



GJENSIDIGE

Verdsettelse av Gjensidige Forsikring ASA

Eirik Høie & Fredrik Emil Huseby Langehaug

Veileder: Petter Bjerksund

Masterutredning, Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Formålet med utredningen er å estimere egenkapitalverdien til Gjensidige Forsikring ASA. Vi benytter en fundamental verdsettelse og vurderer resultatet opp mot markedsmultipler.

Etter vi har presentert Gjensidige gjennomgår utredningen hvilke utfordringer og teori som er relevant for valg av verdsettelsesmetode. Når man verdsetter et finansielt foretak vil det være flere komplikasjoner man må ta hensyn til. Blant annet er det problematisk å skille mellom finansiell og operasjonell drift, samt klassifisering av gjeld. I tillegg medfører regulatoriske krav fra myndigheter utfordringer når man skal beregne fremtidige kontantstrømmer. Gjennom vurdering av inntjenings-, markeds- og balansebaserte metoder kom vi frem til å benytte fri kontantstrøm til egenkapitalen.

Fra valg av verdsettelsesmetode beveger vi oss over på en strategisk analyse, hvor både eksterne og interne forhold blir evaluert. For å vurdere makroforhold benyttes en PEST-analyse. Analysen indikerer gode vekst muligheter for Gjensidige, men at lave rentenivåer og lovendringer kan få konsekvenser i fremtiden.

Forsikringsbransjen blir analysert ved hjelp av Porters femkraftsmodell. Kundenes forhandlingsmakt og trusselen fra inntrengere viser seg å være moderat til høy for forsikringsbransjen. Sammen med god lønnsomhet de siste årene ser vi muligheter for økt rivalisering og svekket lønnsomhet. Vurderingen av Gjensidiges interne ressurser blir gjort ved hjelp av SVIMA-modellen. Vi finner ingen varige konkurransefortrinn, men enkelte midlertidige fortrinn innen omdømme og kunnskap.

I regnskapsanalysen har vi gjennomgått Gjensidiges skadeforsikring, pensjon, sparing og bankvirksomhet. Nøkkeltallstrender viser at Gjensidige er et solid finansielt selskap, med god lønnsomhet og vekstmuligheter innenfor flere segmenter.

Med utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen blir det estimert fremtidige kontantstrømmer for perioden 2015 til 2024. Avkastningskravet som blir benyttet blir regnet ut ved hjelp av KVM. Verdsettelsen gir en egenkapitalverdi på 80 167 millioner kroner.

Avslutningsvis vurderes egenkapitalverdien ved hjelp av markedsmultipler og sensitivitetsanalyser.

Forord

Denne utredningen tar for seg verdsettelsen av det norske skadeforsikringsselskapet Gjensidige. Da vi bestemte oss for å skrive utredningen falt valget raskt på verdsettelse. Vi er begge interessert i emnet og ønsker å benytte opparbeidet kunnskap i praksis. Ønsket var videre å utføre en verdsettelse som skiller seg fra andre. Vi fant etter hvert ut at et fåtall hadde verdsatt et finansielt foretak. Det lå heller ingen tidligere utredninger ute om verdsettelse av et forsikringsselskap. Dermed førte det til at dette var en utfordring vi så på som spennende. Valget av Gjensidige kommer av at de er et ledende norsk skadeforsikringsselskap med en sterk merkevare. Det gjorde at vi så på de som et spennende foretak som ville ha en stabil posisjon som grunnlag for vår analyse.

Det finnes lite litteratur og teori om direkte verdsettelse av forsikringsselskaper. Vi var derfor nødt til å bruke lang tid på å oppdrive gode kilder og å sette oss inn i forsikringsselskapenes virksomhet. Det er svært mange kompliserte reguleringer av finansielle foretak som gjør verdsettelsen mer innviklet. Etersom de fleste fagene vi har deltatt i har hatt fokuset på ikke-finansielle foretak har vi vært nødt til å gå nye veier som til tider var svært krevende. Arbeidet med utredningen har likevel gitt oss et stort læringsutbytte og har sørget for at vi fikk utforsket faglig områder vi tidligere ikke har vært kjent med.

Verdsettelsen er basert på offentlig tilgjengelig informasjon og det har dermed ikke blitt benyttet intern informasjon fra Gjensidige i utredningen. Vi ville forsøke å gjennomføre verdivurderingen som en ekstern investor.

Til slutt vil vi takke vår veileder Petter Bjerksund for gode innspill og at han var behjelpelig når det var nødvendig.

Bergen, 20.juni 2015.

Eirik Høie

Fredrik Emil Huseby Langehaug

Innholdsfortegnelse

1.0 Innledning	1
1.2 Problemstilling	2
1.3 Avgrensninger	2
2. 0 Presentasjon av Gjensidige Forsikring	3
2.1 Historie	3
2.2 Visjon og mål	4
2.3 Selskapets virksomhet	4
3.0 Metode	6
3.1 Undersøkellesdesign	6
3.1 Valg av metode	7
3.2 Innsamling av data	7
3.3 Metodetriangulering	8
3.4 Analyse av datamaterialet	9
4.0 Valg av verdsettelse metode	10
4.1 Kapitalreguleringer	10
4.2 Regnskapsreglene	10
4.3 Gjeld	11
4.4 Kontantstrømmene	12
4.5 Verdsettelsesmetoder	13
4.5.1 Inntjeningsbaserte verdsettelsesmetoder	13
4.5.2 Markedsbasert tilnærming	18
4.5.3 Balansebasert tilnærming	20
4.6 Valg av verdsettelses modell	23
5.0 Strategisk analyse	24
5.1 Ekstern analyse	24

5.1.2 PEST	24
5.1.3 Bransjeanalyse Porters femkraftsmodell	36
5.1.4 Oppsummering Porters femkraftsmodell.....	45
5.2 Intern analysen	45
5.2.1 Fysiske ressurser.....	46
5.2.2 Finansielle ressurser	46
5.2.3 Omdømme	46
5.2.4 Kunnskap	47
6.0 Regnskapsanalyse.....	47
6.1 Regnskapsoppdeling	48
6.2 Sammenlignbare konkurrenter	49
6.3 Analyseperiode og kilder	49
6.3 Innledning for analyse av forsikringsregnskap	50
6.3.1 Resultatregnskapet.....	50
6.3.2 Balansen.....	51
6.4 Nøkkeltallsanalyse	64
6.4.1 Premieinntekter.....	64
6.4.2 Combined ratio	69
6.4.3 Investeringsanalyse.....	72
6.4.4 Renteinntekter fra Gjensidige Bank	77
6.4.5 Pensjon og sparing.....	81
6.4.6 Return on equity	88
7.0 Avkastningskravet.....	91
7.1 Risikofri rente	93
7.2 Beta	95
7.3 Markedets risikopremie	99
7.4 Oppsummering avkastningskravet.....	100

8.0 Prognoser	101
8.1 Tidshorisont	101
8.2 Skadeforsikring	102
8.2.1 Premieinntekter Skadeforsikring	102
8.2.2 Gjenforsikring.....	106
8.2.3 Kostnader Skadeforsikring	106
8.3 Pensjon og sparing	107
8.3.1 Vekst i forvaltningskapital fra pensjon og sparing.....	107
8.3.2 Kostnader knyttet til pensjon og sparing	108
8.3.3 Finansinntekter fra pensjonsporteføljen	109
8.4 Renteinntekter Gjensidige Bank	110
8.4.1 Netto renteinntekter	110
8.5 Sikringsporteføljen og forsikringstekniske avsetninger.....	112
8.6 Friporteføljen og Egenkapitalen	113
8.6.1 Egenkapital etter Finanstilsynets minstekrav	114
8.6.2 Egenkapital etter solvensmarginkrav.....	116
8.7 Investeringsinntekter.....	117
8.8 Skatt	119
9.0 Fremtidsregnskap.....	119
10.0 Inntjeningsbasert verdsettelse FCFE	120
11.0 Markedsbasert verdsettelse	121
11.1 P/E – Pris basert på resultat per aksje	121
11.2 P/B – Pris basert på bokført egenkapital.....	124
11.3 Sammenligning av metoder	125
12.0 Sensitivitetsanalyse.....	126
12.1 Forfalte bruttopremier	126
12.2 Avkastningskravet.....	127

12.2.1 Markedets risikopremie	128
12.2.2 Beta	129
12.2.3 Risikofri rente	129
12.3 Vekstfaktor i steady state	130
12.4 Avkastningskravet og vekstfaktor.....	131
12.5 Kostnader skadeforsikring	132
12.5.1 Erstatningskostnader.....	132
12.5.2 Driftskostnader Skadeforsikring.....	133
12.6 Avkastning investeringsporteføljen	133
12.7 Monte Carlo simulering	134
12.7.1 Monte Carlo forutsetninger	134
12.7.2 Resultat fra Monte Carlo simulering	136
13. Konklusjon.....	139
Litteraturliste.....	141
Bøker.....	141
Artikler	141
Rapporter.....	142
Årsrapporter	142
Lover og direktiver	143
Internettkilder.....	144

Tabelloversikt

Tabell 1: Årlig gjennomsnittlig befolkningsvekst.....	33
Tabell 2: Demografiske faktorer	33
Tabell 3: SVIMA analyse.....	45
Tabell 4: Teknisk regnskap	50
Tabell 5: Andelen eiendeler til virkelig verdi over resultatet som verdsettes på nivå 3	56
Tabell 6: Verdiendringer på balanseposter til amortisert kost	56
Tabell 7: Brutto erstatningsavsetninger dividert på betalte erstatningskostnader	59
Tabell 8: Reserve development ratio for Gjensidige og konkurrenter	60
Tabell 9: Kapitaldekning for finanstilsynets minstekrav	61
Tabell 10: Solvensmarginkapital.....	61
Tabell 11: Solvensratio for forsikringsbransjen	63
Tabell 12: Forfalte bruttopremier basert på ny segmentinndeling	65
Tabell 13: Nasjonal vekst i totale forfalte bruttopremier og Gjensidige sin markedsandel.....	66
Tabell 14: Retention ratio for Gjensidige og konkurrenter	68
Tabell 15: Netto premieinntekter for egen regning divider på forfalte premieinntekter.....	69
Tabell 16: Investeringsporteføljen skadeforsikring.....	73
Tabell 17: Avkastning på investeringer for Gjensidige	74
Tabell 18: Kredittvurdering på renteinvesteringer	75
Tabell 19: Differansen mellom rentepapirer og 3 års statsobligasjoner.....	76
Tabell 20: Intern kredittrisiko	79
Tabell 21: Andel av konsernet inntekter og kostnader fra pensjon og sparing	82
Tabell 22: Driftsresultat fra pensjon.....	82
Tabell 23: Forvaltningskapital og forvaltningsinntekter for pensjon og sparing	84
Tabell 24: Vekst i forvaltningskapital og nasjonal sparevekst ekskl offentlig forvaltning.....	85
Tabell 25: Netto investeringsinntekter fra pensjon og sparing	86
Tabell 26: Spread mellom oppnådd avkastning på kollektivporteføljen og garantert avkastning på kollektivporteføljen	86
Tabell 27: Justert avkastning på forvaltningskapital.....	87
Tabell 28: Fordeling av forvaltningskapitalen innen pensjon.....	87
Tabell 29: Egenkapitalavkastning for Gjensidige og sammenlignbare selskaper.....	89
Tabell 30: Justert ROE og andel av egenkapital	89

Tabell 31: Egenkapitalandel for Gjensidige og sammenlignbare selskaper	90
Tabell 32: Bransjebeta for Skadeforsikring målt mot MSCI World Indeks 5 år	98
Tabell 33: Bransjebeta for livsforsikring og pensjonsselskap.....	98
Tabell 34: Vektet Bransjebeta	99
Tabell 35: BNP vekst	103
Tabell 36: Langsiktig inflasjonsforventning	103
Tabell 37: Estimerte markedsandeler Norge.....	103
Tabell 38: Markedsandeler i Sverige og Danmark.....	105
Tabell 39: Markedsandeler i Baltikum.....	105
Tabell 40: Estimert combined ratio Gjensidige i årene 2015-2024	107
Tabell 41: Estimert teknisk resultat fra skadeforsikring	107
Tabell 42: Estimert teknisk resultat fra pensjon og sparing	109
Tabell 43: Driftsresultat Gjensidige Bank.....	112
Tabell 44: Tekniske avsetninger for skadeforsikring i forhold til forfalte bruttopremier	113
Tabell 45: Tekniske avsetninger Skadeforsikring og sikringsporteføljen.....	113
Tabell 46: Egenkapital basert på Finanstilsynets minstekrav	115
Tabell 47: Egenkapital basert på solvensmarginkrav.....	117
Tabell 48: Fremtidig egenkapital	117
Tabell 49: Investeringsinntekter fra skadeforsikring	118
Tabell 50: Fremtidig resultatregnskap.....	119
Tabell 51: Fri kontantstrøm til egenkapitalen	120
Tabell 52: P/E sammenlignbare selskaper basert på årsresultat for 2014	122
Tabell 53: P/E sammenlignbare selskaper basert på forventninger for 2015.....	122
Tabell 54: P/B for sammenlignbare selskaper.....	124
Tabell 55: Resultat ved hjelp av ulike verdsettelsesmetoder	125
Tabell 56: Forfalte bruttopremier Norge	127
Tabell 57: Forfalte bruttopremier Danmark	127
Tabell 58: Forfalte bruttopremier i Baltikum.....	127
Tabell 59: Forfalte bruttopremier i Sverige.....	127
Tabell 60: Sensitivitetsanalyse markedets risikopremie	128
Tabell 61: Sensitivitetsanalyse markedsavkastning	128
Tabell 62: Sensitivitetsanalyse beta	129
Tabell 63: Sensitivitetsanalyse risikofri rente	129
Tabell 64: Sensitivitetsanalyse risikofri rente med endring på markedets risikopremie.....	130

Tabell 65: Sensitivitetsanalyse vekstfaktor	130
Tabell 66: Sensitivitetsanalyse av avkastningskravet og konstant vekstfaktor.....	131
Tabell 67: Erstatningskostnader Skadeforsikring	132
Tabell 68: Driftskostnader Skadeforsikring	133
Tabell 69: Avkastning investeringsporteføljen	133

Figuroversikt

Figur 1: Gjensidiges totale inntekter	5
Figur 2: Vesentlige datterselskaper og filialer	6
Figur 3: Undersøkellesdesign	7
Figur 4: Oversikt over datakilder	8
Figur 5: Forskjeller mellom ikke-finansielle foretak og finansielle foretak	12
Figur 6: Gjennomsnittlig årlig styringsrente for Norge 1991-2014	29
Figur 7: Estimert utvikling i rentenivået	30
Figur 8: Makroøkonomiske faktorer	31
Figur 9: BNP utvikling i land hvor Gjensidige har skadeforsikringsvirksomhet.....	32
Figur 10: Utvikling i erstatningsbeløp for naturskader fra 1980-2015	34
Figur 11: Porters femkraftsmodell	36
Figur 12: Markedsandeler i de skandinaviske skadeforsikringsmarkedene i 2014.....	41
Figur 13: Markedsandelene til 4 største selskapene i de skandinaviske markedene.....	42
Figur 14: Veksten i brutto premier i det nordiske markedet	42
Figur 15: Totale kostnader i prosent av premieinntekter de skandinaviske markedene	43
Figur 16: Antall forsikringselskaper i de skandinaviske markedene.....	44
Figur 17: Gjensidiges resultat som andel av forfalte brutto premier	68
Figur 18: Combined ratio	70
Figur 19: Combined ratio for konkurrenter.....	71
Figur 20: Gjennomsnittlig skadeprosent og kostnadsandel for hele forsikringsmarkedet	71
Figur 21: Forsikringstekniske avsetninger i skadeforsikring VS sikringsporteføljen.....	73
Figur 22: Investeringsporteføljen	74
Figur 23: Investeringsporteføljen sammenlignet med norske statsobligasjoner	76
Figur 24: Netto tap på utlån i forhold til total utlånsportefølje	78
Figur 25: Netto renteinntekter	79

Figur 26: Innskudds og utlånsmarginer.....	80
Figur 27: Årsgjennomsnitt for norske statsobligasjoner	93
Figur 28: Regresjonsanalyse Gjensidige vs MSCI World Indeks 2010-2015	96
Figur 29: Vekst i driftsporteføljen og risikovektede eiendeler.	115
Figur 30: Egenkapitalverdi med endringer i forfalte bruttopremier.....	126
Figur 31: Sensitivitetsanalyse markedets risikopremie	128
Figur 32: Sensitivitetsanalyse risikofrie renten	129
Figur 33: Sensitivitetsanalyse vekstfaktor.....	130
Figur 34: Erstatningskostnader Skadeforsikring	132
Figur 35: Driftskostnader Skadeforsikring.....	133
Figur 36: Avkastning investeringsporteføljen.....	133
Figur 37: Verdiestimat med 100% sannsynlighet	136
Figur 38: Egenkapitalverdi med 85% sikkerhet.....	136
Figur 39: Oppsidepotensialet	137
Figur 40: Nedsidepotensialet	138

Formeloversikt

Formel 1: Dividendemodellen.....	14
Formel 2: Dividendemodell med Gordons vekstformel.....	14
Formel 3: ROE	15
Formel 4: Fri kontantstrøm til egenkapitalen for ikke-finansielle foretak	15
Formel 5: Fri kontantstrøm til egenkapitalen for finansielle foretak	16
Formel 6: Egenkapitalverdi etter FCFE	16
Formel 7: Residualmodellen	17
Formel 8: Price/Earnings.....	18
Formel 9: Pris/Bok	19
Formel 10: Embedded value	20
Formel 11: Appraisal Value	21
Formel 12: Verdi av fremtidig virksomhet	22
Formel 13: Bornheutter-Ferguson	59
Formel 14: Reserve development ratio	60
Formel 15: Solvensratio	62
Formel 16: Retention ratio	67
Formel 17: Combined ratio	69
Formel 18: Avkastning på investeringer	74
Formel 19: Avkastning på investeringer inkludert verdiendringer	75
Formel 20: Netto tap på utlån.....	78
Formel 21: Netto renteinntekter	79
Formel 22: ROE	88
Formel 23: Kapitalverdimodellen	91
Formel 24: Regresjonsligning for betaberegning.....	95
Formel 25: Betajustering.....	96
Formel 26: FCFE.....	120
Formel 27: Utrekning av implisert avkastningskrav ved hjelp av P/E.....	123

1.0 Innledning

Vi har som vår masterutredning valgt å foreta en fundamental verdsettelse av det norske skadeforsikringsselskapet Gjensidige Forsikring ASA. For oss er verdsettelse et interesseområde og en mulighet for å ta i bruk kunnskapen vi har tilegnet oss i vårt økonomiske studie. Gjennom utredningen vil vi gjennomgå både strategiske, regnskapsmessige og finansielle emner som medfører bruk av teori innenfor flere felt.

Grunnen til at vi valgte Gjensidige Forsikring ASA er at fant vi deres lange historie og brede tilbud av finansielle tjenester som svært interessant. Samtidig er det relativt lite litteratur om verdsettelse av finansielle foretak og spesielt av forsikringsselskap. I tillegg har vi ikke funnet andre utredninger på masternivå som tar for seg en fundamental verdsettelse av forsikringsselskap. Derfor ser vi på oppgaven som spennende og faglig utfordrende.

Utredningens kompleksitet har krevd mye tid i forbindelse med å sette seg inn i teorier om finansielle foretak og deres virksomhet i praksis. Det er svært mange innviklede reguleringer og direktiver innen forsikringsbransjen som har skapt vanskeligheter i oppgaven. Blant annet har ulike kapitalkrav og regnskapsregler vist seg å være svært krevende. Vi har så godt det lar seg gjøre forsøkt å presentere disse i enkelhet og implementert de i våre modeller. Derfor har vi vært nødt til å benytte en del forenklinger. Likevel har vi forsøkt å utføre forenklingene med utgangspunkt i anbefalinger fra anerkjente teoretikere innen fagområdet. Dermed føler vi at vi har klart å opprettholde en tilfredsstillende validitet i utredningen.

Ettersom fagene vi har deltatt på i løpet av vår studietid hovedsakelig har fokusert på ikke-finansielle foretak har det ført til at vi har vært nødt til å finne andre fremgangsmåter enn de vi tidligere har hatt erfaring med. Selv om dette har vært svært krevende har det også gitt oss et stort læringsutbytte.

1.2 Problemstilling

Problemstillingen vår vil være:

- Hva er egenkapitalverdien til Gjensidige Forsikring ASA?

For å kunne løse problemstilling må vi også kunne finne svar på andre grunnleggende dilemmaer. Valg av verdsettelsesmetode og hvordan man skal ta hensyn til kapitalkrav vil være spesielt utfordrende for finansielle foretak. I tillegg må man behandle krevende spørsmål som hvordan strategiske valg og eksterne faktorer påvirker verdien samt hvilket avkastningskrav man skal benytte.

Egenkapitalverdien til Gjensidige blir estimert med utgangspunkt i 11.03.2015. Dette var datoen årsrapporter for 2014 ble sluppet og dermed bør et effisient marked ha priset inn all offentlig informasjon i markedsverdien.

1.3 Avgrensninger

Gjensidige Forsikring ASA er et forsikringselskap med virksomhet i flere land og segmenter, men med et hovedfokus på skadeforsikring i Norge. Vi har prøvd å fokusere på de viktigste verdidriverne og gi et verdiestimat på Gjensidige som helhet.

Konsernet utgir en offentlig årsrapport, mens for de fleste datterselskapene finnes det lite offentlig informasjon. Lav informasjonstilgang på selskapsregnskaper og relevant teori som kan brukes på vår problemstilling gjør at vi har sett oss nødt til å avgrense oppgaven. Derfor vil vi opplyse leseren når egne antagelser og forenklinger er foretatt.

Som vi vil gjennomgå i utredningen er finansielle foretak underlagt og påvirket av ulike reguleringer. Nye kapitalkrav vil trolig bli gjeldene fra 01.01.2016 og lovendringer innen pensjon er nærliggende å anta vil komme i fremtiden. En optimal verdsettelse tar med i betraktning alle fremtidige forhold som har innvirkning på nåverdien til selskapet. Grunnet oppgavens kompleksitet vil vi i ikke kunne ta hensyn til alle forhold. Det nye kapitalkravet vil påvirke Gjensidige, men vil bli utelatt i denne oppgaven. Regelverket er enda ikke ferdig behandlet og komplikasjonene rundt en implementering er så omfattende at det i seg selv kunne vært en egen utredning.

2. 0 Presentasjon av Gjensidige Forsikring

Gjensidige Forsikring ASA, heretter kalt Gjensidige er et av Skandinavias ledende forsikringsselskaper og er markedsleder innen skadeforsikring i Norge. For å kunne tilby en totalpakke av finansielle tjenester tilbyr også Gjensidige bank, sparetjenester og pensjonsløsninger i Norge. Disse produktene er hovedsakelig et middel for å oppnå breddesalg til skadeforsikringskundene i Norge.

Gjensidige har gjennom oppkjøp og organisk vekst ekspandert sin skadeforsikringsvirksomhet til Danmark, Sverige og Baltikum. Konsernet hadde per 31.12.2014 totalt 3 525 ansatte hvor 3 323 av disse var ansatt innen skadeforsikring.

2.1 Historie

Forsikringsdriften til Gjensidige i Norge går helt tilbake til 1816 da landets første brannkasser ble opprettet for å sikre eiendom mot uventede skader. Brannkassene vokste stort i omfang og økonomisk størrelse. Dette medførte at selskapet Samtrygd ble stiftet i 1922 som et gjenforsikringsselskap for å sikre brannkassenes avsetninger og for å kunne spre risikofordelingen. I tillegg til lang erfaring innen skadeforsikring, har tilbudet om livsforsikring røtter tilbake til 1847. Etter mange omstruktureringer og fusjoner slo de to selskapene Norsk Skadeforsikring og Gjensidige Livsforsikring seg sammen, og brukte markedsføringsnavnet Gjensidige Forsikring fra 1976. Dette samarbeidet førte til at «Vekteren» ble felles logo sammen med slagordet «Tiden går, Gjensidige består» (Gjensidige, 2015).

Gjensidige Forsikring ASA ble 10. desember 2010 notert på Oslo børs. Største eier er per 31.12.2014 Gjensidigestiftelsen, med en aksjeandel på 62,24 %. Gjensidigestiftelsen er Norges største stiftelse og ble stiftet i 2007 som alminnelig stiftelse før den ble omdannet til finansiell stiftelse i 2010. Stiftelsen sitt finansielle formål utover langsiktig eierskap i Gjensidige er å fordele aksjeutbytte fra selskapet til skadeforsikringskundene i Norge. Foruten de finansielle interessene har Gjensidigestiftelsen ideelle formål om å fremme trygghet og helse i Norge. Dette gjøres blant annet ved å støtte ildsjeler og frivillige organisasjoner som driver forbyggende og aktivitetsskapende arbeid (Gjensidigestiftelsen, 2015).

2.2 Visjon og mål

Gjensidiges lange historie har bidratt til at de er en av de mest kjente merkevarene i Norge uavhengig av bransje. Deres visjon utad er å kjenne kunden best og bry seg mest. Misjonen er å sikre, liv helse og verdier (Gjensidige, 2014).

Selskapets offisielle mål er «Å bli det mest kundeorienterte skadeforsikringsselskapet i Norden, tuftet på lønnsom drift og en ledende posisjon» (Gjensidige, 2015). Deres strategi skal dermed reflektere selskapets tro på kundeorientering, nøktern forretningskultur og analytisk tilnærming til prising og bedømming av forsikringsrisiko.

2.3 Selskapets virksomhet

Gjensidiges hovedvirksomhet er skadeforsikring som de tilbyr både til privatpersoner og næringslivet i Skandinavia og Baltikum. I 2014 utgjorde inntektene fra skadeforsikring 80 % av de totale inntektene.

Morselskapet Gjensidige Forsikring ASA er ansvarlig for driften av skadeforsikringstilbudet. I Danmark og Sverige blir skadeforsikringsprodukter solgt gjennom egne filialer, mens i Baltikum er det datterselskapet Gjensidige Baltic som står for salget. I Danmark kjøpte Gjensidige Fair Forsikring i 2006 og Nykredit Forsikring i 2010. Kjøpet av Nykredit gjorde at markedsandelen doblet seg fra 2,8 % til 5,8 %. I Sverige utvidet Gjensidige virksomheten gjennom ervervelsen av Tennant Forsikring i 2006. Tennant er i dag ansvarlig for «White Label» virksomheten til Gjensidige. Det vil si å selge Gjensidige sine produkter gjennom samarbeidspartnere som ønsker å øke sine eksisterende tilbud til kunder (Gjensidige, 2010).

Hovedproduktene Gjensidige tilbyr er eiendomsforsikring, motorvognforsikring, personforsikring, ansvarsforsikring og forsikringer for reise og fritid. Til næringslivskunde tilbys også yrkesskadeforsikring, landbruksforsikring og forsikring av drift. Gjensidige tilbyr også ulike produkter som klassifiseres som livsforsikring. Dette er en mindre andel av porteføljen og er rene risikokontrakter med inntil ett års løpetid. Gjensidige har dermed forsikringsporteføljer med stor variasjon i risikoprofil og ulik geografisk spredning (Gjensidige, 2014).

