

CIG Pannónia Életbiztosító: Egységben az erő

8 ok, amiért érdemes Pannónia Életbiztosító részvényt vásárolni:

- Piacvezető pozíció az új szerzésű unit-linked biztosításokban
- Az egyetlen, többségében magyar tulajdonosok kezében lévő biztosító
- Nemzetközi és hazai biztosítási piac várt fellendülésében való részvétel
- Nehéz időszakokban edződött, rugalmas szervezeti struktúra
- Óvatos megközelítés a biztosítási díjak befektetési politikájában
- Növekedés hátterét biztosító stabil tőkehelyzet és tulajdonosi szerkezet
- Innovatív, ügyfélközpontú termékfejlesztés
- A hazai biztosításközvetítői piac szereplőivel kiépített szoros kapcsolat

A tőzsdei megjelenés háttere:

- A Pannónia Életbiztosító 2007-ben alakult meg, azóta folyamatosan végez életbiztosítási tevékenységet, amely lépésről lépésre egészült ki kapcsolódó tevékenységekkel.
- A unit-linked biztosítások jellegéből adódóan a terjeszkedési fázis rendkívül tőkeigényes, így az elmúlt években többször hajtottak végre tőkeemelést.
- Az üzemméret mára elérte azt a szintet, ahol már alternatívát jelentett a nyilvános részvénykibocsátás.
- A befolyt összeget a Pannónia Életbiztosító a meglévő tevékenységek finanszírozására és új üzleti lehetőségek kihasználására használja fel.

A részvény árazása, értékelése:

- A növekedés hasonló stádiumában lévő biztosítótársaságok tőzsdei jelenléte nem jellemző a régióban, így nehezen definiálható olyan csoport (peer group), amely alapul szolgálhatna az összehasonlításhoz.
- Az értékelést DCF módszerrel, a rendelkezésre álló publikus adatok és statisztikák alapján kialakított feltételrendszer mentén végeztük el.
- A modellünk alapesetben 1140 forintos méltányos piaci árat (fair érték) adott eredményül, amely ehhez képest optimistább és pesszimistább feltételezésekkel rendre 1690 forintos és 627 forintos fair értéket mutatott.
- Ennek fényében a részvényre vonatkozó ajánlásunk VÉTEL.

Ajánlás	VÉTEL
Fair value	Alapesetben: 1140 Ft Pesszimista esetben : 627 Ft Optimista esetben: 1690 Ft
Árfolyam (BÉT)	759 Ft
Eddigi árfolyamsáv	750 – 923 Ft
Kibocsátási árfolyam:	938 Ft (750 Ft)
Piaci kapitalizáció	47,2 milliárd forint (171 millió EUR, 232 millió USD)
Átlagos napi forgalom	128 millió Ft
Jelenlegi részvénytámszám	62.153.203 darab
Tulajdonosi struktúra az IPO után	Igazgatóság – 4,9% Felügyelőbizottság – 19,4% Mgmt,dolgozók – 7,3% Dolgozói részvényprg.– 10,0% Brokernet tulajdonosok – 5,5% Elan-SBI Capital – 3,3% Egyéb részvényesek – 49,5%
Közkezhányad	49%
Kódok	Reuters: CIGP.BU Bloomberg: PANNONIA HB BÉT: CIGPANNONIA
Lezárva:	2010. november 17.

MSZSZ szerinti konszolidált számok	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Bruttó díjbevétel (milliárd HUF)	4,2	12,1	21,5	34,8	50,7	70,2	92,8	117,8
Egy részvényre jutó díjbevétel (HUF)	67,3	194,4	346,1	559,7	816,0	1129,0	1493,0	1 895,5
Nettó eredmény (milliárd HUF)	-1,1	-2,3	-2,2	-1,8	-1,2	-0,2	1,0	2,1
Egy részvényre jutó eredmény, EPS (HUF)	-17,3	-36,6	-35,8	-29,1	-19,7	-3,7	16,7	33,4
Sajáttőke-arányos nyereség (ROE)	-18,1%	-48,5%	-12,7%	-6,5%	-5,6%	-1,2%	5,0%	7,7%
Árfolyam és díjbevétel hányadosa	11,3	3,9	2,2	2,4	0,9	0,7	0,5	0,4

Forrás: Pannónia Életbiztosító, Equilor becslés

Tartalom

A Pannónia Életbiztosító címszavakban (avagy a klasszikus SWOT-elemzés):	3
A Pannónia Életbiztosító rövid története	4
Részvényesi struktúra	6
Leányvállalatok bemutatása	7
A Pannónia Életbiztosító főbb termékeinek pénzügyi bemutatása	7
A biztosítási piac és a Pannónia Életbiztosító helyzete	8
A Pannónia Életbiztosító pénzügyi helyzete	15
A befektetési egységhez kötött (unit-linked) életbiztosítások jellegzetességei	18
A Pannónia Életbiztosító pénzügyi tevékenységét befolyásoló tényezők	19
A Pannónia Életbiztosító belsőérték-modellje (Embedded Value)	21
Árazási, értékelési szempontok	23
Relatív értékelési szempontok	30
Osztalékpolitika	30
Speciális tulajdonosi és egyéb partneri megállapodások	31
A Pannónia Életbiztosító részvényeire vonatkozó átruházási korlátozások	32
A Pannónia Életbiztosító alapszabályában foglalt korlátozások	33
A Pannónia Életbiztosító részvényárfolyamának eddigi alakulása	33
Hazai makrogazdasági összefoglaló és kitekintő a 2010-2013-as időszakra	34
Disclaimer	39

A Pannónia Életbiztosító címszavakban (avagy a klasszikus SWOT-elemzés):

Erősségek:

- az egyetlen, többségében magyar tulajdonosok kezében lévő biztosító
- szoros kapcsolat a hazai biztosításközvetítői piac szereplőivel
- kiterjedt értékesítési partnerhálózat
- tapasztalt, a hazai tőkepiacon elismert menedzsment
- piacvezető az újonnan megkötött életbiztosítások darabszámában és állománydjában
- rugalmas, kiforrott szervezeti struktúra
- gyors termékfejlesztési képesség a hazai igények előtérbe helyezésével

Gyengeségek:

- a jelenlegi relatív kis üzemméret miatt fajlagosan magas fix működési költségek
- értékesítési csatornák koncentrátsága: a Brokernet aránya csökkenő, de állománydíj alapján még meghaladja a 80%-ot
- dinamikus növekedés magas tőkeigénye
- termékportfólión belül a befektetési egységhez kötött életbiztosítások túlsúlya
- finanszírozási igény kielégítése komplikáltabb, mint egy nagy, nemzetközi háttérű biztosító esetében

Lehetőségek:

- a klasszikus termékek mellett niche-termékek folyamatos fejlesztése, nyitás új piaci szegmensek felé (pl. hazai temetkezési biztosítási piac)
- a biztosítási szerződések mellé kínált pluszszolgáltatások széles palettája
- a Brokernet régiós terjeszkedési stratégiájában rejlő szinergiák kiaknázása
- hazai és környező országok biztosítási piacainak relatíve alacsony fejlettsége
- az öngondoskodás politikai támogatottsága hazánkban és a környező országokban

Fenyegetések:

- erős piaci verseny
- az értékesítési csatornák mennyiségi és/vagy minőségi átalakulása
- hasonló kondíciójú termékkel a piacon lévő nagy biztosítók is megjelenhetnek
- szabályozási környezet kedvezőtlen változása
- devizaalapú életbiztosítások esetében jelentkező árfolyamkockázat

A Pannónia Életbiztosító rövid története

A társaságot CIG Közép-európai Biztosító Zrt. néven alapították 2007. október 26-án, 2010. január 1. óta Pannónia Életbiztosító néven folytatja működését. A vállalat üzleti tevékenységét 2008. május 26-án kezdte meg életbiztosítási termékek értékesítésével.

A társaság azóta folyamatosan, a hazai piaci szokásoknak megfelelően alternatív értékesítési csatornákkal bővül: 2008 elején a Brokernettel, majd több más kisebb biztosításközvetítővel is szerződött.

2009 folyamán a társaság a tevékenységi körének bővítéseként belépett a hazai nem-életbiztosítási piacra is leányvállalatát megalapításával, majd ugyanebben az évben az üzleti stratégiának megfelelően megjelent a román életbiztosítási piacon.

2010 szeptemberében a további terjeszkedés jegyében a szlovákiai értékesítés is megindult határon átnyúló szolgáltatás keretében. Ezen a biztosítási piacon szintén jelentős fellendülésre számít a Pannónia Életbiztosító.

A földrajzi megjelenés mellett a termékpaletta is folyamatosan bővült az elmúlt évek folyamán, így a befektetési egységhez kötött biztosítások mellett a társaság a klasszikus vegyes biztosítások értékesítését is megkezdte, emellett olyan kuriózumokat is kínál ügyfeleinek, mint a kegyeleti biztosítás.

A társaság alapítói

Dr. Ádám Veronika

Dr. Bayer József

Buzogány Péter

Charles J.L.T. Kovács

Czakó Borbála

Gaál Csaba

György Miklós

Horváth Béla

Horváth Mária

Dr. Illényi Miklós

Járai Zsigmond

John Green

Kelemen Zsolt

Kieselbach Tamás

Korányi G. Tamás

Kósa Erika

Kostevc Péter

Dr. Komoróczy István

Kovács András

Körtvélyesi Zoltán

Kutvölgyi Pál

Michael Jansen Schonhooven

Mándoki Zoltán

Dr. Martonyi János

Dr. Mikó Gyula

Missura Gábor

Dr. Móricz Gábor

Németh Attila

Nicole Pallai

Dr. Nobilis Kristóf

Pallai Valéria

Papp Tibor

Preisinger Béla

Preisinger Gábor

Straub Elek

Dr. Szapáry György

Vigh Sándor

Zoltan Pallai

LAKIS

Szolgáltató Kft.

H-Hűvösvölgy

Tanácsadó Kft.

VINTON

Vagyonkezelő Kft.

KAPTÁR

Befektetési Zrt.

LB UK RE

Holdings Limited

P4Z Befektetési Kft.

Horváth Művészeti

Alapítvány

A társaság vezetői

Horváth Béla - az Igazgatóság elnöke

1981-ben szerezte diplomáját az Államigazgatási Főiskolán. A Glória Biztosító vezetője, majd 1991-től a Nationale-Nederlanden Biztosító (később ING) vezérigazgató-helyettese. A magyarországi MÉBIT és Aviva Biztosító alapítója, 1996-tól vezérigazgatója. A Pannónia megálmodója, az alapító tagok egyike, 2007-től a társaság elnök-vezérigazgatója, 2010. január 1-jétől az Igazgatóság elnöke.



Gaál Csaba – vezérigazgató

2000-ben szerezte meg közgazdasági diplomáját a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetemen, majd 2005-ben kiegészítette a Biztosítási Oktatási és Kutató Csoport Aktuárius oklevelével. 2000-től az OTP Garancia Biztosító Zrt. életbiztosítási osztályán termék manager, 2003-tól az Életbiztosítási főosztály osztályvezetője. 2007-től a Pannónia alapító tagjaként termékfejlesztési igazgató, 2009-től vezető aktuárius és igazgatósági tag, majd 2010. január 1-jétől a társaság vezérigazgatója.



Járai Zsigmond - a Felügyelőbizottság elnöke

1976-ban végzett a Marx Károly Közgazdaságtudományi Egyetemen (ma Budapesti Corvinus Egyetem). 1976 és 1987 között az Állami Fejlesztési Banknál dolgozott. 1987-ben a Budapest Bank értékpapír irodájának vezetője lett. Ezt a posztot a következő évig töltötte be, amikor vezérigazgató-helyettesé neveztek ki. 1996 és 1998 között a Budapesti Értéktőzsde elnöke volt. 1990-től a James Capel & Co külföldi befektetőcégnél dolgozott, majd 1995 és 1998 közt a Magyar Hitel Bank, később ABN AMRO Magyar Bank vezérigazgatója volt. 1998-tól 2000. december 31-ig pénzügyminiszter az Orbán Viktor vezette kormányban. 2001. március 1-jétől 2007-ig a Magyar Nemzeti Bank elnökeként irányította Magyarország monetáris politikáját. 2007-ben részt vett a Pannónia megalapításában, a biztosító alapítása óta ő a Felügyelőbizottság elnöke.



