x	9.4x	9.1x	0.8x
Allianz (D)	201.1	82 912	1.0	12.3x	9.7x	9.3x	1.1x
Aviva (GB)	376.8	14 807	0.5	7.2x	7.6x	8.2x	0.8x
AXA (F)	21.0	50 801	0.5	11.7x	7.8x	7.3x	0.8x
Triglav (SLO)	33.0	750	0.6	9.6x	9.2x	9.8x	0.8x
CIG Pannonia (H)	320	30 217	1.6	45.4x	18.3x	15.2x	2.2x
Peer group's average	-	-	0.7	13.9x	8.9x	8.6x	0.9x

	Osztalékhozam		ROE		Nettó profit marzs		Bruttó díjbevétel	Béta
	2020	2020	2021	2022	2020	2020	2020	
VIG (A)	5%	6%	7%	7%	2%	2%	10 428	0.7
UNIQA (A)	6%	2%	7%	8%	0%	0%	5 261	0.7
PZU (PL)	8%	11%	18%	17%	5%	5%	23 866	0.6
AEGON (NL)	5%	-1%	5%	5%	0%	0%	16 099	1.2
Zurich (CH)	6%	9%	12%	13%	7%	7%	50 555	0.8
Generali (I)	6%	6%	9%	9%	2%	2%	67 393	0.9
Allianz (D)	5%	9%	10%	11%	6%	6%	82 986	1.0
Aviva (GB)	6%	12%	10%	9%	6%	6%	29 015	1.1
AXA (F)	7%	6%	11%	11%	3%	3%	94 148	1.1
Triglav (SLO)	5%	9%	10%	n.a.	6%	6%	1 234	0.5
CIG Pannonia (H)	0%	5%	11%	12%	3%	3%	19 319	0.9
Peer group's average	6%	7%	10%	10%	4%	4%	-	0.9x

Megjegyzés: Minél magasabb a saját tőke megtérülése (ROE), annál jövedelmezőbb a biztosító, és annál nagyobb az esélye a részvényesek felé történő osztalékfizetésének, minden más tényezőt változatlanul véve; miközben nem szükséges több tőkét felhalmozni az üzleti tevékenység bővítéséhez vagy a fizetőképességhez. Valójában a ROE a felvállalt biztosítási és garanciális (hozam) kockázatok jövedelmezőségének mérőszáma. Gyakran használják annak értékelésére, hogy a biztosítók milyen hatékonyak az egyes üzletágak üzemeltetésében és azok "megfelelő keverésében". Az alacsony kockázati étvágy feltételezi az alacsony ROE elfogadását; míg a magasabb kockázati étvágy elvileg magasabb ROE-val jár (amivel a biztosító kompenzálja a veszteség esélyét), tekintettel a működési költségekre és a tőkeáttétel szintjére.

Forrás: Bloomberg, Concorde becslés

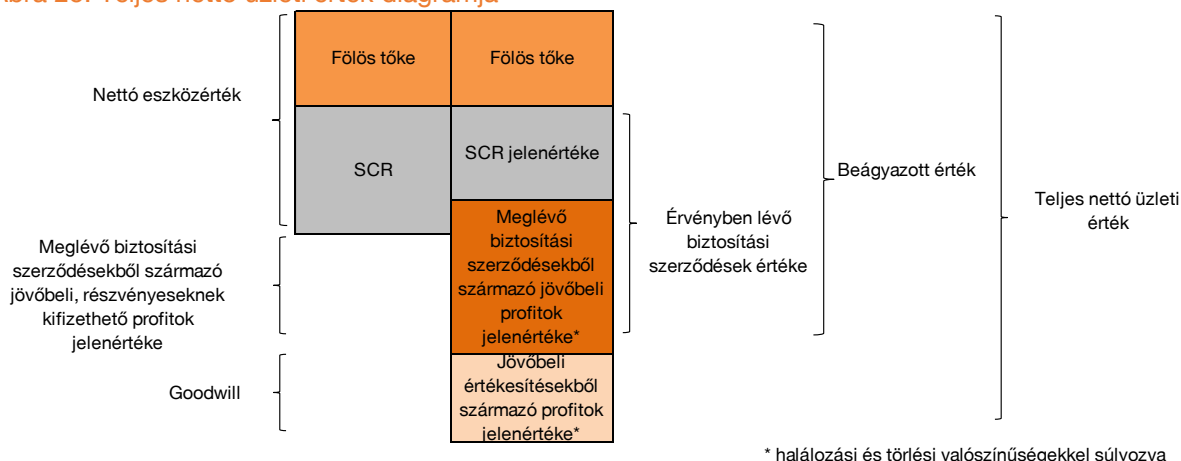
Üzletágak diszkontál cash flow (DCF) alapú értékelése: Az üzleti szegmensek egyenkénti DCF alapú értékelése, majd az így kapott üzletágértékek összegzése becslést ad a Biztosító teljes értékére (sum-of-the parts). Ez a fajta megközelítés általában pontosabb becslést ad a biztosítók meglévő biztosítási szerződéseiből és jövőbeli értékesítéséből eredő nettó pénzáramok jelenértékére mind az élet, mind a nem életbiztosítási szegmensek esetében, mint ez erősen leegyszerűsítő versenytársakkal összehasonlító értékelés.