I Norge ønsker også Gjensidige å være en total leverandør av finansielle tjenester. Fra 2006 startet de med pensjon og sparing under selskapet Gjensidige Pensjon og Sparing Holding A/S. Dette er et heleid datterselskap som drifter Gjensidige Pensjonsforsikring og Gjensidige

Investeringsrådgivning. Sammen tilbyr disse selskapene pensjonsløsninger og sparing hovedsakelig til næringslivet, men også private. Produktene inkluderer innskuddsbaserte ordninger innen kollektiv tjenestepensjon, individuell pensjon, individuell uførepensjon og forvaltning av fripoliser og pensjonskapitalbevis. Gjensidige Investeringsrådgivning er en uavhengig fondsleverandør som gir Gjensidige muligheten til breddesalg og alternative løsninger til ren pensjonssparing. Gjensidige fokuserer på å selge disse produktene til eksisterende kunder for å øke tilknytting og dermed lojalitet. I 2014 var 85 % av pensjons og sparekundene også kunder innen skadeforsikring. Dette segmentet stod for 5,3 % av konsernets totale inntekter i 2014 (Gjensidige, 2014).

Gjensidige Bank fikk konsesjon i slutten av 2006, men startet ikke opp før 1. januar 2007. Dette er en ren nettbank med hovedkontor i Førde som tilbyr banktjenester til det norske privatmarkedet. I starten samarbeidet Gjensidige med Sparebanken Sogn og Fjordane om stab, distribusjon av dagligbanktjenester og finansiering til privatkunder i Norge. Dette samarbeidet ble avvirket i 2012. Bankvirksomheten er i dag underlagt datterselskapet Gjensidige Bank Holding AS som igjen eier Gjensidige Bank AS og Gjensidige Bank Boligkreditt A/S. I 2009 ble Citibanks forbrukslånportefølje kjøpt opp. Etterhvert ble dette finansieringstilbudet videreført gjennom lanseringen av OPP finans i 2011. I dag er Gjensidige en fullverdig leverandør av dagligbanktjenester, bolig- og bilfinansiering. Inntektene fra bank utgjorde 5 % av konsernets totale inntekter i 2014 (Gjensidige, 2014).

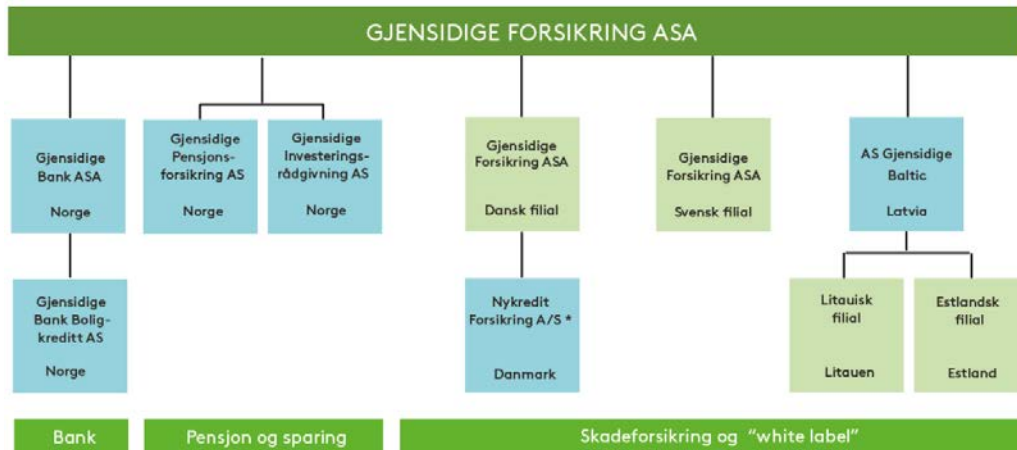
Figur 1: Gjensidiges totale inntekter



Som andre forsikringsselskaper har Gjensidige en egen investeringsportefølje som skal sørge for avkastning på selskapets innestående kapital. Investeringsporteføljen er delt i to, en sikringsportefølje og en friportefølje. Sikringsporteføljen har som formål å sikre avsetningene som er gjort for fremtidige forpliktelser til skadeforsikringskundene. Derfor er risiko- og durasjons tilpasset avsetningene. Friporteføljen er plasseringen av resten av Gjensidiges

kapital og tar hensyn til risikokapasitet og konsernets kapitalisering. Konsernet tar seg av generelle valg rundt aktivaallokering og risikostyring, mens selve forvaltning blir primært satt ut til eksterne forvaltere. Gjensidiges datterselskap Oslo Areal AS tar seg av investeringer og forvaltning av eiendomsporteføljen (Gjensidige, 2014).

Figur 2: Vesentlige datterselskaper og filialer (Gjensidige, 2013)



3.0 Metode

Metode betyr en planmessig fremgangsmåte (Gripsrud, Silkoset, & Olsson, 2010). En strukturert og systematisk fremgangsmåte er sentral for å kunne løse vår problemstillingen. Hvilken metode som er best i en gitt situasjon, avhenger av hvilke ressurser man har tilgjengelig, problemets karakter og formålet med analysen. I dette kapittelet vil vi forklare og begrunne hvilken planmessige fremgangsmåte vi anvender, for å øke graden av validitet og reliabilitet i besvarelsen vår.

3.1 Undersøkellesdesign

Undersøkellesdesign beskriver hvordan analyseprosessen skal legges opp for å løse problemstillingen best mulig (Gripsrud et al., 2010). Det er viktig å vite hvilke typer data vi trenger, og hvordan vi skal anskaffe og analysere disse dataene. Vi har i hovedsak tre typer undersøkellesdesign: eksplorativt-, deskriptivt- og kausalt design.

Figur 3: Undersøkellesdesign (Gripsrud et al., 2010)



Valg av undersøkelsesdesign er avgjørende for oppgavens kvalitet og avhenger spesielt av hvor mye kunnskap vi har om området som analyseres.

Dersom man har lite kunnskap om saksområdet, kan det være hensiktsmessig å benytte eksplorativt design. Målet med eksplorativt design er i første omgang å forstå det aktuelle fagområde bedre. Ved hjelp av eksplorativt design vil man få kjennskap til de relevante teoretisk begrepene og den nødvendige kunnskapen som kreves før man kan gå videre med en mer omfattende analyse. Deskriptivt design bør kun benyttes dersom man har en grunnleggende forståelse av saksområde. Formålet med deskriptivt design er å beskrive situasjonen innenfor område vi analyserer på en bestemt måte, og er relevant når vi ønsker å beskrive nivået på en enkelt variabel, eller å finne samvariasjon mellom to eller flere variabler. Videre er deskriptivt design nødvendig for å trekke relativt sikre konklusjoner. Dersom man istedenfor for samvariasjon ønsker å undersøke mulige årsaksforklaringer for at en hendelse (X) er årsak til en annen hendelse (Y), brukes kausalt design (Gripsrud et al., 2010).

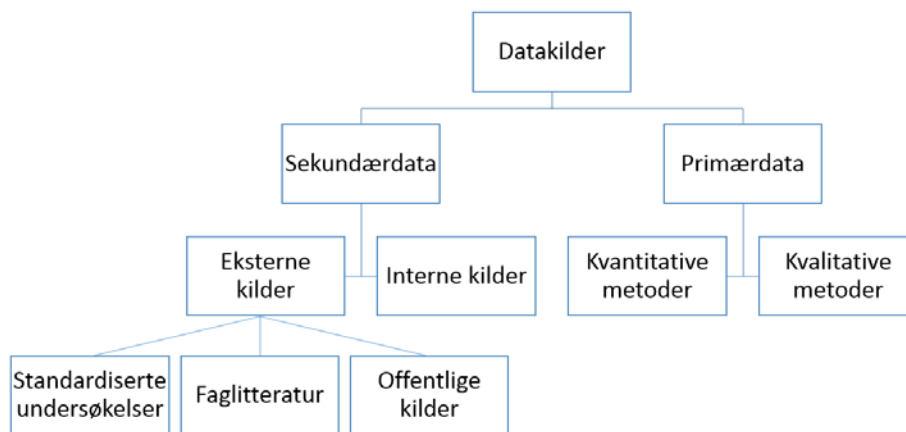
3.1 Valg av metode

Vi har valgt å benytte eksplorativt og deskriptivt design for å løse vår problemstilling. Det vil være hensiktsmessig med tanke på erfaring, teori og ambisjonsnivå. For å opprettholde reliabilitet og validitet vil deskriptivt design benyttes i sammenheng med relevant teori.

3.2 Innsamling av data

For å kunne svare på oppgavens problemstilling kreves det innsamling av data, hvilken type data som er nødvendig avhenger av problemstillingen og formålet med undersøkelsen. Det skilles normalt mellom to hovedtyper data: primærdata og sekundærdata (Gripsrud et al., 2010).

Figur 4: Oversikt over datakilder (Gripsrud et al., 2010)



Primærdata er data som er samlet inn selv for å kunne svare på problemstillingen. Slik data er ikke samlet inn før og regnes som førstehåndsinformasjon (Gripsrud et al., 2010).

Sekundærdata er data som er samlet inn av andre for andre formål, og dermed er validiteten lavere enn for primærdata. Likevel er det flere fordeler med data som allerede foreligger, det sparer oss for tid, er enklere og som regel billigere enn å hente inn ny (Gripsrud et al., 2010).

Vi har i hovedsak brukt sekundærdata til å besvare problemstillingen, og vært klar over potensielle feilkilder de kan inneholde for å unngå svakheter i datasettet vårt. Informasjonen kommer hovedsakelig fra årsrapporter og andre finansielle rapporter fra Gjensidige og sammenlignbare selskaper. I tillegg har vi hentet data fra bransjeorganisasjoner og tilsynsmyndigheter i de ulike landene Gjensidige har forsikringsvirksomhet.

3.3 Metodetriangulering

Dataene som er samlet inn karakteriseres enten som kvalitative eller kvantitative. Kvantitativ data er data som kan uttrykkes i tall eller mengdeenheter (Gripsrud et al., 2010). I en slik metode dreier det seg om å måle data og ofte blir statistiske modeller benyttet for å generalisere. Kvalitativ data er data som ikke er tallfestet og er data i form av tekst, observasjoner eller intervjuer. Her er formålet å analytisk beskrive og forstå sammenhenger.

Hvilken av de nevnte tilnæringsmåtene som bør benyttes avhenger i stor grad av problemstillingen, men i de fleste tilfeller vil man benytte seg av både kvalitative og kvantitative metoder også kalt metodetriangulering for å besvare en problemstilling (Gripsrud

et al., 2010). Vi har i vår oppgave valgt å benytte metodetriangulering slik at vi kan utnytte fordelene til både kvantitativ og kvalitativ metode.

3.4 Analyse av datamaterialet

For å vurdere kvaliteten på datamaterialet vi har samlet inn er det nødvendig at vi undersøker reliabiliteten (påliteligheten) og validiteten (gyldigheten). Reliabilitet handler om i hvilken grad man kan stole på at resultatene våre er pålitelige. Vi kan konkludere med at oppgaven vår er reliabel dersom analysen hadde blitt utført av andre og de ville fått det samme resultatet (Gripsrud et al., 2010). Validitet går på om vi måler det vi faktisk skal måle. Validitet er det mest generelle av de to. Høy reliabilitet er en forutsetning for høy validitet. Reliabilitet er rent empirisk spørsmål, mens validitet krever i tillegg en teoretisk vurdering (Ringdal, 2007).

Datamaterialet hentet fra årsregnskapene til Gjensidige og datterselskapene følger klare regnskapsregler fra både norsk og internasjonal (IFRS) lovgivning. Internasjonale lovgivningen gjør også at det blir lettere og sammenligne med konkurrenter. Samtidig blir årsrapportene revidert av en ekstern revisor som øker reliabilitet i datamaterialet vårt. Våre makroøkonomiske data og bransjetall er hentet fra myndigheter og andre offentlige organisasjoner. Slike data er offentlig tilgjengelig og dermed etterprøvbare som øker påliteligheten i oppgaven.

I tillegg til datainnsamlingen har vi benyttet oss av etablerte modeller og relevant teori innen verdsettelse som øker graden av validitet. Likevel er deler av verdsettelsesteori ikke direkte overførbart til forsikringsbransjen. Dette gjør at vi i noen tilfeller har vært avhengig av egne skjønnsmessige vurdering. Slike subjektive antagelser kan redusere påliteligheten til oppgaven, men vi har etter beste evne forsøkt å knytte våre vurderinger opp mot anerkjente fagpersoner.

På bakgrunn av dette vil vi si at reliabilitet og validiteten i oppgaven vår er tilfredsstillende etter forutsetningen for å verdsette et forsikringsselskap.

4.0 Valg av verdsettelse metode

Når man verdsetter finansielle foretak er det momenter som kompliserer prosessen sammenlignet med ikke-finansielle foretak. Det er fire nøkkeldimensjoner som er avgjørende for ulikheten (Damodaran, 2009). Første dimensjon er at de fleste finansielle foretak, og da spesielt banker og forsikringsselskaper, er underlagt reguleringer som setter begrensninger for driften og avgjør størrelsen på kapitaldekningen. Dimensjon nummer to gjelder regnskapsreglene og hvordan disse gjør at regnskapsføring av inntekter og verdivurdering av eiendeler avviker fra det som er normalt for andre bransjer. Den tredje dimensjonen er at gjeld for finansielle foretak er mer en råvare enn en kilde til finansiering. Siste dimensjonen er at driftsmessige reinvesteringer og arbeidskapital er nærmest umulig å definere.

Vi vil ved hjelp av disse dimensjonene gjennomgå hvilke verdsettelsesmetoder vi anser som best egnet til vår utredning.

4.1 Kapitalreguleringer

Finansielle foretak er underlagt et strengt regelverk om nødvendig kapitaldekning. Forsikringsselskaper som operer i EU/EØS er underlagt et felles solvensregelverk. I tillegg har Finanstilsynet i Norge innført egne minstekrav til finansielle foretak. Formålet er å forhindre at selskaper vokser over evne og sikre kunder som har krav ovenfor selskapet. Det er også regulering på hvilke investeringer finansielle foretak kan foreta, noe som er spesielt avgjørende for forsikringsselskaper med store mengder forvaltningskapital.

Når man skal verdsette selskaper vil vekstprognoser være en viktig del. Disse må tilpasses selskapets muligheter i forhold til opprettholdelse av regulatoriske krav. Det medfører at det er svært viktig å kjenne de kravene og lovene som Gjensidige må forholde seg til før man starter verdsettelsen.

4.2 Regnskapsreglene

Ved måling av resultatposter og verdier i balansen benytter finansielle foretak andre regnskapsprinsipper enn ikke-finansielle foretak. Hos forsikringsselskaper er som regel største andelen av eiendelene finansielle instrumenter. Dette gjør at eiendelene ofte bokføres til markedsverdi fremfor anskaffelseskost. Når man skal utføre en verdsettelse kan dette by på komplikasjoner. For ikke-finansielle foretak vil avkastning på egenkapital være et mål på

inntjening man har gjort på opprinnelige investerte midler. Når det gjelder finansielle foretak vil dette tallet ikke bære samme betydning ettersom egenkapital vil endres av investeringer og svingninger i markedsverdier.

Finansielle foretak operer med avsetninger. Forsikringsselskaper har avsetninger for fremtidige erstatninger, mens banken har konto for avsetning for tap på utlån. Disse avsetningene vil til en viss grad være regulert, men det er også rom for subjektive vurderinger. Selv om disse avsetningene skal jevne ut tap over tid, vil det kunne ha uønskede effekter. Noen foretak kan være mer konservative enn andre ved å sette av større mengder avsetninger, noe som kan føre til økt resultat i fremtiden.

4.3 Gjeld

Forsikringsselskaper omgjør innbetalte premier fra kunder til investeringer eller finansielle produkter som skaper profitt for selskapet. I ikke-finansielle foretak anser man gjeld som ett middel for finansiering av eiendeler. For finansielle foretak vil gjeld være mer enn en ren kapitalkilde. På mange måter vil det være selskapets «råvare». Tar man for seg et forsikringsselskap kan de hente inn kapital gjennom premieinntekter som akkumuleres til avsetninger for fremtidige forpliktelser. Disse postene blir benyttet til investeringer for stabilisering av risiko og økt avkastning.

Erstatningsavsetningene oppfyller mange av kriteriene for gjeld, men det vil være vanskelig å beregne gjeldskostnaden, som i tillegg ligger innbakt i driften. For livselskaper som tilbyr avkastning til sine kunder vil rentekostnadene, hvis dette ansees som gjeld, ikke tas med når man beregner driftsresultatet. Dermed vil resultatet fra driften bli overdrevet positiv.

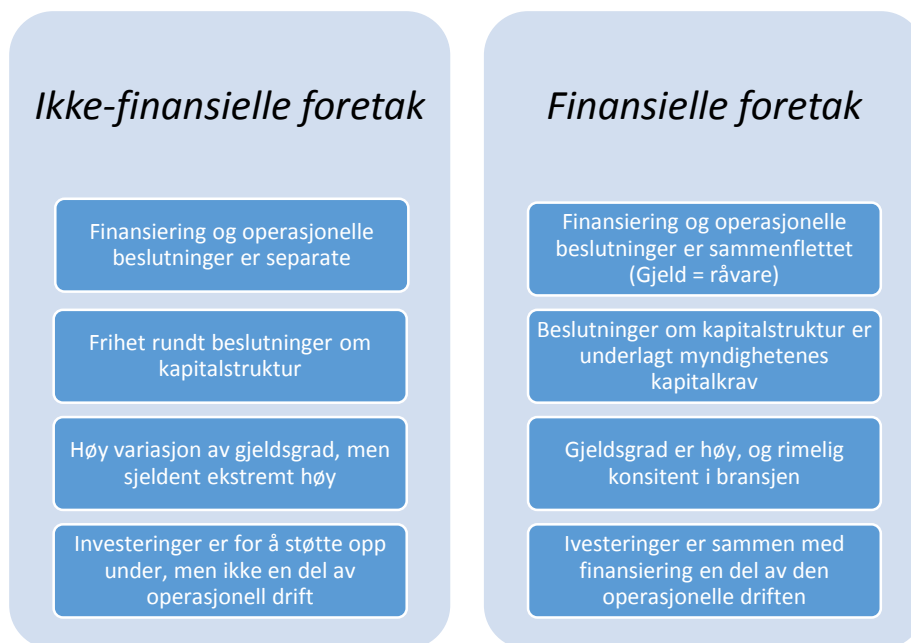
Behandles alle kortsiktige og langsiktige forpliktelser som gjeld vil det også ha betydning for beregning av totalkapitalkostnaden. Gjeldsandelen i finansielle foretak er generelt høyere enn andre bransjer, noe som sammen med den lave kostnaden for gjeld vil det gi en urealistisk lav vektet kapitalkostnad. Skal man dele gjelden i ulike kategorier og kun benytte viss deler som beregningsgrunnlag for totalkapitalen, vil man fort måtte utføre så mange skjønsmessige vurdering at det vanskelig kan forsvares.

4.4 Kontantstrømmene

Reinvesteringer er viktig for alle selskaper om man skal oppnå vekst over tid. For ikke-finansielle foretak er det vanlig å måle effekten dette har på kontantstrømmen gjennom endringer i anleggsmidler og arbeidskapital. For finansielle foretak vil slike reinvesteringer være problematisk å estimere. Investeringer blir ofte brukt på immaterielle eiendeler, noe som medfører en driftskostnad i resultatregnskapet. Når det gjelder arbeidskapital er denne definert som omløpsmidler fratrukket kortsiktig gjeld. For finansielle foretak vil flere balanseposter havne inn under en av disse kategoriene. I tillegg er ofte endringen i disse postene svært volatile og kan i liten grad knyttes til reinvesteringer for fremtidig vekst.

Når man da skal måle reinvesteringene til et finansielt foretak vil man få problemer med å identifisere kontantstrømmer og estimere fremtidige vekst. Likevel kan man ikke utelukke vurderingen av reinvesteringer. Hvis et forsikringsselskap vokser uten å sette til side deler av resultatet eller skyte inn ny egenkapital, vil de etterhvert ikke innfri regulatoriske krav og veksten vil stoppe. Derfor må man finne metoder for å vurdere hvordan dette skal implementeres i prognosene.

Figur 5: Forskjeller mellom ikke-finansielle foretak og finansielle foretak (Massari, Zanetti, & Gianfrate, 2014)



4.5 Verdsettelsesmetoder

Utfordringen med å verdsette finansielle foretak gjør det vanskeligere å velge verdsettelsesmetode. Vi vil nå gjennomgå ulike verdsettelsesmetoder som i teorien kan brukes for å verdsette finansielle foretak og drøfte de opp mot dimensjonene nevnt ovenfor.

Metodene vi ønsker å drøfte nærmere er inntjeningsbasert, markedsbasert og balansebasert tilnærming.

4.5.1 Inntjeningsbaserte verdsettelsesmetoder

4.5.1.1 Kontantstrøm til total kapital versus kontantstrøm til egenkapital

En inntjeningsbasert tilnærming sier at selskapsverdien er nåverdien av kontantstrømmen som eiendelene skaper i fremtiden. I denne tilnærmingen må man først lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer, deretter estimere avkastningskravet, før man til slutt diskonterer kontantstrømmene tilbake til dagens nåverdi. Avkastningskravet skal både ta hensyn til tidsverdien av penger og risiko (Kaldestad, Møller, & Den Norske revisorforening, 2011). Det er vanlig å prognostisere en eksplisitt periode før man antar at selskapet når en stabil vekst, kalt steady state. Når steady state er nådd beregner man terminalverdien basert på denne veksten, som skal representere kontantstrømmene for all fremtid (Boye & Dahl, 1997).

En metode som ofte benyttes for ikke-finansielle foretak er å estimere selskapets frie kontantstrøm fra drift. Dette diskonteres så med et vektet avkastningskrav for total kapitalen inkludert skattebesparelsen fra gjeld (WACC). Resultatet man får er verdien av total kapitalen også kalt Enterprise Value (EV). Verdien av egenkapital blir dermed beregnet ved å trekke i fra netto gjeld. Netto gjeld er verdien av selskapets gjeld fratrukket finansielle eiendeler. I denne EV-modellen er gjeld og finansielle eiendeler ansett som poster som er urelatert til selskapets drift, man må derfor omgruppere balansen i operasjonelle og finansielle poster (Koller, Goedhart & Wessels, 2010).

Når man skal verdsette et finansielt foretak som Gjensidige kan estimering av netto finansiell gjeld være problematisk. Som nevnt tidligere vil det være vanskelig og lite hensiktsmessig å skille ut gjeld fra ordinær drift. Derfor er det ikke anbefalt å benytte kontantstrøm til total kapitalen.

Ved å benytte kontantstrøm til egenkapitalen inkluderer vi både operasjonelle og finansielle verdier i samme analyse. I tillegg unngår man også at diskonteringen av en slik kontantstrøm blir påvirket av høy gjeldsgrad, som lager komplikasjoner for beregningen av WACC.

Kontantstrømmen til egenkapitalen diskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen direkte fremfor en gjennomsnittsberegning av totalkapitalkostnaden (Koller et al., 2010).

På grunnlag av disse argumentene er det tre modeller innen inntjeningsbasert verdsettelse vi anser som relevante, dividendemodellen, diskontert netto kontantstrøm til egenkapital og residualmodellen. Disse modellene er i utgangspunktet analytisk ekvivalente, men de baserer seg på ulike utgangspunkt, noe som av og til gjør at de ender opp med ulike resultater (Nissim, 2010).

4.5.1.2 Dividendemodellen

Det er flere faktorer som gjør at estimeringen av kontantstrømmer fra forsikringselskaper er krevende. En metode er å benytte dividendeutbetalinger som kontantstrøm til egenkapitalen. Kontantstrømmen består av direkte utbetaling til eierne ut i fra årets resultat og annen tilleggskapital og inkluderer opptak og nedbetaling av gjeld. Verdien av egenkapitalen vil i en slik modell være nåverdien av forventede fremtidige dividender. Denne metoden krever at man lager en prognose på fremtidige dividender og diskonterer disse med egenkapitalkostnaden til selskapet (Kaldestad et al., 2011):

Formel 1: Dividendemodellen

$$V_0^{EQ} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\bar{D}_t}{(1 + r_{EQ})^t}$$

V_0^{EQ} = Verdien av egenkapitalen

\bar{D}_t = Dividende utbetalt

r_{EQ} = Egenkapitalkostnaden

Antar man konstant vekst kan formelen forenkles med Gordons vekstformel:

Formel 2: Dividendemodell med Gordons vekstformel

$$V_0^{EQ} = \frac{\bar{D}_1}{(r_{EQ} - g)} \quad \text{Hvor} \quad \bar{D}_1 = \bar{D}_0 * (1 + g)$$

g = vekstraten

I dividendemodellen er det tre parametere som er med på å bestemme verdien av egenkapitalen. Den første er egenkapitalkostnaden som benyttes til å diskontere utbetalt dividende. Den andre er andelen av resultatet man antar at blir utbetalt til aksjeeierne, også kalt utbyttegrad. Siste parameter er vekstraten til dividenden (Damodaran, 2009). Vekstraten

er et resultat av reinvesterte midler og avkastningen selskapet klarer å generere med disse midlene. Dette kan måles ved selskapets avkastning på egenkapitalen (ROE):

Formel 3: ROE

$$g = (1 - \text{utbetalingsraten}) * ROE, \quad \text{hvor } ROE_t = \frac{\text{Net income}_t}{BV_{t-1}^{EQ}}$$

BV_{t-1}^{EQ} = Bokført verdi av egenkapital ved inngangen av perioden

ROE er dermed den faktoren som binder sammen utbetalingsraten og veksten. I tillegg til å beregne hver parameter i dividendemodellen, er det derfor viktig å kontrollere at de er konsistente med hverandre. Benytter man historiske tall som bakgrunn for prognosene må man være påpasselig med at midlertidig høye eller lave verdier av ulike parametere kan gi store utslag for dividendeutbetalingene.

Etter hvert som man har estimert verdien av fremtidige dividendeutbetalinger benytter man vanligvis en terminal verdi med evigvarende vekst etter siste år i perioden. Her kan man benytte Gordons vekstformel som presentert over (Massari et al., 2014).

Ulemper

For mange selskaper kan historiske dividender enten være fraværende eller på et nivå som ikke er bærekraftig over tid. Hvis selskapet ikke utbetaler dividender selv må man basere seg på forventede dividender noe som skaper en større usikkerhet i modellen. Noen selskaper holder igjen dividenden for å styrke kjernekapitalen, mens andre utbetaler unaturlige høye dividender og kompenserer med ulike former av ny egenkapital. Ved lave utbetalinger av dividender risikerer man å undervurdere verdien, mens høye utbetalinger vil ha motsatt konsekvens. Dividende fortellere i hovedsak mer om verdifordelingen enn selskapets verdiskapning.

4.5.1.3 Diskontert netto kontantstrøm til egenkapital

Normalt bergenes fri kontantstrøm til egenkapital (FCFE) på følgende måte:

Formel 4: Fri kontantstrøm til egenkapitalen for ikke-finansielle foretak

$$FCFE = \text{Netto inntekt} + \text{avskrivninger} - \text{Netto investeringer} + \text{Endring i arbeidskapital} + \text{Endring lån}$$

Denne fremgangsmåten vil i praksis være vanskelig å gjennomføre for finansielle foretak. For det første er investerings- og finansieringsaktivitet en del av driften og kan derfor ikke separeres fra selskapets netto inntekt.