Az Igazgatóság tagjai :

Dr. Mikó Gyula
Kelemen Zsolt
Berény Róbert

A Felügyelőbizottság további tagjai:

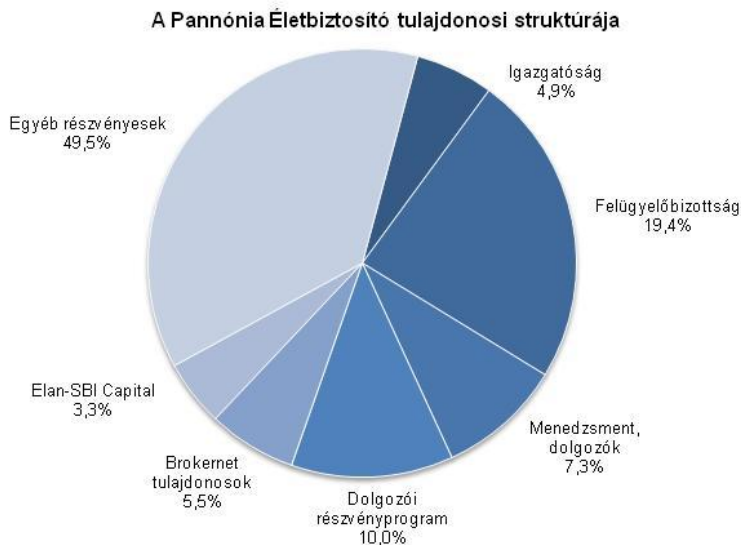
Dr. Bayer József
Dr. Móricz Gábor
Charles J.L.T. Kovács
Preisinger Béla
Gecser Ottó
Vizi Attila Gergely
Tzvetkov Julián

Részvényesi struktúra

A Pannónia Életbiztosító 2007-es megalapításakor zártkörű részvénytársaság formájában jött létre. A tulajdonosok az alapítást követően a felmerülő tőkeigény kielégítésére többszöri alkalommal hajtottak végre zártkörű tőkeemelést. Ennek egy része a társaság tulajdonosaihoz, más része pedig szakmai befektetőkhez kóthető. Így többek között dolgozói részvények kerültek kibocsátásra és megjelent a részvényesek között az SBI European tőkealap, amely Japán legnagyobb online pénzügyi szolgáltatójához kapcsolódik.

A tulajdonosok által legutóbb jóváhagyott tőkeemelés 2010 közepén valósult meg, ennek megfelelően a jegyzett tőke értéke valamivel 2 milliárd forint felé ugrott. A biztosítási szerződések számának ugrásszerű növekedése azonban a biztosítási termékek speciális konstrukciója miatt további jelentős tőkeigényt támaszt a társasággal szemben. A biztosító 2010 szeptemberében nyilvános részvénytársasággá alakult át, így működésének további finanszírozása a nyilvános részvénykibocsátás keretében gyűjtött tőkéből biztosított. A 2010. októberi jegyzési folyamat során kibocsátott 10,8 millió darab új részvennyel 62,1 millió darabra bővült a részvénytársaság, amellyel párhuzamosan kb. 9,3 milliárd forint tőkéhez jutott a biztosító.

Az 62.153.203 darab részvényre vonatkozó tulajdonosi struktúrát az alábbi ábra mutatja:

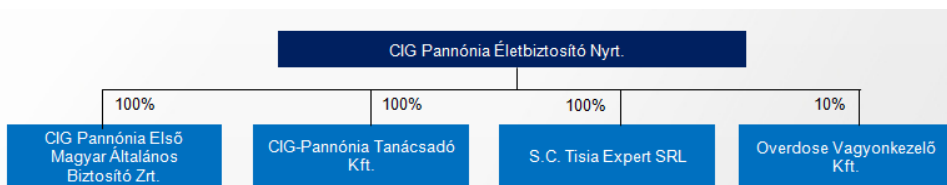


Forrás: Pannónia Életbiztosító

A korábbi tulajdonosok az előre meghatározott menetrend szerint a részvénykibocsátással párhuzamosan maximum 1,95 millió darab részvény értékesítését tervezték, a tranzakció keretében azonban csak 1,68 millió darab részvényt adtak el.

Becsléseink szerint a részvénykibocsátást követően a jelenlegi 49%-os közkezhányad hosszabb távon 65%-ra emelkedhet, ami majd a jelenlegi tulajdonosok által vállalt értékesítési korlátozásokat figyelembe véve a kibocsátást követő első évben 50-60%, míg a második évben 55-65% lehet. Természetesen ezek az értékek a piaci körülményektől, illetve egyes nagybefektetők esetleges szerepvállalásától függően változhatnak a későbbiekben.

Leányvállalatok bemutatása



Forrás: Pannónia Életbiztosító

A Pannónia Életbiztosító összesen négy leányvállalattal rendelkezik, amelyek közül csak kettő végez aktív tevékenységet. Ezek közül egyik a *CIG Pannónia Első Magyar Általános Biztosító Zrt.*, amely a nem-életbiztosítási tevékenységhez szükséges engedélyekkel rendelkezik.

A hazai piacon emellett jelen van a *CIG-Pannónia Tanácsadó Korlátolt Felelősségű Társaság*, amely jelenleg nem végez biztosítási tevékenységet, miután 2009. november 30-án visszaszolgáltatta biztosításközvetítői működési engedélyét.

Az *S.C. Tisia Expert SRL* nevű leányvállalat a társaság román piaci megjelenést segítette elő, érdemi tevékenységet már nem végez.

Az *Overdose Vagyonkezelő* a biztosítási tevékenységhez nem kötődő profillal rendelkezik az, működése szinte kizárólag az Overdose nevű versenylőhöz kapcsolódik. Ebben a társaságban a Pannónia Életbiztosító 10%-os részesedéssel rendelkezik, amelyet 40 millió forintért vásárolt meg (a Vagyonkezelőben Overdose mint versenylő apportként szerepel).

A Pannónia Életbiztosító főbb termékeinek pénzügyi bemutatása

A Pannónia Életbiztosító legfontosabb termékei a rendszeres díjas befektetési egységhez kötött (ún. unit linked, UL) életbiztosítások, amelyeket forint és euró alapon kínál. Ezek a termékek alapvetően az ügyfelek megtakarítási igényeit szolgálják ki, azt tetszés szerint kombinálva egyéb szolgáltatásokkal (pl. halálesetre szóló biztosítási védelemmel vagy más kiegészítő opciókkal).

A klasszikus biztosítási termékek esetében előtakarékossági funkcióról nem lehet beszélni, mivel ezek alapvetően két fajta konstrukciót foglalnak magukban.

Az úgynevezett kockázati biztosítások esetében kifizetés abban az esetben történik, ha a szerződés biztosítottját baleset éri vagy életét veszti. Az elérési biztosítás esetében egy, a szerződéskötéskor meghatározott időtartam lejártakor részesül a biztosított egy előre meghatározott összegben. Ezek a biztosítási termékek egymással tetszés szerint kombinálhatóak is. A befektetési egységhez kötött (unit-linked) életbiztosítás előnye, hogy mindkét fent meghatározott típus iránti igényt kielégítheti, emellett azt a pluszszolgáltatást is magában hordozza, hogy az eseti és rendszeres befizetések révén felhalmozott összeg befektetéséről a szerződő maga dönthet.

Ennek folyományaként azonban a biztosítás lejáratakor vagy a menetközben (pl. korai lezárás) kifizetendő összeg is változhat. A szerződéses időtartam alatti elhalálozás esetében ugyanakkor a biztosító a teljes, előre meghatározott pénzügyi szolgáltatás nyújtására kötelezett.

A biztosítási piac és a Pannónia Életbiztosító helyzete

A hazai biztosítási piac születése 1986-ra tehető, ekkor vált ki ugyanis a korábban monopolhelyzetben lévő Állami Biztosítóból a Hungária Biztosító. A nagy biztosítók privatizációját követően az elmúlt években a multinacionális biztosítótársaságok váltak a hazai biztosítási piac meghatározó szereplőivé.

Magyarország 2004-es EU-csatlakozását követően egyre nagyobb hangsúlyt kapott az uniós normákhoz való alkalmazkodás, amely a határon átnyúló szolgáltatást kínáló biztosítók tényerését is magával hozta. A magyar biztosítási piacon éles a verseny, jelenleg 31 biztosítótársaság képviselteti magát.

A Pannónia Életbiztosító helyzete a hazai életbiztosítási piacon

A hazai életbiztosítási piacon mintegy húsz életbiztosító végez üzleti tevékenységet, összesített díjbevételük 2009-ben 411 milliárd forint volt. 2000 és 2009 között az életbiztosítási piac évente átlagosan 10%-kal növekedett, ebből azonban a nemzetközi tendenciákkal összhangban a 2007 és 2009 közötti szakasz alapvetően a csökkenés jeleit mutatta.

Ennek eredményeképpen az összesített díjbevétel a 2006-ban látott szintekre esett vissza, amely a csúcshoz képest mintegy 20%-os lemorzsolódást jelentett. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy a válság hatására a piac aggregált díjbevétele kisebb mértékben esett vissza, mint más iparágak esetében.

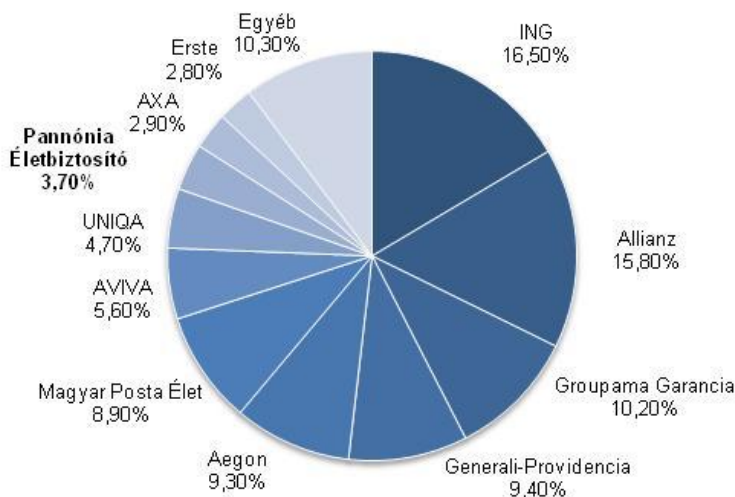


Forrás: Magyar Biztosítók Szövetsége, Equilor becslés(*)

2010 év első három negyedévében némi javulás mutatkozott a díjbevételek alakulásában. A korábbi évek piaci tendenciáinak (vagyis a harmadik, de főként a negyedik negyedév magasabb értékesítési mutatóinak) figyelembevételével a 2010-es év teljes életbiztosítási díjbevétele várhatóan jóval meghaladja majd a 2009-es szintet, és megközelítheti a 2007-es mértéket.

A magyarországi életbiztosítási piac erősen koncentrálnak tekinthető, mivel az összes díjbevétel 60%-a a hat legnagyobb piaci szereplőnél csapódott le 2010 első félévében. Ez a tendencia egyébként a korábbi években is hasonló jellegzetességeket tükrözött. Az év első hat hónapjában a Magyarországon működő társaságok az alábbi megoszlásban részesültek az életbiztosítási üzletágak kumulált díjbevételeiből:

**Piaci részesedés az életbiztosítási üzletágak díjbevételei alapján
2010 I. félévében**



Forrás: Magyar Biztosítók Szövetsége

A hazai életbiztosítási piac díjbevételét tekintve szembevetendő a befektetéshez kötött (unit-linked, röviden: UL) életbiztosítások elmúlt években látott térnyerése a hagyományos biztosítási formákkal szemben.

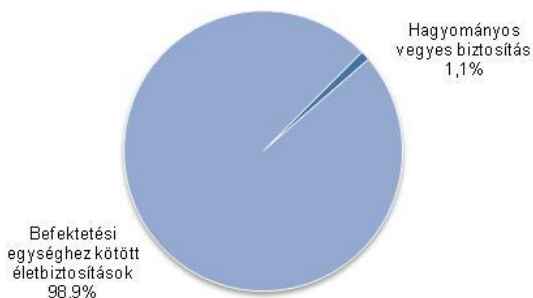
A befektetéshez kötött életbiztosítások magyarországi díjbevételeinek alakulását és annak a teljes életbiztosítási ágazat díjbevételeéhez viszonyított arányát a az alábbi táblázat mutatja:

Év	UL-díjbevétel (milliárd Ft)	UL díjbevétel aránya a teljes életbiztosítási díjbevételehez képest
2000	78,3	44,1%
2001	62,1	35,5%
2002	71,6	35,4%
2003	82,6	36,8%
2004	87,4	35,9%
2005	133,7	44,3%
2006	247,7	58,9%
2007	341,9	67,2%
2008	292,0	63,3%
2009	253,7	61,7%
2010 I. félév	227,6	66,3%

Forrás: Magyar Biztosítók Szövetsége

A Pannónia Életbiztosító 2008-ban új szereplőként került a hazai biztosítási parketre, így az alapokról kellett elkezdeni az építkezést: piaci részesedése az eredményes stratégia mentén folyamatosan növekedett.