A Biztosító részvényeinek belső értékének meghatározásához először megbecsültük a Biztosító érvényben lévő életbiztosításaiból eredő és jövőbeni feltételezett értékesítési lehetőségeinek együttes értékét (az úgynevezett appraisal value, AV) DCF modell alapján. Számításaink szerint a Biztosító részvényeinek így módon meghatározható belső értéke jelenleg 329 forint; ami csaknem megegyezik az Ajánlati árral.

Teljes üzletérték (AV) komponensei:

- i) Beágyazott érték (embedded value, EV), és
- ii) Jövőbeli lehetőségek jelenértéke (goodwill)

Ábra 25. Teljes nettó üzleti érték diagramja



Forrás: Concorde

A teljes nettó üzleti értéken (AV) belül megbecsültük a Pannónia meglévő életbiztosítási szerződéseinek beágyazott értékét (EV) is, ami voltaképpen az üzletág gazdasági értékére adott becslés, ideértve a meglévő üzletág jövőbeni valószínűségekkel súlyozott adó utáni nyereségét, de nem beleértve a jövőbeni új üzleti tevékenységből származó nyereség jelenértékét. Ez az érték valójában megfelel a részvényesek számára, az üzletágban felmerülő kockázatok alapján a Felügyeleti elvárásoknak eleget tevő szavatoló tőkeszükségleten felül felosztható nettó nyereség összegének. Az életbiztosítási üzletág EV-je tehát nem tartalmazza a jövőbeni új értékesítésekből és üzleti tevékenységből származó értéknövekményt, és lényegében az érvényben lévő biztosítási szerződésekből származó üzleti érték (Value-In-Force, VIF), valamint a szabadon felhasználható főlős saját tőkének és a szavatoló – MCR vagy SCR közül nagyobbik- tőkeszükséglet (alternatív) költségének nettó összege. A szavatoló tőke tartásának költsége alatt az érvényben lévő életbiztosítási szerződések kifizetéséig tartó periódusban felmerült éves tőkeköltségek jelenértékét kell érteni (tőkeköltség-megközelítés).

Táblázat 10. EV számítás (tőkeköltség-megközelítés)

+ főlős saját tőke
+ SCR
+ Jövőbeli valószínűségekkel súlyozott várható adózás utáni eredmények jelenértéke*
+ SCR elérhető jövőbeli várható befektetési eredmények jelenértéke
- SCR tartási költségének jelenértéke (legalacsonyabb elvárt hozam x SCR)
= EV

Forrás: Concorde

Új üzlet értéke: az új üzletek értéke (new business value) a jelentési időszak alatt eladott új biztosítási kötvények által eredményezett érték összege. Az új üzleti díjak az új üzleti tevékenységből származó díjak. Az időszakban a meglévő szerződések díjainak növekedését a VIF tartalmazza.

Az MCR Szolvencia II szabályozásban meghatározott abszolút alsó korlátja 3,7 millió euró.

Szavatolótőke-szükséglet: a biztosítók egyedi kockázati profilját legfőképp a tőkeszükségletek tükrözik. A szavatolótőke-szükséglet (standard módszer szerinti) számítása a biztosítási tevékenység végzése során fellépő biztosítási, piaci, működési és egyéb kockázatokhoz igazodik. A szavatolótőke-szükségletet az alapvető szavatolótőke-szükséglet (jegyzett tőke, tőketartalék, valamint az átértékelési tartalék), a működési kockázat szavatolótőke-szükséglete és a korrekciók (pl. diverzifikációs előnyök) számszerűsített összege.