I utgangspunktet kan man benytte netto inntekt som et grovt estimat på kontantstrøm til egenkapitalen for finansielle foretak. Som nevnt tidligere vil estimeringen av investeringer i driftsmidler og arbeidskapital være utfordrende. Likevel vet vi at regulatoriske krav gjør at økning i eiendelene medfører behov for økt kapitaldekning. Derfor må deler av årets resultat benyttes til imøtekomme krav fra myndighetene. I tillegg vil økt vekst eller reduserte inntekter kunne medføre at selskapet er nødt til planlegge andre former for økning i egenkapitalen. Implikasjonen av dette er at reinvesteringen som er relevant er investeringer i egenkapitalen som må utføres for å opprettholde lovpålagt kapitalkrav (Massari et al., 2014):

Formel 5: Fri kontantstrøm til egenkapitalen for finansielle foretak

$$FCFE = \text{Netto inntekt} - \text{Reinvestering for kapitalkrav}$$

For å estimere reinvesteringer for kapitalkrav er man nødt til å ta hensyn til lovbestemt minstekravet og selskapets strategiske valg. Noen selskaper kan velge å beholde en buffer som gir større finansiell frihet, mens andre selskaper kan ligge ned mot minstekravet. Det er derfor anbefalt å sammenligne med bransjenivå basert på konkurrerende selskaper, både for å ta hensyn til investorers forventninger og selskapets kapitalstrategi (Damodaran. 2009).

Som i dividendemodellen er man avhengig av prognoser på vekst i eiendelene og netto inntekter. I slutten av prognose perioden er det vanlig å anta at selskapet når en evigvarende stabil vekst. For å kunne beregne terminalverdien i steady state og nåverdien av egenkapitalen benytter man et estimert avkastningskrav basert på risikoen knyttet til selskapet:

Formel 6: Egenkapitalverdi etter FCFE

$$V_0^{EQ} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\overline{FCFE}_t}{(1+r_{EQ})^t} + \frac{\text{Terminal verdi}}{(1+r_{EQ})^t}$$

Ulemper

Krever nøye estimeringer av fremtidige inntjeninger og medfører usikkerhet rundt reinvesteringene i form av at man forenkler antagelsen knyttet til arbeidskapital og driftsmidler. Hvis man da inkluderer muligheten for fremtidige endringer i kapitalkrav vil det gjøre analysen vanskeligere. Dette gjør at det kan være en tidkrevende modell, hvor usikkerheten knyttet til prognosene medfører at resultatet ikke forsvarer tidsbruken.

4.5.1.4 Residualmodellen

Residualmodellen har som formål å verdsette selskapet ut i fra avkastningen de klarer å skape utover alternativkostnaden. Verdien av selskapet er summen av investert kapital pluss nåverdien av meravkastningen denne kapitalen generere (Kaldestad et al., 2011).

Formel 7: Residualmodellen (Massari et al., 2014)

$$V_0^{EQ} = BV_0^{EQ} + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{(ROE_t - r_e) * BV_{t-1}^{EQ}}{(1 + r_e)^t}$$
$$(ROE_t - r_e) * BV_{t-1}^{EQ} = Net\ Income - (r_e * BV_{t-1}^{EQ})$$

Modellen impliserer at hvis selskapet over tid klarer å investere egenkapitalen i eiendeler hvor avkastning slår egenkapitalkostnaden vil markedsverdien av egenkapitalen overstige den bokførte verdien. Det motsatte vil være tilfelle hvis selskapets investeringer presterer dårligere enn kapitalkostnaden (Damodaran, 2009).

Selve anvendelsen av modellen følger samme mønster som dividendemodellen og diskontert kontantstrøm til egenkapitalen. Man estimerer årlig ROE eller netto inntekt før prognosen etter hvert konvergerer mot en steady state.

I residualmodellen er det vanlig å anta at ROE vil vær lik egenkapitalkostnaden i steady state. Grunnlaget for dette er at konkurransemessige fortrinn vil avta på sikt og det vil dermed være lite sannsynlig at selskapet kan skape en avkastning som er høyere enn egenkapitalkostnaden i evig fremtid (Massari et al., 2014). For ikke-finansielle foretak vil inngående verdien av bokført egenkapital ha variabel betydning ettersom dette er en verdi som blir avgjort av ulike regnskapsregler. Avskrivninger og vurdering av anskaffelseskost kan ofte gjøre at verdiene avviker mye fra markedsverdi. Ettersom eiendelene i finansielle foretak ofte er vurdert til markedsverdi og avskrivningene utgjør en mindre del av resultatet vil bokførtverdi ofte være et mer reliabelt mål (Damodaran, 2009).

Ulemper

Man er avhengig av å estimere fremtidige investeringer og hvilke avkastning dette vil gi i fremtiden. Selv om banker og forsikringsselskaper ofte oppgir ROE som et prestasjonsmål vil det være vanskelig å estimere denne i fremtiden. Det krever at man tar hensyn til aktiva allokering, posisjon i markedet og konkurransemessige fortrinn. Man kan benytte netto inntjening, men da oppstår samme problemstilling som ved bruk av diskonterte kontantstrømmer til egenkapitalen.

4.5.2 Markedsbasert tilnærming

Markedsbasert tilnærming baserer seg på prinsippet om at like eiendeler bør bli priset likt i markedet. Det vanligste er å benytte markedsmultipler fra bransjen for å bestemme verdien på selskapet man verdsetter.

4.5.2.1 Markedsmultipler

Denne metoden bestemmer verdien på totalkapitalen eller egenkapitalen ut i fra hva lignende selskaper omsettes for i markedet (Kaldestad et al., 2011). Man benytter multipler basert på forholdstallet mellom priser observert i markedet og nøkkeltall fra resultatregnskapet.

I motsetning til en inntjeningsbasert verdsettelse estimeres nåverdien av fremtidige kontantstrømmer indirekte. Man tar utgangspunktet i markedsvurderinger av nåverdien til andre selskapers kontantstrømmer, for så å anta at forholdet mellom verdi og en gitt verdifaktor er proporsjonal. Den iboende verdien i selskapet som verdsettes blir beregnet ved å multiplisere verdifaktoren med tilhørende multiplere fra lignende selskaper i bransjen (Nissim, 2010).

Den vanligste fremgangsmåten er å benytte prismultipler som sammenligningsgrunnlag. En mer sofistikert tilnærming er å benytte betingede multipler som justerer observerte multipler for ulikheter i verdidriverne. Det er avgjørende at man velger relevant multiplere som gir et godt verdiesimat (Massari et al., 2014). Multipler basert på selskapsverdi som EV/EBITDA eller EV/EBIT kan være vanskelig å benytte for finansielle foretak. Selskapsverdien i sin helhet og et ikke-finansielt driftsresultat er krevende å estimere, og er lite relevante måltall.

Går man ut i fra at det mest hensiktsmessige målet er å estimere verdien av egenkapital direkte, bør man benytte multipler som bedre egnet til dette formålet. De tre mest benyttede egenkapital-multiplene er P/E, P/B og P/S. Siden salget, eller omsetningen, gir liten mening for banker og forsikringselskaper vil P/E og P/B være mest relevante (Damodaran, 2009).

Forholdet mellom prisen på selskapets egenkapital og netto inntekt kan bli målt på samme måte som ikke-finansielle selskaper:

Formel 8: Price/Earnings

$$P/E = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Resultat per aksje}}$$

En problemstilling for finansielle foretak er avsetningene. Forsikringselskap som setter av større mengder kapital for å dekke fremtidige tap eller krav, vil redusere sitt rapporterte resultat. Dette medfører økt P/E ettersom nevner i beregningen blir redusert. Mindre konservative selskaper vil følgelig redusere sin P/E (Damodaran, 2009).

Forholdet mellom aksjeverdien på selskapet og den bokførte verdien av egenkapitalen berregnes på følgende måte:

Formel 9: Pris/Bok

$$P/B = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokført egenkapital per aksje}}$$

Denne multippelen baserer seg på mange av de samme faktorene som P/E, vekst i inntjening, utbyttegrad, egenkapitalkostand og ROE. Alle disse forholdene vil påvirke estimert P/B, men ROE er likevel den faktoren med størst effekt. Betydningen av ROE for P/B bør faktisk være større for finansielle foretak, ettersom bokført verdi av egenkapitalen vil mest sannsynlig følge markedsverdien. Gjennom sin analyse av amerikanske banker i artikkelen *Valuing Financial Service Firms* fant A. Damodaran (2009) at korrelasjonen mellom ROE og P/B var 0,7. Multippelmodellens treffsikkerhet for forsikringselskaper har blitt undersøkt i det amerikanske markedet ved å benytte markedspris som et mål for selskapets iboende verdi. Resultat tydet på at P/B multippelen gir bedre estimater av verdien til et forsikringselskap sammenlignet med resultatbaserte multipler (Nissim, 2010).

Man må likevel passe på å ikke ignorere andre fundamentale faktorer som risiko. Man kan forvente at økt risiko vil redusere størrelsen på selskapets multippel. I tillegg vil forventning om fremtidig vekst også påvirke prisingen av selskaper og dermed også multippel-verdien.

Ulemper

Det vil aldri være selskaper som er helt like, og skal man oppnå en god nok sammenligning vil dette gå på bekostning av størrelsen på gruppen av sammenlignbare selskaper. For selskaper som driver innenfor forskjellig virksomheter med ulik risiko, vekst og avkastning vil total P/E gi lite mening. I et slikt tilfelle vil det være mer fornuftig å dele firmaet opp i de ulike delene og vurdere hver P/E for seg selv. Dermed øker både komplikasjonene og tid metoden krever. Når man benytter multipler vil det også være redusert mulighet for å ta hensyn til flere faktorer samtidig. En del verdidrivere er sterkt knyttet sammen. Dette kan

likevel løses ved å benytte betingede multipler ved hjelp av regresjonsanalyse (Massari et al., 2014).

4.5.3 Balansebasert tilnærming

Balansebasert tilnærming vurderer selskapsverdien ut i fra eiendelene i balansen. Prinsippet er at selskapsverdien er lik markedsverdien av alle eiendelene minus netto gjeld. Man ønsker derfor å vurdere om det finnes avvik mellom selskapets bokførte verdier og deres tilhørende markedsverdi. Slike forskjeller kan oppstå ved at selskapet har benyttet regnskapsregler som tillater å rapportere eiendeler til en verdi som er ulikt det som er konsensus i markedet. Historisk og amortisert kost er for eksempel vanlig å benytte for anleggsmidler eller verdipapir som holdes til forfall. I tillegg til ulik rapportering kan svingninger i markedet gjøre at markedsverdien på verdsettelsestidspunktet avviker fra siste regnskapsrapportering (Massari et al., 2014).

Når man har etablert mulig forhold som skaper verdiavvik, verdsettes eiendelene og forpliktelsene ut i fra dagens markedsverdi. En metode som kan benyttes er å estimere verdien på eiendelene basert på hva de kunne blitt solgt for i et åpent marked. Noen eiendeler, som investering i verdipapir, kan allerede ha en observerbar pris i markedet. I et slikt tilfelle trenger man kun å vurdere hvordan implementeringen av salgsverdien påvirker eiendelsverdien. For polisene til forsikringsselskap eller låneporteføljene for banker vil en bedre metode være å estimere forventet kontantstrøm (Damodaran, 2009). Dette utføres ved å diskontere inntektene fra porteføljene over løpetiden med forventet markedsrente for gitt risiko eller annen passende alternativkostnad. Mange livsforsikringsselskaper leverer en egen prognose av sin balansebaserte verdi. Denne type verdivurdering blir kalt Embedded Value.

4.5.3.1 Embedded Value

Embedded Value modellen består i hovedsak av to komponenter:

Formel 10: Embedded value

$$\text{Embedded Value} = \text{Justert netto eiendelsverdi} + \text{Verdien av nåværende drift}$$

Justert netto eiendelsverdi (ANW) blir beregnet ved å justere den lovbestemte kapitalen og overskuddskapital ved å legge til ikke-bokførte eiendeler og estimatendring av markedsverdien til eiendelene, før man trekker fra overskuddsobligasjoner utover egenkapitalen. Verdien av den nåværende driften (VIF) er nåverdien av overskuddet etter

skatt som er forventet av virksomhetens inngåtte forsikringskontrakter på verdsettelsestidspunktet (Nissim, 2010).

Embedded Value, er en videreføring av tradisjonell balansebasert tilnærming og er tilpasset for forsikringsselskaper. Kontantstrømmene som benyttes til å kalkulere VIF vil basere seg på store mengder skjønn og krever derfor god informasjonstilgang til selskapets interne prosesser og fremtidig styring. Man er avhengig av å foreta antakelser om marginer, kostnader, dødelighet, erstatningsrater, skatt, kapitaldekning, avkastning på investeringer, inflasjon og diskonterings rente. Det vil være en svakhet at denne beregning ikke tar hensyn til salg av nye kontrakter i fremtiden. Noe som på lang sikt ikke vil være realistisk hvis man antar at selskapet minimum jobber for å opprettholde sin posisjon i markedet (Massari et al., 2014) Modellen er i utgangspunktet svært krevende å benytte for utenforstående investorer og blir hovedsakelig benyttet av selskapet selv. Investorer forsøker ofte å justere selskapets egne presentasjoner av Embedded Value, enten ved å fjerne potensielle manipulasjoner, kontrollere den opp mot bransjemultipler knyttet til Embedded Value eller legge til egne estimater for vekst til en Appraisal Value modell.

4.5.3.1 Appraisal Value

Dette er en videreføring av Embedded Value slik at modellen også tar hensyn til fremtidig vekst.

Formel 11: Appraisal Value

$$\text{Appraisal Value} = ANW + VIF + \text{Verdi av fremtidig virksomhet}$$

VIF og Embedded Value måler lukkede porteføljer, men forsikringsselskaper er åpne virksomheter i den forstand at de i tillegg til eksisterende porteføljer ønsker å selge flere kontrakter til nye og eksisterende kunder. Verdien av disse nye kontraktene, kan ansees som verdien av fremtidig virksomhet og legges til Embedded Value for å få Appraisal Value. Selv om man går ut i fra selskapets egen beregning av Embedded Value må man selv estimere verdien av den fremtidige virksomheten. Dette må baseres på spesifikke og subjektive antagelser. Ettersom man må evaluere selskapets evne til kryss-salg og tegning av nye kontrakter, er man avhengig av nøye analyser av markedets størrelse og potensiale, kundesegmenter, selskapets produktmik, konkurransesituasjonen og markedsstrategi (Massari et al., 2014).

I praksis er fremgangsmåten for å verdsette virksomhetens fremtidige drift basert på enten diskontert kontantstrøm eller multipler. Velger man kontantstrømmetoden vil man være avhengig av gode estimeringer knyttet til forventet tegning av nye kontrakter både i prognoseperioden og steady state. Er det nok informasjon tilgjengelig vil denne metoden være mer presis (Nissim, 2010).

Det vanligste er likevel å bruke multipler. For å estimere disse multiplene benyttes ofte verdien av nytegnede kontrakter. Man beregner ofte denne ut i fra fremtidig profitt av nye kontrakter som har blitt solgt det inneværende året, ettersom dette kan hentes ut fra årsrapporten. Verdien av fremtidig virksomhet blir derfor produktet av nytegnede kontrakter og multippelen (Massari et al., 2014).

Formel 12: Verdi av fremtidig virksomhet

*Verdi av fremtidig virksomhet = Multipl * verdien av nytegnede kontrakter*

Multippelen baseres på kvalitative og kvantitative vurderinger av lengden på selskapets konkurransefortrinn. Normalt benyttes 3-7 år. Logikken følger den samme som residualmodellen, at konkurransefortrinnet ikke kan opprettholdes på sikt. Derfor vil verdier utover prognose perioden konvergere mot null (Massari et al., 2014).

Det er viktig å understreke at hvis man benytter diskonterte kontantstrømmer vil VIF og verdien av fremtidig virksomhet sammen utgjøre nåverdien av fremtidig overskudd. Dette gjør at når man legger til nåværende investert kapital vil Appraisal Value i utgangspunktet replisere residual modellen (Massari et al., 2014).

Ulemper

Balansebasert tilnærming er vanskelig for utenforstående å implementere i praksis, spesielt for finansielle foretak. Selv om det er en del rapporteringsregler for å skape mer åpenhet, er ofte ikke gjennomsiktigheten i porteføljesammensetning god nok til at man får gjort en tilfredsstillende vurdering uten interninformasjon.

Hvis selskapet forventer å oppleve vekst i framtiden vil modellen neglisjere effekten av dette, ettersom eiendelene verdsettes på bakgrunn av dagens situasjon. Løsningen på dette vil være å benytte Appraisal Value. Likevel vil man som utenforstående investor ta utgangspunkt i selskapets egen vurdering av Embedded Value. Når man har liten bakgrunnsinformasjon om denne beregning kan kombinasjonen av egen estimering av fremtidig verdi av drift sammen

med selskapets vurdering av nåværende drift være basert på svært ulike forutsetninger. I tillegg vi det oppstå et problem for skadeforsikringsselskaper, ettersom disse ofte har løpende forsikringskontrakter. Denne egenskapen gjør at det er svært vanskelig å benytte en vurdering av nåværende drift på grunn av usikkerheten rundt lengden på ulike kontrakter. Derfor benytter ofte ikke skadeforsikringsselskapene Embedded Value selv i sine rapporter.

4.6 Valg av verdsettelses modell

Etter gjennomgangen av ulike verdsettelsesmetoder har vi kommet frem til at vi ønsker å benytte en inntjeningsbasert tilnærming. Det finnes god tilgang til informasjon om Gjensidige ettersom de er børsnotert selskap, og vi anser at vi har tilstrekkelig tid tilgjengelig for å kunne gjennomføre en slik prosess. Vår oppfatning er at denne type verdsettelse også er den mest nøyaktige på tross av sine svakheter. Likevel styrkes verdiestimatet hvis man benytter ulike fremgangsmåter (Koller et al., 2010).

Vi velger å utelukke balansebaserte modeller. utfordringene med disse modellen anser vi som altfor store. Ved å gjennomføre en verdivurdering basert kun på offentlig informasjon vil vi være avhengig av å ta altfor mange uklassifiserte antagelser. I residualmodellen vil en direkte beregning av fremtidig ROE være krevende ved lave egenkapitalandeler grunnet høye svingninger. Indirekte estimering av ROE basert på prognostisert resultat vil kreve samme beregninger som ved diskontert kontantstrøm til egenkapitalen. Dermed føler vi at argumentet for å benytte residualmodellen faller bort.

De metodene vi derfor har valgt å benytte er diskontert kontantstrøm til egenkapital og markedsmultipler for å kunne kvalitetssikre resultatet. Diskontert kontantstrøm til egenkapital vil bli valgt av inntjeningsbaserte modeller. Dette er fordi modellen har mer fokus på selve verdiskapningen og legger et godt fundament for vurdering av fremtidig utvikling. En avsluttende analyse av markedsmultipler anser vi som gunstig for å kunne sammenligne vår vurderinger med hvordan markedet anser verdiene i bransjen.

5.0 Strategisk analyse

I den strategiske analysen er hensikten å belyse hvordan eksterne og interne faktorer påvirker Gjensidiges nåværende og fremtidige posisjon. Dette vil avdekke hvilke områder som påvirker Gjensidige positivt og negativt. Videre i oppgaven vil vi basere fremtidige antagelser på funnene våre i den strategiske analysen.

5.1 Ekstern analyse

Den eksterne analysen tar for seg makroforhold og eksterne forhold som ligger utenfor Gjensidiges kontroll. Eksterne forhold er ikke selskapsspesifikke, men markeds- og bransjespesifikke.

Bransjespesifikke forhold som vil påvirke Gjensidige har vi valgt å evaluere ved hjelp av Porters femkraftsmodell. Den samler trusler og muligheter Gjensidige står overfor på mikronivå.

Reguleringer fra tilsynsmyndighetene, rentesats, inflasjon, BNP og sparenivåer er noen makroøkonomiske nøkkeltall som vil påvirke finansielle foretak. Det er vanlig å benytte seg av rammeverket PEST til å organisere de viktigste makroforholdene. Den følgende PEST analysen vil fremheve hvilke makroforhold som har størst påvirkningskraft på Gjensidige.

5.1.2 PEST

5.1.2.1 Politiske- og legale forhold

Finansielle foretak er underlagt strenge reguleringer fra myndigheter. Dette er for å sikre finansiell stabilitet ved å forhindre at forsikringsselskaper tar på seg mer risiko enn myndighetene mener er forsvarlig.

Forsikringsvirksomhetsloven § 6-3 sier at et forsikringsselskap skal ha en kapitaldekning som til enhver tid utgjør 8 prosent av selskapets risikovektet beregningsgrunnlag. Dette beregningsgrunnlaget er satt sammen av selskapet eiendelsposter og poster utenfor balansen. Postene gis en risikovekt etter den antatte kredittrisikoen de representerer før de summeres og danner beregningsgrunnlaget (Forskrift om minstekrav til kapitaldekning i forsikringsselskaper, pensjonskasser, innskuddspensjonsforetak og holdingselskap i forsikringskonsern).

Solvensregelverket omfatter forsikringsselskap som opererer i EU/EØS. Norge må som EØS-medlem innrette seg etter EU direktiv og solvensregelverket har stor påvirkning på Gjensidige. Hovedformålet med solvensregelverket er å sikre finansiell stabilitet og sikre at forsikringsselskaper kan overleve vanskelige økonomiske tider.

Gjeldende solvensregelverk sier at alle forsikringsselskap skal ha en solvensmarginkapital som til enhver tid er tilstrekkelig for å dekke solvensmarginkravet (Forskrift om beregning av solvensmarginkrav og solvensmarginkapital for norske skadeforsikringsselskaper og gjenforsikringsselskaper). Solvensmarginkravet beregnes etter to metoder som en prosent av premieinntekter eller erstatningskostnader i ulike bransjer. Endelig solvensmarginkrav er den summen som er høyest av beregningen etter premieinntekter eller erstatningsutbetalinger.

Solvensmarginkapitalen beregnes som summen av selskapets ansvarlige kapital og annen solvensmarginkapital. Annen solvensmarginkapital består av følgende poster (Forskrift om beregning av solvensmarginkrav og solvensmarginkapital for norske skadeforsikringsselskaper og gjenforsikringsselskaper):

- Sikkerhetsavsetninger som overstiger 55% av minstekravet til sikkerhetsavsetninger.
- Gjenforsikringsavsetninger og administrasjonsavsetninger som overstiger minstekravet.
- 25% av avsetningene til naturskadefondet.

Solvens II er et EU-direktiv som antas å tre i kraft 1. januar 2016 og vil erstatte og forbedre 14 allerede eksisterende direktiv innenfor forsikring (European Commission, 2007). Formålet med solvens II er å forbedre dagens regelverk ved å lage nye krav til tekniske avsetninger og solvens som bedre reflekterer risikoen i forsikringsselskaper. De viktigste endringene fra solvens I er:

1. Kapitalkravet kan nå beregnes etter selskapsspesifikke krav og du er ikke tvungen til å bruke en modell som er lik for alle.
2. Forsikringsselskap vil nå bli pålagt å holde kapital mot markedsrisiko (fall i verdi på investeringer), kredittrisiko og operasjonell risiko, dette er ikke inkludert i dagens solvensregelverk.
3. Forsikringsselskaper må fokusere mer på fremtiden i beregning av kapitalkrav som er i stor kontrast til dagens solvensregelverk som hovedsakelig er basert på historiske tall.

4. Solvens II- direktivet krever at visse opplysninger offentliggjøres i større grad enn tidligere for å skape markedsdisiplin (European Commission, 2007).

Det nye solvensregelverket vil bygge på en 3-pilarstruktur tilsvarende Basel II-regelverket (Finanstilsynet, 2015):

- **Pilar 1** – Inneholder kvantitative bestemmelser for beregning av kapital og kapitalkrav (interne modeller). Det innføres også to kapitalkrav som forsikringsselskaper må dekke, et solvenskapitalkrav (SCR) og et minstekrav (MCR). Videre er det klare retningslinjer for hvordan eiendeler og forsikringstekniske avsetninger skal vurderes til markedsverdi.

SCR er det risikobaserte kravet basert på et Value-at-Risk mål justert til 99.5 % sikkerhet over en 1 års periode. SCR dekker alle risikoer som kan inntreffe (forsikrings-, markeds-, kreditt- og operasjonell risiko). Solvenskapitalkravet vil også ta hensyn til eventuelle risikoreduserende tiltak (f.eks. gjenforsikring og verdipapirisering). Det spesielle med SCR er at det kan enten beregnes ved hjelp av ny europeisk standard eller ved å benytte en intern modell validert av tilsynsmyndighetene (European Commission, 2007). MCR er et lavere kapitalkrav som minner en del om dagens beregning av solvensmarginkapital.

- **Pilar 2** – Inneholder kvalitative bestemmelser for risikostyring og internkontroll. Videre er det bestemmelser for hvordan myndighetene skal overvåke og kontrollere, og eventuelt gi pålegg for å kreve et høyere solvenskrav.
- **Pilar 3** – Inneholder et omfang av regler som skal sikre markedsdisiplin gjennom opplysningsplikt overfor offentligheten og rapporteringsplikt overfor myndighetene. For eksempel må forsikringsselskaper offentliggjøre en årlig rapport om selskapets finansielle tilstand og solvenskapital.

Gjensidige og forsikringsbransjen har i flere år vært klar over og jobbet aktivt med å tilpasse seg det nye solvensregelverket. De viktigste punktene for Gjensidige er om naturskadefondet og garantiavsetninger kan inkluderes som tellende solvensmarginkapital og eventuelle skattemessige konsekvenser ved en overgang til solvens II. Finanstilsynet har gitt uttrykk for at naturskadefondet og garantiavsetninger ikke kan inkluderes som tellende kapital slik de tolker solvens II-regelverket. Dette er ikke Gjensidige og andre forsikringsselskaper enige i da

naturskadefondet og garantiavsetninger etter IFRS inngår som egenkapital, og da mener det skal behandles som tellende solvenskapital. Uenigheten og tolkningen av de særnorske avsetningene er enda ikke avklart og Finanstilsynet har gitt uttrykk for at en endelig bestemmelse rundt dette temaet vil komme i løpet av 2015.

Ved overgang til solvens II antas det at forsikringstekniske avsetninger vil reduseres (Finanstilsynet, 2014). Dersom dette viser seg å stemme vil Gjensidige fra neste år ha lavere avsetninger som igjen frigjør kapital Gjensidige kan bruke til verdiøkende formål. I dag benyttes samme forsikringstekniske avsetninger i selskaps- og skatteregnskapet. Det er enda ikke avklart om denne reduksjonene i forsikringstekniske avsetninger også vil bli implementert i skatteresultat, men dersom den gjør det vil det få betydelige skattekonsekvenser. Det er vanskelig å vite hvilke skattekonsekvenser dette vil få så vi velger å ta utgangspunkt i dagens regelverk i fortsettelsen av oppgaven.

Basel-regelverket er et EU direktiv som inneholder klare retningslinjer for banker. Gjensidige er gjennom Gjensidige Bank pålagt å følge disse kravene og innebærer først og fremst krav om kapitaldekning. Det nyeste Basel-regelverket Basel III ble gjeldende fra 1. januar 2013, men inneholder en overgangsperiode og vil bli fullt implementert fra 1. januar 2019. De nye og skjerpede kravene innebærer at minstekravet til ren kjernekapital øker til 4% og minstekravet til kjernekapital øker fra 4 til 6%, men kravet til ansvarlig kapital forblir 8% som er gjeldene under dagens regelverk (Finanstilsynet, 2015). Vi vil ikke gå mer inn på Basel-regelverket da vår verdsettelse er av konsernet Gjensidige og endringene i Basel-regelverket vil ha mindre effekt på vår verdsettelse. Selv om økt kapitalkrav vil føre til utfordringer for Gjensidige Bank vil dette være utfordringer som konsernet er godt rustet mot å takle. Vår fokus vil istedenfor være på kapitalkrav som er gjeldende for forsikringsselskaper som operer i EU/EØS-område.