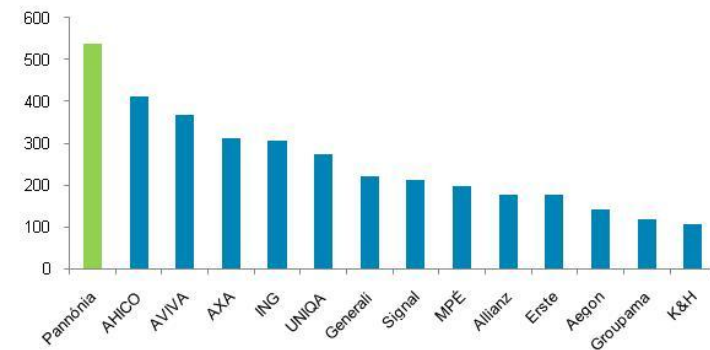
A Pannónia Életbiztosító által megkötött életbiztosítási szerződések megoszlása típus szerint 2010. II. negyedévében



Forrás: Pannónia Életbiztosító

A befektetéshez kötött életbiztosítások területén a Pannónia 2009-ben piacvezető volt az újonnan kötött szerződések állománydíja alapján, amely 2010 első felében is hasonlóképpen alakult. Az ezen szerződésekre vonatkozó átlagdíj közel duplája a piaci átlagnak:

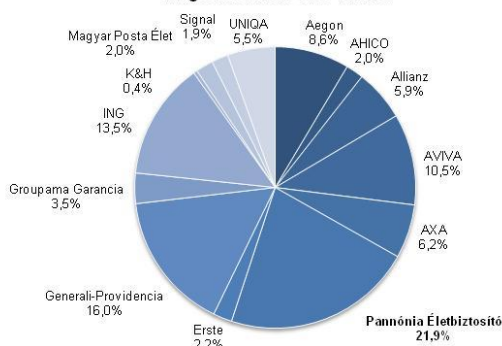
A biztosítók befektetési egységhez kötött életbiztosítási szerződéseinek átlagdíja, 2010. II. negyedévében



Forrás: Magyar Biztosítók Szövetsége

A Pannónia Életbiztosító azonban nem csupán az átlagdíjban, hanem az időszak során értékesített befektetési egységhez kötött életbiztosítások összesített díjában is piacvezető volt 2010 első felében.

Befektetési egységhez kötött új életbiztosítások kumulált állománydíjának megoszlása 2010 első felében

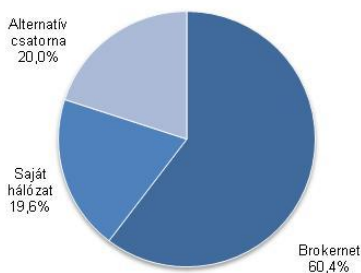


Forrás: Magyar Biztosítók Szövetsége

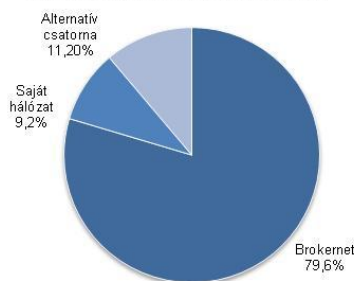
Az életbiztosítások értékesítése során fontos szerep jut a biztosításközvetítőknek, rajtuk keresztül érkezett ugyanis a Pannónia Életbiztosítóhoz az ügyfelek több mint 90%-a. Az állománydíjat tekintve a Brokernet majdnem 80%-os részarányt képvisel, amely egyszerre jelent lehetőséget és kockázatot is a biztosító szempontjából.

A Brokernet mint partner túlsúlyra a kölcsönös szinergiák kihasználása mentén alakult ki az utóbbi negyedévekben. Az alternatív biztosításközvetítők és a saját értékesítési hálózat tevékenységének felfutásával, továbbá a külföldi piacokon szerzett díjbevételek köszönhetően várhatóan a Brokernet részaránya is csökkenni fog mind az értékesített életbiztosítások mennyisége, mind a megkötött életbiztosításokból befolyó díjak tekintetében.

Értékesítési csatornák megoszlása darabszám alapján 2010 I. félévben



Értékesítési csatornák megoszlása állománydíj alapján 2010 I. félévben



Forrás: Pannónia Életbiztosító

A Brokernet csapata jól kiépített értékesítési hálózattal rendelkezik hazánkban és a régióban (Románia, Szlovákia) is, amelynek révén tartósan biztosítható a megkötött életbiztosítások számának dinamikus növekedése. Ez azonban kockázatot is jelenthet, hiszen a Brokernet mint partner esetleges kiesése jelentős nyomást gyakorol a Pannónia Életbiztosító díjbevételeire.

Ezzel a forgatókönyvvel azonban egyelőre nem számolunk, mivel a Brokernet szempontjából a Pannónia is olyan partnerré nőtte ki magát, amelynek elvesztése igencsak negatívan érintené a Brokernet üzletmenetét. A kapcsolatot tovább erősítik a tulajdonosi érdekek és a két társaság között kialakult stratégiai partnerség, aminek egyik fontos eleme a közös termékfejlesztés. A Brokernet és a Pannónia közös terméke, a Signum életbiztosítás jelentős súlyt képvisel mind a Brokernet, mind a Pannónia értékesítési palettájában.

További fontos momentumot jelent a vállalati ügyfelek részére értékesített biztosítások relatív magas volta.

2010 első félévében a Pannónia ügyfelei között a díjbevételt tekintve közel 40 %-ban voltak jelen vállalati ügyfelek.



Forrás: Pannónia Életbiztosító

Ebben a konstrukcióban a cégek mint szerződő felek nem saját magukra, hanem munkavállalóikra kötik életbiztosítást. A konstrukció jellegzetessége, hogy a szerződés alanya nem személyhez, hanem pozícióhoz kötött, amely vállalati szemszögből nézve még vonzóbb elemmé teszi a terméket a munkavállalói ösztönzési rendszerekben.

A vállalatok részére kötött biztosítások vonzerejét emellett adózási szempontok is növelik, amelyek fenntarthatósága a biztosítótól független tényezőkön múlik, így a konstrukció a biztosítási díjbevételek jövőbeli alakulását tekintve kockázatot jelent a Pannónia Életbiztosítónak.

A Pannónia Életbiztosító helyzete a hazai nem-életbiztosítási piacon

A nem-életbiztosítási szegmens alatt azon termékeket értjük, amelyek esetében a biztosítás tárgya nem konkrét személyhez vagy személyekhez köthető. Ide sorolhatóak pl. a lakásbiztosítások, az autóbiztosítások, az utazási biztosítások, de a menedzserek felelősségbiztosításai is ide tartoznak. 2009 végén a nem-életbiztosítási piac hazánkban 21 szereplőt számlált, akik összesen 414 milliárd forint díjbevételt könyvelhettek el. Historikus áttekintésben 2000 és 2009 között a nem-életbiztosítási piac évente átlagosan 8%-kal növekedett.

A 2007 és 2009 közötti időszakot tekintve ezt a szegmenst az életbiztosításokkal ellentétben nem jellemezte markáns visszaesés, ugyanakkor a korábban látott növekedési dinamika megtorpant és lassú csökkenés következett be. A nem-életbiztosítási piac díjbevételeinek 2000 és 2009 közötti alakulását jól szemlélteti az alábbi ábra:



Forrás: Pannónia Életbiztosító, Equilor becslés

A 2010 első félévi adatokban a hazai életbiztosítási piacon látott tendenciák köszönnek vissza: időarányosan relatíve rosszabb teljesítményt nyújtott a szegmens, mint 2009 hasonló időszakában, így a legvalószínűbb forgatókönyv, hogy a 2010 egészében várható díjbevétel valamivel a 2009-es szint alatt lesz.

A Pannónia Életbiztosító jelenlegi stratégiájának értelmében a nem-életbiztosítási szegmensbeli tevékenysége egyelőre marginális.

A román és szlovák piac átlagos biztosítási díjai tekintetében jelentősen alacsonyabb értékekről lehet beszélni, mint a magyar piac kapcsán. A társaság terjeszkedési stratégiájába ennek megfelelően került bele e két piac, ahol továbbra is dinamikus bővülés várható. Emellett stratégiai partnerként a Brokernet helyismerete is kiemelkedően fontos a szlovák piacon.

A román életbiztosítási piac bemutatása

A román biztosítók az 1940-es években lezajló államosítást követően több évtizeden keresztül állami tulajdonban voltak, majd az 1991-ben hozott intézkedéseknek köszönhetően a piac ismét magára talált. Folyamatosan jelentek meg a külföldi biztosítótársaságok az országban, 2008-ban már 23 életbiztosító és 32 nem-életbiztosító működött a román biztosítási piacon.

A Pannónia a romániai piacon fióktelepe révén van jelen, a leányvállalat tevékenységi köre egyelőre az életbiztosítási termékek értékesítésére korlátozódik. A tervek szerint ez a struktúra a közeljövőben sem változik érdemben.

A román leány mérete az országban már jelenlévő biztosítótársaságokhoz képest kicsinek mondható. Ennek oka elsősorban, hogy a működéshez az infrastruktúrát és a számviteli rendszert a magyar anyavállalat szolgáltatja.

A növekedési lehetőségek jelentősnek mondhatóak a román piacon, annak fejlettsége ugyanis jóval elmarad a magyar vagy akár a nyugati-európai piacon megszokottaktól, ez pedig komoly potenciált tartogathat a Pannónia Életbiztosító termékeinek tekintetében is.



Forrás: : Comisia de Supraveghere a Asigurarilor

A szlovák életbiztosítási piac bemutatása

A szlovák biztosítók korábban több évtizeden keresztül állami tulajdonban voltak, az 1990-es évek a Magyarországon lezajlott folyamatokkal párhuzamosan Szlovákiában is a privatizáció jegyében teltek. Jelenleg 20 biztosítótársaság rendelkezik szlovákiai telephellyel és több biztosító végez határon átnyúló tevékenységet is az országban.

A Pannónia Életbiztosító 2010 augusztusában döntött a szlovák életbiztosítási piacra történő belépésről, majd ezt követően szeptemberben meg is kezdte tevékenységét a romániai működési formától eltérően határon átnyúló szolgáltatás keretében.

Szlovákiában az alacsonyabb adószint és a szociális rendszerek szűkebb volta miatt a hazainál jelentősen nagyobb megtakarítási hajlandósággal rendelkeznek az ügyfelek. Emellett a Brokernet kiépített kapcsolatrendszere és helyismerete is hozzájárulhat ahhoz, hogy a Pannónia Életbiztosító jelentős piaci részesedésre tegyen szert a következő években a szlovák életbiztosítási piacon.



Forrás: : Slovenská asociácia poisťovni

A Pannónia Életbiztosító pénzügyi helyzete

A Pannónia Életbiztosító az indulása óta stabil pénzügyi helyzettel rendelkezik, amelyet az alábbi mérleg- illetve eredménykimutatás adatok is alátámasztanak.

MSZSZ mérleg, ezer Ft	2008	2009	2010 III. n.év
A. Immateriális javak	344 164	498 474	434 154
B. Befektetések	1 732 090	2 020 931	2 349 741
C. A befektetési egységekhez kötött (unit-linked) életbiztosítások szerződői javára végrehajtott befektetések	1 955 107	8 430 595	13 673 237
D. Követelések	61 658	1 248 742	7 284 443
E. Egyéb eszközök	1 503 773	2 619 432	1 735 460
F. Aktív időbeli elhatárolások	801 808	2 220 426	3 635 630
Eszközök összesen	6 398 600	17 038 600	29 112 665
MSZSZ mérleg, ezer Ft	2008	2009	2010 III. n.év
A. Saját tőke	1 484 619	864 307	2 832 768
B. Alárendelt kölcsöntőke	0	0	1 575 728
C. Biztosítástechnikai tartalékok	21 430	353 558	705 370
D. Biztosítástechnikai tartalékok a befektetési egységekhez kötött (unit-linked) életbiztosítások szerződői javára	1 955 107	8 430 595	13 673 237
E. Céltartalékok	0	0	0
F. Viszontbiztosítóval szembeni letéti kötelezettségek	0	0	0
G. Kötelezettségek	2 928 928	5 032 563	6 411 981
H. Passzív időbeli elhatárolások	8 516	2 357 577	3 913 581
Források összesen	6 398 600	17 038 600	29 112 665

Forrás: Pannónia Életbiztosító

A mérlegfőösszeg bővülésében főszerepet játszik a befektetési egységekhez kötött életbiztosítások állományának ugrásszerű bővülése. Az ügyfélszám jelentős emelkedésével párhuzamosan a szerzési költségek is emelkedtek. A számviteli szabályoknak megfelelően a Pannónia Életbiztosító ezen szerzési költségek egy részét elhatárolásával, főként emiatt mutatkozik nagymértékű bővülés az időbeli elhatárolásokban.

A Pannónia Életbiztosító a kockázattanszfer és a finanszírozás biztosítása érdekében viszontbiztosítókkal működik együtt (Swiss Re, Mapfre Re). Ennek megfelelően a viszontbiztosítónak átadott összegek és tőlük kapott tételek is megjelennek a mérlegben a követelések és kötelezettségek sorokon. A viszontbiztosítással összefüggő tételek növekedése is az ügyfélállomány bővüléséhez kapcsolható. Megállapítható ugyanakkor, hogy a viszontbiztosítóknak átadott és a tőlük kapott díjak egyenlege az elmúlt években nulla közeli volt.