A szavatolótőke-szükséglet számítások két alapelve épülnek: a gazdasági kockázatokon alapuló megközelítésre (főként a szavatolótőke-számítás és a felügyelés tekintetében), illetve a piaci alapú értékelésre. A Szolvencia II rendszer a számítás alapjául szolgáló számviteli alapadatok (eszköz- és forráselemek) bizonyos részét egyfajta piaci értéken kerül figyelembe vételre, amely nem feltétlenül egyezik a vonatkozó uniós normákra épülő számviteli szabályok szerinti nyilvántartási értékkel. A piaci

érték kialakítása tekintetében használt definíciók egy részét a Nemzetközi Számviteli Standardok (IFRS) előírásai tartalmazzák. A Szolvencia II szerinti mérlege kiszámításához a Biztosító végrehajt egy piaci értékelést is az eszközei és kötelezettségei tekintetében, amelyet a számviteli nyilvántartásokban nem kell átvezetni, mert a szolvenciamérleg a hatósági, prudenciális szempontú megfigyelést szolgálja.

Az MCR Szolvencia II szabályozásban meghatározott abszolút alsó korlátja 3,7 millió euró. A szükséges szavatoló tőke birtoklásának alternatív költségét az SCR mellett maximálisan fizethető jövőbeni osztalékok jelenértékének, és az SCR nélkül fizethető jövőbeni osztalékok jelenértékének különbségét határoztuk meg. A jövőbeni általános költségek, adók, szabályozói tőke stb. csupán egy részét tartottuk indokoltnak a meglévő szerződésekkel, míg a többit a potenciális új szerzésekhez kapcsolódó kiadásoknak tekintettük.

A Biztosító az SCR-t általában alacsony kockázatú pénzügyi eszközökbe fekteti be (például állampapírok), amelyek hozama csökkenti az SCR (vagy MCR) tartásának költségét, és növeli a Biztosító jövedelmét. Nyilvánvaló, hogy amikor az SCR-t rövid lejáratú letétben, nulla kamatláb mellett fekteti be a Biztosító, a szükséges tőke tartásának közgazdasági költsége magasabb, mint amikor az SCR-t magasabb hozamú, de a kamatkockázatnak jobban kitett, hosszú lejáratú állampapírokba fekteti. Arra számítunk, hogy a Biztosító olyan rövid- és középtávú államkötvényekbe fekteti az SCR-t, amelyek évente nem több, mint 2-3 százalékos hozamot eredményeznek a névértékükre vetítve.

Az érvényben lévő életbiztosítások értéke (VF) a jövőbeni nyereség sztochasztikus jelenértékének az úgynevezett nettó (adó utáni) kockázati költség (NRM) vagy kockázati ráhagyással csökkentett összege. A kockázati ráhagyás alapja a nem diversifikálható kockázatok Szolvencia II tőkekövetelmények szerinti tőkeszükséglete. A kockázati ráhagyás tulajdonképpen kifejezi a nem pénzügyi, azaz a mortalitási, a morbiditási, törlési ráták bizonytalanságából és a működésből eredő nem diversifikálható kockázatok (underwriting risk) fedezésre képzett tőke tartásának költsége alapján. A kockázati ráhagyásnak akkorán kell lennie, hogy a legjobb becslés értékéhez történő hozzáadásával a biztosítástechnikai tartalékok teljes nagysága elérje azt az értéket, amelyre egy harmadik fél (biztosító) számára elméletben szükséges lenne ahhoz, hogy a jelenlegi biztosítási állományt átvegye és a biztosítási kötelezettségeket teljesíteni tudja, figyelembe véve a biztosítási állomány jövőbeli fenntartásának tőkeköltségét és a nem-fedezhető kockázatait, azaz a biztosítási kockázatokat, a viszontbiztosítások hitelkockázatát, a pótlólagos szavatoló tőke-szükséglet bevonásának költségét és a működési kockázatot is.