Vi vil nå gå gjennom hvilke lovpålagte forsikringer det finnes. Formålet med den eksterne analysen er å avdekke faktorer som påvirker lønnsomheten til bransjen. Endringer i lovverket vil helt klart påvirke lønnsomheten til forsikringsbransjen.

Ansvarsforsikring på motorvogn er av myndighetene i de aller fleste vestlige land lovpålagt. Denne forsikringen erstatter kun personskader og skade motorvognen påfører andre gjenstander, men dekker ingen skade på egen motorvogn. I Skandinavia og Baltikum som Gjensidige operer i er ansvarsforsikring pålagt av myndighetene. Det ligger foreløpig ingen

utsikter på at et slikt lovverk skal endres og vi antar at ansvarsforsikring vil være gjeldene i fremtiden.

Yrkesskadeforsikring er lovpålagt for de aller fleste selskaper som operer i Norge og plikter arbeidsgivere å tegne forsikring for alle de ansatte til dekning av yrkesskade og yrkessykdom (Yrkesskadeforsikringsloven). Loven har ikke endret seg mye siden 1989, men Stoltenberg II regjeringen fremmet i 2013 en yrkesskadereform (NHO, 2013). Reformen ønsket å slå sammen dagens to ordninger for yrkesskader (yrkesskadeforsikring og trygd) til en arbeidsskadeforsikring og samle den administrative behandlingen slik at det ble enklere for skadeutsatte å forholde seg til ett regelverk (Prop.111 S (2011-2012), s 48). Denne reformen ble ikke gjennomført, men belyser at enkelte regler som påvirker forsikringsbransjen plutselig kan endres. Forslaget er fortsatt aktuelt og det er flere aktører på stortinget som vil jobbe med å få det godkjent i fremtiden. Skulle en lovendring tre i kraft vil det bety mye for forsikringsbransjen spesielt hvordan de da vil håndtere personforsikringer både på tegning av kontrakter og erstatninger (Aflangrud, 2013).

De aller fleste arbeidsgivere i Norge har plikt til å ha tjenestepensjonsordning for sine ansatte (OTP-loven). Tidligere kunne selskaper velge mellom ytelsespensjon som reguleres av foretaksloven eller innskuddspensjon som reguleres av innskuddspensjonsloven, i noen tilfeller en kombinasjon av de to. Velger arbeidsgiver ytelsespensjonsordning betyr det at de ansatte har krav på en pensjon som er en fast prosent av lønnen. Ved en slik ordning er det selskapet som sitter med risikoen ved å garantere f.eks. at de ansatte skal få en pensjon sammen med folketrygden på 66 % av lønnen ved pensjonstidspunktet. Arbeidsgiver er her ansvarlige for at det blir innbetalt tilstrekkelig til pensjonsordninger.

Innskuddspensjon innebærer at arbeidsgiver innbetaler et fast innskudd av de ansattes lønn til pensjonsordningen. Ved pensjonsstart er det summen av disse innskuddene som utbetales til den ansatte sammen med en eventuell avkastning. Hvor mye arbeidstaker får utbetalt er dermed ukjent og således er det arbeidstaker som sitter med risikoen (Furesund og Berntsen, 2014).

Finansdepartementet gav i 2009 Banklovkommisjonen i oppdrag å utrede og foreslå endringer i dagens pensjonslover for å tilpasse disse til ny alderspensjonsordningen i folketrygden som trådte i kraft i 2010. Det ble levert flere utredninger før en foreløpig ny tjenestepensjonslov trådte i kraft i 2014. Den viktigste endringene var overgangen fra ytelsespensjonsordning til

kollektiv tjenstepensjonsordning som gir selskaper en ny ordning de kan bruke som sin pensjonsordning (NOU 2013: 3, 2013). Videre endret myndighetene innskuddspensjonsloven ved å øke maksimalsatser for innskuddspensjon og åpnet for fripoliser med investeringsvalg fra høsten 2014. Gjensidige tilbyr foreløpig ikke investeringsvalg for fripoliser fordi fripoliser med garanti er mer verdifulle (Gjensidige, 2014). Det er fortsatt uklart hvordan overgangen fra ytelsespensjon til kollektiv tjenstepensjon vil bli når loven endelig er fullført.

Det er av oppfatning at de nyeste endringen i pensjonslovene fører til en lavere forventet avkastning. Sammen med strengere kapitalkrav og lavt rentenivå kan det bli en utfordring for forsikringsbransjen og spesielt livsforsikringsselskap. Videre antas det at endringene vil føre til at flere selskaper vil gå over til innskuddspensjonsordning fremfor å vente på utfall av overgangsreglene fra ytelsesbaserte ordninger til tjenstepensjons ordning. Dette er positivt for Gjensidige som har spesialisert seg på innskuddspensjonsordning (Gjensidige, 2014).

5.1.2.2 Økonomiske forhold

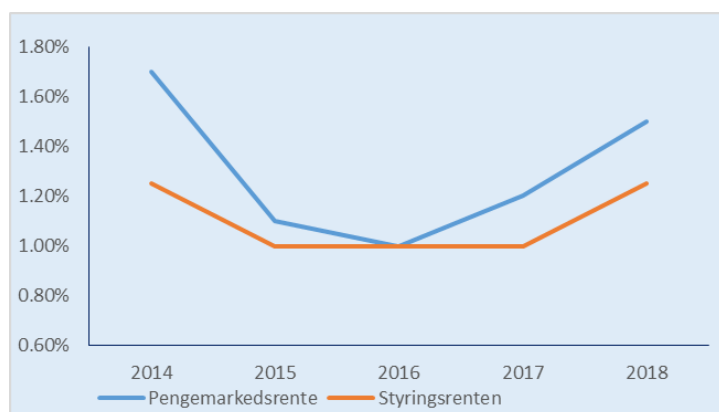
Det er flere makroøkonomiske faktorer som påvirker finansielle. En grunnleggende faktor er styringsrenten.

Figur 6: Gjennomsnittlig årlig styringsrente for Norge 1991-2014 (Norges Bank, 2014)



Styringsrenten er renten banker får på sine innskudd i Norges Bank opp til en hvis kvote. Endringer i renten vil har stor innvirkning på pengemarkedsrente og innskudd- og utlånsrenten for banker (Norges Bank, 2015). Norge Bank bruker styringsrenten som et pengepolitiskverktøy for å motvirke nedgangskonjunkturer og holde inflasjonen på et normalt nivå. Målsetningen til Norges Bank er 2,5 %. Figur 6 viser at styringsrenten er klart synkende fra 1991 og frem til i dag.

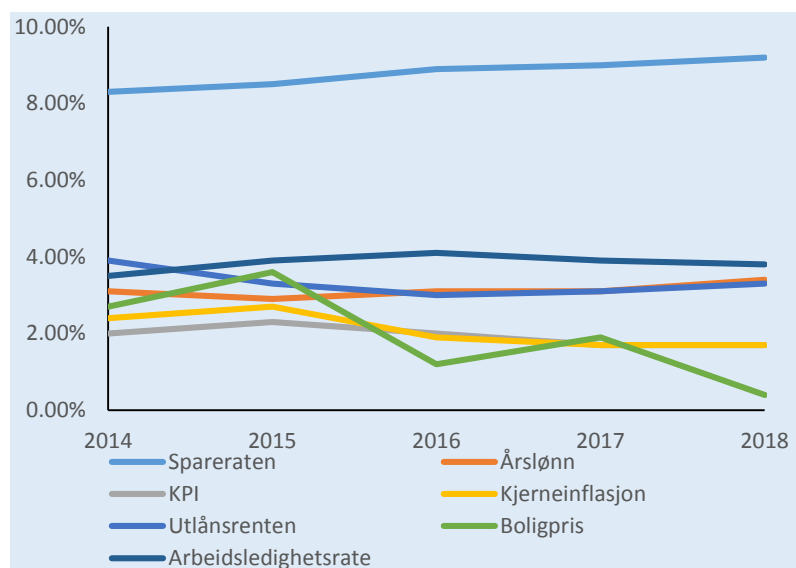
Figur 7: Estimert utvikling i rentenivået (Statistisk Sentralbyrå [SSB], 2015)



Norges Bank valgte å ikke sette ned styringsrenten ved rentemøte i mai 2015, men gav klare indikasjoner på at det kan komme et rentekutt i juni 2015 ved å uttale at det er utsikter for at styringsrenten skal ned i juni 2015. Statistisk sentralbyrå (SSB) peker også på at lav vekst, økning i arbeidsledigheten og lav inflasjon tyder på at renten vil bli satt ned og mener at styringsrenten kan komme ned til 0,75 prosent ved utgangen av 2015 (SSB, 2015). Norges Bank sier i sin *pengepolitiske rapport 1/15* (2015) at de tror styringsrenten vil holde seg på 1 % i 2015, 2016 og 2017 før den anslås å øke. I 2018 antas den å øke til 1,25 %.

Bank og forsikringsbransjen må dermed være forberedt på en periode med lavt rentenivå. Dette er en av hovedutfordringene for Gjensidige i årene som kommer, noe også konsernsjef Helge Leiro Baastad påpeker (Parr, 2015). Etersom forsikringsselskaper plasserer store mengder av investeringsporteføljen i pengemarkedet og rentepapirer vil de være sensitive overfor rentenivået. Det lave rentenivået kan dermed føre til at avkastningen på investeringsporteføljen reduseres og at forvaltning av pensjons og spareprodukter kan bli mer krevende. På den andre siden vil lave renter kunne øke etterspørselen etter kapitalforvaltning.

Figur 8: Makroøkonomiske faktorer (SSB, 2015)



Spareraten forteller oss hvor mye husholdninger sparer i form av finansinvesteringer og boliginvesteringer som andel av disponibel inntekt. Denne var på 8,3 % i 2014 som er veldig høyt historisk sett og vi må tilbake til 2005 for å finne tilsvarende høy sparerate. Årsaker til den høye spareraten kan være konsumentenes negative syn på fremtidens økonomi, aldrende befolkning og nye pensjonsreformer.

Økt sparing kan føre til økt inntjening på spareprodukter levert til konsumenter fra bank og forsikringsbransjen samt at selskapene vil få mer innskudd og kapital de kan investere. Videre kan økte boliginvesteringer føre til økt salg av boligforsikringer og utlån. På den andre siden vil en høy sparerate tilsi at konsumentene ikke bruker like mye penger på produkter og varer som igjen kunne blitt forsikret.

Prisstigning forklart gjennom konsumprisindeksen (KPI) viser prisutviklingen på varer og tjenester for privatmarkedet. Kjerneinflasjon (KPI-JAE) som analytikere vektlegger sterkest antas å bli 2,7 % i 2015 som er noe høyere enn KPI. Begge indikatorene er ventet å synke til 2 %, 1,7 % og 1,7 % i henholdsvis 2016, 2017 og 2018. Implisitt vil en prisstigning på husholdningsgjenstander, bygninger og alt annet som kan forsikres bety en økning i erstatningsutbetalinger. På sikt vil man likevel kunne anta at prisstigningene prises inn i kontraktene og dermed vil høyere innbetalinger veie opp for økte utbetalinger.

Årslønnen til norske arbeidstakere er ventet å stige mer enn KPI og kjerneinflasjonen frem til 2018, noe som innebærer at kjøpekraften vil fortsette å være stor i Norge. Kjøpekraften til konsumenter i Norge påvirker deres handlemønster og ved økt kjøpekraft kan man forvente

økt forbruk. Dette er positivt for bank og forsikringsbransjen nåværende og fremtidige posisjon.

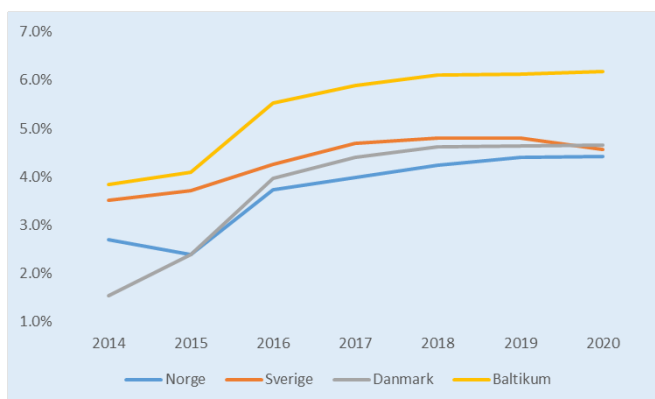
Utlånsrenten antar SSB vil reduseres noe frem til 2018, men siden styringsrenten også reduseres antar vi at bankene kan opprettholde lønnsomheten og volumet på utlånsporteføljen. Det er tegn som tyder på at den høye boligprisveksten vi har hatt vil avta. SSB estimerer at veksten vil avta frem mot 2018. En reduksjon i boligprisene kan være en risikofaktor, fordi det gir redusert sikkerhet på lån med pant i bolig.

En høyere arbeidsledighet vil også kunne føre til lavere betjeningsevne og økt risiko i bankenes utlånsportefølje. SSB antar en arbeidsledighet litt over 4 %, noe vi ikke anser som vesentlig nok til å være en risikofaktor for forsikrings- eller bankbransjen.

Gjelden i private husstander har de siste årene vært økende og er en viktig faktor for å avgjøre husholdningenes sårbarhet for renteøkning. Fra 2004 til 2014 økte inntektene for husholdningene med 53 % mens gjelden vokste med 88 % (SSB, 2015). Dette er ikke bærekraftig over tid og er en risiko for økonomisk ustabilitet i hele markedet.

Figur 9 viser estimert nominell BNP utvikling i alle land hvor Gjensidige har skadeforsikringsvirksomhet. Den største BNP veksten forventes i Baltikum mens Norge ser ut til å få en tilbakegang i 2015. Baltikum opplevde en økonomisk tilbakegang under finanskrisen og har hatt mindre stabilitet enn de skandinaviske landene. Derfor forventes det at disse landene vil oppleve en sterkere økonomisk vekst i årene som kommer.

Figur 9: BNP utvikling i land hvor Gjensidige har skadeforsikringsvirksomhet (International Monetary Fund, 2015)



5.1.2.3 Sosiale forhold

Demografi og naturskader er hovedsakelig de sosiale ytre faktorer som påvirker bank og forsikringsbransjen. Befolkningsøkning vil naturlig øke antall mennesker som betyr flere potensielle kunder. Som vi er av tabell 1 er det lav forventet befolkningsvekst i Skandinavia og negativ befolkningsvekst i Baltikum.

Tabell 1: Årlig gjennomsnittlig befolkningsvekst (World Bank, 2015)

	2025	2040
Danmark	0.33%	0.31%
Estland	-0.34%	-0.40%
Latvia	-0.60%	-0.62%
Litauen	-0.39%	-0.47%
Norge	0.89%	0.72%
Sverige	0.65%	0.56%

Tabell 2: Demografiske faktorer (World Bank, 2015)

	Forventet levealder			Befolkning 65 år eller eldre av total befolkning			Befolkning 64 år eller eldre av yrkesaktive		
	2015	2025	2040	2015	2025	2040	2015	2025	2040
Danmark	80	81	83	19%	21%	24%	29%	34%	40%
Estland	74	76	78	18%	21%	23%	28%	32%	38%
Latvia	72	73	75	19%	20%	22%	28%	32%	35%
Litauen	72	74	76	16%	18%	22%	23%	27%	34%
Norge	82	83	85	16%	19%	22%	25%	30%	37%
Sverige	82	83	85	20%	21%	23%	32%	35%	39%

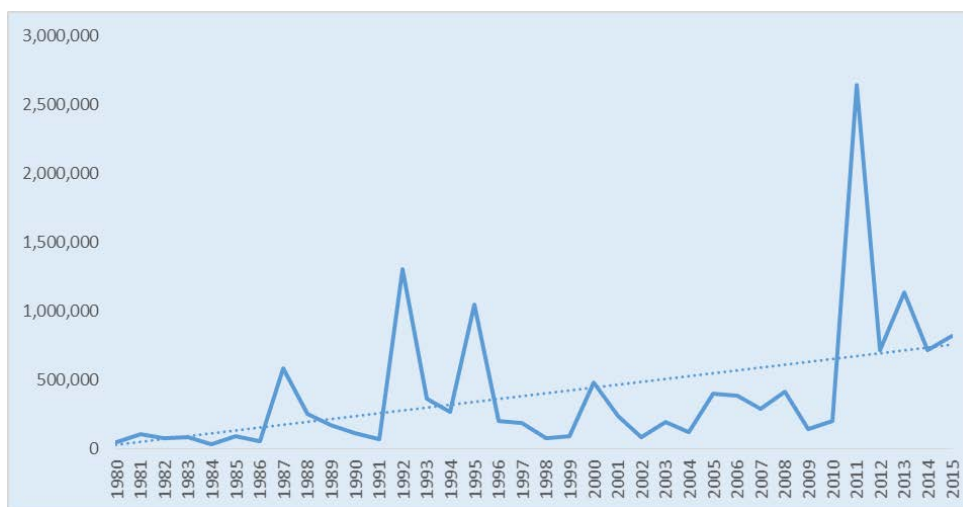
Befolkningen lever stadig lenger og alderssammensetningen endres noe som kan by på både utfordringer og muligheter. Forventet levealder i Norge er ventet å stige fra rundt 82 år til 85 år i 2040. Andelen av den totale befolkning over 65 år er ventet å stige kraftig frem mot 2040. I Norge er det ventet at denne gruppen vil stige fra 16 % til 22 %. Økt levealder vil for forsikringsbransjen først og fremst bety økte pensjonsutbetalinger. De fleste pensjonskontraktene til Gjensidige er innskuddspensjon hvor det er mest vanlig med 10 års utbetalinger fra pensjonsstart. Risikoen for økt levealder er dermed ikke vesentlig for dette produktet. Fripoliser som er flyttet til Gjensidige har som oftest livsvarig pensjonsutbetaling og er sterkt påvirket av risikoen for økt levealder.

Økningen i andel eldre sett i forhold til yrkesaktive er noe myndighetene er bekymret for. Ser man på Norge vil denne gruppen stige fra 25 % til 37 % i 2040 som betyr at det antageligvis vil bli mindre pensjonsutbetalinger fra staten til fremtidens eldre. Dette kan øke incentivet for

pensjonssparing i privatmarkedet og forklarer en del av den høye spareraten til private husholdninger. Pensjonssparing for ansatte og næringslivsmarkedet antas også å vokse i fremtiden. Denne begrunnelsen er også støttet opp med de nye lovforslagene som er ventet å øke arbeidsgivers pensjonsordning for de ansatte.

Naturskader er skade som direkte skyldes naturulykker og fører til økte erstatningsutbetalinger. Naturskadeloven § 4 definerer naturskader som skred, storm, flom, jordskjelv, vulkanutbrudd, eller lignende (Naturskadeloven). For å sikre seg mot disse potensielt høye erstatningsutbetalingene er det i Norge laget en ordning som heter Norsk Naturskadepool. Alle skadeforsikringsselskap i Norge har et obligatorisk medlemskap og formålet er å utligne naturskadeerstatningen mellom de ulike forsikringsselskaper. Dette gjøres på bakgrunn av forsikringssummer eller forsikringspremier. Videre vil Norsk Naturskadepool gjenforsikre naturskadeforsikring på vegne av medlemsselskapene. Gjenforsikring betyr å overføre deler av sine forsikringsforpliktelser til et andre forsikringsselskap og er mye brukt av skadeforsikringsselskap for å sikre seg mot naturskader.

Figur 10: Utvikling i erstatningsbeløp for naturskader fra 1980-2015 (Finans Norge, 2015)



Økningen av Naturskader er en faktor som har betydning for skadeforsikringsselskapers lønnsomhet i fremtiden. Tabell 3 viser at erstatningsutbetalingene varierer mye fra år til år, men at det er stigende erstatningsutbetalinger. Norsk Naturskadepool har sammen med skadeforsikringsselskapenes egne gjenforsikringer redusert virkningen naturskader har på selskapenes lønnsomhet. Været og naturskader er likevel en ekstern faktor som forsikringsbransjen ikke får styrt.

5.1.2.4 Teknologiske forhold

Utvikling av teknologi har for finansielle foretak betydd redusert behov for lokale kontorer. I Norge er det nå helt vanlig for forbrukeren å benytte seg av teknologiske hjelpemidler for å melde skader, noe som var utenkelig for bare noen år siden. Teknologisk utvikling og innovasjon har vært avgjørende for at bank og finansielle foretak har kunnet vokse så mye ved å bli lett tilgjengelig for alle. Gjensidige Bank er en ren nettbank hvor all kontakt mellom kunden og banken skjer via internett eller telefon.

Videre har teknologi effektivisert driften og utviklingen av avanserte datasystemer hjulpet finansielle foretak å styre risikoen sin bedre. I fremtiden vil de selskapene som utvikler seg best teknologisk ha en klar fordel. Nye salgsmuligheter åpner seg ved velutviklede datasystemer med informasjon om kundene og potensielle kunder. God kundeservice er viktig for forbrukerne og de selskapene med høy kundeservice vil tjene på dette. Teknologi er dermed helt avgjørende for bank og forsikringsselskaper nåværende og fremtidig posisjon

5.1.2.5 Konklusjon PEST analysen

PEST analysen viser at forsikringsselskaper er underlagt flere reguleringer som stadig endres. Blant annet er det stor usikkerhet rundt innføringen av nye kapitalkrav. Finanstilsynet sier at solvens II-regelverket skal tre i kraft i 2016, men det er fortsatt mye uklarhet for selskapene om hvordan reglene blir implementert i praksis. De særnorske sikkerhetsavsetningene er det heller ikke blitt tatt en avgjørelse på per dags dato. Dette gjør det svært vanskelig å inkludere de nye kapitalkravene i verdsettelsen.

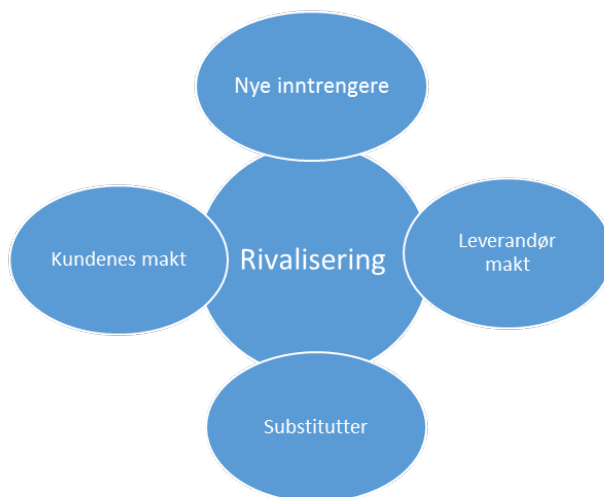
Alle markedene Gjensidige operer i forventes å ha en stabil økonomisk vekst. Spesielt i Baltikum er det forventet høy vekst. Videre gir PEST analysen ingen tegn på at det skal oppstå finansiell ustabilitet i nærmeste fremtid. Den største økonomiske faktoren slik vi ser det vil være et lavt rentenivå. Dette vil påvirke alle deler av Gjensidige sin virksomhet.

Det er nødvendig å huske på at makroøkonomiske forhold forandrer seg kontinuerlig. Tilbydere av makroøkonomiske framtidsutsikter endrer ofte antagelsene sine. Dermed er det i en verdsettelse baserte på fremtidige prognoser utfordrende å benytte en PEST analyse.

5.1.3 Bransjeanalyse Porters femkraftsmodell

I vår bransjeanalyse vil vi benytte oss av et rammeverk for systematisk analyse utviklet av Michael E. Porter kalt femkraftsmodellen. Modellen tar utgangspunkt i at det er fem krefter som driver konkurranseintensiteten; Rivaliseringen blant eksisterende konkurrenter, trusler om inntrengere, trusler fra substitutter, kundenes forhandlingsmakt og leverandørens forhandlingsmakt (Selnes & Magnussen, 2012).

Figur 11: Porters femkraftsmodell



5.1.3.1 Trussel fra nye inntrengere

Inntrengere kan defineres som nyetablerte selskaper eller selskaper som potensielt kan gå inn i Gjensidige sine markeder i nær fremtid. Markeder med høy lønnsomhet vil være attraktivt for nye selskaper og når flere selskaper etablerer seg vil konkurranseintensiteten øke og inntektsgrunnlaget per selskap bli mindre. Markedets inngangsbarriere er derfor avgjørende for å vurdere trusselen fra nye inntrengere. Hvis kostnaden ved å gå inn i markedet er større enn den potensielle profitten vil det ikke være attraktivt for nye selskaper. Barney nevner stordriftsfordeler, produktdifferensiering, mottiltak fra eksisterende selskaper og regulering fra myndighetene som viktige momenter som sørger for høyere inngangsbarrierer (Barney, 2011).

Som i alle bransjer er trusselen om etableringen av helt nye konkurrerende selskap tilstede. Problemet for en nystartet bedrift er at risikospredningen vil være liten. Faren for dårlig kredittvurdering som betyr dyrere finansiering og nødvendig kapital kan redusere trusselen fra denne gruppen inntrengere. En større trussel er selskaper i andre bransjer som vurderer å ekspandere til forsikringsbransjen. Spesielt banker, men også andre finansielle institusjoner i

både inn og utland utgjør en trussel. Teknologiselskaper utgjør også en trussel med sine store mengder atferdsdata om mennesker verden over. Spesielt Apple og Google med sine helse og navigasjonsapplikasjoner har enormt mye informasjon om den fysiologiske tilstand og kjøremønsteret til kundene sine. Begge selskapene har vist før at de ikke er redde for å etablere seg og prøve nye områder som til da har vært ukjente for dem. Slike teknologiselskaper kan sitte med konkurransefortrinn de enten vil bruke selv som forsikringsselskap eller kan være villig til å selge til høystbydende.

Slik forsikringsvirksomhet fungerer er det lite som tilsier at tradisjonelle stordriftsfordeler er tilstede. Man mottar innbetalinger fra kunder på forhånd som skal dekke fremtidige erstatningskrav. Erstatningskravene som utgjør største andelen av kostnadene er derfor variable og vil øke i takt med inntektene. Dette medfører at man i utgangspunktet ikke er avhengig av et stort volum for operere, men heller god risikohåndtering og prising av produktene.

Likevel er det andre faktorer som gjør at man kan si at etablerte selskaper har en fordel ovenfor nye konkurrenter. Forsikringsselskapene er avhengig av spesialkompetanse og gode systemer for å kunne estimere risiko og prisingen av sine produkter. Selskaper som ikke har etablerte systemer eller erfaring kan derfor være avhengig av store initielle investeringer i IT-systemer og humankapital. Størrelsen på kundeporteføljen og produktmiksen er også med på å spre risikoen og gjøre at man blir mindre sårbare mot enkelthendelser.

For å nå ut til kundene er det også viktig med et godt distribusjonsnettverk. Salg gjennom internett som blir mer vanlig, gjør at kostnaden av å opprette salgskontorer reduseres. Dette øker muligheten for å opprette et velfungerende distribusjonsnettverk for inntrengere.

En annen faktor som påvirker inngangsbarrierene er produktdifferensieringen i bransjen. Forsikring er i utgangspunktet et homogent produkt. Man betaler for å bli økonomisk sikret mot uventede hendelser. Det er vanskelig å differensiere utover dekningsbeløpet. Dette gjør at det er svært lite krevende for nye konkurrenter å tilby produkter av samme kvalitet og byttekostnaden for kundene blir lav. Internett gjør det også lettere å markedsføre seg for nye inntrengere.