A saját tőkében bekövetkezett változások alapvetően a befektetési egységhez kötött életbiztosítások aszimmetrikus pénzáramlásával indokolhatók. Az új szerződések kapcsán ugyanis jelentős szerzési költségek merülnek fel, miközben a bevételek a biztosítás időtartama alatt szétterítve jelentkeznek – ez okozza a kezdeti veszteségeket, amely a saját tőkére a működés korai éveiben (a mérlegszerinti eredmény átvezetésén keresztül) negatív hatással van.

MSZSZ eredménykimutatás, millió Ft	2008	2009	2010. I.-III. n.év
Bruttó díj	3 875	12 082	15 201
Vizontbiztosítóknak átadott díj	–	-4 903	-4 428
Bruttó szerzési költség	-2 530	-6 383	-9 038
Vizontbiztosítótól járó jutalék	–	4 835	4 225
Elhatárolt szerzési költség	788	1 398	1 418
Károk, szolgáltatások	-25	-1 236	-3 056
Működési költség	-1 135	-2 328	-2 092
Biztosítástechnikai eredmény	-1 156	-2 293	-2 202
Mérleg szerinti eredmény	-1 076	-2 277	-2 508

Forrás: Pannónia Életbiztosító

A Pannónia Életbiztosító eredménykimutatása is a folyamatosan bővülő ügyfélállománnyal összhangban lévő tendenciákat tükrözi. A bruttó díjbevétel növekedésével párhuzamosan mind a vizontbiztosítóknak átadott díjak, mind a szerzési költségek jelentősen emelkedtek, a növekedési ütem összhangban van a nemzetközi tendenciákkal.

A tartalékváltozás döntően az új befektetési egységhez kötött életbiztosítási szerződések számának növekedéséhez köthető, amivel párhuzamosan a befektetési eredmény és a kárráfordítás mértéke is nőtt.

A működési költségek emelkedését a tevékenység kiépítésének magas kezdeti költségei okozták, amelyek vélhetően nem mutatnak majd markáns bővülést a következő években, mivel az infrastruktúra és a szükséges eszközök már rendelkezésre állnak, így a szerződések jelentősen magasabb állománya is kiszolgálható a jelenlegi költségszinten.

A fent említett tendenciák rajzolódnak ki a Pannónia Életbiztosító tőkestruktúrájában is:

MSZSZ tőkeszerkezet, millió Ft	2008	2009	2010. III. n.év
Saját tőke	1 485	864	2 833
Jegyzett tőke	2 067	1 367	2 052
Tőketartalék	517	2 865	6 665
Eredménytartalék	- 207	- 1 242	- 3 487
Lekötött tartalék	184	142	111
Mérleg szerinti eredmény	- 1 076	- 2 277	- 2 508
Szavatolótóke-szükséglet	40	120	N/A
Biztonságítóke-szükséglet	803	796	989
Rendezésre álló szavatoló tőke	1 140	366	N/A

Forrás: Pannónia Életbiztosító

A táblázat a Pannónia Életbiztosító főbb mérlegadatait ötvözi a Biztosítási Törvény által megkövetelt tőkeigénnyel. Ezekből egyértelműen látszik a korábbi időszakok tőkeigényes működése. A mérleg szerinti eredmény mínuszai szinte kizárólag a bővülő tevékenység és a befektetési egységekhez kötött életbiztosítások jellegzetességei miatt jelentek meg.

2010 harmadik negyedévének végén a társaság saját tőkéje jelentősen meghaladta az egy évvel korábbi értéket, ebben ugyanis már megjelenik az SBI tőkeemelés hatása (részben alárendelt kölcsöntőkeként). Megjegyezzük ugyanakkor, hogy 2010. novemberében a Pannónia visszafizette a SBI által nyújtott hitelt és annak kamatait, ennek hatása a 2010 negyedik negyedévi számokban jelenik meg először. 2010 novemberében a társaság sikeres nyilvános tőkebevonást hajtott végre, ami a jegyzett tőke emelkedésén keresztül megszilárdította a tőkehelyzetet. A saját tőke/jegyzett tőke arány 138 %-ra nőtt.

A befektetési egységhez kötött (unit-linked) életbiztosítások jellegzetességei

A Pannónia Életbiztosító stratégiájának alappillére a befektetési egységhez kötött biztosítások előtérbe helyezése a hagyományosnak mondható termékekkel szemben. Az elmúlt években hazánkban jelentős térnyerés következett be a biztosítási brókerek és közvetítők esetében, amely a biztosítók működési modelljét is átrajzolta.

A Pannónia kezdetben a saját értékesítési- és fiókhálózat tekintetében a relatíve alacsonyabb kiépítettségről döntött, amelyet azonban folyamatosan bővít. Ennek megfelelően a biztosításoknak csak töredékét értékesíti közvetlenül az ügyfelek részére, a domináns mennyiség függő és független közvetítőkön keresztül kerül eladásra (2010 első hat hónapjában ez 91%-ot tett ki).

Míg egyes egyszeri díjas élet- és nem-élet szegmensbeli termékeknél a közvetítőknek fizetendő jutalék mértéke néhány százalékra tehető, addig a rendszeres díjas biztosításoknál ez az arány az első éves díj 100%-át meghaladó összeget jelent. A korábban említetteknek megfelelően azonban a társaság él ezen szerzési költségek elhatárolásának lehetőségével, így ennek eredményhatása eltér annak cash-flow hatásától.

A biztosítási kötvények sajátossága ugyanis, hogy az általuk megtermelt bevételhez köthető költségek szinte kizárólag a szerződési időszak elején, míg a bevételek a futamidő alatt szétterítve jelentkeznek. Ez az a fő motívum, ami a biztosítótársaságokat a forrásbevonás szempontjából a legnagyobb kihívás elé állítja.

Tehát egy 10 vagy akár 20 éves futamidejű, befektetési egységhez kötött életbiztosítás esetében a kezdeti díjak jóval meghaladják az első évre meghatározott biztosítási díjat. A jutalékrendszer ezen tulajdonsága azonban nem a Pannónia Életbiztosító alkuerejének hiányát, hanem a hazai és európai biztosítási piacon elmúlt évtizedekben kialakult tendenciákat tükrözi, hiszen a többi biztosítótársaság is csak hasonlóan magas jutalékszint mellett képes új biztosításokat szerezni.

Ebből következően nem áll a társaság módjában ezen szerzési jutalék befolyásolása, hiszen a piaci szinttől lefelé történő eltérés a Pannónia új szerződéseinek számát befolyásolhatja hátrányosan, míg a felfelé történő eltérés a társaság profitabilitását és tőkehelyzetét érintené negatívan. A társaság várakozása szerint a szerzési költségek mértékében a következő években nem várható jelentős változás.

A Pannónia Életbiztosító zászlóshajónak tekintett unit-linked biztosítások esetében az ügynöki megállapodásoktól függően az első évek utáni időszakokban is lehetnek jutalékfizetések, ezek azonban jóval alacsonyabbak a kezdeti kifizetéseknél. Ezek alapvetően azt a célt szolgálják, hogy a megkötött biztosítások fennmaradásában a közvetítést végzők is érdekeltek maradjanak, amelynek révén a Pannónia profítályájának alakulásával kapcsolatos kockázatok is csökkennek.

A Pannónia Életbiztosító pénzügyi tevékenységét befolyásoló tényezők

1. a díjbevételek alakulása

A Pannónia Életbiztosító pénzügyi helyzetének és értékének alakulása szempontjából kulcsfontosságú a díjbevételek alakulása. Ez döntően a rendszeres díjas életbiztosításokból befolyó összegeket jelenti, amelyekhez mérten az eseti díjas befizetések kisebb arányt képviselnek. A rendszeres díjas biztosítások hosszú távú és kiszámítható díjbevételt és számottevő profitbázist generálnak, míg az eseti díjak eredményhatása jóval kisebb.

A díjbevételek alakulása alapvetően az élő biztosítási szerződések számától és az éves biztosítási díj alakulásától függ. Ez utóbbi esetén a 2010-es évben az inflációval való növekedés valószínűsíthető, a további években pedig várhatóan ehhez képest nem csökken érdemben a növekedési dinamika.

A bevételek alakulását tekintve az új szerzések bizonytalan számán kívül legnagyobb kockázati tényezőnek a díjnemfizetés számít.

A társaság tapasztalatai szerint a díjnemfizetés és a törlések aránya nagyban függ attól, hogy az adott szerződés melyik közvetítő csatornán keresztül érkezett.

Az alábbi táblázat a biztosító szerződéseinek státusz szerinti megoszlását mutatja a közvetítő csatorna függvényében 2010. június 30-án a legalább 15 hónapja megkötött szerződésekre vonatkozóan:

Szerződés státusza	Brokernet	Alternatív csatornák	Saját hálózat
Élő szerződések	88%	78%	71%
Törölt szerződések	12%	22%	29%

Forrás: Pannónia Életbiztosító

A táblázatból kitűnik, hogy a legstabilabb állomány a Brokernet közvetítésével érkezett a Pannónia Életbiztosítóhoz, holott a szerzési díjak és egyéb feltételek alig térnek el a különböző közvetítő csatornák esetében.

Várható, hogy a Brokernet továbbra is domináns szerepet tölt be a Pannónia partnerei és közvetített biztosításai tekintetében, ami az állomány minősége szempontjából pozitív hatásként értékelhető, bár ez a hangsúlyeltolódás természetesen kockázatot is jelent a jövőbeli profitabilitás szempontjából (hiszen a Brokernet mint partner esetleges kiesése kedvezőtlenül érinti a profitpálya alakulását).

2. szerzési költségek változása

A kiadási oldalon a befektetési egységhez kötött életbiztosítások esetében a szerződés megkötésekor felmerülő szerzési jutalékok foglalnak el kiemelt helyet a pénzkirámlások között. Az ezen tényezőt és a fokozatosan növekvő fix költségeket is magában foglaló költséghányados jelentősen csökkent az utóbbi negyedévekben, a kezdeti 60-70%-os sávból 2010 folyamán 50-60% közé ereszkedett ez a mutató.

A biztosítási szerződések állományában várható növekedés még tovább nyomhatja lefelé ezt az indikátort, hiszen a fix költségek jelenlegi szintjén magasabb állomány szolgálható ki, a változó költségek arányának markáns növekedése pedig nem várható (a biztosító működését kiszolgáló informatikai rendszer és adminisztrációs személyzet a meglévő állomány többszörösét is képes kiszolgálni).

3. biztosítástechnikai kondíciók változása

A Pannónia Életbiztosító pénzügyi helyzetének alakulására a biztosítottak morbiditási és mortalitási mutatói is hatással vannak. Morbiditás alatt azt a viszonyszámot értjük, amely egy meghatározott populációra vetítve adja meg a megbetegedettek számát egy időszakban. Ez azért jelent rizikót, mivel ezen ügyfelek esetében a szerződéses feltételek teljesítése átmenetileg nehézségekbe ütközhet, amely a biztosító pénzügyi helyzete szempontjából okozhat bizonytalanságot.

A mortalitási ráta hasonló megközelítésben az elhunytak számát tükrözi. A biztosító a korai elhalálozás esetében a teljes szerződésben rögzített összeg erejéig áll helyt a kedvezményezett személy felé.

A Pannónia Életbiztosító a nemzetközi sztenderdeknek megfelelően nemenként és koronként különböző modellfeltevésekkel él mindkét vonatkozásban, amit beépít díjpolitikájába. A társaság működésére és pénzügyi helyzetére jelentős hatást gyakorolhatnak az említett mutatószámokban a tervezetthez képest kedvezőtlenebbül alakuló mutatók.

4. devizaárfolyamok alakulása

A Pannónia Biztosító számára további rizikót jelent a devizaárfolyamok mozgása, ugyanis a román és szlovák piacon megkötött életbiztosítások esetében mind a díjbevétel, mind az esetleges kifizetések euró alapon történnek. Tekintettel arra, hogy a Pannónia működésében jelenleg a magyarországi operáció a domináns (ahol a bevételek és működési költségek is forintban merülnek fel), az EUR/HUF árfolyam jelentős emelkedése a forintban számolt kiadások esetében jelenthet többletterhet.

Ennek kapcsán azonban emlékeztetnénk a Pannónia Életbiztosító fő termékének számító befektetési egységhez kötött életbiztosításainak legfőbb jellemzőjére, amely szerint a kiadások főként a szerződés megkötésekor jelentkeznek, míg a bevételek a szerződéses időszak alatt szétterítve realizálódnak.

A fentieket figyelembe véve kockázatot a rövid távú EUR/HUF-árfolyamalakulás jelent, hiszen hosszabb távon a Pannónia Életbiztosító euró alapú biztosításainak felfutásával párhuzamosan természetes fedezettség alakulhat ki ebben a vonatkozásban, ugyanis az euróban denominált bevételek részben ellensúlyozhatják az azonnal jelentkező euró alapú kiadásokat.