A gyakorlatban a piaci kockázatokat gyakran teljesen diversifikálhatónak lehet tekinteni, tehát ezek nincsenek benne a kockázati ráhagyásban, ami így összhangban van a kockázatmentes hozamokkal. A kockázati ráhagyás kiszámítása a viszontbiztosítás hatásának figyelembe vételével és a kockázatok közötti diversifikációs hatást figyelembe véve került kiszámításra. A tőkeköltség meghatározásához alkalmazott tőkeköltség-ráta évi 6 százalék. Az egyes előrejelzési évek tőkeköltségének diszkontálása az EIOPA által közétett volatilitási kiigazítás nélküli kockázatmentes hozamgörbe alapján történik.

Biztosítástechnikai tartalékok: Mindez pedig azzal függ össze, hogy a biztosítók és viszontbiztosítók kötelesek a biztosítási vagy viszontbiztosítási szerződésekkel kapcsolatos kötelezettségeik tekintetében biztosítástechnikai tartalékot (technical provisions) képezni. A biztosítástechnikai tartalékok értelmezése túlmutat a jelenlegi számviteli tartalékok fogalmán (kormányrendelet 43/2015. (III.12.).

A biztosítástechnikai tartalékok értékének meghatározása a biztosítási kötelezettségek átvállalásához és teljesítéséhez igazodó legjobb becsléssel és az egyes kockázatokhoz kapcsolódó garanciális többletárahagyás alkalmazásával történik (kockázati ráhagyás), amit különböző tényezők (így pl. az illeszkedési és a volatilitási kiigazítás vagy a szavatoló tőkén elért kockázatmentes hozam) módosítanak.

Más szóval, a biztosítástechnikai tartalék a legjobb becslés és a kockázati ráhagyás összege, ami így tulajdonképpen nem más, mint az a méltányos összeg, amelyet egy másik biztosító hajlandó fizetni azért, hogy átvállalja a biztosítottak és viszontbiztosítók felé fennálló kötelezettségeket (a kötelezettségek átvállalásához és teljesítéséhez szükséges tartalék). A biztosítástechnikai tartalékok

számítása során fel kell használni a pénzügyi piacokról származó információkat és a biztosítástechnikai kockázatokról általánosan hozzáférhető adatokat. Nem tartalmazza a meg nem szolgált díjak tartalékát és az elhatárolt szerzési költségeket (cash flow és nem eredményalapú szemlélet).

PV (tartalékok) = PV (kötelezettségek)

A kötelezettségek a szerződések fenntartásával kapcsolatosan felmerült költségekből (jutalék, bér, adók, stb.), biztosítási szolgáltatásokból és garanciaígéret (hozamígéret), és az alokált tőke költségéből állnak. (ha több a kiígért hozam, akkor arra arányosan több tőkét kell alokálni, amelynek a tartási költségét figyelembe kell venni).

A Biztosító a bevételeit és a kiadásait általában a múltbeli adatok alapján jelzi előre. Ezekre vonatkozóan megállapít egy úgynevezett legjobb becslést és a kockázati ráhagyás igazából azt a bizonytalanságot fedi le, hogy nem a legjobb becslés fog bekövetkezni. A legjobb becslés értéke tehát a jövőbeni pénzáramok jelenértékének valószínűséggel súlyozott átlagának felel meg, amelyet a vonatkozó kockázatmentes hozamgörbe figyelembevételével kell kiszámítani. Szolvencia II alatt az eszközallokáció kifejezett hatással van a szavatoló tőkére és a tőkekövetelményekre is: a nagyobb kockázatvállalás, nagyobb tőkeigényt von maga után. Ennélfogva a Biztosító érdekelt a rövid távú kockázatok mérséklésében (tőkeszükséglet optimalizálása), valamint a lejárat szerkezet eltéréseiből fakadó kockázatok kiküszöbölésében.

A Biztosító nem életbiztosítási üzletága esetében csak az IFRS szerinti saját tőke szerepel az EV-számításban. Az EV-számításunk számos feltételezést tartalmaz a gazdasági, működési környezetre (pl. adókra, költségekre) vonatkozólag. Noha az EV kiszámításához használt feltételezéseink is ésszerű becsléseken alapulnak, a jövőbeni tényleges adatok eltérhetnek a Biztosító számított EV-jétől, ráadásul az eltérés lényeges lehet, mivel a feltételezéseink nem feltétlenül terjednek ki az összes olyan tényezőre, amelyek befolyásolhatják a Biztosító valós tőkeértékét.