De nordiske forsikringsmarkedene består av noen få markedsledende forsikringsselskaper. Det er naturlig å anta at disse ikke vil la nye selskaper entre markedet uten å agere. Et attraktivt marked betyr som regel at eksisterende selskaper allerede har gode marginer.

Dermed for å forhindre tap av markedsandeler vil det være naturlig at de øker investeringer i kundebevarende tiltak, eller reduserer prisene slik at det blir vanskeligere for de nye konkurrentene i startfasen. Som et resultat vil nye selskaper i markedet føre til at inngangsbarrieren stiger ved at lønnsomheten faller til et nivå som ikke lenger er attraktivt for nye inntrengere (Barney, 2011).

Kapitalkrav fra myndigheter blir ofte nevnt som en inngangsbarrierer i forsikrings- og bankbransjen. Det er likevel vanskelig å se at disse utgjør en signifikant barriere. Hvis kapitalmarkedene er effisiente, eller i det minste semi-sterke, vil inntrengere kunne skaffe kapital til alle investeringer med positiv nåverdi. Hvis ikke investeringene gir positiv nåverdi vil det heller ikke være aktuelt å gå inn i bransjen. Man kan derfor argumentere for at selve kapitalinvesteringen er irrelevant så lenge den forventede diskonterte avkastningen er større enn kostnaden ved å entre (Barney, 2011).

Eksisterende inngangsbarrierer som stordriftsfordeler og produkt differensiering kan medføre større investeringsrisiko for nye selskaper og dermed øke kapitalkostnaden sammenlignet med de eksisterende selskapene. En veldig høy kapitalkostnad for potensielle nye selskaper kan medføre at en investering som i utgangspunktet har positiv nåverdi blir ulønnsom. I dette tilfelle vil nye inntrengere få problemer med å skaffe kapital og de må kunne vise til overlegen lønnsomhet sammenlignet med nivået i det nåværende markedet.

Generelt vil vi si at det er svært høye inngangsbarrierer for nyetablerte selskaper. For allerede eksisterende finansielle foretak anser vi inngangsbarrierene som lavere. Disse har allerede erfaring og kundebaser som gjør at en ekspansjon vil være mindre sårbar for faktorene som er nevnt ovenfor. I tillegg har de ofte finansielle muskler som gjør det mulig å foreta strategiske oppkjøp av porteføljer eller mindre selskap som allerede er etablert i bransjen. Advokatkontoret Grette sier også at de opplever økt forespørsel fra utenlandske selskaper som ønsker å utnytte den gode lønnsomheten i det norske forsikringsmarkedet (Hagen og Rosén, 2013).

5.1.3.2 Trusselen fra substitutter

Substitutter er produkter som i utgangspunktet dekker samme behov for kundene. Homogene produkter er i utgangspunktet sårbare for substitutter (Barney, 2011). Selv om forsikring er et homogent produkt er det svært få substitutter. En del forsikringer er lovpålagt, slik som

ansvarsforsikring for motorvogn og boligforsikring. Dette gjør at det ikke er mulig å erstatte lovpålagte forsikringer med andre produkter.

Man kan si at egne avsetninger for fremtidige tap er et substitutt til forsikring. Likevel fører risikospredning i forsikringsporteføljene til at kostnaden ved å spare selv for å oppnå samme dekning er altfor høy til at det er et reelt substitutt. For forsikringsbransjen generelt er det svært få til ingen reelle substitutter og vi anser derfor denne trusselen som lav. Det kan alltid dukke opp nye produkter i fremtiden, men uansett vil vi anta at denne vil forholde seg lav også i fremtiden.

5.1.3.3Leverandørenes forhandlingsmakt

For å kunne avgjøre fremtidige kostnader er det avgjørende at eventuell forhandlingsmakt blant leverandører blir avdekket. Faktorer som er avgjørende for forhandlingsmakt er antallet leverandører, byttekostnaden, leverandørenes produkt differensiering og stordriftsfordeler (Selnes, 2012). Har leverandørene høy forhandlingsmakt vil de i høyere grad kunne øke sine priser som presser kostnadsnivået og konkurransen i markedet.

For skadeforsikringsselskaper er forhandlingsmakten blant gjenforsikringsaktører avgjørende. Det er 12 selskaper i Norge som har konsesjon til å drive med gjenforsikring (Konsesjonsregisteret, 2015). I tillegg er det også mulig å benytte utenlandske selskaper. Antallet leverandører av gjenforsikring er dermed betydelig og tilsier lav forhandlingsmakt. Gjenforsikring er også et homogent produkt som gjør produkt differensiering vanskelig. Flere gjenforsikringsselskaper har likevel spesialisert seg på ulike nisjeprodukter. Dette gjør at vi anser forhandlingsmakten til gjenforsikringsselskap som moderat til lav.

Dyktige analytikere og rådgivere er viktig for å øke salg og redusere operasjonell risiko. Kunnskapsrike og dyktige medarbeidere er dermed attraktive for konkurrenter. Tap av nøkkelpersonell vil medføre kostnader til opplæring og ansettelse. Selv om disse faktorene øker forhandlingsmakten til ansatte har det vært en stor økning i antall søkere til høyere utdannelse de siste årene. Dette medfører en høyere konkurranse i arbeidsmarkedet. Satsningen på distribusjon via nettbaserte kanaler gjør også at antall ansatte kan reduseres. Totalt vil det si at forhandlingsmakten hos eksisterende ansatte er høyere enn nyansettelser ettersom disse mest sannsynlig besitter mer verdifull informasjon og fordi konkurransen for nye arbeidstagere er økende. Vi anser forhandlingsmakten til leverandører av humankapital for moderat til høy.

5.1.3.4 Kundenes forhandlingsmakt

Hvor høy forhandlingsmakt kundene har avgjøres av deres evner til å presse priser eller kreve andre fordeler av Gjensidige.

Forsikrings- og bankprodukter er homogene produkter som tilbys av et stort antall selskaper. Det er dermed hard kamp om å skaffe seg kunder. Spesielt store næringslivskunder som er veldig lønnsomme er det hard konkurranse om. Slike næringslivskunder har til dels en forhandlingsmakt i den forstand at de kan spille forsikringsselskapene opp mot en annen og presse prisene. Privatkunder på den andre siden utgjør ikke enkeltvis en like stor inntektskilde og har ikke den samme forhandlingsmakten.

Byttekostnaden for kundene er lav. Internett og andre hjelpemidler har gjort at priser og vilkår for de ulike selskapene er lett tilgjengelig og sammenlignbare. Videre er behovet for en filial betydelig lavere som et resultat av at kommunikasjon og salg skjer mer ved hjelp av teknologiske kommunikasjonskanaler. Betydning av dette er at kundelojaliteten reduseres som igjen vil føre til lavere byttekostnader for kundene. Likevel vil bytting fra et selskap til et annet medføre tidskrevende merarbeid for kundene. Dette merarbeidet gjør at flere kunder velger å ikke bytte selskap. Gjensidige oppgir en KTI på 74,8 for 2014 som er en økning fra 73,7 i 2013. Høy kundetilfredshet indikerer høyere byttekostnader for kundene.

Flere selskaper inkludert Gjensidige er en total leverandør av finansielle produkter og har muligheter for kryss-salg. Tilbudet av både forsikrings- og bankprodukter kan gjøre at kundene avstår fra å bytte selskap for å slippe å måtte forholde seg til flere selskaper. Dette indikerer at selskaper med bredest utvalg reduserer kundenes forhandlingsmakt.

Individuelle tilbud til kunder er også utbredt blant finansielle foretak. Det er høy konkurranse i markedet og det er hard kamp om å kapre kunder fra andre selskaper. Da gir selskaper gjerne et godt individuelt tilbud for å få kunder til å bytte forsikringsselskap eller bank. Selskapene ønsker heller ikke å miste kundene sine til konkurrerende bedrifter. Derfor tilbyr de i mange tilfeller det samme tilbudet i håp om at kunden skal velge å ikke flytte. De vet at dersom kunden får det samme tilbudet der de allerede har for eksempel en boligforsikring, pensjonsordning eller et boliglån skal det en del til for at kunden velger å bytte. Dette viser at hver kunde har høy forhandlingsmakt. Mange kunder vet å utnytte dette og spiller gjerne selskaper opp mot hverandre i håp om å motta et bedre tilbud.

På bakgrunn av momentene diskutert ovenfor vil vi si at kundene har moderat forhandlingsmakt.

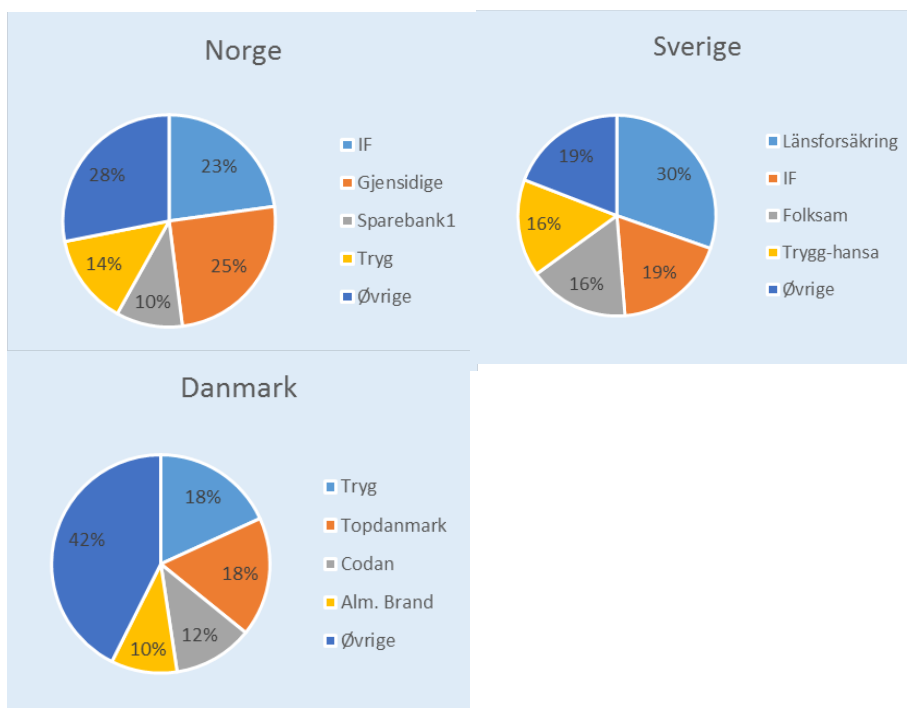
5.1.3.5 Rivalisering i markedet

Rivaliseringen i markedet både påvirker og blir påvirket av de andre kreftene.

Forhandlingsmakten til kunder og leverandører samt trusselen fra inntrengere og substitutter avgjør hvor attraktivt markedet er.

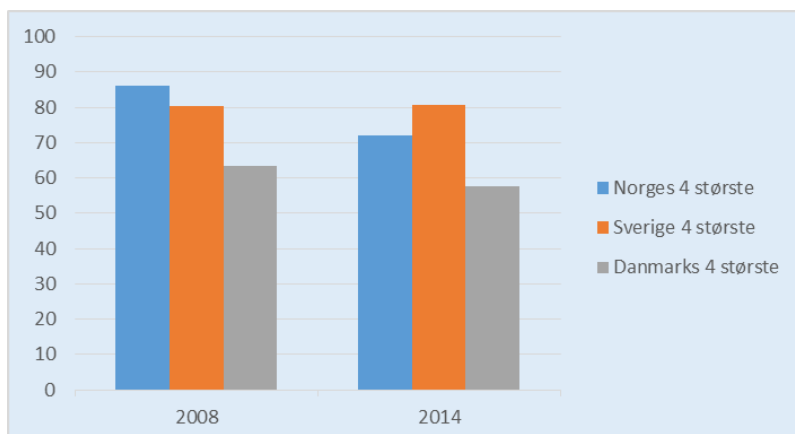
Skadeforsikringsmarkedet i de nordiske landene kan karakteriseres som oligopoler med noen få markedsledende selskaper. Markedsandeler for 2014 til de fire største er i Norge 72 %, i Danmark 58 % og i Sverige 81 % (Figur 12). Disse selskapene har fordeler ettersom de ofte har bedre distribusjonsnettverk og sammen kan være prisledere (Barney, 2011).

Figur 12: Markedsandeler i de skandinaviske skadeforsikringsmarkedene i 2014 (Finans Norge, Svensk Forsäkring og Forsikring og Pension, 2015)



Selv om markedsstrukturen tilsier at de dominerende selskapene har mer makt har likevel markedsandelen til mindre selskaper vokst de siste årene (Figur 13). Dette indikerer at de største selskapene har fokusert mer på lønnsomhet. Samtidig operer de fleste store skadeforsikringselskapene i flere land som kan ha hatt et større fokus.

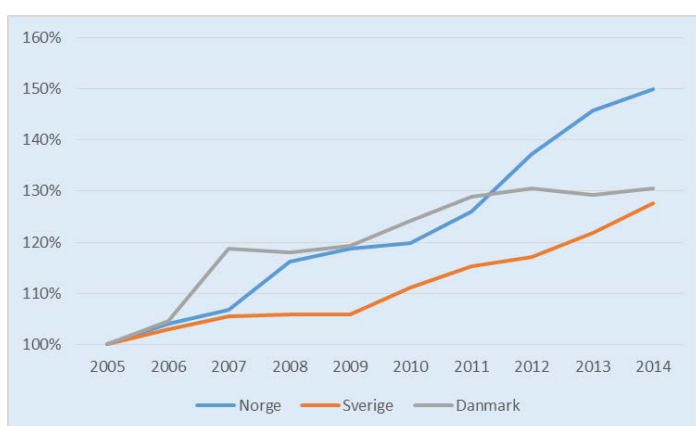
Figur 13: Markedsandelene til 4 største selskapene i de skandinaviske markedene (Finans Norge, Svensk Forsikring og Forsikring og Pension, 2015)



Endringen i markedsposisjonene indikerer at det norske markedet er utsatt for større konkurranseintensitet både internt og fra inntrengere. De fire største selskapene har tilsammen 15 % av markedet fra 2008 til 2014. For å kunne si noe om grunnlaget for disse endringene er det hensiktsmessig å se på vekst og lønnsomhet i de ulike markedene.

Generelt har de skandinaviske skadeforsikringsmarkedene hatt god vekst og har ligget over den generelle økonomiske utviklingen i landene. Norge har hatt en kraftigere vekst enn Danmark og Sverige. Det svenske markedet har begynt å bedre veksten etter en svak utvikling fra 2006 til 2009, mens Danmark har stagnert de siste årene.

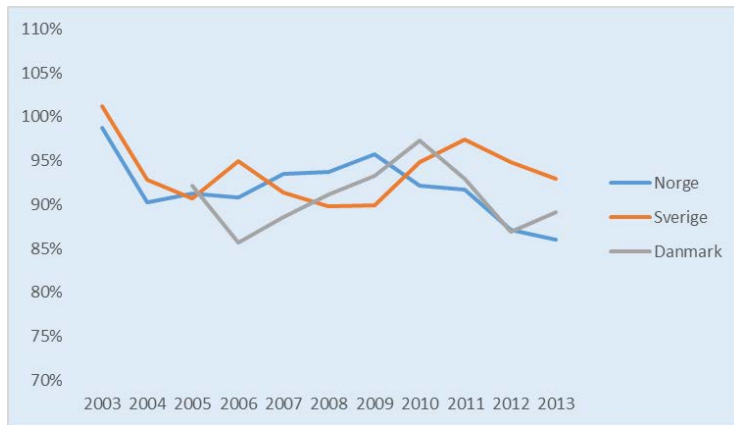
Figur 14: Veksten i brutto premier i det nordiske markedet (Finans Norge, Svensk Forsikring og Forsikring og Pension, 2015)



Den høye veksten i Norge kan forklare hvorfor mindre selskaper får markedsandeler. De store selskapene er mindre avhengig av å beholde markedsposisjonen for å opprettholde vekst (Barney, 2011). Ettersom flere av de største selskapene operer i andre land kan veksten i Norge gjøre at de fokuserer mer på å sikre sin posisjon i andre markeder.

I tillegg til veksten er lønnsomheten en viktig faktor. Norge har både hatt god vekst og bedret lønnsomhet innen skadeforsikring de siste årene. Bedret lønnsomhet skaper et mer attraktivt marked og dermed også større rivalisering og trussel fra inntrengere.

Figur 15: Totale kostnader i prosent av premieinntekter de skandinaviske markedene



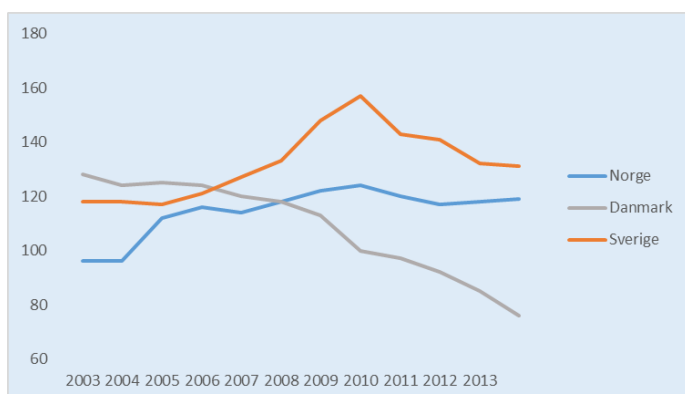
Vi ser at trenden i lønnsomhet i de skandinaviske landene ser ut til være relativt like. Landene viser en økende lønnsomhet de siste årene som kan være med på å tiltrekke seg nye konkurrenter. Økende lønnsomhet kan også indikere at konkurranseintensiteten er lav og vil endres i fremtiden. Spesielt for Danmark og Norge som ligger på et historisk lavt kostnadsnivå.

D. Nissim sier i *Analysis and valuation of insurance companies* (2010) at svingninger i lønnsomheten er normalt for forsikringsselskaper, spesielt innen skadeforsikring. Han kaller dette for «Underwriting Cycle». Syklusen begynner med at selskaper strammer inn vilkårene på forsikringskontrakter og øker prisene etter perioder med svake resultater. Slike innstramminger medfører akkumulering av kapital og økte marginer. Effekten er et attraktivt marked hvor konkurranseintensiteten øker, dermed faller marginene og syklusen vil etter hvert starte om igjen.

De nordiske landene ser ut til å følge like sykluser. Det ser ut til at de skandinaviske landene er inne i den konservative delen av syklusen. I følge teorien vil man dermed kunne forvente økt konkurranse og at lønnsomheten vil få en tilbakegang i fremtiden.

Ett moment som taler for at det norske forsikringsmarkedet er inne i en slik syklus er at markedsveksten i hovedsak er et resultat av økte priser. Premieinntektene har økt mer enn antall forsikringer (Finans Norge, 2015). En prisvekst er ikke like holdbar på sikt i et konkurransepreget marked som volum (Barney, 2011).

Figur 16: Antall forsikringselskaper i de skandinaviske markedene



Antallet forsikringselskaper i de skandinaviske markedene er høy og indikerer rivalisering. Frem til 2008 har antall selskaper i Norge og Sverige hatt en stigende trend. Etter 2010 har antall selskaper stagnert i Norge og blitt redusert i Sverige. Forsikringsbransjen er likevel preget av mye oppkjøp, fisjoner og fusjoner. Dermed trenger ikke en reduksjon i antall selskaper være en indikasjon på lavere konkurransenivå, tvert imot kan det være et resultat av økt konkurranse i form av oppkjøp eller sammenslåinger.

Årene 2007 til 2010, når Sverige opplevde høyest lønnsomhet, var også årene landet opplevde høyest vekst i antall selskaper. Den gode lønnsomheten tiltrakk seg nye inntrengere. Med de nye selskapene økte rivaliseringen og lønnsomheten fikk en liten tilbakegang. Dette kan tyde på at det er større prispress i Sverige. Reduksjonen av antallet selskaper i Danmark kan være et resultat av den avtagende markedsveksten og kan forklare den forbedrede lønnsomheten.

Usikkerhetsmomentet rundt innføring av nye kapitalkrav kan også virke dempende på konkurranseintensiteten og påvirke prisingen i markedet. Selskapene kan være mer konservative ettersom de er usikre på hvor stor buffer de er pålagt å holde i fremtiden. Dette kan forklare hvorfor Norge de siste årene kan opprettholde god vekst i premieinntekter samtidig som lønnsomheten bedres. Likevel vil denne effekten trolig reduseres når kravet blir innført.

Vi antar at konkurranseintensiteten er moderat til høy i de skandinaviske markedene. Det kan forventes at konkurranseintensiteten vil øke ytterligere fremover ettersom lønnsomheten er god og antall selskaper har stagnert.

5.1.4 Oppsummering Porters femkraftsmodell

Forsikringsbransjen er preget av høy konkurranse med flere selskaper. Slik vi ser det er de største kreftene som påvirker konkurranseintensiteten mest trusselen fra inntrengere og kundenes forhandlingsmakt. Det er få eller ingen klare substitutter og forsikringselskaper er ikke avhengig av enkeltleverandører.

Vi ser muligheter for at veksten i premieinntekter kan fortsette, men at økt konkurranse vil redusere muligheten for økt lønnsomhet i fremtiden.

5.2 Intern analysen

Formålet med en intern analyse er å avdekke interne styrker og svakheter. Fra den eksterne analysen avdekket vi at forsikringsbransjen tilbyr like produkter og at det er lave byttekostnader for kundene. Dette gjør at interne forskjeller og særlig pris er mer avgjørende for kundenes valg. I en slik bransje vil konkurransefortrinn være avgjørende for suksess. Før vi starter verdsettelsen er det avgjørende å avdekke styrkene og svakhetene til Gjensidige. Dette vil hjelpe oss å estimere fremtidige prognoser.

For å ha et konkurransefortrinn må Gjensidige over tid kunne skape en høyere avkastning enn normalavkastningen for en like risikabel investering (Løwendahl, Fjeldstad, & Wenstøp, 2010). Barney sier i boken *Gaining and sustaining competitive advantage* (2011) at vi kan diskutere dette rundt fem faktorer satt sammen i et rammeverk, på norsk kalt SVIMA. Et eventuelt konkurransefortrinn kan avdekkes ved å analysere om interne ressurser er verdifulle, sjeldne, ikke imiterbare, mobilisert og appropriert.

Tabell 3: SVIMA analyse

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Vanskelig å kopiere?	Mobilisert?	Appropriert	Konkurransefortrinn
Synlige:						
Fysiske	Ja	Nei	Nei	Ja	Ja	Paritet
Finansielle	Ja	Nei	Nei	Ja	Ja	Paritet
Usynlig:						
Omdømme	Ja	Delvis	Ja	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Kompetanse	Ja	Delvis	Delvis	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

5.2.1 Fysiske ressurser

Som et finansielt foretak har ikke Gjensidige noen produksjonslokaler eller maskiner. Deres fysiske ressurser er kontorlokaler brukt til virksomhetsutøvelse eller eiendom eid gjennom investeringsporteføljen. Behovet for lokale forsikrings- og bankfilialer er redusert og mer av kundedialogen foregår gjennom elektroniske kanaler. Gjensidige har likevel 70 lokale kontorer rundt om i Norge (Gjensidige, 2015). Disse er klart verdifulle både innen forsikringsvirksomhet og har sammen med investeringseiendommene en verdifull markedsverdi. Eiendom er ikke spesielt sjeldent eller vanskelig å kopiere og gir paritet til konkurrentene. Verdifulle lokasjoner er sjeldne, men siden en økende del av salget skjer over internett, er det ikke nok til å vurdere Gjensidige sine fysiske ressurser som et konkurransefortrinn.

5.2.2 Finansielle ressurser

Gjennom investeringsporteføljen har Gjensidige betydelige finansielle ressurser. Med en kredittvurdering på A kan vi anta at tilgangen til finansiering er god. Finansielle ressurser er helt avgjørende for den daglige driften til finansielle foretak. Gjensidige sitt utbytte var i 2013 høyere enn årsresultat grunnet utbetaling av overskuddskapitalen (Gjensidige, 2014). Dette er en god indikasjon på at den finansielle situasjonen er tilfredsstillende.

Dette er helt klart verdifullt, men også konkurrentene har gode finansielle ressurser. Både If (A) og Tryg (A-) har en god kredittvurdering (IF, 2015 og Tryg, 2015). Det er dermed ikke spesielt sjelden eller vanskelig å kopiere.

5.2.3 Omdømme

Gjensidige utbetaler kundeutbytte gjennom sin største eier Gjensidigestiftelsen. Dette er en unik ordning og Gjensidige er det eneste forsikringsselskapet vi kjenner til hvor overskuddet deles i like stor grad med kundene. Gjensidigestiftelsen gir også penger til veldedige formål og alle disse positive assosiasjoner skaper et verdifullt omdømme for Gjensidige.

Gjensidige har i over 20 år vært sponsor av det norske kvinnelandslaget i håndball. De har en klar profil på at sponsorobjekter skal være relevante i forhold til kjernevirksomheten, skadeforebyggende arbeid. Dette vises gjennom sponsoravtalen Gjensidige inngikk med det norske fotballforbundet i 2013 (Gjensidige, 2015). Som sponsor for to av de mest omtalte og utbredte idrettene i Norge øker bevisstheten og omdømme til en allerede sterk merkevare.

I følge Norsk Kundebarometer sine resultater for 2015 har Gjensidige innen bransjen livsforsikring den høyeste kundetilfredshet med 76,6%. Kundetilfredsheten i skadeforsikringsvirksomheten vurderes til 77,8% som er plassen bak IF som innehar førsteplassen. Gjensidige har likevel en høyere kundelojalitet som er på hele 84,3% (Norsk Kundebarometer, 2015). EPSI vurderer kundetilfredsheten til Gjensidige lavere og sier at den i 2014 er omtrent 70 %. I følge EPSI er en kundetilfredshet mellom 65 % -75 % tilfredsstillende (EPSI, 2014).

Vi vil også påstå at vekteren som er Gjensidige sin logo er godt kjent blant det norske folket. Med lokale kundekontor har Gjensidige også skaffet seg mange gode kunderelasjoner både i privat og næringslivsmarkedet. Disse relasjonene og omdømmet er med på skape den gode kundetilfredsheten og er veldig verdifullt. Vi vil på bakgrunn av dette anse Gjensidige sitt omdømme som et midlertidig konkurransefortrinn. Dette gjelder likevel kun for det norske markedet.

5.2.4 Kunnskap

Gjensidige har en lang tradisjon i Norge som går nesten 200 år tilbake. Gjennom alle disse årene har selskapet opparbeidet seg enormt mye kunnskap og kundedata. Det er ekstremt viktig med risikohåndtering for forsikringsselskaper. Dette er noe Gjensidige sammen med andre selskaper har kunnskap om. Dyktige medarbeidere er ikke sjeldent, men det er en begrensning på folk som kan forsikringsvirksomhet. Vi anser kunnskap som verdifullt og et midlertidig konkurransefortrinn. Kunnskap er i utgangspunktet ikke sjeldent, men er tidkrevende å oppnå eller kopiere.

6.0 Regnskapsanalyse

For å vite hvilke veier selskapet muligens kan ta i fremtiden, er man også nødt til å vite hvor det har vært. En regnskapsanalyse er derfor viktig. Den vil gi oss historiske resultater, investeringer og økonomiske valg samt muligheter for å se tendenser i utviklingen (Kaldestad et al., 2011). Man må likevel passe på å ikke legge all vekt på tidligere års prestasjoner. Regnskapsanalysen må kombineres med den strategiske analysen slik at man får tatt hensyn til endringer i miljøet og faktorer internt i selskapet.