5. forrásköltségek változása

A Pannónia Életbiztosító jelenleg nem rendelkezik hivatalos hitelkockázati besorolással a nagy nemzetközi hitelminősítők részéről (S&P, Moody's, Fitch). A nyilvános részvénykibocsátást követő esetleges további forrásbevonások esetében azonban felmerülhet az a kockázat, hogy a jelenleg fő működési területnek számító Magyarország vagy a régiós országok esetében olyan hitelminősítést állapítanak, amely alacsonyabb a Pannónia Életbiztosító pénzügyi helyzete által indokoltnál.

Ebben az esetben ugyanis hiába a relatíve jobb besorolás, a forrásbevonás esetében kockázati prémiumot és így magasabb forrásszerzési költségeket indokolhat az országbesorolás által meghatározott plafon.

A Pannónia Életbiztosító belsőérték-modellje (Embedded Value)

A biztosítótársaságok pénzügyi értékelése eltér a hagyományosan alkalmazott vállalatértékelési elvektől, illetve egyéb intézmények árazási metódusaitól. Az elmúlt évtizedekben ugyan jelentősen fejlődött a területre vonatkozó pénzügyi modellezés módszertana, a becslési eljárások során alkalmazott feltevések, biztosításmatematikai eljárások, statisztikai eszközök külső szereplők számára való hozzáférhetősége továbbra is elmarad a klasszikus vállalatértékelés esetén megszokottaktól.

A biztosítók értékelése esetében a standard eljárás szerint egy adott időpontban meglévő szerződések esetén a biztosító a saját becslései és modelljei alapján rendelkezésre álló információkat dolgozza fel és ebből egy úgynevezett belső értéket (Embedded Value, röviden: EV) határoz meg.

Ezen mutatószám azonban csak több, jelentős egyszerűsítéssel képes becsülni: csak az értékelés pillanatában meglévő biztosítási szerződéseket és az ezekből várt díjbevételeket veszi figyelembe (nem számol a későbbiekben megkötendő biztosításokkal, ami egy fejlődő biztosító esetén kulcsfontosságú).

A Pannónia Életbiztosító saját kalkulációja alapján 2010. június 30-án az alábbi belső érték, azaz EV-re vonatkozó becslést adta:

	Tétel	2010.06.30
A	Kiigazított nettó eszközérték	4 922
B	Meglévő üzleti érték	3 731
C	Tőkeköltség	-326
D	EV értéke (A + B + C)	8 327

Forrás: Pannónia Életbiztosító

Ennek tükrében az egy részvényre jutó Embedded Value, azaz belső érték az időszak végén a 62,1 millió darabos részvényt számmal kalkulálva kb. 134 forintot tesz ki. Hangsúlyozzuk ugyanakkor, hogy ez az érték kizárólag a meglévő szerződésállományra vonatkozik, így nem tartalmazza a következő időszakokban megkötendő szerződéseket.

A Pannónia Életbiztosító megítélésénél azonban érdemes szem előtt tartani, hogy a társaság jelenleg növekedési fázisának elején tart, ezért értékének nagy részét a jövőben megkötendő szerződésekből származó pénzáramlások képezhetik.

Természetesen ez a becslés is jelentős mennyiségű feltételezéssel él, ezt jól tükrözi az a táblázat, amely a belső érték (EV) mozgását mutatja a külső tényezők változásának függvényében. Ennek értelmében csekély változások is jelentős eltérést okozhatnak az értékben, amelynek egy részvényre eső hatását is feltüntettük.

	B+C értéke	EV értéke egy részvényre vetítve
Alapeset	3 404	134,07
A diszkontráta emelése 0.5 százalékponttal	3 262	131,78
A diszkontráta csökkenése 0.5 százalékponttal	3 554	136,48
A költségek emelése 10 százalékponttal	3 337	132,99
A költségek csökkenése 10 százalékponttal	3 530	136,10
A minimális biztonsági tőke emelése 10 százalékponttal	3 385	133,76
A minimális biztonsági tőke csökkenése 10 százalékponttal	3 420	134,33
Az UL törlések emelése 1 százalékponttal	3 276	132,01
Az UL törlések csökkenése 1 százalékponttal	3 842	141,12

Forrás: Pannónia Életbiztosító

A táblázat alapján jól látszik, hogy a legérzékenyebb összetevőnek a diszkontráta változása és a biztosítási szerződések törlési mutatója számít. Egy független auditor által végrehajtott vizsgálat nyomán megállapítást nyert, hogy aktuáriusi és pénzügyi szempontból megalapozott, a nemzetközi szokásoknak megfelelő modellezési gyakorlattal és modellfeltevésekkel dolgozik a Pannónia Életbiztosító.

Árazási, értékelési szempontok

A Pannónia Életbiztosító részvényeinek értékelésekor nehézséget jelent, hogy a társaság növekedési stádiumban van, a tervezett üzemméret elérése még éveket vehet igénybe. Ebből adódóan mind a saját működés mutatószámai, mind a régiós biztosítótársaságokkal való összehasonlítás némileg torz képet mutathat.

Az EQUILOR egy, a saját feltételezésein alapuló értékelést készített a társaság értékének meghatározására diszkontált cash-flow módszerrel. Az alábbiakban bemutatjuk az értékelés során alkalmazott főbb premisszákat és a feltételezéseket.

Az értékelés a unit-linked termékek esetében a meglévő portfólióból és a jövőbeni szerzésekből, míg a tradicionális biztosítások esetében a jövőbeni szerzésekből eredő pénzáramlások jelenértékének meghatározására irányult. Az explicit előrejelzési időszakot 15 évben határoztuk meg, amely egybevág a 2010-ben kötött unit-linked alapú biztosítási termékek feltételezett élettartamával. Az ezt követő időszakra maradványértékkel kalkuláltunk a termékportfólió egészére vetítve.

Szenáriónként eltérő feltételezések

Az értékelés során három szenáriót teszteltünk, melyek azon paraméterek vonatkozásában térnek el egymástól, amik előzetes várakozásaink szerint a legnagyobb hatást gyakorolják a meghatározott részvényértékre. Ezeket az érthetőség kedvéért egyszerűen pesszimista, alap és optimista forgatókönyveknek neveztük el.

a, új szerzések növekedési üteme az előző évhez képest

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017-től
pesszimista	15%	15%	12%	10%	8%	4%	4%
alap	20%	20%	20%	15%	10%	5%	5%
optimista	30%	25%	20%	15%	10%	10%	5%

b, szerződések törlési aránya a szerződés élettartamának egyes éveiben

	1.év	2.év	3.év	4-14. év	15.év
pesszimista	0%	15%	13%	6%	100%
alap	0%	12%	12%	5%	100%
optimista	0%	10%	10%	4%	100%

c, átlagdíj növekedési üteme

	az élettartam valamennyi évében
pesszimista	3%
alap	3%
optimista	4%

d, szerzési költség az első éves jutalék százalékában az élettartam egyes éveiben

	1.év	2.év	3.év	4.év	5.évtől
pesszimista	130%	10%	3%	3%	0%
alap	130%	10%	0%	0%	0%
optimista	130%	10%	0%	0%	0%

Szcenáriónként megegyező feltételezések

Az egyéb feltételezéseket valamennyi scenárió esetében azonosnak tekintettük, melyek közül a legfontosabbak:

- az egyes években a beruházás (capex) összege megegyezik az értékcsökkenéssel,(100 millió forint);
- vagyonkezelési díj évente a kezelt vagyon 1,6%-a;
- eseti befizetés lehetőségével évente a szerződők fele él, amelynek átlagértéke 400 ezer forint;
- a hagyományos biztosítások esetén valamennyi vizsgált évben 1.000 szerződés meglétét feltételeztük, a bruttó és nettó díj különbözete (loading) ezen szerződések esetén 20%;
- az egyes biztosítások átlagdíját 2010-ben az alábbi mértékben határoztuk meg, melyek évente az adott évi várható infláció mértékével nőnek:

	forint
unit-linked	534.000
kockázati	55.000
alkony	63.000
vegyes	100.000

- az általános költségek mértéke 2010-ben 3 milliárd forint, amely évente az inflációval nő; feltételezéseink szerint ez a költség 25 %-kal magasabb azokban az években, amikor a szerződésállomány meghaladja a 100 ezres értéket és 50 %-kal több azon esztendőknél, amikor a szerződések száma magasabb 200 ezernél;
- a társaság az adott évi szerzési költségek 96 %-át határolja el, majd a következő évben az előző évi teljes elhatárolást feloldja;
- a unit-linked tartalékon elért hozam mértéke évi 10 %;
- generációnként az első évben befolyó rendszeres díjakat a biztosító nem fekteti be;
- a társaság a 2015-ig megkötendő biztosításokra pénzügyi viszontbiztosítást köt, a 2010-ben szerzett unit-linked állomány esetén a viszontbiztosítás mértéke 60%, amely az ezt követő években kötött generációk esetén évente 10 %-kal csökken; nem kalkuláltunk ugyanakkor a viszontbiztosítási tevékenység nettó eredményre gyakorolt hatásával, mert az elmúlt évek tapasztalatai alapján annak a mérleg szerinti eredményre vonatkozó hatása gyakorlatilag nullával volt egyenlő;
- 2010-ben az új szerzések száma 13.238, amit a 2009-es év MABISZ adataiból kiindulva a Társaság értékesítési sajátosságainak figyelembevételével, arányosítással határoztunk meg;
- a hagyományos biztosítások esetén az értékelés során már csak a társaság számára ténylegesen képződő hasznot jelenítettük meg (a hagyományos biztosításhoz kötődő profit soron).

Értékelési megközelítések

Az értékelést két megközelítésben végeztük el:

1. A portfólióból származó közvetlen pénzáramlásokon alapuló megközelítés

Ebben a megközelítésben az értékelés alapját a portfólióból származó közvetlen pénzáramlások jelentik, így csak azon tételeket vettük figyelembe az értékelés során, amelyek tényleges készpénzáramlással járnak.

Az értékelés eredménye az 1. számú táblában látható.

2. Eredményalapú megközelítés

Az eredményalapú megközelítésben az értékelés alapját a mérleg szerinti eredmény képi mindazon tételekkel korrigálva, amelyek a társaság tulajdonosai számára nem járnak valódi pénzmozgással (értékcsökkenés, szerzési költség elhatárolása), kizárólag eredményhatásuk jelentkezik. Azokban az években, amikor a jogszabályi előírások szerint a társaság szavatolótőkét szükséges feltölteni, a tulajdonosok rendelkezésére álló eredményt csökkentettük a feltöltési kötelezettség mértékével.

Az értékelés eredménye az 2. számú táblában látható.

Diszkontráta kalkuláció

A diszkontáláshoz használt súlyozott átlagos tőkeköltséget az alábbiak figyelembe vételével határoztuk meg:

- kockázatmentes hozamként a 2023-ban lejáró magyar államkötvény (2023/A) átlaghozamát vettük figyelembe (2010. november 11. értéknapon);
- az iparági eszközbetét a Damodaran adatbázis tartalmazza;
- az értékelés során figyelembe vett időhorizonton nem számolunk hitelfelvétellel vagy más formában idegen tőke bevonásával.

A diszkontráta kalkuláció a 3. számú táblában található.

millió HUF	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
+ UL portfólió díjbevétele	12 175	19 759	28 864	39 984	52 915	67 214	82 227	98 113	114 997	132 964	152 102	172 510	193 285	214 441	235 684	
- Portfólió szerzési költség	9 500	11 928	14 743	18 222	21 634	24 573	26 649	28 821	31 170	33 710	36 457	39 429	42 642	46 117	49 876	
- Tartalékváltozás	3 258	7 300	13 035	20 177	28 884	39 249	51 097	64 190	78 321	93 475	109 728	127 165	144 959	163 107	181 325	
- Károk, szolgáltatások	662	1 309	2 292	3 661	5 688	8 499	12 168	16 599	21 884	28 191	35 601	44 199	54 021	65 092	77 420	
+ UL hozam	997	1 535	2 558	4 217	6 669	10 073	14 584	20 329	27 421	35 967	46 073	57 853	71 382	86 696	103 815	
+ Hagymányos biztosításhoz kötődő profit	117	163	219	287	366	453	545	642	744	854	970	1 094	1 220	1 349	1 478	
+ Viszontbiztosítás hatása	2 488	816	513	98	-420	-2 332	-1 028	-793	-536	-272	-198	0	0	0	0	
Portfólió CF	2 356	1 736	2 084	2 527	3 323	3 087	6 414	8 680	11 252	14 136	17 160	20 663	24 265	28 169	32 356	
- Általános költségek	3 000	3 090	3 183	3 278	3 377	4 347	4 478	4 612	4 750	4 893	6 048	6 229	6 416	6 608	6 807	
- Bankadó	401	401	401	401	401	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Társasági adó	0	0	0	0	0	0	69	543	766	1 019	1 205	1 524	1 873	2 252	2 660	
Operatív CF	-1 045	-1 755	-1 499	-1 152	-454	-1 260	1 867	3 525	5 736	8 224	9 908	12 910	15 975	19 308	22 890	
- CAPEX	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
Nominal CF	-1 145	-1 855	-1 599	-1 252	-554	-1 360	1 767	3 425	5 636	8 124	9 808	12 810	15 875	19 208	22 790	241 159