A tőkeköltség elsősorban a saját tőke költségét tükrözi, amit 11 százalékban állapítottunk meg a jelenlegi állampapír-hozamgörbét és a részvényesek által elvárt kockázati prémium ésszerű becslését alapul véve. A már érvényben lévő életbiztosítási szerződésekből várható pénzáramok jelenérték számításához alacsonyabb tőkeköltség alkalmaztunk (9%), mint a majdani, még bizonytalan új szerzések esetében (11%). Helyénvalónak tartjuk továbbá azt feltételezni, hogy a részvényektől elvárt jövőbeni hozam nem lesz magasabb, mint a mostani tőkeköltség-becslésünk.

Az értékelési modellünkben nem számoltunk jövőbeni tőkeinjekciókkal és akvizíciókkal.

Az érvényben lévő életbiztosítási szerződések és a jövőbeni új szerzések (goodwill) által várhatóan elérhető – halálozási és törlési ráták valószínűségeivel súlyozott - nyereség értékét diszkontáltuk a részvényesek által elvárt hozam felhasználásával. A Biztosítót egy érett és folyamatosan működő vállalkozásnak szerint értékeljük a maradványérték becslésekor (a 2028. utáni évek pénzárama alapján). Ez a módszer azt feltételezi, hogy a Biztosító új értékesítése fenntartható ütemben növekedhet és/vagy csökkenhet, figyelembe véve a várható törlési és halálozási arányokat, és tulajdonképpen egyenértékű azzal a becsléssel, mintha azt becsülnénk, hogy más befektetők mit fizetnének rendes körülmények között a Biztosító rendelkezésre álló biztosítási portfólióért, azaz a Biztosító rendes körülmények közötti üzleti értékéért, a 2028 utáni várható eredmények alapján. Az alternatív megközelítés az lenne, ha azt feltételeznénk, hogy a biztosítási portfólió (meglévő szerződések plusz potenciális jövőbeni értékesítések) 2028 után további 15 évig állandó nyereséget hoz, amelyet a 11 százalékos tőkeköltséggel lehet diszkontálni (likvidációs érték = állandó nyereség * annuitás 15 évre 11%-os elvárt hozam mellett).

Előrejelzésünkben nem számolunk határon átnyúló biztosítási tevékenységből származó lényeges díjbevételekkel. Várakozásunk szerint a Biztosító díjbevételeinek növekedési üteme 2024-25-től kezdődően fokozatos csökkenhet az átalakuló hazai verseny- és szabályozási környezet (nem csak a biztosítók, hanem egyéb pénzügyi termékek és szolgáltatók részéről is éleződő verseny) miatt. Természetesen kulcsfontosságú kérdés, hogy az alacsonyabb növekedési pályára való áttérés mikor és hogyan történik majd meg (még akkor is, ha az negatív is lehet a Biztosító esetében). Ennek érdekében megvizsgáltuk a hazai biztosítási piac növekedési potenciálját, a Biztosító méretét a hazai

biztosítási piachoz viszonyítva, a jelenlegi növekedési ütemét és versenyelőnyeit, és ennek alapján fogalmaztuk meg várakozásainkat a Biztosító várható jövedelmezőségére és növekedési kilátásaira vonatkozóan.

Az egyéb biztosításmatematikai feltételezéseket, például a halálozási és morbiditási arányokat, a visszaváltási, az életjáradék-felvételi arányokat, az életbiztosítási termékek és a nem-élet üzletág jövőbeli költséghányadait a Biztosító múltbeli adatai alapján becsültük meg, azzal a feltevéssel, hogy a nem-élet üzletág újjáépítése természetesen extraköltségekkel járhat a következő két évben. Egyszeri rendkívüli kiadásokkal és ráfordításokkal nem számoltunk, és az összes felmerülő általános költséget az élet és a nem élet üzletág szegmensek között osztottuk fel.

A biztosítási szerződésekből származó valószínűséggel súlyozott jövedelmek értékelésének folyamata arra a következtetésre vezetett minket, hogy az új életbiztosítási üzleteken - adott halálozási és törlési arányok mellett - elérhető nyereség jelenértéke az első éves biztosítási állománydíj 10-12 százalékát teszi ki (new business margin).