I regnskapsanalysen blir det fortatt en systematisk gjennomgang av perioden fra 2008 til 2014. Målet er å finne relevante trender for viktige nøkkeltal og å glatte ut enkelt hendelser og ekstrem utfall, slik at man sitter igjen med den underliggende økonomiske veksten (Nissim, 2010).

6.1 Regnskapsoppdeling

Gjensidige har skadeforsikringsvirksomhet i hele Skandinavia og tilbyr samtidig pensjon, sparing og banktjenester i Norge. Flere av produktene er delt opp i datterselskaper, det er dermed en utfordring om man skal benytte selskapsregnskaper eller konsernregnskapet. Valget avhenger av flere faktorer. Virksomhetsområder som er driftsmessig like bør i utgangspunktet analyseres som helhet. Likevel kan virksomhet i flere land skape utfordringer ved bruk av konsernregnskap på grunn av behandlingen av valuta. Kontantstrømmer i ulik valuta bør også analyseres hver for seg, herunder diskonteres med et avkastningskrav som tar hensyn til den aktuelle valutaen. En annen faktor som taler for bruken av selskapsregnskap er inkluderingen av minoritetsinteresser i datterselskap. Det er ikke alltid at andelen av resultatet har høy nok informasjonsverdi til å bestemme markedsverdien til et selskap og man bør derfor estimere eksplisitt markedsverdien av slike minoritetsposter hvor de er vesentlig (Kaldestad et al., 2011).

I vår verdsettelse av Gjensidige har vi valgt å benyttet konsernregnskapet. Gjensidige er hovedsakelig et skadeforsikringsselskap og den driftsmessige likheten i de ulike segmentene er stor nok til at vi velger å bruke konsernregnskapet. På grunn av internasjonale krav til regnskap- og vurderingsprinsipper gir også konsernregnskapet et godt sammenligningsgrunnlag overfor konkurrenter (Kaldestad et al., 2011).

Når det kommer til minoritetsinteresser er dette ikke vesentlig for Gjensidige som konsern. De fleste datterselskaper er eid 100 % og aksjeeiendeler utover dette er lagt under investeringer og behandles deretter. Behandlingen av valuta gjør at vi heller ikke ser på dette som et problem for å benytte konsernregnskapet. Finansiell plassering i annen valuta blir sikret, mens for drift i utlandet blir dette styrt gjennom filialer hvor inntekter, kostnader og avsetninger alle blir målt i samme valuta. I tillegg ville det i praksis vært nærmest umulig å benytte selskapsregnskaper da de færreste ligger offentlig tilgjengelig, eller inneholder vesentlig informasjon utover konsernregnskapet.

6.2 Sammenlignbare konkurrenter

En god regnskapsanalyse bør analyseres i sammenheng med sammenlignbare selskaper. Slike selskaper bør være like når det kommer til virksomhetsområde, geografisk spredning, størrelse og risikoprofil. Dette byr på noen utfordringer i vårt valg av sammenlignbare selskaper.

Som en totalleverandør av finansielle tjenester burde vi optimalt benyttet sammenlignbare selskaper som tilbyr de samme produktene. Av Gjensidige sine konkurrenter er det ingen som har den samme inntektsfordelingen mellom skadeforsikring (88 %), pensjon og sparing (6 %) og bankdrift (6 %). Gjensidige er hovedsakelig et skadeforsikringsselskap og verdsettelsen vil derfor fokusere på dette segmentet.

Dermed har vi først og fremst valgt å benytte skadeforsikringsselskaper med tilnærmet lik størrelse og geografisk spredning som sammenlignbare selskaper. Disse selskapene er IF, Tryg og Codan. For å kunne få et enda bedre bilde av tilstanden i de ulike markedene har vi også inkludert andre selskaper der vi føler det er hensiktsmessig. Disse selskapene har ikke den samme geografiske spredningen, men kan være betydelig innenfor området som analyseres.

I analysen av segmentene pensjon og sparing og bank benytter vi istedenfor andre selskaper som er mer passende. For pensjon og sparing blir dette hovedsakelig livsforsikringsselskaper i Norge. Som sammenlignbare selskaper for Gjensidige Bank har vi benyttet andre mindre forretningsbanker i Norge.

6.3 Analyseperiode og kilder

Regnskapsanalysen er hovedsakelig basert på informasjon hentet fra årsregnskapene til Gjensidige og de sammenlignbare selskapene. Vi har også hentet bransjetall fra forsikringsorganisasjonene i Sverige, Danmark og Baltikum i tillegg til analyser fra Finans Norge. Alle regnskapsstørrelser er rapportert etter IFRS. Vi vurderer dermed at kildene har høy reliabilitet og validitet.

Vi har valgt en regnskapsanalyse som strekker seg fra 2008 til 2014. For modne selskaper med stabil vekst kan det være gunstig å benytte flere regnskapsår for å få oversikt over trender og eventuelle sykluser. Hvis selskapet har hatt ustabile resultater eller er nyetablert vil ikke historiske tall gi et godt bilde for fremtiden (Koller et al., 2010). Gjensidige sin virksomheten

innen skadeforsikrings kan sies å være moden. Likevel har tidligere perioder vært preget av ulike oppkjøp samt innføring av bank, sparing og pensjonsprodukter. Vi har derfor valgt en periode på syv år, ettersom ulike forandringer i driften og endrede rapporteringer har gjort at regnskap før denne tiden ikke er like representativt for dagens eller fremtidens drift.

6.3 Innledning for analyse av forsikringsregnskap

Forsikringsregnskap skiller seg fra ikke-finansielle foretak og vi vil derfor gi en kort presentasjon av de ulike komponentene i regnskapet til Gjensidige. Det er viktig å ha forståelse for oppbygging av regnskapet slik at man forstår utviklingen og hvilke verdidrivere som er viktige for Gjensidige.

6.3.1 Resultatregnskapet

Hovedkomponentene i resultatregnskapet til et forsikringsselskap kan deles opp i teknisk regnskap fra forsikringsvirksomheten og netto investeringsinntekter. Til sammen utgjør disse det totale resultatet fra selskapets drift (Massari et al., 2014). Gjensidige har i tillegg inntekter fra virksomhet innen pensjon, sparing og bank. Dette er en mindre andel av selskapets drift og vi vil derfor ikke gå videre inn på dette i denne delen.

6.3.1.1 Teknisk regnskap fra forsikring

Teknisk regnskap for forsikringsvirksomheter kan sammenlignes med driftsresultatet til ikke-finansielle foretak. Tabellen under illustrerer det tekniske regnskapet fra forsikringsvirksomheten og legger derfor et viktig grunnlag for videre analyser.

Tabell 4: Teknisk regnskap

Premieinntekter for egen regning
- Erstatningskostnader for egen regning
- Forsikringsrelaterte driftskostnader
= Resultat av teknisk drift

Resultatet av teknisk regnskap er en kombinasjon av opptjente premier redusert for avgitte premier for gjenforsikring, påløpte erstatningskostnader redusert for gjenforsikringsandelen, og påløpte driftskostnader.

De viktigste verdidriverne i det tekniske regnskapene er ifølge Massari, vekst i premieinntektene, retention ratio og combined ratio (Massari et al., 2014).

- Premievekst: Representerer utviklingen i selskapets volum og priser
- Retention ratio: Måler graden av gjenforsikring
- Combined ratio: Kostnadsnivå, viser lønnsheten av den tekniske forsikringsdriften

Videre i oppgaven vil vi derfor forklare og analysere disse verdidriverne mer i dybden. Inntekter fra pensjon, sparing og bank vil analyseres for seg og vil derfor holdes utenfor analysen av skadeforsikringsvirksomheten.

6.3.1.2 Netto investeringsinntekter

I tillegg til den tekniske driften forvalter forsikringsselskapene store mengder kapital gjennom akkumulerte avsetninger for fremtidige erstatninger. Denne kapitalen investeres og gir selskapet store inntekter. Investeringsporteføljen er en kombinasjon av egenkapital og avsetninger. Dette blir igjen inndelt i en sikringsportefølje og en friportefølje. Aktiva allokeringen er som regel en kombinasjon av obligasjoner, fond, aksjer og eiendom. Sikringsdelen av investeringsporteføljen motsvarer erstatningsavsetningene og blir som regel investert i mindre risikofylt aktiva, som obligasjoner, for å redusere risikoen og har en durasjon som er tilpasset de forventede utbetalingene.

Ettersom investeringseiendeler som ikke skal holdes til forfall i utgangspunktet føres til virkelig verdi vil deler av investeringsinntektene være knyttet til verdiendringer. Derfor kan man dele investeringsinntektene opp i direkte avkastning, netto realiserte og urealiserte gevinster/tap (Nissim, 2010).

Når man skal analysere investeringsinntektene er det viktig å ta hensyn til både direkte avkastning og verdiendringene. I tillegg er det viktig å sammenligne netto investeringsinntekter med risikoprofilen i porteføljen for å kunne si noe om prestasjonene.

6.3.2 Balansen

Balansen til forsikringsselskap består hovedsakelig av forpliktelser til kunder og finansielle eiendeler som begge er knyttet til driften. Gjensidige har dermed lave andeler materielle driftsmidler og egenkapital.

Før man går videre i regnskapsanalysen er det viktig å gjøre en status-quo analyse. Ettersom det er svært mange subjektive vurderinger knyttet til virkelig verdi og fremtidig erstatninger er det hensiktsmessig å forta en evaluering av selskapets finansielle posisjon og se om det er grunnlag for justeringer (Massari et al., 2014). Vi vil derfor gjennomgå Gjensidige sine vurderinger av eiendelene, forsikringsforpliktelsesens tilstrekkelighet og kapitaldekning i forhold til myndighetskrav. Dette vil også øke påliteligheten og kvaliteten i våre prognoser.

6.3.2.1 *Vurdering av balansen*

Verdien på balansestørrelser påvirker mange av nøkkelparameterne som benyttes for å måle historiske prestasjoner. Blant annet vil endringer i avsetningene og tap på utlån føres direkte i resultatet. Det samme gjelder for realiserte og urealiserte gevinster eller tap på finansielle eiendeler. Derfor vil målefeil eller manipuleringer kunne påvirke de ulike nøkkelparameterne. For eksempel kan lave avsetninger medføre en undervurdering av skadeprosenten. Videre kan resultatførte verdiendringer gi misvisende netto investeringsinntekter. Totalt vil slike faktorer kunne medføre feilaktig forventinger til vekst og ROE (Nissim, 2010 og Massari et al., 2014)

6.3.2.2 *Immaterielle eller materielle eiendeler*

Bokføringen av immaterielle og materielle eiendeler avviker ikke fra ikke-finansielle foretak. Gjensidige balansefører goodwill ved oppkjøp av selskaper til anskaffelseskost fratrukket virkelig verdi og tester årlig for verdifall. Andre immaterielle eiendeler knyttet til kundeforhold, varemerke eller IT-systemer innregnes slik som de materielle eiendelene. Det vil si at den bokførte verdien er anskaffelseskost fratrukket avskrivninger og tap ved verdifall. Unntaket er investeringseiendommer, det vil si at de leies ut eller er rene investeringsobjekter, som føres til virkelig verdi. Dette gjør at verdiendringene føres direkte inn i resultatet (Gjensidige, 2014).

Materielle eiendeler utenom investeringseiendommer utgjør en svært liten andel av konserns eiendeler, under 1 % i snitt siden 2008. Vi ser det derfor ikke som hensiktsmessig å drøfte vurdering av disse nærmere.

Investeringseiendommene er en del av selskapets investeringsstrategi og utgjør derfor en større andel av konsernets eiendeler. Eiendomsporteføljen utgjør for det meste kontorbygg i Norge. I 2014 utgjorde de litt over 4 % av totale eiendeler, men de har de syv siste årene i snitt ligget rundt 11 % av konsernets investeringsportefølje. Gjensidige benytter en modell med utgangspunkt i diskontert kontantstrøm for å beregne verdien på

investeringseiendommene. I denne modellen er det avkastningskravet og leieinntektene som er av størst betydning. Selskapet som tar seg av verdsettelsen er det heleide datterselskapet Oslo Areal AS, og i tillegg benytter konsernet halvårlig eksterne aktører. Vi antar at deres vurderinger av egne leieinntekter er gode og at deres egen statistikk sammen med eksterne aktører gir pålitelige estimater. Gjensidige benytter et avkastningskrav på 6,5 % i 2013 og 6,2 % i 2014. Konkurrentene Tryg og Storebrand brukte mellom 6 % og 7 % i sine prognoser (Tryg, 2014; Storebrand, 2014). I tillegg ser vi at eiendomsselskapet Olav Thon Eiendomsselskap ASA benytter 6,1 % som avkastningskrav i 2013 for sine næringsseiendommer (Olav Thon Eiendomsselskap, 2013). Vi anser derfor vurdering Gjensidige har tatt på investeringseiendommer som god og ser ikke behov for noen justeringer.

Immaterielle eiendeler ikke inkludert goodwill som føres til anskaffelseskost fratrukket avskrivninger er vanskelig å vurdere. Dette er snakk om egne tilvirkede eiendeler og skal etter gjeldene regnskapsregler avskrives etter en fornuftig avskrivningsplan hvis den økonomiske levetiden er begrenset (Sotnakk, 2015). Gjensidige avskriver disse lineært over 5-10 år. Dette er tilsvarende lengde som konkurrentene benytter. Vi anser det ikke som relevant eller betydningsfullt for verdsettelsen å vurdere disse postene videre.

Gjensidige utfører tester for å se om goodwill for hver av de minste enhetene med identifiserbar kontantstrømmer innehar indikasjoner for verdifall hvert kvartal. Gjenvinnbart beløp fastsettes ut fra en vurdering av bruksverdi. Denne baseres på diskonterte kontantstrømmer. Ettersom mesteparten av enhetene dreier seg om forsikringsvirksomhet baserer den diskonterte verdien på antagelser om vekst og combined ratio i enheten sammen med et beregnet avkastningskrav. Gjensidige har de siste tre årene benyttet et fremtidig vekstanslag på 3 %, mens IF, Tryg og Storebrand benytter rundt 2 % (Gjensidige, IF, Tryg og Storebrand, 2013-2014).

Selv om Gjensidige benytter noe høyere vekstanslag viser deres sensitivitetsanalyse at et fall i veksten på 2 % ikke vil medføre noe nedskrivningsgrunnlag. De mest vesentlige andelene av goodwill tilhører virksomheter i utlandet. Gjensidige benyttet et avkastningskrav på 7,6 % for Danmark, 7,8 % for Sverige og 9,8 % for Baltikum i 2014. IF benytter et avkastningskrav på totalt 6,2 %, mens Storebrand benytter 7,6 %. Tryg skiller seg ut med et avkastningskrav på 10,7 % og 12,7 % på sine to enheter. Når det gjelder forventningene knyttet til combined ratio til de ulike enhetene ligger disse på dagens nivå, men blir oppgitt med en spredning over

vurderingsperioden. Det er vanskelig å si noe om påliteligheten rundt disse estimatene. Siden Gjensidige vurderer at fremtidens prestasjoner skal ligge på dagens kostnadsnivå anser vi ikke det som nødvendig å evaluere disse videre.

Ut fra disse momentene kan vi ikke se at Gjensidiges goodwill har behov for nedskrivning. Virkningen er uansett mindre betydningsfull ettersom goodwill og immaterielle eiendeler trekkes fra når man skal beregne kapitaldekningen.

6.3.2.3 Finansielle instrumenter

Av den totale balansen er finansielle eiendeler den klart største posten, 90 % i gjennomsnitt de siste syv årene. Gjensidige mottar premier for overtagelse av risiko på forhånd mens erstatningskostnader blir utbetalt etter hvert som hendelsen oppstår. Tidsintervallet mellom inn- og utbetalinger til kunder kalles float. Floaten skaper akkumulert kapital som forsikringsselskapet investerer både for å oppnå økt avkastning og risikohåndtering av fremtidige erstatningskrav (Nissim, 2010). Det er vanlig at forsikringsselskaper tilpasser investeringsporteføljen slik at risiko og durasjon tilsvarer de forsikringstekniske avsetningene. Derfor deles investeringsporteføljen inn i en sikringsportefølje som skal motsvare erstatningsavsetninger og en friportefølje som består av egenkapitalen. Sikringsporteføljen er ofte plassert i renteinstrumenter med lav risiko. Sammenlignet med livsforsikring vil skadeforsikringskontrakter ha kortere løpetid og avsetningene vil derfor være mer sårbare for svingninger i verdi (Massari et al., 2014). Sikringsporteføljen for pensjon og livsforsikring kalles kollektivportefølje, mens friporteføljen kalles selskapsporteføljen.

Når vi nå skal vurdere de finansielle balansepostene til Gjensidige slår vi sammen porteføljen fra skadeforsikring og pensjon.

Gjensidige klassifiserer de finansielle instrumentene i følgende kategorier (Gjensidige, 2014):

- Til virkelig verdi over resultatet
- Tilgjengelig for salg
- Investeringer som holdes til forfall
- Utlån og fordringer
- Finansielle derivater
- Finansielle forpliktelser til amortisert kost

Normalt vil alle instrumentene føres til transaksjonskost ved førstegangsinnregning, mens periodevise beregninger vil variere mellom kategoriene. Formålet i en evaluering er å etablere

om det finnes under- eller overvurderinger som vil kunne påvirke fremtidige resultater og kapitalkrav.

I utgangspunktet kan vi skille eiendelene i to deler. Eiendeler som måles til virkelig verdi og som justeres løpende over resultatet, og eiendeler til amortisert kost basert på effektiv rente. Gjensidiges benytter amortisert kost på sine finansielle forpliktelser.

Postene som føres til virkelig verdi inkluderer noen finansielle derivater. I utgangspunktet kan man også inkludere kategorien tilgjengelig for salg, men Gjensidige har ingen instrumenter i denne kategorien. Den største andelen av instrumenter til virkelig verdi er aksjer, obligasjoner og andre verdipapir med fast avkastning. Verdiendringer føres direkte over resultatet og er en del av netto investeringsinntekter. Det benyttes tre nivåer for måling:

Nivå 1: Kvoterte priser i markedet

Nivå 2: Observerbare markedsdata

Nivå 3: Ikke observerbare markedsdata

Kvoterte priser i markedet er direkte observerbare priser, noe som gir de mest pålitelige verdiestimatene.

Aktiva som er målt basert på observerbare markedsdata vil si at verdien er satt ved hjelp av indirekte prising i markedet. Observerbare markedsdata er for det meste benyttet på investeringer i fond, obligasjoner og lån med reduserte transaksjoner, finansielle derivater og innskudd fra kunder i bank. Fondene verdsettes ut i fra de ulike instrumentene som fondene er plassert i. Rentebærende eiendeler og forpliktelser verdsettes basert på observerbare rentekurver og kredittspread, mens derivatene verdsettes ved hjelp av allment aksepterte verdsettelsesmetoder (Gjensidige, 2014). Vi anser både vurderinger etter nivå 1 og 2 som tilstrekkelige pålitelige. Det er uansett ikke tilstrekkelig informasjon tilgjengelig i Gjensidiges regnskap for å utføre en ekstern vurdering av disse.

Når det ikke er mulig å benytte kvoterte priser eller observerbare markedsdata verdsettes de finansielle instrumentene på subjektive vurderinger. For Gjensidige vil en slik verdsettelse ofte være nødvendig for aksjer eller andeler i eiendomsfond og private equity-investeringer. Hovedsakelig benyttes Net Asset Value som blir innhentet av eksterne forvaltere. Andelen av eiendeler til virkelig verdi som verdsettes på nivå 3 har gjennomgående vært svært lav de syv siste årene.

Tabell 5: Andelen eiendeler til virkelig verdi over resultatet som verdsettes på nivå 3

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
5,3%	5,1 %	7,7 %	8,1 %	7,7 %	5,9 %	5.70%

Verdipapirer med kortere løpetid har generelt en bedre pålitelighet på nivå 3 enn de med lengre løpetid. Aksjer og andeler har normalt ikke en fast løpetid og det er derfor vanskelig for oss å evaluere denne risikoen. Den lave andelen av eiendeler verdsatt etter nivå 3 gjør at verdisvingninger uansett gir minimale effekter på resultatet og balansen til Gjensidige.

Finansielle eiendeler og forpliktelser som balanseføres til amortisert kost er i all hovedsak obligasjoner som holdes til forfall, utlån og innskudd fra kunder og rentebærende lån. Den største andelen av rentebærende lån er obligasjonsgjeld fra bankvirksomheten. Gjensidige benytter amortisert kost basert på effektiv rente-metode på disse eiendelene. Ved beregningen av effektiv rente estimeres fremtidige kontantstrømmer, hvor alle kontraktmessige vilkår tas i betraktning. I tillegg integreres honorarer og transaksjonskostnader (Gjensidige, 2014). Gjensidige vurderer om postene må nedskrives hvert regnskapsår, basert på objektive bevis for at det foreligger et fall i virkelig verdi. Dette kan være endringer i anslag om mislighold, konkurs, eller observerbare data som tilsier at det finner sted en reduksjon i fremtidige kontantstrømmer. For at Gjensidige skal foreta en nedskrivning må de objektive bevisene være vesentlige. Nedskrivningen er differansen mellom bokførtverdi og nåverdien av estimerte fremtidige kontantstrømmer diskontert med opprinnelig effektiv rente.

Tabell 6: Verdiendringer på balanseposter til amortisert kost

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Utlån og fordringer	13 349,5	19 537,8	24 456,5	32 396,5	42 692,4	46 969,5
Nedskrivninger	-42,1	-31,2	-16,3	-8	-2,6	0
Tapsavsetning	-21,6	-121,8	-193,7	-304,4	-328,0	-358,0
Obligasjoner til forfall	15 816,0	14 497,5	11 693,4	9 263,7	5 211,3	2 955,9
Realiserte gevinster/tap	0	0	-63	0	-11,2	-72,8
Ikke resultatført gevinst/tap	518,6	440,6	218,9	598,0	1 154,3	2 468,1

Gjensidige har siden 2008 hatt reduserte nedskrivninger av utlån og obligasjoner klassifisert som utlån. Sammenligner man med den høye veksten i totale utlån og fordringer kan dette virke unaturlig. Likevel har Gjensidige hatt en kraftig vekst i ikke resultatført gevinst som i hovedsak handler om at bokført verdi er lavere enn virkelig verdi. Dette kan dermed forklare de reduserte nedskrivningene.

Tabell 6 viser at tapsavsetningene øker i takt med økt utlån som betyr at forventningene knyttet til mislighold holdes stabile. Tapsavsetningene er i hovedsak et resultat av utlån i bankvirksomheten. Gjensidige ligger over bransjesnittet til forretningsbanker når det gjelder både tapsføring og tapsavsetninger for utlån (Finans Norge, 2015). Dette vil også bli gjennomgått senere i regnskapsanalysen.

De økende verdiene av ikke resultatførte gevinster må sees i sammenheng med veksten i verdien av eiendelene. Hvis forholdstallet vokser kan det være et tegn på skjulte verdier (Nissim, 2010). Man må også huske på at disse verdiene i utgangspunktet er knyttet til renteinstrumenter og at dagens lave rentenivåer vil gi økt markedsverdi på aktiva som ble tegnet med en høyere rente. Differansen i verdiene totalt sett vil reduseres etter hvert som nye renteinstrumenter tegnes på en lavere rente. I tillegg vil også ett økt rentenivå i fremtiden redusere differansen. Frem til nå har vi ikke sett tendenser til at Gjensidige flytter eiendeler mellom kategorier. Ettersom vi heller ikke har detaljert informasjon om detaljene rundt porteføljen er det vanskelig å si hvilke momenter som skaper dette verdiavviket.

Det er svært vanskelig å gjøre en detaljert vurdering av porteføljesammensetningen til Gjensidige. Vi har ikke klart å finne noen klare røde flagg som tilsier at Gjensidige har skjulte verdier i balansen eller utnytter regnskapsprinsipper for å manipulere resultatet. I utgangspunktet burde man benytte sammenligningstall fra konkurrenter. Da informasjonstilgang er lav på området og detaljene som blir presentert varierer mellom selskapene ser vi ikke at dette vil skape bedre vurderingsgrunnlag. Vi velger å beholde balanseverdien til de finansielle eiendelene til Gjensidige i videre prognoser.

6.3.2.4 Erstatningsavsetninger

Evaluering av avsetningene er av stor betydning for å avgjøre Gjensidige sin finansielle stabilitet og vekstpotensialet (Massari et al., 2014). For å gjennomføre en slik analyse kreves det et høyt nivå av teknisk ekspertise og god informasjonstilgang. I praksis er det vanlig å benytte aktuarer for å vurdere forsikringstekniske avsetninger. Informasjonen rundt Gjensidiges tekniske avsetninger for pensjonsforsikring er lav. Selv om disse har vokst i takt med veksten i inntektsandelen fra denne virksomheten utgjør de ikke mer enn rundt 10 % av de totale forsikringstekniske avsetningene. Vi kommer ikke til å gå nærmere inn på disse, men velger heller å benytte avsetningene for skadeforsikring som en indikasjon på selskapet som helhet.

Skadeforsikringsselskaper benytter ulike type metoder for å beregne forventet utvikling i fremtidige erstatningskostnader. Det fleste metodene baserer seg på tidligere erfaringer som deretter justeres for nåværende utvikling og nye trender. I mange tilfeller estimeres endelige forventede erstatningskrav som oppstår innen hver forsikringsgruppe. Gruppene kan fordeles etter hendelsesår og produkt. Selskapets avsetningene er resultatet av summen av de forventede kostnadene per gruppe fratrukket det som har blitt utbetalt (Nissim, 2010).

En av de vanligste estimeringsmodellene er «**Chain ladder method**». Denne metoden forutsetter at erstatningskostnader som ennå ikke har oppstått vil være proporsjonale med summen av erstatningene som allerede er betalt. Det vil si, betalte erstatninger antas å vokse stabilt og forutsigbart fra år til år basert på durasjonen til gruppen av kontrakter (Nissim, 2010). Denne vekstfaktoren er nøkkelen for beregning av fremtidige avsetninger. Hvis Gjensidige for eksempel betalte 3 000 i erstatninger for en gruppe inngåtte kontrakter i 2013 og de kumulative erstatningsutbetalingene steg til 3 600 i løpet av 2014, vil vekstfaktoren fra 12 til 24 måneder være 1,2. Videre kan man benytte denne faktoren til å estimere avsetninger for neste års utbetalinger for grupper av lignende kontrakter inngått i 2014.

Forsikringsselskaper vil benytte statistikk og vekstfaktorer over flere år i sine beregninger. Dermed vil treffsikkerheten øke og man kan benytte et aggregert grunnlag for å beregne avsetningene for kontrakter med lengre durasjoner. I tillegg kan man inkludere andre momenter, som bruk av ulik vektning for ulykkesår med høy skadefrekvens, justere for nye mikro- eller makroøkonomiske trender eller utglating av tidligere tidsserier (Nissim, 2010).

En annen metode som er mye brukt er «**Forventet skadeprosent**». Denne metoden benytter trender for tidligere års skadeprosent, også kalt loss ratio, justert for nåværende markedstrender, forandringer i risikoforhold, kundeinformasjon og tegningspraksis for å estimere fremtidig utvikling i selskapets loss ratio. Selskapets loss ratio er årets erstatningskostnader dividert på årets premieinntekter. Man benytter dette forholdstallet som multiplum på fremtidige inntekter for å beregne korrekt mengde avsetninger (Nissim, 2010).