millió HUF	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
+ UL portfóió díjbevétele	12 175	19 759	28 864	39 984	52 915	67 214	82 227	98 113	114 997	132 964	152 102	172 510	193 285	214 441	235 684	
+ UL hozam	997	1 535	2 558	4 217	6 669	10 073	14 584	20 329	27 421	35 967	46 073	57 853	71 382	86 696	103 815	
- Portfóió szerzési költség	9 500	11 928	14 743	18 222	21 634	24 573	26 649	28 821	31 170	33 710	36 457	39 429	42 642	46 117	49 876	
- Károk, szolgáltatások	662	1 309	2 292	3 661	5 688	8 499	12 168	16 599	21 884	28 191	35 601	44 199	54 021	65 092	77 420	
- Általános költségek	3 000	3 090	3 183	3 278	3 377	4 347	4 478	4 612	4 750	4 893	6 048	6 229	6 416	6 608	6 807	
- Bankadó	401	401	401	401	401	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Értékcsokkenés	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
- Tartalékváltozás	3 258	7 300	13 035	20 177	28 884	39 249	51 097	64 190	78 321	93 475	109 728	127 165	144 959	163 107	181 325	
+ Hagymányos biztosításhoz kötődő profit	117	163	219	287	366	453	545	642	744	854	970	1 094	1 220	1 349	1 478	
+ Δ DAC	1 354	835	847	1 046	1 061	932	682	665	719	777	841	909	983	1 063	1 150	
Adózás előtti eredmény	-2 279	-1 836	-1 266	-304	927	1 903	3 547	5 426	7 656	10 193	12 052	15 243	18 732	22 524	26 600	
Veszteségellátás	0	-2 279	-4 115	-5 380	-5 684	-4 757	-2 854	0	0	0	0	0	0	0	0	
Elhatárolt veszteség felhasználása	0	0	0	0	927	1 903	2 854	0	0	0	0	0	0	0	0	
Adóalap	0	0	0	0	0	0	692	5 426	7 656	10 193	12 052	15 243	18 732	22 524	26 600	
Adó	0	0	0	0	0	0	69	543	766	1 019	1 205	1 524	1 873	2 252	2 660	
Adózás utáni eredmény	-2 279	-1 836	-1 266	-304	927	1 903	3 477	4 883	6 890	9 174	10 846	13 719	16 859	20 272	23 940	
Osztalék	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
MSZE	-2 279	-1 836	-1 266	-304	927	1 903	3 477	4 883	6 890	9 174	10 846	13 719	16 859	20 272	23 940	
Szavatoltóke feltöltés	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Operatív CF	-2 279	-1 836	-1 266	-304	927	1 903	3 477	4 883	6 890	9 174	10 846	13 719	16 859	20 272	23 940	
+ ÉCS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
+ Δ DAC	1 354	835	847	1 046	1 061	932	682	665	719	777	841	909	983	1 063	1 150	
+ Osztalék	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Nominál CF	-3 533	-2 571	-2 012	-1 250	-34	1 071	2 896	4 319	6 272	8 496	10 106	12 910	15 975	19 308	22 890	242 217

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Idegen tőke költsége															
Kockázatmentes hozam	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%
Kamatfelár	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Idegen tőke adózás előtti költsége	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%
Idegen tőke adózott költség	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%
Saját tőke költsége															
Kockázatmentes hozam	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%
Piaci kockázati prémium	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Iparági eszközbéta	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
D/E ráta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Re-levered béta	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Saját tőke költsége	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%
Idegen tőke aránya	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Saját tőke aránya	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
WACC	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%	12,45%

Maradványérték

Mivel a társaság növekedési szakaszban van és az üzletmenet folytatása az explicit előrejelzési időszakot követően is feltételezhető, indokoltnak tartottuk maradványérték meghatározását. A maradványértéket a Gordon-féle növekedési modell segítségével, évi 3 % növekedési ütemet feltételezve kaptuk, ami megegyezik az utolsó évi infláció feltételezett mértékével.

A társaság működését 2008-ban kezdte meg, az értékelés időpontjában három szerzési évvel és így három generáció meglévő biztosítási kötvénnyel rendelkezik, értékét jellemzően a növekedési potenciál és a későbbi generációkból származó díjbevétel jelenti. Az explicit előrejelzési időszakban képződő pénzáramlás a teljes értéken belül kisebb súlyt képvisel, mint a maradványidőszakban keletkező. A maradványidőszaktól származó érték aránya a teljes értéken belül az alábbiak szerint alakul, ami megfelel a növekedési szakaszban lévő vállalatokra jellemző standardnak:

	Maradványérték súlya a portfólió CF alapú megközelítésben	Maradványérték súlya az eredményalapú megközelítésben
pesszimista	78%	78%
alap	70%	70%
optimista	67%	67%

Részvényérték számítása

A kapott cash-flow elemek jelenértékét az általunk kalkulált súlyozott átlagos tőkeköltséggel 2010. december 31-re vonatkozóan határoztuk meg.

Az értékelés során az egyes scenáriók esetén az alábbi eredmények adódtak:

HUF	Egy részvényre jutó érték portfólió CF alapú megközelítésben	Egy részvényre jutó érték eredményalapú megközelítésben
pesszimista	627	630
alap	1140	1143
optimista	1690	1692

A két megközelítésben meghatározott értékek között a pénzáramlások eltérő felépítése miatt kismértékű eltérés tapasztalható, a differencia azonban egyik scenárió esetén sem haladja meg az 1%-ot.

Az értékelés során segítséget jelenthet továbbá néhány múltban lezajlott, tőzsdei és tőzsdén kívüli tranzakció árazásának elemzése is. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy az ezen tranzakciók során alkalmazott árazás nem alkalmazható közvetlenül a Pannónia Életbiztosító részvényeinek értékelésekor, ugyanis minden esetben szükséges a tranzakcióban érintett társaságok egyedi jellemzőit is figyelembe venni.

Relatív értékelési szempontok

2010-ben zajlott a PZU lengyel biztosítótársaság tőzsdei bevezetése. Az árfolyam a bevezetése óta jelentősen emelkedett, a piac jelenlegi értékítélete szerint a társaság 32 milliárd zloty-t ér. A 2010-re becsült díjbevétele 15 milliárd zloty, vagyis a piac által reálisnak tartott értéke jelenleg a tervezett díjbevételenek 2,13-szorosa. A Pannónia esetében a következő években várható, hogy az árfolyam és az egy részvényre kalkulált díjbevétel hányadosa felülről közelítsen ezen érték felé.

Magyarországon utoljára a OTP Garancia Groupama általi felvásárlására került sor a biztosítási szektorban. A tranzakció 2008-ban zajlott, amikor a társaság díjbevétele 80 milliárd HUF-ra várták szemben a 2007-es 90 milliárd forinttal. A tranzakció 164 milliárd forint értékben valósult meg, vagyis az éves várható díjbevételenek 2,05-szörösén kelt el a biztosító. A Groupama azonban ekkor már fejlett státuszban volt, emellett az OTP-Groupama tranzakciót egyéb kapcsolódó megállapodások is színesítették.

Szintén a Groupama vette meg a fejlődési szakaszának csúcán lévő, a román biztosítási piac 3. legnagyobb szereplőjének számító ASIBAN nevű biztosítót 2008-ban 350 millió euróért. A 2008-ra előrejelzett (és közel teljesített) 165 millió eurós díjbevételhez viszonyítva ez 2,12-es szorzót jelent. Ezen tranzakciók árazása nem tér el jelentősen a Pannónia jelenlegi értékelési szintjeitől, itt ugyanis a 2010-es becsült érték 2,2.

Osztalékpolitika

A Pannónia Életbiztosító jelenleg nem rendelkezik az Igazgatóság által jóváhagyott osztalékpolitikával. A társaság indulása óta eltelt rövid időszak, a terjeszkedéshez és a tevékenység méretének növeléséhez szükséges jelentős tőkeigény, valamint a társaság által nyújtott biztosítási szolgáltatások pénzáramlásának jellegzetességei miatt a következő öt-hét évben sem várható, hogy a tulajdonosoknak ebben a formában juttassanak nyereséghez.

Speciális tulajdonosi és egyéb partneri megállapodások

A Pannónia Életbiztosító az elmúlt években több megállapodást is kötött külső szereplőkkel a működés feltételeinek biztosítására. Ezek részben a finanszírozási oldalról jelentenek könnyebbséget, de ilyen megállapodások révén került kapcsolatba a társaság a klasszikus biztosítási tevékenység részét képező viszontbiztosítókkal is (Swiss Re, Hannover Re, Mapfre Re). Bár a Pannónia Életbiztosító stratégiájában a viszontbiztosítási tevékenység fokozatos leépítése szerepel, a partnerek között várhatóan hosszabb távon is maradnak viszontbiztosítási tevékenységet végző vállalatok (természetesen a szerződéses feltételek a piaci helyzet és a Pannónia Életbiztosító stratégiájának megfelelően folyamatosan módosulhatnak).

a, az SBI-vel kötött megállapodás

A Pannónia Életbiztosító összesen 10 millió euró értékű tőkeinjekcióban részesült az SBI részéről, amely két különböző formában állt a társaság rendelkezésére.

Az SBI 4,4 millió euró értékű részvény lejegyzését vállalta, egyenként 480 forintos egységáron. 2.565.292 darab részvényt a társaság átvett, a fennmaradó összeget (5,6 millió euró) pedig alárendelt kölcsöntőkeként bocsátotta a társaság rendelkezésére. Ez a tőkejuttatási forma változó kamatozású volt, a kamatot a 10 éves euró alapú kamatcsere-ügylet referenciahozama felett 450 bázisponttal állapították meg.

A kölcsöntőkét a társaság 2010 novemberében annak kamataival együtt visszafizette.

b, a GEM-mel kötött megállapodás

A GEM (Global Emerging Market Fund) 2010 júniusában szándéknyilatkozatot írt alá egy összetett tőkebefektetési együttműködési szerződésről: a Pannónia Életbiztosítóban három éven keresztül összesen 20 millió euró értékben jegyez részvényeket tőkeemelés formájában a kereskedés átlagos volumenének függvényében, a megállapított 3 hetes árazási periódus átlagos árfolyamának 90%-án. A fentiekén túl a GEM jogosult arra, hogy a Pannónia Életbiztosító tőzsdei megjelenésétől számított négy éven belül további 4 millió darab részvényt jegyezzen le a kibocsátási árfolyam 170%-án.

A Pannónia Életbiztosító részvényeire vonatkozó átruházási korlátozások

A Pannónia Életbiztosító jegyzett tőkéje 62.153.203 darab részvényből áll, amelyek közül összesen 6.275.000 darab esik speciális megítélés alá. Ezeket a társaság a korábbi évek folyamán bocsátotta ki dolgozói részvény formájában (ún. átalakított dolgozói részvények), a nyilvános részvénytársasággá alakulás során pedig a Pannónia Életbiztosító a tulajdonosok döntése nyomán ezeket is törzsrészvényekké konvertálta. A részvények az Igazgatóság által zárolásra kerültek, azok részleges felszabadításukig nem ruházhatók át és a hozzájuk kötődő szavazati jogok nem gyakorolhatók.

A felszabadítás után a 6.275.000 darab részvény maximum 15%-a értékesíthető a Pannónia Életbiztosító tőzsdei bevezetését követő egy éven belül, míg a tőzsdei bevezetésétől számított második évet is figyelembe véve maximum 30%-os pakett válik szabadon értékesíthetővé.

Az SBI tőkealappal kötött részvényesi megállapodás eltér a többi tulajdonos által elfogadott szerződéstől, az SBI ugyanis a tulajdonában álló mintegy 2,5 millió darab részvényt illetően szintén értékesítési korlátozást vállalt.

Az SBI a Pannónia Életbiztosító részvényeinek tőzsdei bevezetését követő első évben a tulajdonában álló részvények maximum 34%-át értékesítheti. Az SBI a tőzsdei bevezetés során 503.144 darab részvényt már értékesített, így maximum 1,2 millió darab részvényt adhat el a Pannónia tőzsdei bevezetését követő első évfordulóig.

Az értékesítésben résztvevő részvényesek azért vállalták részvényeik egy részének elidegenítését, hogy növeljék a tőzsdei kereskedés során elérhető közkiárhányadot. Az értékesítés során társaság részvényeseinek azt tette lehetővé, hogy meglévő részvényeik 15 %-át értékesítsék. A 142 részvényesből mindössze 12-en döntöttek úgy, hogy élnek ezzel a lehetőséggel, így végül a meglévő teljes részvénytömeg csupán 3,8 %-a került értékesítésre felajánlásra.

Az értékesítő részvényesek ezen kívül vállalták, hogy meglévő részvényeik maximum 15 %-át értékesítik a tőzsdei kereskedés kezdetét egy éven belül (beleértve az IPO során történő értékesítést is) és maximum 30 %-át két éven belül (az első évben értékesített részvények számát is beleértve).