A jövőben fizethető osztalék feltételezésekor először megbecsültük, hogy mekkora addicionális tőkére lehet szüksége a Biztosítónak a jövőben tőkekövetelményeket teljesítéséhez és a hatékony működtetéséhez, figyelembe véve a várható üzletfejlesztési lépéseit. Nem gondoljuk, hogy a Biztosító az összes fölös tőkéjét osztalékként ki fogja fizetni a részvényeseknek, de központi feltételezésünk, hogy a jövőbeli nyereségének 85-90 százalékát kifizetheti a Biztosító (évi 2 milliárd forintot, azaz 20-21 Ft-ot részvényenként).

Várható osztalék = éves adózás utáni eredmény – Δ megcélzott SCR

A jövőben nemcsak az éves nettó eredményből, hanem az anyacég (CIG Pannónia Életbiztosító) eredménytartalékából is fizethet osztalékot a fölös saját tőke erejéig. Természetesen a Biztosító a jövőben dönthet úgy, hogy bár nyereséges, de nem fizet osztalékot, és a teljes éves nettó eredményét újra- befekteti üzletfejlesztésbe. Elméletileg, amikor az összes biztosítási szerződés lejárt, nem szükséges tovább tartani az SCR-t, ami azt jelenti, hogy a szerződés futamideje alatt felhalmozott SCR egy összegben is kifizethető a részvényesek számára.

A minimális tényleges tőkeszükséglet (ami a Biztosító esetében rendszerint az SCR) a Felügyeleti elvárásokkal összhangban, a számított szavatoló tőkeszükséglet 150 százalékában határoztuk meg mind az élet, mind a nem-élet szegmens esetében. Feltételezzük, hogy a Biztosító a jövőben képes lesz tartani a 230 százalékos SCR arányt konszolidált szinten. A Biztosító tőke-megfelelési képessége (magas SCR) egyértelmű jele a biztosítási szerződésekből várható erős nettó pénzáramoknak, de egyúttal jelzi azt is, hogy biztonsági okokból a Biztosító gazdasági profit teremtés szempontjából nem feltétlenül a leghatékonyabban (leghatékonyabb módon) használja fel a rendelkezésre álló tőkéjét.

Feltételezzük, hogy 2028 után a tőke megtérülése fokozatosan a tőkeköltség szintjére csökken (értékteremtési szakasz vége). Modellünkben a Biztosító működési kockázatát a piaccal egyforma kockázatúnak vettük, és ekképpen a szektorra jellemző tőkeáttétel nélküli bétával számolunk az értékelésekor.

IFRS 17 kötelező alkalmazása a biztosítási szerződések és kötelezettségek értékelésére várhatóan 2023. január 1-től lép életbe. Az IFRS 17 célja, hogy a különböző országok számos értékelési módszertana helyett a biztosítási szerződések és kötelezettségek értékelése, és a nyereség megjelenítése (országokon átívelően) egységes elvek alapján történjen meg. Az IFRS 17 bevezetése várhatóan jelentős hatással lesz mind az egyes szerződéscsoportokból származó nyereség alakulására, mind a Biztosító ügyviteli folyamataira. A Biztosító teljesítményének egyik legfőbb összetevője a CSM, a még nem realizált várható nyereség lesz, amit a Biztosító az általa egy adott szerződéscsoportra nyújtott szolgáltatás ütemében tud majd átvezetni az eredménybe.