Gjensidige oppgir at de hovedsakelig benytter Chain ladder, Forventet skadeprosent og en kombinasjon av disse to som heter «**Bornheutter-Ferguson**» metoden (Gjensidige, 2014). Denne metoden beregner erstatningsavsetningene (A) ved å multiplisere forventet total erstatning basert på forventet skadeprosent (B) med andel av kostnader som ikke ennå har blitt betalt beregnet ut i fra Chain ladder metoden (C) (Nissim, 2010):

Formel 13: Bornheutter-Ferguson

$B = \text{Forvmetet loss ratio} * \text{premieinntekter}$

$$C = 1 - \frac{1}{\text{Produktet av beregnede vekstfaktorer}}$$

$$A = B * C$$

Metoden er nyttig når rapporterte skader i et gitt skadeår er en svak indikator på fremtidige krav som ennå ikke har blitt rapportert.

Vekstfaktorer i bransjen

Vi har ingen mulighet for å beregne faktorene i disse modellene ettersom vi ikke har tilgang til detaljert erstatningsinformasjon på kunde eller produktnivå. Siden det er vanlig å benytte vekstfaktorer basert på betalte skader inneværende periode kan vi likevel se på avsetningsforhold i forhold til betalte erstatningskostnader i bransjen. Det vil si vi benytter konkurrenters og bransjens totale erstatningsavsetninger ved slutten av året for skadeforsikring delt på betalte erstatningskostnader i løpet av året. Dette forholdstallet gir slik vi ser det et indikasjon på totale vekstfaktorer som selskapene har lagt til grunn for beregning av fremtidige utbetalinger.

Tabell 7: Brutto erstatningsavsetninger dividert på inneværende års betalte erstatningskostnader (SSB, IF, Tryg, Codan og Sparebank 1 Skadeforsikring, 2014)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Norge	2,03	1,88	1,88	1,92	1,73	1,95	N/A
Tryg	1,53	1,66	1,68	1,76	1,76	1,86	1,85
IF	2,55	2,44	2,36	2,33	2,22	2,25	2,30
Sparebank 1	1,39	1,33	1,51	1,57	1,63	1,69	1,41
Codan	1,64	1,62	1,67	1,59	1,69	1,80	2,02
Gj.snitt= (Uten Norge)	1,78	1,76	1,81	1,81	1,83	1,90	1,90
Gjensidige	2,13	2,13	2,10	2,25	2,35	2,26	2,23

Vi har valgt å inkludere bransjetallene fra Norge, som er det største geografiske virksomhetsområdet til Gjensidige. Bransjetall for Sverige, Danmark og Baltikum lot seg ikke beregne ettersom det ikke var mulig å finne detaljert informasjon om brutto erstatningsutbetalinger og avsetninger.

Forholdstallene viser stabile avsetningsnivåer målt mot inneværende erstatningsutbetalinger. Gjensidige har ligget stabilt høyere enn bransjesnittet i Norge, noe også hovedkonkurrenten IF har gjort. Variasjoner mellom selskapene kan komme av ulikheter i produktmiks og

durasjon på kontraktene. Gjennomsnittet til Gjensidiges konkurrenter viser at selskapene sammenlagt har økt avsetningene for fremtidige utbetalinger frem til 2014. If og Gjensidige som generelt har hatt høyere avsetningsnivåer har ikke hatt den samme økningen. Dette kan indikere at deres avsetninger allerede er tilstrekkelig.

Reserve development ratio

Et måltall som kan benyttes som indikasjon på treffsikkerheten til tidligere års beregninger, er utviklingen i endringer av erstatningsavsetninger. Når erstatninger blir rapportert og betalt, reviderer forsikringsselskapene sine tidligere estimater knyttet til fremtidige avsetninger. Disse endringene, kalt «**Reserve development**», legges til erstatningskostnadene i resultatet. På grunn av at de fleste modeller benytter historiske trender kan målefeilen i avsetningene korrelere over tid. Dette gjør at tidligere endringer av avsetningene kan være en indikasjon på hvor pålitelige selskapets erstatningsavsetninger er (Nissim, 2010). For eksempel kan store endringer i avsetningen vise at selskapet har lite pålitelige estimeringer, eller stadig positive rapporteringer kan tyde på at selskapet er mer tilbøyelig til å redusere avsetningene i fremtiden. Uansett kan analyse av endringene i avsetningene gi en pekepinn på om selskapet har bedret sine estimater.

Formel 14: Reserve development ratio

$$\text{Reserve development ratio} = \frac{\text{Reserve development}}{\text{Inngående erstatningsavsetninger i perioden}}$$

Tabell 8: Reserve development ratio for Gjensidige og konkurrenter (Årsrapporter for perioden 2009-2014)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tryg	N/A	3,53 %	3,89 %	4,14 %	1,15 %	3,18 %	2,52 %
IF	N/A	1,14 %	2,13 %	2,27 %	1,80 %	0,92 %	0,44 %
Sparebank 1	1,67 %	-0,31 %	-0,22 %	1,89 %	-0,38 %	11,86 %	14,53 %
Codan	N/A	1,16 %	2,45 %	0,46 %	4,88 %	5,59 %	0,81 %
Gjensidige	1,77 %	1,20 %	1,21 %	1,29 %	0,63 %	1,14 %	1,64 %

Tabellen viser at forsikringsselskapene generelt har små endringer på tidligere års avsetninger, men at de har en tendens til å være konservative i sine målinger. Sparebank 1 Skadeforsikring har resultatført store avviklingsgevinster i 2013 og 2014. I følge deres årsrapport er dette fordi de har startet en prosess for å bedre erstatningsberegninger og kostnader knyttet til forsikringskontraktene. Dette har medført at de kan redusere sine tidligere erstatningsavsetninger, og at de får svært reduserte erstatningskostnader i resultatet

disse årene. Likevel ser vi at Sparebank 1 Skadeforsikring har negative endringer i tidligere år, noe som kan være grunnlaget for gjennomgangen av egen prosedyrer.

Totalt sett forsterker analysen av reserve development ratio vår vurdering at Gjensidige ikke har unormalt lave eller høye avsetninger. Sammenlignet med Tryg og IF, som har tilnærmet samme størrelse, ligger Gjensidige noe lavere, men tallene er i utgangspunktet stabile. Det kan være verdt å bemerke seg for fremtidige prognoser at forsikringsselskapene generelt setter av litt mer enn nødvendig. Dette kan som nevnt tidligere gjøre at de ved pressede marginer er mer tilbøyelig til å redusere avsetningene noe. Vi ønsker uansett ikke å justere nivåene på Gjensidiges tidligere års avsetninger.

6.3.2.5 Kapitaldekning

Gjensidiges ansvarlig kapital består av selskapets kjernekapital og tilleggskapital.

Kjernekapitalen består hovedsakelig av egenkapital fratrukket årets utbytte, sikkerhetsavsetninger, effekt av garantiavsetninger og immaterielle eiendeler.

Tilleggskapitalen består hovedsakelig av ansvarlige lån. Som vi ser av tabell 9 og 10 har Gjensidige hatt en meget tilfredsstillende kapitaldekning de siste 5 årene.

Tabell 9: Kapitaldekning for finanstilsynets minstekrav

	2010	2011	2012	2013	2014
Risikovektet beregningsgrunnlag	85,464	89,105	94,602	96,611	55,414
Finanstilsynets minstekrav 8 %	6,837	7,128	7,568	7,729	4,433
Ansvarlig kapital	13,731	14,461	15,902	12,916	10,017
Kapitaldekning i %	16%	16%	17%	13%	18%
Kapitaloverskudd	6,894	7,333	8,334	5,187	5,584

Tabell 10: Solvensmarginkapital

	2010	2011	2012	2013	2014
Solvensmarginkapital	15,471	16,177	17,603	14,608	11,800
Solvensmarginkrav	6,098	6,084	6,338	5,874	3,775
Overdekning	9,374	10,093	11,264	8,734	8,025
Solvensmarginkapital i % av minstekravet	254%	266%	278%	249%	313%

Gjensidige har de siste fem årene hatt en betydelig overdekning utover kapitalkrav fra myndighetene. Vi anser denne overdekningen som så betydelig at Gjensidige ikke vil få noen problemer med å dekke kapitaløkningen som antas å komme med solvens II. Mye av årsaken til at Gjensidige velger å ha en betydelig overdekning er fordi nivået på kapitalen er avhengige av tre faktorer (Gjensidige, 2014):

1. Finanstilsynets minstekrav og solvensmarginkrav.
2. Kredittvurdering fra Standard & Poors. Kapitaldekningen Gjensidige må ha for å tilfredsstillere en kredittvurdering på A fra Standard & Poors.
3. Internbaserte krav hvor Gjensidige holder en kapital som med sikkerhet på 99,5 % dekker forpliktelsene over ett års tidshorisont. På dette kravet legger Gjensidige selv en sikkerhetsbuffer på 20 %.

Av disse tre faktorene vil det å opprettholde en kredittvurdering på A kreve høyest kapitaldekning. Fra myndighetene sin side er det ikke et krav om at alle må ha en kredittvurdering som tilsier A for å oppfylle solvensmarginkravet.

Gjensidige sier også selv at krav tilknyttet kredittvurdering har høyest prioritet. De har hatt en kredittvurdering på A siden 1999 (Gjensidige, 2014). Den siste vurdering til Standard & Poors fra 2014 sier også at Gjensidige har redusert investeringsrisikoen gjennom salget av aksjeandelene i Storebrand. Salget var et bevisst strategisk valg av Gjensidige og vi anser derfor at risikobasert beregningsgrunnlag vil være mindre i fremtiden.

For å estimere Gjensidige sin kapitaldekning i fremtiden er det hensiktsmessig å sammenligne den mot andre selskaper i samme bransje. Gjensidige har god overdekning og mer enn godkjent fra ratingselskap (A), likevel er bransjetall vel så viktige.

Solvensratio er et godt forholdstall for kapitaldekningen mellom ulike selskaper i forsikringsbransjen. Den forteller oss hvor mye kapital et selskap har i prosent av solvensmarginkravet.

Formel 15: Solvensratio

$$\text{Solvensratio} = \frac{\text{Solvenskapital}}{\text{Solvenskrav fra myndigheter}}$$

Tabell 11: Solvensratio for forsikringsbransjen (Årsrapporter for de ulike selskapene, 2010-2014)

Selskapsnavn	2010	2011	2012	2013	2014
Gjensidige	254%	266%	278%	249%	313%
IF	459%	366%	393%	424%	422%
Tryg	N/A	130%	138%	150%	151%
Sparebank 1 Forsikring	285%*	306%*	309%	323%	316%
Storebrand	164%	161%	162%	176%	175%
DNB Skadeforsikring	N/A	167%	225%	264%	207%
DNB Livsforsikring	179%	192%	195%	207%	245%
KLP	231%	244%	233%	229%	228%

* Basert på Sparebank 1 Skadeforsikring grunnet mangel av opplysninger på solvensratio for Sparebank 1 Forsikring som helhet. Forskjellen mellom skadeforsikring og livsforsikring utgjør likevel ikke mer enn 5 % og er sånn sett irrelevant.

De fleste forsikringsselskaper i tabell 11 har en betydelig overdekning. Tryg og Storebrand er de selskapene med lavest solvensratio og vil antageligvis få mest problemer skulle solvens II resultere i høyere kapitalkrav. Grunnen til at de fleste forsikringsselskapene holder et høyere kapitalkrav enn kravet fra myndighetene er hovedsakelig to årsaker: 1. Ratingkrav og 2. Forventninger til solvens II. De fleste selskapene har en målsetting om å ha en stabil høy kredittvurdering. Tryg har for eksempel en målsetting på A-, Gjensidige har vi allerede nevnt har en målsetting på A og IF har også en målsetting på A. Forventningene til økt kapitalkrav har resultert i at de fleste selskapene har økt kapitaldekningen for å være klar den dagen solvens II-regelverket eventuelt trer i kraft. Dette ser vi tydelig i tabell 11 hvor de fleste forsikringsselskapene har økt kapitaldekningen sin i forhold til myndighetskravet fra 2010 til 2014.

Gjensidige ble belønnet med A for sin kapitaldekning, men hva er egentlig en tilstrekkelig kapital neste år når solvens II-regelverket etter all sannsynlighet vil tre i kraft. Det er det dessverre ingen som vet eksakt og finanstilsynet har heller ikke på nåværende tidspunkt behandlet sakene som omhandler naturskadefondet og garantiavsetninger.

Utfordringen blir å estimere fremtidige prognoser for kapitaldekningen, ikke om Gjensidige har nok kapital til å dekke det nye solvensregelverket. Overdekningen og kredittvurderingen forteller oss at Gjensidige klart vil tilfredsstille det nye solvensregelverket, noe de også sier selv. I våre fremtidige prognoser vil vi anta at Gjensidige vil fortsette å tilpasse kapitaldekningen slik at kredittvurderingen fortsetter å være A. Det er ikke klart om kravene fra Standard & Poors vil endre seg etter innføringen av det nye solvensregelverket, men vi tror ikke dette da vi har undersøkt kravene til Standard & Poors som virker sofistikerte og mer avanserte enn myndighetskravene.

Dermed kan vi si at Gjensidige sann sett vil holde den samme kapitalen etter innføringen av solvens II-regelverket som under solvens I-regelverket. Som en følge av usikkerheten rundt solvens II-regelverket har Gjensidige hatt en litt høyere kapitaldekning enn nødvendig. Denne antar vi vil reduseres etter implementeringen av det nye solvensregelverket. I fremtiden vil dermed Gjensidige tilpasse seg en solvensratio ut i fra dagens krav som varierer mellom 270 % til 290 %.

6.4 Nøkkeltallsanalyse

Resultatet fra evalueringen av balansen til Gjensidige fortalte at det ikke var nødvendig å justere noen balanseposter. Vi har dermed et tilfredsstillende utgangspunkt og kan bevege oss over på nøkkeltallene og verdidriverne til Gjensidige. Første del av nøkkeltallsanalysen vil ta for seg måltall knyttet til det tekniske regnskapet og investeringsinntektene fra skadeforsikring. Vi vil deretter analysere pensjon, sparing og bank før vi avslutter med en analyse av ROE. Formålet med nøkkeltallsanalysen er å avdekke trender og avvik som må forklares og eventuelt justeres.

6.4.1 Premieinntekter

For forsikringsselskap er premieinntekter de primære driftsinntektene. Nissim (2010) anbefaler å analysere veksten i premieinntekter fremfor å benytte andre måltall som vekst i balansestørrelser og årsresultat. Dette skyldes at veksten i premieinntektene ofte er mer stabile, ved å ikke inkludere faste kostnader som kan redusere årets resultatet uten at det utligner svingningene og inkluderingen av engangseffekter. Driftsinntekter er også generelt mindre volatile enn utviklingen i eiendeler og andre balansestørrelser. Investeringer blir reflektert umiddelbart i balansen, mens de tilknyttede inntektene kun blir innregnet etter hvert som de oppstår. Effekten av dette er at sjokk relatert til veksten i driftsinntekten er mer moderate og vedvarende enn sjokk relatert til balansestørrelser. Derfor vil historisk vekst i driftsinntekter sannsynligvis gi et bedre resultat når man skal predikere fremtidig vekst.

6.4.1.1 Forfalte bruttopremier fra Skadeforsikring

Skadeforsikringsselskap oppgir flere ulike premieinntektsbegreper. Forfalte bruttopremier omfatter alle beløp som et selskap har mottatt eller har til gode for forsikringsavtaler hvor forsikringsperioden er påbegynt før periodens avslutning (Gjensidige, 2014). Dette gjør at deler av de forfalte bruttopremiene inneværende år vil bli periodisert utover fremtidige år og er dermed en god indikator på selskapets fremtidige netto premieinntekter (Nissim, 2010).

Det er vanskelig å analysere forfalte bruttopremier ut fra Gjensidiges sin egen segmentinndeling. Mye av svingningene i veksten skyldes interne endringer i segmentene og er derfor ikke like relatert til organisk vekst. I utgangspunktet deler Gjensidige inn segmentene etter geografisk område, men gjennom årene har Gjensidige blandet kundeporteføljene på tvers av landegrensene og flyttet de mellom segmentene. Dette skaper støy i analysedelen og vi velger dermed å dele Gjensidiges forfalte bruttopremier inn i nye rene geografiske segmenter. Dette fjerner problemet med strukturelle endringer i segmentinndelingen og i tillegg gir det oss muligheten til å observere Gjensidige sin vekst i forhold til markedet.

For å kunne endre strukturen i segmentinndeling benyttet vi oss av statistikk og data fra de ulike landene sine forsikringsorganisasjoner og tilsynsmyndigheter.

Tabell 12: Forfalte bruttopremier basert på ny segmentinndeling

Segment	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	7-års vekst	Snitt vekst
Norge	13,684	13,797	13,453	14,164	14,468	14,905	15,848		
%-vis endring		0.82%	-2.49%	5.28%	2.15%	3.02%	6.32%	15.81%	2.48%
Danmark	1,377	1,531	3,003	2,842	2,815	3,246	3,674		
%-vis endring		11.21%	96.13%	-5.35%	-0.95%	15.30%	13.19%	166.85%	17.77%
Sverige	225	368	645	677	626	784	986		
%-vis endring		63.87%	75.16%	4.87%	-7.42%	25.16%	25.81%	338.75%	27.95%
Baltikum	658	592	395	430	473	533	513		
%-vis endring		-9.96%	-33.27%	8.68%	10.13%	12.62%	-3.79%	-22.08%	-4.07%
Totale bruttopremier	15,944	16,289	17,497	18,112	18,383	19,468	21,021		
%-vis endring		2.16%	7.42%	3.52%	1.50%	5.90%	7.97%	31.84%	4.71%

Veksten i totale forfalte bruttopremier har vært jevn i årene 2009 til 2014. I landene Sverige og Danmark har Gjensidige vokst kraftig hovedsakelig som et resultat av oppkjøp. I disse landene har Gjensidige en relativt liten markedsandel og har en uttalt vekststrategi. For å kunne analysere veksten til Gjensidige bedre er det hensiktsmessig å sammenligne den med utviklingen i markedet for skadeforsikring i de ulike landene og Gjensidige sine markedsandeler.

Tabell 13: Nasjonal vekst i totale forfalte bruttopremier og Gjensidige sin markedsandel

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Norge		2.19%	0.94%	5.13%	8.92%	6.22%	2.83%
Markedsandel Norge	23.76%	23.44%	22.65%	22.68%	21.27%	20.63%	21.33%
Sverige		1.35%	4.16%	4.52%	1.43%	4.11%	4.78%
Markedsandel Sverige	0.50%	0.80%	1.30%	1.20%	1.10%	1.30%	1.50%
Danmark		1.74%	1.49%	2.14%	1.87%	0.73%	0.96%
Markedsandel Danmark	2.70%	2.70%	5.80%	5.50%	5.60%	6.00%	6.40%
Baltikum		-26.70%	-10.86%	13.53%	8.08%	4.03%	3.90%
Markedsandel Baltikum	7.70%	9.30%	6.90%	6.90%	7.80%	8.00%	6.90%

I Norge har Gjensidige et uttalt strategiske valg om å fokusere på lønnsomhet fremfor vekst (Gjensidige, 2014). Vi så i bransjeanalysen at mindre selskaper kapret markedsandeler. Dette har ført til en avtakende markedsandel for Gjensidige. Videre har de endret deler av premietariffene. For privatmarkedet har Gjensidige endret prisstrategi for bilforsikring og boligforsikring i henholdsvis 2009 og 2010. For næringslivskundene har de også innført nye tariffen for bil, næringsbygg og lastebil i 2011. Denne strategien kan også forklare en lavere vekst for Gjensidige enn for markedet de fleste årene. Årene 2013 og 2014 har Gjensidige fokusert mer på økt salg og kundebevarende tiltak som gjorde at Gjensidige gjenvant noe av markedsandelene i 2014.

Gjensidiges sin vekst i Sverige er preget av store svingninger. Dette er et resultat av Gjensidiges sin vekststrategi i det svenske markedet. Gjensidige etablerte seg i det svenske næringslivsmarkedet i 2009 med full effekt fra 2010. I 2013 økte de sin posisjon i det svenske markedet ved oppkjøpet av Gauda reisevorsikring, i tillegg økte de den svenske porteføljene ved kjøp av 3 mindre selskaper i 2014.

I det danske markedet hadde Gjensidige en kraftig vekst i forfalte bruttopremier i 2010. Dette skyldes hovedsakelig oppkjøp av Nykredit Forsikring som over dobbelt markedsandelen deres. Det ble også inngått et samarbeid med Nykredit konsernet om distribusjon av Gjensidige sine forsikringsprodukter. Posisjonen deres ble videre styrket i 2010 ved å inngå samarbeid med EDC, Danmark sin største eiendomsmeklerkjede, om distribusjon av boligforsikring. Oppkjøpet av Gauda reisevorsikring i 2013 økte også markedsandelene i Danmark ettersom Gauda tilbyr reisevorsikrings til hele Skandinavia.

De baltiske forsikringsmarkedene ble hardt rammet av finanskrisen. Synkende boligpriser, reduksjon i salg av fast bolig og nye biler førte til et kraftig fall i forsikringsmarkedet. Forfalte

bruttopremie i Baltikum er fortsatt over 13 % lavere enn bruttopremiene i 2008. Gjensidige har som mål å bli en ledende aktør innenfor det baltiske forsikringsmarkedet på sikt. Markedet er relativt umodent og en vesentlig del av privat og næringslivsmarkedet er uforsikret. Den kraftige reduksjonen for Gjensidige i 2010 kan først og fremst forklares ved at det latviske markedet falt med nesten 20 %. Størstedelen av Gjensidige sin baltiske forsikringsportefølje er eksponert mot det latviske markedet. Reduksjonen i 2014 kommer hovedsakelig som en følge av tap av større næringslivskunder. Gjensidige har større fokus på organisk vekst og har en mindre andel av strategiske oppkjøp sammenlignet med Danmark og Sverige. Siste oppkjøpet var i 2008 hvor de gjennomførte kjøp at RESO Europa som medførte økt eksponering mot det litauiske markedet.

I Norge så vil den antatt økte konkurransen som vi avdekket i den strategiske analysen gjøre at Gjensidige vil få mer enn nok med å beholde markedsandeler. Dette kan indikere at Gjensidige sin vekst i forfalte bruttopremier vil følge markedsveksten. Det svenske markedet har foreløpig lavere lønnsomhet derfor antar vi at Gjensidige heller vil ha et større fokus på Danmark hvor lønnsomheten har vært bedre og vekstmulighetene i Baltikum.

6.4.1.2 Retention ratio

Retention ratio forteller hvor mye av inntektene som selskapet beholder selv. Forsikringsselskaper overfører noe av forsikringsrisikoen til gjenforsikringsselskaper. Deler av de brutto forfalte premiene overføres mot at gjenforsikringsselskapet dekker erstatningsbeløp som overstiger en gitt verdi. Dette gjør at selskapet sikrer seg mot ekstremutfall på erstatningssiden av driften. I Gjensidige gjenforsikres alle datterselskap internt, mens konsernet kjøper en felles gjenforsikring.

Retention ratio er beregnet som andelen forfalte premier som tilfaller selskapet i forhold til de forfalte bruttopremiene:

Formel 16: Retention ratio

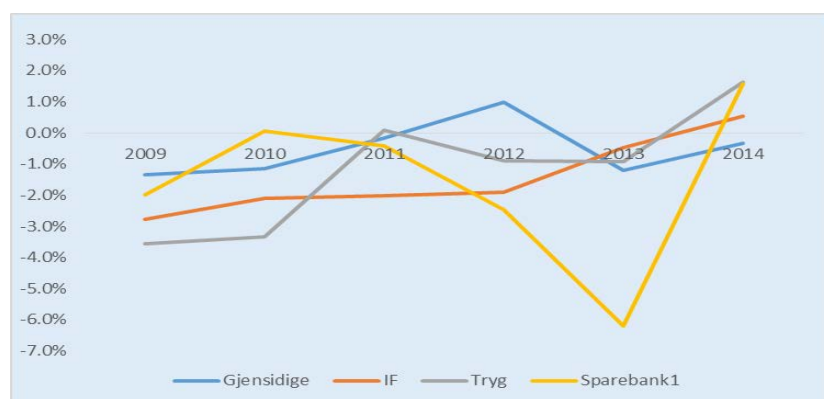
$$\text{Retention ratio} = \frac{\text{Forfalte brutto premier} - \text{avgitte premier for gjenforsikring}}{\text{Forfalte brutto premier}}$$

Tabell 14: Retention ratio for Gjensidige og konkurrenter

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gjensidige	98.0%	97.5%	97.4%	97.1%	97.4%	97.1%	97.7%
IF	94.2%	94.6%	95.1%	95.2%	94.5%	95.6%	96.3%
Tryg	94.7%	95.0%	94.7%	94.4%	94.3%	93.8%	94.3%
Sparebank 1	92.0%	91.9%	91.3%	91.9%	91.5%	87.5%	94.8%

Gjensidige og konkurrentene har stabile retention ratioer. Tallene viser at Gjensidige er de som holder igjen mest premier, men forskjellen er marginal. Dette kan skyldes at de velger å gjenforsikre mindre, men også at de får bedre gjenforsikringsbetingelser. Ettersom retention ratioen er så pass stabil i bransjen generelt anser vi at den vil ligge på et konstant nivå fremover også. Dette skaper et godt fundament for å beregne fremtidige forfalte premier for egen regning.

Figur 17: Gjenforsikringsresultat som andel av forfalte brutto premier



Ser vi på netto resultatet for avgitt premier og erstatningskostnadene som blir dekket av gjenforsikringen ser vi at Gjensidige holder et jevnere nivå enn sine konkurrenter. Generelt ser vi at det betyr svært lite for resultatet for alle selskapene. Det er kun Sparebank 1 som har et stort fall i 2013. Sammenligner vi med vår gjennomgang av erstatningsavsetningene til selskapene i perioden vet vi at de gjennomgikk strukturelle endringer av sine prosedyrer for erstatningsberegninger. Dette kan også ha påvirket gjenforsikringsstrategien. Vi kan uansett se at Gjensidige har god risikostyring i forhold til sitt gjenforsikringsprogram og at det netto koster de svært lite.

6.4.1.3 Premieinntekter for egen regning i forhold til forfalte premier

Netto premieinntekter for egen regning målt mot forfalte premieinntekter er et godt mål for å se om selskapet er i en vekstposisjon. Som nevnt tidligere vil en del av premieinntektene bli periodisert til fremtidige perioder. For skadeforsikringselskaper som for det meste baserer

seg på kontrakter med varighet på mellom 6 måneder og 1 år, vil det dermed være snakk om at uopptjent inntekter i hovedsak blir opptjent neste år. Hvis netto premieinntekter for egen regning overstiger forfalte premier for egenregning vil det si at selskapet har overført mer inntekter fra året før enn de periodiserer fremover. Derfor burde selskaper ha en ratio som er under 1. For modne selskaper vil som regel ratioen ligge rundt 1 (Nissim, 2010).