A fentiekén kívül a társaság egyes, az értékesítésben részt nem vevő részvényesei is vállalták az értékesítő részvényesekre vonatkozó korlátozásokat. A vállalt vagy szerződésben rögzített korlátozások a kereskedés első éveiben ennek megfelelően hatással lesznek a közkiárhányad alakulására is.

A Pannónia Életbiztosító alapszabályában foglalt korlátozások

A részvényesek szempontjából legfontosabb korlátozást a szavazati jogok kapcsán alkalmazott 10%-os limit jelenti. Ez a gyakorlatban azon tulajdonosok szempontjából fontos momentum, akik a Pannónia Életbiztosító részvényeinek több mint 10%-ával rendelkeznek; esetükben ugyanis a szavazati jog nem haladhatja meg ezt az értéket.

A társaság napi működését és üzletmenetét nem érinti ez a szabály, azonban egy esetleges ellenséges felvásárlási tranzakció sikerességét közvetlenül befolyásolja (hiszen amennyiben pl. egy befektető megszerzi a Pannónia Életbiztosító részvényeinek 20%-át, a társaság legfőbb szervének számító közgyűlésen akkor is csak a 10%-os mértékig számít a szavazata). Ezen szabály révén biztosítható a társasági megállapodásokban lefektetett stratégia megvalósítása, ugyanakkor a részvények értékelése és az árfolyam alakulása szempontjából alapvetően kedvezőtlen megítélés alá esik ez a korlátozás.

Az alapszabály továbbá nem teszi lehetővé a részvényeseknek a betekintést a társaság ügymenete során létrejövő és szükséges dokumentumokba. Az általános nézet szerint ezzel a joggal a befektetők csupán elenyésző része él, így ez érdemben nem jelent negatív momentumot szempontjukból.

A Pannónia Életbiztosító részvényárfolyamának eddigi alakulása

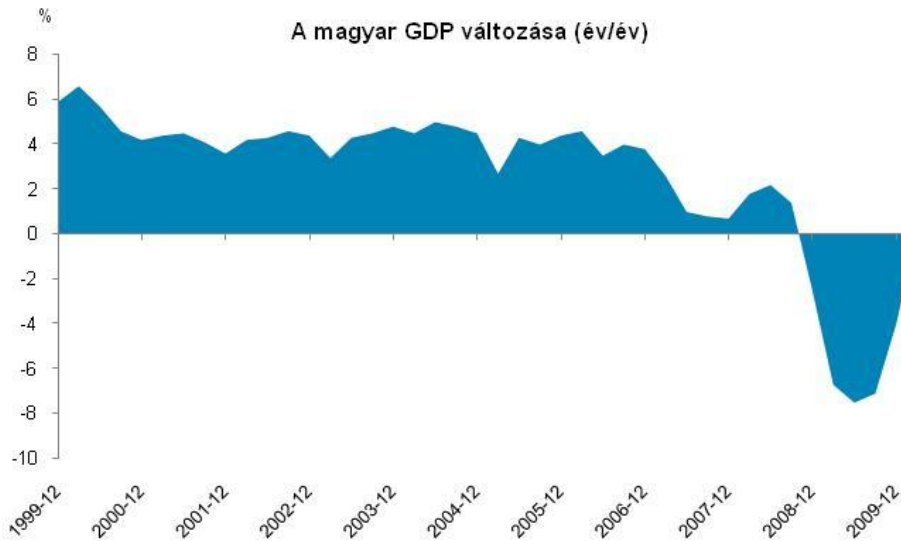
A részvényesek szempontjából legfontosabb korlátozást a szavazati jogok kapcsán alkalmazott 10%-os limit jelenti. Ez a gyakorlatban azon tulajdonosok szempontjából fontos momentum, akik a Pannónia Életbiztosító részvényeinek több mint 10%-ával rendelkeznek; esetükben ugyanis a szavazati jog nem haladhatja meg ezt az értéket.

A társaság napi működését és üzletmenetét nem érinti ez a szabály, azonban egy esetleges ellenséges felvásárlási tranzakció sikerességét közvetlenül befolyásolja (hiszen amennyiben pl. egy befektető megszerzi a Pannónia Életbiztosító részvényeinek 20%-át, a társaság legfőbb szervének számító közgyűlésen akkor is csak a 10%-os mértékig számít a szavazata). Ezen szabály révén biztosítható a társasági megállapodásokban lefektetett stratégia megvalósítása, ugyanakkor a részvények értékelése és az árfolyam alakulása szempontjából alapvetően kedvezőtlen megítélés alá esik ez a korlátozás.

Az alapszabály továbbá nem teszi lehetővé a részvényeseknek a betekintést a társaság ügymenete során létrejövő és szükséges dokumentumokba. Az általános nézet szerint ezzel a joggal a befektetők csupán elenyésző része él, így ez érdemben nem jelent negatív momentumot szempontjukból.

Hazai makrogazdasági összefoglaló és kitekintő a 2010-2013-as időszakra

A magyar gazdaság 2010-ben kilépett a recesszió állapotából, a növekedés üteme a második negyedévtől kezdődően évesítve 1,0%-ra gyorsult, az előző negyedévhez viszonyítva pedig 0,1%-kal emelkedett. Az eredményjavulásban alapvetően két tényező játszott szerepet. Egyfelől az exportpiacra termelő vállalatok készletfeltöltései hatottak kedvezően, aminek következtében a bruttó állóeszköz felhalmozás a 2009-es összeomlást követően 2010 végétől dinamizálódni kezdődött. A következő években a szegmensben 10% körüli bővülést várunk. Másrészt a tavalyi alacsony bázis hatására vált érzékelhetővé a gazdasági növekedés.



Forrás: KSH

A következő években lassan gyorsuló növekedésre számíthatunk, ahogy a külső konjunktúra pozitív hatását átveheti a gazdaság belső tartalékainak dinamizálódása. A magyar gazdaság növekedési dinamikájára ugyanakkor pozitívan eddig gyakorlatilag csak a világgazdasági konjunktúra által dinamizálódott export szektor hatott, ami komoly törekénységi faktorként jelentkezik a hosszú távú növekedési kilátásokkal kapcsolatban.

Az idei évre várható növekedést a Magyar Nemzeti Bank legfrissebb rendelkezésre álló statisztikái 0,9-1,0%-ban adják meg, amit mi is tarthatónak gondolunk. Ugyanakkor fontos hangsúlyozni, hogy a jelenlegi helyzetben a magyar gazdaság teljesítménye a külső konjunktúra alakulásától függ, ugyanis szinte kizárólag az exportra termelő, elsősorban könnyűipari vállalatok kibocsátása és beruházásai járulnak hozzá a GDP növekedéséhez.

Ezzel szemben a lakosság fogyasztási hajlandósága továbbra sem mutatja a tartós fellendülés jeleit, bár meg kell jegyezni, hogy három és fél éves zuhanás után 2010 júliusában először emelkedett a hazai kiskereskedelem forgalma az előző hónaphoz képest, amit optimista olvasatban akár egy törékeny fordulat első jeleként is értelmezhetnénk. A kiskereskedelem 2010 egészében az alacsony bázismutatók mellett is legfeljebb szinten maradhat, majd a következő években egy lassú, 1-2%-os élénkülés beindulására lehet számítani.

A GDP növekedése a következő években - a hazai kereslet élénkülésének és a pénzügyi egyensúly, valamint a nemzetközi bizalom fokozatos javulásának köszönhetően – 2,5%-ra gyorsulhat, amit később egy 3,5-4,0%-os növekedési ütem válthat fel.

A külkereskedelem területén a következő években erőteljes bővülésre számíthatunk: mind az export, mind az import terén 9-10% körüli dinamika várható, aminek következtében jelentős többlet keletkezhet a külkereskedelmi mérlegben. Ezzel párhuzamosan ugyanakkor a folyó fizetési mérleg 2010-ben már negatívba fordulhat, így csak az uniós transzfereknek köszönhetően marad meg az ország nettó külföldi finanszírozási pozíciója.

A háztartások fogyasztási hajlandóságának alakulása szempontjából ugyanakkor kedvezőtlen folyamatok kibontakozásának lehetünk tanúi, amik kockázati tényezőként jelentkezhetnek a fent vázolt növekedési forgatókönyv esetében. A kockázati tényezők között a legfontosabb a forint árfolyamának hektikus mozgása a vezető devizákkal szemben, ami a devizahitelesek hozza nehéz helyzetbe és a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének növekedését gátolhatja.

Továbbá a munkaerőpiacon sem látszik a fordulat kibontakozása, a munkanélküliség 10%-os szinten ragadhat be az elkövetkező években. Véleményünk szerint pozitív hatással a lakossági keresletre a következő években az lehet, ha a kormány valóban könnyít a devizahitelek törlesztési feltételein, ami viszont a bankokra ró plusz terhet egy olyan időszakban, amikor egyébként is több tényező veszélyezteti a jövedelmezőségüket (banki kölönadó, szigorúbb tőkemegfelelésre felkészülés, hitelportfólió romlása). Utóbbi esetében továbbra is magasnak látjuk annak kockázatát, hogy a hitelezés visszafogásáról szóló negatív előrejelzések önbeteljesítő folyamatokat indítanak el, és a bankok a törlesztő kondíciók lazításával párhuzamosan valóban visszafogják hitelkihelyezéseiket.

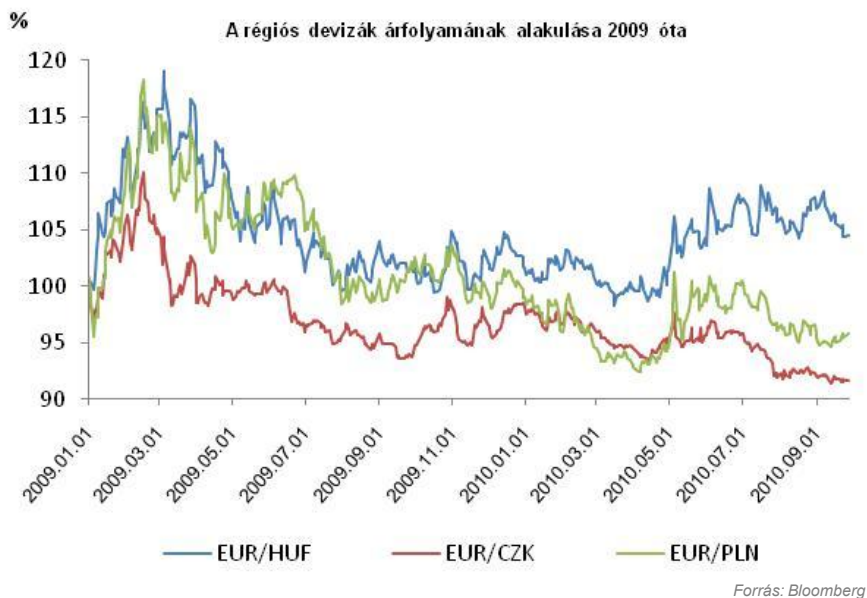
A veszélyeket fokozza, hogy a magyar kivétel több mint 60%-át felvevő uniós országok többségében drasztikus államháztartási konszolidáció veszi kezdetét 2011-től, aminek növekedést gátló hatásai túlnyúlhatnak az eurózóna határain, érintve olyan kapcsolt gazdaságokat is, mint a magyar.

Meg kell továbbá említenünk, hogy a kormány a választásokat követően meghirdetett kis- és középvállalkozásokat valamint magánszemélyeket érintő adócsökkentési programját nem tudja életbe léptetni 2013 előtt, ami a költségvetés bevételi oldalára nézve pozitív üzenet, viszont a hazai belső kereslet ösztönzése ellenében hat. A költségvetés radikális rendbetétele miatt az állam új bevételi források keresésére kényszerülhet, amelynek már láthattuk jeleit: a bankadó hatályának elnyújtása, valamint hasonló különadó kivetése más iparágak esetében is (távközlési, energia és kiskereskedelmi vállalatok esetében) ezt a célt szolgálja. A társasági adóteher ilyen módon történő emelkedésével mint beruházást fékező tényezővel kell számolni.

A fiskális politika mozgásterét szűk marad a következő másfél-két évben, ugyanis az új kormány által vállalt 2010-es 3,8%-os illetve a 2011-es 3%-alatti GDP arányos államháztartási hiány teljesítéséhez pótlólagos intézkedések bevezetésére lehet szükség, ami az állami beruházásokat még egy ideig alacsony szinten tarthatja, visszafogva a közösségi fogyasztást és felhalmozást, illetve negatív hatást gyakorolva a természetbeni juttatások dinamikájára. A közösségi beruházások tekintetében nem látszik, hogy a tartós fellendülés mikortól következhet be.