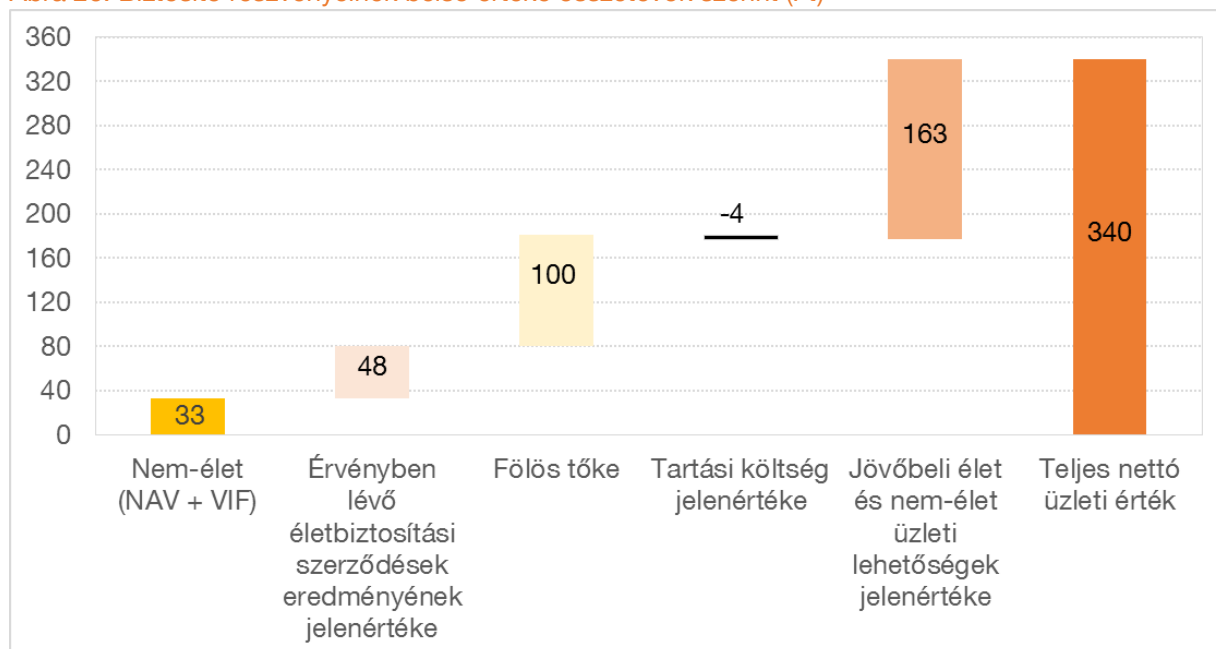
Táblázat 11. Becslés a Biztosító belső értékére (Ft mrd, kivéve, ha másképpen nincs feltüntetve)

Tőkeköltség az EV számításhoz	9%
Tőkeköltség az új üzletek jelenértékének számításához	11%
Növekedési ráta a meglévő portfólió maradványértékének számításához	-2%
Növekedési ráta az új üzletek maradványértékének számításához	3%
Nem-élet üzletág NAV	2,875
Nem-élet üzletág VIF	241
Meglévő életbiztosításokból származó pénzáramok jelenértéke	4,494
Megcélzott SCR alapján számított fölös saját tőke	9,450
SCR tartási költség jelenértéke	-370
EV	16,690
Jövőbeli új üzletekből származó pénzáramok jelenértéke (élet+nem-élet)	15,375
Teljes nettó üzleti érték	32,065
Részvények száma (mió db)	94.43
Egy részvényre jutó teljes nettó üzleti érték (HUF)	340
Részvényárfolyam (HUF)*	320
Eltérés	6%

Megjegyzés: 2021. július 27-i tőzsdei záróárfolyam

Forrás: Concorde becslés

Ábra 26. Biztosító részvényeinek belső értéke összetevők szerint (Ft)*



Forrás: Concorde becslés

Alapkezelő: Bár az Alapkezelőtől jövőben várható osztalékbevételeket a Biztosító egészének DCF-alapú értékelésének keretében vesszük figyelembe, alternatív megközelítésként egy egyszerűsített módszert is alkalmazunk az Alapkezelő önálló értékbecsléséhez. Az MKB-Pannónia Alapkezelőből a Biztosítóra jutó eredmény a tőkemódszerrel elszámolt befektetések hozama soron jelenik meg. Mivel az Alapkezelő által kezelt vagyon további bővülését várjuk, hüvelykujjszabályként 12-szeres eredményorzót (P/E) tartunk ésszerűnek alkalmazni a Biztosítóra jutó nettó jövedelemáram jelenértékének megállapításához. Ennek megfelelően a Biztosító (16%-os) kisebbségi részesedését kb. 4,4 milliárd forintot (részvényenként 44 forint, azaz a jelenlegi részvényár 13 százaléka), amely 4-százalékos kezelt vagyonarányos értékelést jelent, összhangban az alapkezelői iparágban jellemző átlagos értékkeltséggel. Természetesen az értékelésünknek számos kockázata van, egyebek között a befektetési hozamok és kezelt állomány fenntarthatóságát övező bizonytalanság, más alapkezelők, platformok és pénzügyi szolgáltatók és termékek által támasztott erős verseny miatt az alapkezelési díjakra lefelé irányuló nyomás, valamint a biztosítás szektor működésére vonatkozó szigorú szabályozási követelmények.

Érzékenységvizsgálat: Számításaink szerint a működési költségek bruttó díjbevételekhez viszonyított arányának egy százalékos változása mintegy 4 százalékos változást okoz a Biztosító részvényeinek belső értékére vonatkozó becslésünkben, míg a szabályozó követelményeinek megfelelő 230 százalékos célzott SCR alkalmazása a Felügyelet által elvárt 150 százalékos arány helyett 3-4 százalékos különbséget okoz minden egyéb tényező változatlanlansága esetén.

Táblázat 12. Érzékenységvizsgálat

Tőkeköltség	Hosszútávú növekedési ráta				
	340	-2%	1%	3%	6%
	9%	312	335	372	496
	10%	307	326	353	428
	11%	303	318	340	390
	12%	299	312	329	366
	13%	296	307	321	349

Forrás: Concorde számítás

Főlős saját tőke hatékony felhasználásának hatása a részvényárfolyamra: Jóllehet sem az eredmény-előrejelzésünk elkészítésekor, sem a részvényértékelésünk során nem számoltunk esetleges jövőbeli felvásárlási tranzakcióknak a Biztosító eredményére és tőkehelyzetére gyakorolt potenciális hatásával, kísérletet tettünk annak számszerűsítésére, hogy egy tőkeerős szakmai tulajdonos és megfelelő értékesítési partnerek hathatós támogatása mellett a Biztosító mekkora eredménybővülést érhetne el a jövőben, és ennek folytán mekkora árfolyam-felértékelődési potenciál származhatna abból, ha a rendelkezésre álló főlős saját tőkéjét a szektorátlagnak megfelelő megtérülést (ROE) eredményező felvásárlásokba és üzletfejlesztésbe fektetné és maradéktalanul teljesülnek a vezetőség által az új stratégiai tervben megfogalmazott irányszámokat. Ez egy optimistább forgatókönyv az alapfeltevéseinkhez képest a jövedelmezőség jövőbeli alakulását tekintve. Meggyőződésünk szerint a Biztosítónak középtávon ehhez az új stratégiai tervhez rendelkezésre állnak a források és megvan a lehetősége ahhoz, hogy 5 százalék feletti részesedést tudjon szerezni a hazai biztosítási piacon, miközben a saját és leányvállalatának, a CIG Pannónia Első Magyar Általános Biztosító Zrt-nek (EMABIT) a tőkehelyzete is szilárd maradhat. **Amennyiben ezen feltételezések helytállóknak bizonyulnak, és kézzelfogható jelei mutatkoznak annak, hogy a Biztosító képes teljesíteni ambiciózus stratégiai célkitűzéseit, a részvények belső értéke elérheti a 446 forintot, amely 36 százalékkal több az Ajánlati árnál.**

Táblázat 13. Felértékelődési potenciál a Biztosító részvényeinek belső értékében

Részvények száma (db)	94,428,260
Saját tőke értéke (2021.03.31.)	13,795
Részvények könyv szerinti értéke (Ft)	146
Részvényárfolyam/ részvények könyv szerinti értéke (P/BV)	2.2
Részvényektől elvárt hozam	11%
Hosszú távú egyensúlyi növekedési ráta	3%
Implikált részvényárfolyam/nyereség ráta (P/E; x)	15.4
Jelenlegi P/E (x)	18.7
Elmúlt 15 év átlagos ROE a biztosítási szektorban	18.6%
Jelenlegi 10-éves adó utáni kockázatmentes hozam	2.58%
Rendelkezésre álló szabad tőke a terjeszkedéshez*	4,460
Extra hozam a rendelkezésre álló szabad tőkén	16%
Potenciális adózott nyereségtartalom a terjeszkedésből	715
Egy részvényre jutó nyereségnövekmény (Ft)	8
Becsült részvényérték-növekmény (Ft)	106
Részvények jelenlegi belső értéke (Ft)	340
Részvények lehetséges belső értéke (Ft)	446
Ajánlati ár (Ft)	327
Eltérés az Ajánlati árhoz viszonyítva	36%

Megjegyzés: Lásd Táblázat 3. Felhasználható főlős saját tőke minden egyéb tényező változatlanlansága esetén; ** 2021. július 27-i tőzsdei záróárfolyam

Forrás: Concorde becslés