Forinttal kapcsolatos várakozások

2010 végére stabilizálódhat a forint piac, az év közepi szintekhez képest valamivel erősebb árfolyamra (275-280 HUF/EUR) számítunk az év végére. A hazai deviza árfolyammozgásával kapcsolatban a legfontosabb tényezők között kell említeni a befektetők kockázatvállalási hajlandóságának alakulását. Mivel a magyar GDP-hez mért adósságráta a velünk összehasonlítható országokhoz mérten a legmagasabb, továbbra is Magyarország számít a térség egyik legkockázatosabb befektetési terepének.



Ezért a kockázati étvágy csökkenése a tőkepiacokon érzékenyen érintheti a forintot. Hosszútávon ugyanakkor egy reálfeleértékelődésre számíthatunk, ahogy a világgazdaság bővülésével párhuzamosan Magyarország és az Európai Unió között ismét beindul a reálgazdasági konvergencia és az euróvezeti csatlakozásunk is belátható közelségbe kerül.

A kormány legutóbb közölt szándékai szerint 2014-2015 környékén teljesíthetjük az euróvezeti csatlakozás kritériumait, nevezetesen a maastrichti kritériumokat, majd az ERM II rendszerhez történő csatlakozást követő második évben kérhetjük felvételünket a közös térségbe.

A külső faktorok között középtávon említendő a Svájci Nemzeti Bank stratégiaváltása, amely a korábbiakkal ellentétben engedi a svájci frank erősödését, ez pedig negatívan hathat a forint-frank árfolyamára is. A következő évek egyik kérdése, hogy az SNB akár az euró-frank 1,25-ös árfolyamértéke esetén is tartózkodik-e az erőteljesebb devizapiaci intervenciótól vagy óvatosabb beavatkozásokra lehet azért számítani.

Véleményünk szerint a következő években legalább szóbeli intervenciók sorozatára sor kerül Svájcban, aminek hatására a forint-frank árfolyama 2011-et követően a 200 forintos küszöbérték alatt stabilizálódhat.

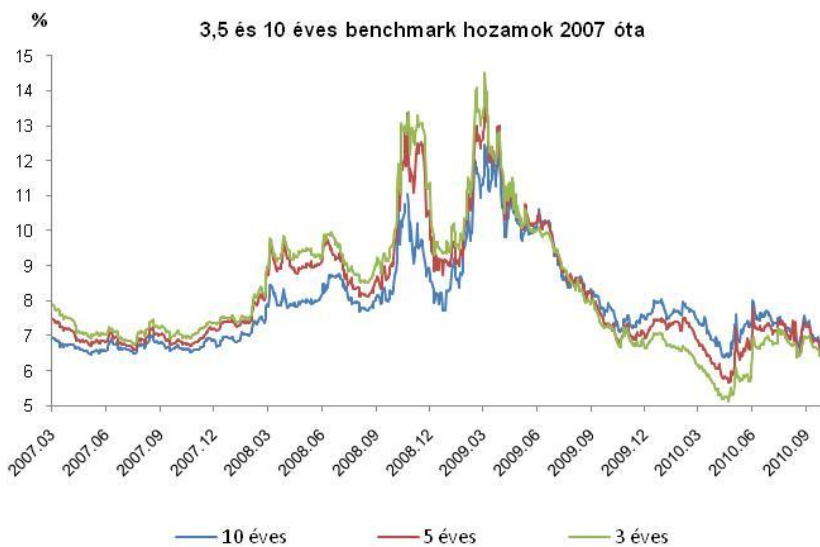
A hosszabb távú forint előrejelzéssel kapcsolatban fontos megemlíteni az ÁKK új adósságstratégiáját. Eszerint az adósságstruktúrában belül a devizaadósság arányát a mostani 49%-os szintről – amelybe az IMF kölcsönt is beleszámítják – a következő években 30-35%-os szintre szorítanák vissza.

A bejelentett tervek szerint a devizaadósságot a hazai megtakarításokból tervezi finanszírozni az adósságkezelő, ami gyakorlatilag azt jelenti, hogy a következő években lejáró tetemes devizaadósságunk törlesztését forint alapú kibocsátásokból devizaátváltásokon keresztüli tranzakciókkal bonyolítaná az ÁKK. Ennek a forint szempontjából gyengítő hatása lehet, hiszen ezen stratégia szerint több milliárd eurónak megfelelő forint eladásra lenne szükség (ez a forintpiacon túlkínálathoz vezethet, ami némileg megnyomhatja a forint hozamokat).

Alapkamat, infláció

A Nemzeti Bank monetáris tanácsa utoljára 2010. áprilisi döntésével változtatott a kététes repo kamatrátán, amit akkor 5,25%-ra szállított le. Azóta a piacon kiárazódott a további csökkentés esélye, sőt, ha megnézzük az állampapírpiacon rövid hozamokat, akkor a következő 3-6 hónapos periódusra egy 25 bázispontos kamatemelés beárazódását láthatjuk.

Ezt a forgatókönyvet, tehát hogy még 2010-ben kamatemelésre kerüljön sor, nem tartjuk valószínűnek, a hozammegugrás inkább a kockázati szintek átmeneti emelkedésének tudható be.



Forrás: ÁKK

Ezt a nézetünket a külföldi piaci szereplők alapkamattal kapcsolatos várakozásával tudjuk alátámasztani, ami azt mutatja, hogy a külföldiek kezében lévő állampapír állomány 2010 óta folyamatosan esik. Pozitív hír viszont, hogy a hosszú oldalon lassan, de elkezdődött kiárazódni az IMF-fel történő szakítást követő finanszírozási félelem, ami jól látszik abban, hogy valamennyi hosszú hozam 2010 utolsó negyedévére 7%-os szint alá esett. Mindenesetre az előző negyedévhez képest mindenképpen változást jelent a kamatemelés kezdetéről szóló találgatások megjelenése. Meglátásunk szerint a kamatemelések kezdete 2011 első felére tehető.

A hazai kamatpályát meghatározza, hogy a nemzetközi piacokon mikor kezdődik meg a kamatemelési ciklus, ugyanis ez a kockázati felárunk szűkülését eredményezheti, és arra szoríthatja a jegybankot, hogy beindítsa a hazai kamatemeléseket.

A jelenlegi piaci várakozások szerint 2011 végétől kamatemelés várható az Egyesült Államokban, majd 2012 elején az eurózónában is beindulhat a monetáris szigorítási ciklus. Ennek hatása már most is érződik a feltörekvő piaci térségben: Lengyelországban például a jegybank már 2010 őszén is tárgyalt a kamatemelés eshetőségéről. Magyarországon 2011 végére 5,75%-os alaprátát, 2012 végére pedig 6,25%-os kamatlábat várunk.

Ennek a forgatókönyvnek az irányába több tényező is hat, elsősorban az eurózóna sebezhetőbb tagállamai esetében kiújult félelem a finanszírozási feltételek romlásáról. A hazai kockázati szintek ezért alig voltak képesek elmozdulni az elmúlt fél évben beállított lokális 340 bázispont körüli csúcstól. (Az 5 éves magyar szuverén adósságkockázatra köthető CDS csereügylet felára jelenleg némileg 300 bázispont felett tartózkodik, és bár ez alatta van a nyári szinteknek, bőven felülmúlja az áprilisi mélypontot, ami 167 bázispont volt.)

Bár az MNB 2010 májusában még az inflációs pálya süllyedésének várható lassulásától tartott, az augusztusi 3,7%-os éves alapon számolt pénzromlási ütem meglepetést keltett, ami októberben tovább emelkedett (4,2%-ra). Kérdéses ugyanakkor, hogy a 2012-re vonatkozó 3%-os inflációs cél tartható-e. A rákövetkező években – a hazai kereslet illetve a nemzetközi energia- és élelmiszerárak begyűrűzésének hatásától függően – 3% körüli árindexet várunk.

Magyar makromutatók	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Bruttó hazai össztermék (%)	0,6	-6,3	0,9	2,9	3,5
Háztartások végső fogyasztása (%)	-0,6	-6,7	-2,9	2,5	3,4
Közösségi fogyasztás (%)	-0,6	1	1,5	1,3	1,2
Beruházások (%)	0,4	-6,5	1,0	4,8	6
Export (%)	5,6	-9,1	9,4	7,4	11
Import (%)	5,7	-15,4	9,4	7,6	12
Külkereskedelmi forgalom (mrd euró)	-0,3	4,5	4,7	4,7	5
Infláció (évesített, %)	6	4,2	4,3	3,0	3,0
Folyó fizetési mérleg (milliárd euró)	-7,6	0,2	-1,0	-1,7	-
Államháztartás egyenleg (GDP %-ban)	-3,4	-3,9	-3,8	-3,0	-3,0
Munkanélküliségi (%)	7,8	10	11,2	10,8	9,8
Ipari termelés (%)	0,0	-17,7	6,5	7,0	8,5
Építőipari termelés (%)	-6,3	-4,3	-7,5	3,0	6
Kiskereskedelmi forgalom (%)	-1,8	-5	0,0	2,5	2,8
MNB alapkamat	10	5,75	5,25	5,75	6,25

Forrás: MNB, KSH, Equilor becslés

Kapcsolat

Belföldi részvény desk
Állampapír/Kötvény desk
Nemzetközi részvény desk
FX desk
Vagyonkezelés
Front Office

+36 1 430 3985, +36 1 430 3999, +36 1 430 3996
+36 1 430 3958
+36 1 430 3994, +36 1 430 3457
+36 1 430 3995
+36 1 430 3989 / 92
+36 1 430 3980

Kiadó



Equilor Befektetési Zrt.
H-1037 Budapest, Montevideo u 2/C
Tel: +36 1 430 3980, Fax: +36 1 430 3981
equilor@equilor.hu
www.equilor.hu

Lezárva: 2010. november 17.

FONTOS FIGYELMEZTETÉS

JELEN BEFEKTETÉSI ELEMZÉS HIRDETÉSNEK MINŐSÜL ÉS NEM A BEFEKTETÉSI ELEMZÉS FÜGGETLENSÉGÉNEK ELŐMOZDÍTÁSÁT CÉLZÓ JOGI KÖVETELMÉNYEKNEK MEGFELELŐEN KÉSZÜLT, EGYÜTTAL NEM VONATKOZIK RÁ A BEFEKTETÉSI ELEMZÉS TERJESZTÉSÉT, KÖZZÉTÉTELÉT MEGELŐZŐ ÜGYLETKÖTÉSRE VONATKOZÓ TILALOM.

JELEN DOKUMENTUM SEM ÖNMAGÁBAN, SEM RÉSZBEN NEM KÉPEZ AJÁNLATOT, VAGY FELHÍVÁST SEMMILYEN TŐKEPIACI INSTRUMENTUM JEGYZÉSÉRE, VAGY MEGVÁSÁRLÁSÁRA, ÉS SEM MAGA A DOKUMENTUM, SEM ANNAK BÁRMELY TARTALMA NEM TEKINTHETŐ SEMMILYEN SZERZŐDÉSKÖTÉSRE, VAGY KÖTELEZETTSÉGVÁLLALÁSRA TÖRTÉNŐ ÖSZTÖNZÉSKÉNT. A DOKUMENTUM, VAGY ANNAK TARTALMÁNAK ILYEN FELHASZNÁLÁSÁBÓL, ILLETVE AZZAL ÖSSZEFÜGGÉSBEN BÁRMELY MÁS MÓDON KELETKEZŐ ESETLEGES VESZTESÉGEKÉRT AZ EQUILOR ZRT. FELELŐSSÉGET NEM VÁLLAL.

A DOKUMENTUMBAN FOGLALT INFORMÁCIÓK TÖBB, KÜLÖNBÖZŐ FORRÁSBÓL SZÁRMAZNAK, ÉS AZ EQUILOR NEM GARANTÁLJA AZOK PONTOSSÁGÁT, VAGY TELJESSÉGÉT. EZEN INFORMÁCIÓK FRISSÍTÉSE, VAGY A JELEN DOKUMENTUMBAN TÁRGYALTAK ALAPJÁN TÖRTÉNŐ TANÁCSADÁS NEM TARTOZIK AZ EQUILOR FELADATAI KÖZÉ.

AZ EQUILOR BEFEKTETÉSI ZRT. MUNKAVÁLLALÓI ÉS ÜGYFELEI AZ ELEMZÉSBEN SZEREPLŐ BEFEKTETÉSI TERMÉKEK ÉS SZÁRMAZTATOTT INSTRUMENTUMOK TEKINTETÉBEN POZÍCIÓKKAL RENDELKEZHETNEK, MELYEK AZ ELEMZÉSTŐL FÜGGETLENÜL BÁRMIKOR MEGVÁLTOZHATNAK.

MIELŐTT BÁRMILYEN BEFEKTETÉSI INSTRUMENTUMBAN POZÍCIÓT VÁLLAL, FELTÉTLENÜL GYŐZÖDJÖN MEG, HOGY MEGÉRTETTE A PIAC MŰKÖDÉSÉT ÉS KOCKÁZATÁT, S AZ TELJES MÉRTÉKBEN MEGFELEL SAJÁT – BEFEKTETÉSI – CÉLJAINAK ÉS ELVÁRÁSAINAK.

© 1990-2010 Equilor Befektetési Zrt. - www.equilor.hu