Tabell 15: Netto premieinntekter for egen regning divider på forfalte premieinntekter for egen regning

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gj.snitt
Gjensidige	99.6%	99.1%	100.3%	99.7%	98.4%	98.3%	98.6%	99.2%
IF	99.6%	99.1%	97.7%	97.4%	98.2%	98.8%	99.9%	98.7%
Tryg	99.6%	100.1%	98.2%	99.7%	102.0%	100.3%	101.2%	100.2%
Sparebank 1	98.8%	97.1%	96.8%	95.3%	99.0%	101.1%	99.8%	98.3%

Ut ifra tallene fra de ulike selskapene kan det tyde på at de opplever svak vekst og at veksten svinger noe fra år til år. Generelt sett ser vi Sparebank 1 og IF er de selskapene som har periodisert mest inntekter fremover. Det er bare Tryg som viser til negativ vekst de siste årene.

Dette forsterker vårt inntrykk av at Gjensidige er et modent selskap og opplever stabil vekst. Det er ikke store svingene i de periodiserte inntektene, noe som indikerer at selskapet ikke vil ha noen ekstrem vekstøkning de nærmeste årene ut i fra dagens situasjon.

6.4.2 Combined ratio

Skadeforsikringsselskaper har i hovedsak to kostnader knyttet til den forsikringstekniske driften. Ser man erstatningskostnader og driftskostnader i forhold til premieinntektene forteller det oss lønnsomheten til forsikringsselskapet. Combined ratio er den viktigste verdidriveren for skadeforsikringsselskap og kan beregnes ved følgende formel:

Formel 17: Combined ratio

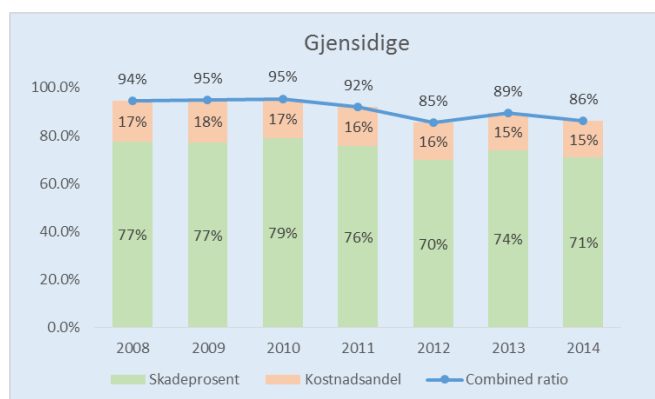
Combined ratio = Skadeprosent + Kostnadsandel

$$\text{Skadeprosent} = \frac{\text{Erstatningskostnader mv}}{\text{Premieinntekter}}$$

$$\text{Kostnadsandel} = \frac{\text{Driftskostnader}}{\text{Premieinntekter}}$$

Er combined ratio over 100 % forteller at selskapet betaler mer i kostnader enn det klarer å få inn i premieinntekter. Det er dermed et minimumskrav at combined ratio er under 100 % for at den forsikringstekniske driften skal være lønnsom.

Figur 18: Combined ratio



Gjensidige har hatt en betydelig nedgang i combined ratio fra 2008 til 2014. Hovedsakelig er det en lavere skadeprosent som har æren for reduksjonen. Kostnadsandelen har også forbedret seg som er et resultat av Gjensidige sitt fokus på reduserte kostander og effektivisering de siste årene.

Norge utgjør størstedelen av skadeforsikringsvirksomheten og utviklingen her har stor innvirkning på den totale combined ratioen til Gjensidige. Gjensidige har forbedret både skadeprosenten og kostnadsandelen i Norge. Kostnadsandelen har blitt redusert fra 15 % i 2008 til 12 % i 2014. Driftskostnadene er på et lavere beløp i 2014 enn de var i 2008 selv med en premieinntektsøkning på omtrent 20 %. Skadeprosenten har i samme periode blitt redusert fra 78 % til 70 %. Denne positive utvikling i Norge kommer av bedre prisingsmodeller og metoder for risikohåndtering (Gjensidige, 2014).

Gjensidige sine kostnadsnivåer i Danmark og Sverige har små svingninger og ligger på omtrent samme nivå som i 2008, mens i Baltikum har Gjensidige hatt en kraftig økning i combined ratio. Problemet i Baltikum har vært en betydelig økning i skadeprosenten på nesten 10 % fra 63 % i 2008 til 72 % i 2014, som har ført til en presset lønnsomheten. Combined ratio endte på 99,90 % i 2014 som betyr at forsikringsvirksomheten til Gjensidige i Baltikum så vidt går break even.

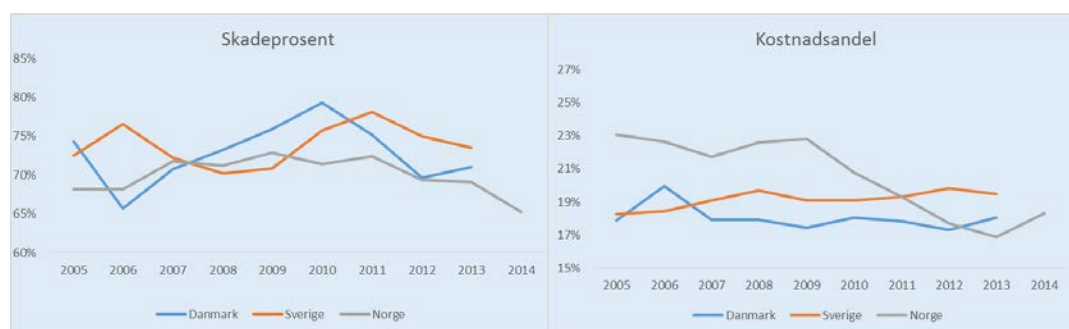
For å analysere Gjensidige sin combined ratio enda bedre og for å kunne predikere pålitelige estimater i fremtiden er det viktig å inkludere konkurrenter og bransjetall i analysen. Dette er for å avdekke om det er selskapsspesifikke faktorer eller er trender i markedet som har bedret lønnsomheten til Gjensidige.

Figur 19: Combined ratio for konkurrenter



Sammenlignet med sine konkurrenter har ikke Gjensidige noen særlige kostnadsmessige konkurransefortrinn. Tryg har en bedre combined ratio, mens Codan har en noe svakere lønnsomhet. IF ser ut til å ha de samme kostnadsnivåene som Gjensidige.

Figur 20: Gjennomsnittlig skadeprosent og kostnadsandel for hele forsikringsmarkedet



Nedgangen i skadeprosent og kostnadsandel blant konkurrenter og i de ulike landene indikerer at det er god lønnsomhet i hele markedet og ikke spesifikt for Gjensidige. Likevel er kostnadsandelen til Gjensidige som helhet på 15 % en god prestasjon sammenlignet med konkurrentene og markedene. Det er spesielt deres lave driftskostnader i Norge som er fremtredende. If og Tryg viser også gode kostnadsandeler sammenlignet med markedet, og indikerer at store forsikringselskaper drar nytte av stordriftsfordeler som bidrar til en mer effektiv drift og lavere kostnader.

Forsikringsselskapene priser kontraktene ut i fra hvilke erstatninger de forventer å bli påført. Dette gjør at skadeprosenten vil holdes mer stabil i forhold til inntektene ettersom statistikk for tidligere trender vil være med på å avgjøre avsetninger og priser for nye kontrakter. Erstatningskostnadene er mindre selskapsesifikke enn driftskostnader noe som medfører at økte erstatningskostnader vil gjelde for alle selskaper i bransjen. Dermed vil en økt konkurranseintensitet kunne gi større endringer i skadeprosenten enn i kostnadsandelen. Likevel ser man på dagens lave rentenivå har forsikringsselskapene mindre insentiv til å la skadeprosenten stige ettersom investeringer med lav risiko gir lavere avkastning som kan veie opp svakt forsikringsteknisk resultat.

Gjensidige har størst markedseksponering mot Norge som også har mer stabile skadeprosenter. Dette kan forklares med det lovpålagte medlemskapet i Norsk Naturskadepool som utligner svingninger fra naturskader. Ekspansjon i andre geografiske markeder kan påføre noe større svingninger knyttet til erstatningskostnadene og dermed drive disse til et høyere normalnivå. For driftskostnadene vil man kunne anta samme effekt. Gjensidige har vesentlig bedre kostnadsandel i Norge og dermed vil den totale kostnadsandelen kunne øke om de øker inntektsandelene sine i andre land. Spesielt i Baltikum hvor Gjensidige oppgir at det ennå ikke er utbredt med salg gjennom internett. Likevel vil det være naturlig at de kan benytte en del administrative synergier mellom markedene og at de derfor kan oppnå bedre kostnadsandeler enn markedene generelt.

6.4.3 Investeringsanalyse

Alle forsikringsselskaper får en betydelig andel av driftsinntektene fra investeringer. I dette kapitlet er formålet å analysere investeringsinntektene og risiko i forhold til investeringsporteføljen. Investeringsporteføljen består av to deler: sikringsportefølje og fri portefølje. Sikringsporteføljen skal oppveie for forsikringstekniske avsetninger hvor mesteparten er investert i renteinstrumenter som har samme durasjon som de forsikringstekniske avsetningene. Fri porteføljen er ikke tilknyttet noen forsikringsteknisk drift og kan sees på som Gjensidige sin egenkapital investering i ulike aktiva.

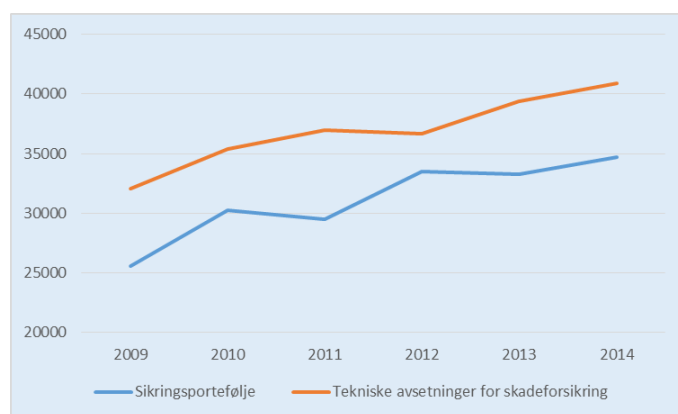
Tabell 16: Investeringsporteføljen skadeforsikring

Sikringsportefølje	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Pengemarked sikring	2,610	3,559	3,638	4,528	4,473	6,144
Obligasjoner til amortisert kost	16,543	17,814	18,408	21,346	19,604	18,760
Omløpsobligasjoner	6,444	8,857	7,458	7,649	9,161	9,785
Sikringsportefølje totalt	25,597	30,230	29,503	33,524	33,238	34,689
Fri portefølje						
Pengemarked fri	7,512	4,715	7,249	5,141	4,911	3,571
Øvrig obligasjoner	4,301	2,143	3,365	3,068	3,607	3,964
Konvertible obligasjoner	449	523	675	852	1,121	791
Aksjer	4,789	5,641	5,310	6,520	7,044	3,833
PE-fond	820	1,135	1,293	1,432	1,665	1,711
Eiendom	6,031	6,445	5,754	4,915	5,097	6,516
Annet	1,171	1,515	1,393	845	1,465	1,464
Fri portefølje totalt	25,072	22,117	25,038	22,773	24,910	21,850
Investeringsporteføljen totalt	50669	52347	54542	56296	58148	56539

Investeringsporteføljen til skadeforsikring har økt med 12 % fra 2008 grunnet en kraftig vekst i sikringsporteføljen på 36 %. Fri porteføljen til Gjensidige har blitt redusert med 12 %. Dette er et resultat av økte forsikringstekniske avsetninger sammen med en reduksjon i egenkapitalen. Andelen i rentepapirer har holdt seg stabilt rundt 40 %, mens sammensetningen i mer risikofylte instrumenter er endret i fri porteføljen. Gjensidige har solgt seg ut av Storebrand som var den største enkelteksponeringen i aksjer. Dette er erstattet med investeringer i Private Equity-fond (PE) og eiendom.

Sikringsporteføljen skal motvirke de forsikringstekniske avsetningene og figuren under viser en klar korrelasjon.

Figur 21: Forsikringstekniske avsetninger i skadeforsikring VS sikringsporteføljen



For å vurdere lønnsomheten på investeringene anbefaler Nissim (2010) å se på netto inntekter fra investeringer i forhold til den totale porteføljen. Avkastningen på investeringene kan da måles med følgende formel:

Formel 18: Avkastning på investeringer

$$\text{Avkastning på investeringer} = \frac{\text{Netto inntekter fra investeringer}}{\text{IB Investeringsporteføljen}}$$

Tabell 17: Avkastning på investeringer for Gjensidige

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Avkastning på investeringer	3.85%	4.06%	3.79%	3.76%	3.03%	2.65%

Trenden er nedadgående, men avkastningen på investeringsporteføljen er generelt positiv. Problemet med måltallet er at det ikke forteller oss noe om prestasjonen til Gjensidige. For å kunne vurdere prestasjonene bør risikonivået i porteføljesammensetningen undersøkes. For forsikringsbransjen er det internasjonale reguleringer som minimerer selskapenes mulighet til å øke risikoprofilen.

Nøkkeltallet måler også historisk avkastning som ikke nødvendigvis er representativt for fremtidig avkastning. Det er viktigere å undersøke og forstå hvorfor og hvordan avkastningen ble skapt. Faktorer som rutine og systemene sammen med kunnskapen bør vektlegges mer enn historisk avkastning. En slik undersøkelse er hovedsakelig nyttig med tanke på estimeringen av fri porteføljen i fremtiden. Flere av disse investeringene blir gjort av eksterne forvaltere og en dybdeanalyse av deres interne prosesser er dermed vanskelig å gjennomføre. Vi bruker dermed historisk avkastning som et utgangspunkt sammen med makrotall og skjønsmessige vurderinger.

I vår analyse vil vi dele investeringsporteføljen inn i rentepapirer og øvrige aktiva. Dette gjør at vi kan analysere risiko og avkastning bedre.

Figur 22: Investeringsporteføljen

Investeringsporteføljen	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Andel rentepapirer	76.6%	74.7%	71.9%	74.8%	75.4%	74.0%	76.1%
Øvrig aktiva	23.4%	25.3%	28.1%	25.2%	24.6%	26.0%	23.9%

Deler vi investeringsporteføljen opp i andelen investert i rentepapirer og øvrig aktiva ser vi en klar overvekt av rentepapirer. Andelen investert i rentepapirer har vært ganske stabil siden 2008 og i gjennomsnitt tilsvart 75 % av den totale investeringsporteføljen. I øvrige aktiva porteføljen endres sammensetningen oftere som et resultat av Gjensidige sin risikokapasitet

og som et risikostyringsverktøy. Andelen investert i PE-fond har økt, mens andelen i aksjer har hovedsakelig blitt redusert som et resultat av salget i Storebrand.

For å vurdere risikoen i Gjensidige benytter vi oss av kredittrating fra anerkjente ratingbyrå som er oppgitt i Gjensidiges årsrapporter. Investment grade representerer en kredittvurdering tilsvarende BBB eller høyere. Andelen med lavere kredittvurdering kalles high yield.

Tabellen under presenterer kredittvurderingen på Gjensidige sine investeringer.

Tabell 18: Kredittvurdering på renteinvesteringer

Kredittvurering	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Andel Investment grade	76.9%	74.8%	75.6%	68.0%	69.5%	69.6%	67.0%
Andel High yield	3.5%	4.0%	2.9%	3.8%	3.2%	2.4%	3.4%
Andel ingen rating	19.6%	21.2%	21.5%	28.2%	27.3%	28.0%	29.6%

En stor andel av investeringene har ingen offisiell kredittvurdering, men mesteparten av disse er investert i norske sparebanker, kraftselskaper, eiendomsselskaper eller statsgaranterte selskaper. Gjensidige har gjennom sin hovedforvalter Storebrand Asset Management gjort en intern kredittvurdering. De vurderer at 91 % og 88 % i 2013 og 2014 av den totale investeringsporteføljen kan klassifiseres som investment grade (Gjensidige, 2014). Som et resultat kan vi si at Gjensidige sin investering er konsentrert rundt rentepapirer med lav kredittrisiko.

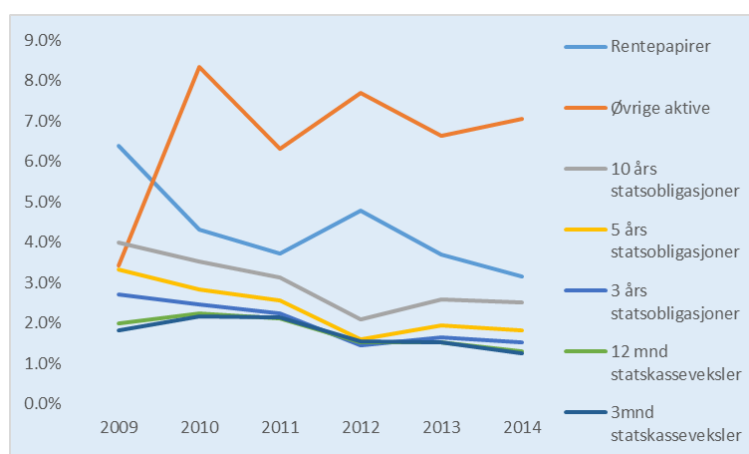
For å kunne analysere prestasjonene til Gjensidige bedre vil vi bruke et nøkkeltall som reflekterer dagens presentasjoner. Nissim (2010) anbefaler å inkludere verdiendringer i investeringsinntektene. Da inkluderes også netto realiserede gevinster og tap på investeringer pluss netto urealiserte verdiendringer.

Formel 19: Avkastning på investeringer inkludert verdiendringer

$$\text{Avkastning på investeringer} = \frac{\text{Netto inntekter fra investeringer} + \text{Verdiendringer}}{\text{IB Investeringseiendeler}}$$

Måltallet er likevel ikke uproblematisk fordi gevinster og tap på investeringer ofte er et resultat av markedsfluktuasjoner i rentenivået eller andre makropåvirkninger og ikke et direkte resultat av selskapets prestasjoner. Ved å se måltallet i forhold til markedet kan det fortelle oss hvor påvirket Gjensidiges plasseringer blir av markedsrenten.

Figur 23: Investeringsporteføljen sammenlignet med norske statsobligasjoner



Rentepapirene til Gjensidige har en nedadgående trend i avkastningen på investeringer. Som grafen viser følger avkastningen til selskapet samme nedadgående trend som for renten på obligasjoner og statskasseveksler. Ved undersøkelse hos noen av konkurrentene så vi den samme nedadgående trenden. Selv om porteføljesammensetningen kan være forskjellig har forsikringsselskaper mesteparten av sine investeringer i rentepapirer.

Gjensidige sin motsvarende effekt på fallet i rentenivå i 2012 skyldes tidligere inngåtte kontrakter med yield basert på tidligere års rentenivåer. Ved fall i rentenivået vil dette medføre realiserede og urealiserede gevinster som påvirker avkastningen. Skulle renten stige i fremtiden vil vi få en motsvarende effekt.

Durasjonen på investeringene i sikringsporteføljen har i gjennomsnitt vært 3,4 år basert på de fem siste årene. Rentepapirene i fri porteføljen har normalt en lavere durasjon enn i sikringsporteføljen så rundt 3 år er en god tilnærming for den totale durasjonen til investeringer i rentepapirer. Sammenligner man med statsobligasjoner, som vi anser som risikofri rente, med en løpetid på 3 år finner vi meravkastningen Gjensidige har hatt på sine investeringer.

Tabell 19: Differansen mellom rentepapirer og 3 års statsobligasjoner

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gj.snitt
Avkastning på investeringer	6.4%	4.3%	3.7%	4.8%	3.7%	3.1%	4.34%
3 års effektiv statsobligasjon	2.7%	2.5%	2.2%	1.4%	1.6%	1.5%	2.00%
Spread	3.7%	1.9%	1.5%	3.3%	2.1%	1.6%	2.34%

Gjensidige har i gjennomsnitt levert en avkastning på renteporteføljen som er 2,34 % over statsobligasjoner med tilsvarende løpetid. Dette kan være til stor nytte når vi skal estimere

fremtidig resultat for renteporteføljen. Damodaran har i USA undersøkt spread i selskapsobligasjoner over statsobligasjoner. Han presenterer hvilken meravkastning du bør forvente å få avhengig av kredittvurderingen (Damodaran, 2015). For investment grade burde selskaper ha en meravkastning fra 0,4 % til 1,75 %. Ettersom Gjensidige har veldig lavt innslag av high yield og overvekt av trygge investeringer kan vi si at avkastningen reflekterer risikonivået.

Øvrige aktiva ser ikke ut til å være like mye preget av bevegelsene i rentenivået. I gjennomsnitt for de siste seks årene har denne delen av porteføljen levert en årlig avkastning på 6,6 %. Særlig investeringene i PE (15,1 %) og eiendom (9,9 %) i 2014 er med på å øke avkastningen. Tidligere har også aksjeinvesteringene vært med på skape gode resultater for fri porteføljen.

Som en oppsummering kan vi konkludere med at det virker som Gjensidige har hatt en stabil investeringsstrategi. Overvekten av investeringsporteføljen er i rentepapirer med god kredittvurdering. Intern informasjon slik at vi kunne undersøkt risikonivået grundigere hadde vært ønskelig. Tidsbegrensning, omfanget og mangel på data gjør dette analysearbeidet vanskelig. Likevel føler vi gjennomgangen er tilstrekkelig til vårt formål. Det er heller ingen garanti for at mer kompliserte analyser ville gitt bedre fremtidige estimater.

6.4.4 Renteinntekter fra Gjensidige Bank

Renteinntekter fra bankdriften kommer fra utlån til kunder, kredittinstitusjoner, inntekter på verdipapirer og annen relatert bankdrift. Utlån til kunder står for den klart største delen av renteinntektene. Av totale renteinntekter har utlån til kunder stått for over 97 % i gjennomsnitt de siste 4 årene.

For Gjensidige Bank ASA ønsker vi å analysere kredittkvaliteten og lønnsomheten til bankdriften. Dette er viktige faktorer som er avgjørende for å kunne predikere gode estimater i fremtiden.

6.4.4.1 Kredittkvaliteten i utlånsporteføljen

Utlånsporteføljen til banker inneholder risiko for at kunder ikke skal kunne oppfylle sine forpliktelser ovenfor banken når det kommer til lån, kreditter eller andre garantier. Er denne risikoen høy betyr det en lavere kredittkvalitet i bankens utlånsportefølje. En analyse av kredittkvaliteten er viktig fordi det gir oss muligheten til å si noe om risikoprofilen. Deretter kan vi bruke risikoprofilen til å estimere fremtidige tap på brutto utlån.

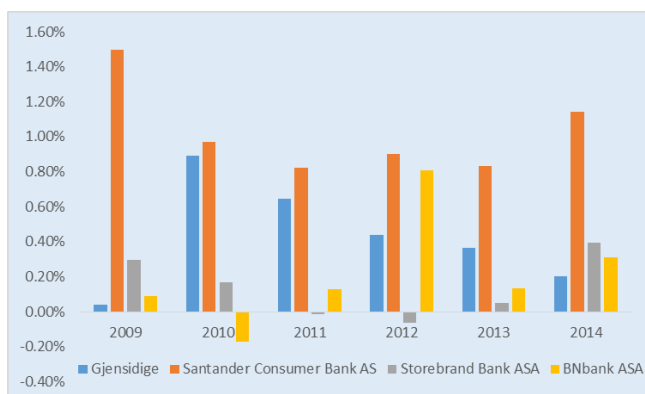
Gjensidige Bank er en ren privatbank som kun har utlån til norske privatkunder. De er dermed ikke like utsatte for svingninger i markedet som for eksempel banker med utlån til bedrifter. Det er vanskelig å si opp folk i Norge og skulle kunder miste jobben og deretter få betalingsproblemer reduseres risikoen av det norske sikkerhetsnettet i form av velferdsstaten.

Et nøkkeltall som forteller oss mye om risikohåndteringen er tap på utlån i forhold til den totale utlånsporteføljen. Her får vi vite hvor stor del av utlån til kunder som blir misligholdt. Det er anbefalt å se tap på kunder i forhold til netto utlån IB fordi banker sjeldent opplever store tap på utlån det samme året (Boye & Dahl, 1997). Netto tap på utlån kan matematisk beregnes med følgende formel:

Formel 20: Netto tap på utlån

$$\text{Nette tap på utlån} = \frac{\text{Netto tap på utlån}}{\text{Netto utlån IB}}$$

Figur 24: Netto tap på utlån i forhold til total utlånsportefølje



Gjensidige har de siste årene gjort tiltak for å redusere tapsprosenten som har ført til en klart nedadgående trend. Det høye tapsprosenten i 2010 er en følge av porteføljeovertakelsen fra Citibank sin forbrukslånsvirksomhet i Norge. I boken *Verdsettelse i teori og praksis* sier R. Hoff (1997) er at forretningsbanker bør ha et forholdstall på rundt 0,5 %, noe Gjensidige opprettholder. Året 2009 og 2010 er ikke representativt som et normalår for tapsprosent og vi vil anta at en tapsprosent mellom 0,2 % og 0,5 % er mer nærliggende i fremtiden.

Avanserte modeller basert på intern og ekstern kundedata brukes av Gjensidige for å estimere sannsynligheten for mislighold. Basert på sannsynligheten for mislighold grupperes kundene i ulike klasser, lav middels eller høy. Tabellen nedenunder forteller oss at Gjensidige har hatt en økning i utlån med lav risiko som kan være en årsak til den avtakende tapsprosenten.

Tabell 20: Intern kreditrisiko

År	2010	2011	2012	2013	2014
Lav	73.33%	76.37%	79.79%	97.56%	81.88%
Middels	23.27%	17.72%	16.79%	2.01%	14.06%
Høy	3.40%	5.90%	3.42%	0.42%	4.06%

Majoriteten av utlånsporteføljen består av lån og kreditter sikret i boligeiendommer og er hovedsakelig representert med lav kreditrisiko. Gjennomsnittlig belåningsgrad er på 62,5 % og en markedskorreksjon i boligprisene vil derfor ha mindre utslag på Gjensidige sin risiko. Utlån klassifisert med høy kreditrisiko er hovedsakelig usikrete forbrukslån som også står for en stor andel av bankens tapskunder. Vår oppfatning er at Gjensidige har en tilfredsstillende kredittkvalitet i utlånsporteføljen.

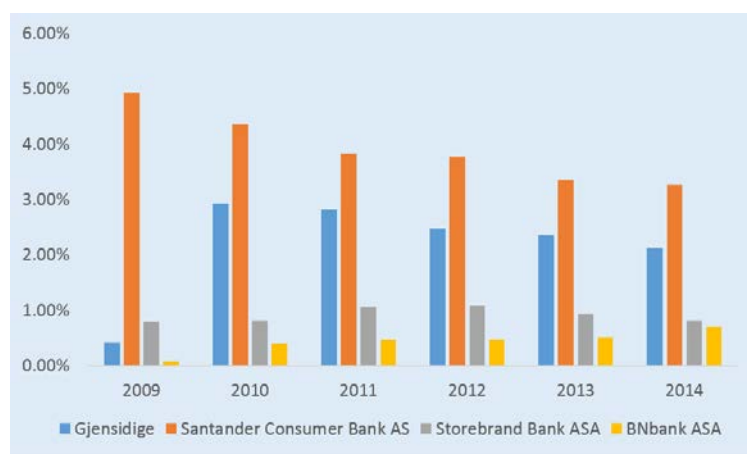
6.4.4.2 Netto renteinntekter

Den primære inntektskilden til Gjensidige Bank er renteinntekter og lønnsomheten måles ved å se på hvor mye banken sitter igjen med etter at rentekostnader er trukket i fra. Måltallet analyseres best dersom man ser det i forhold til gjennomsnittlig forvaltningskapital.

Formel 21: Netto renteinntekter

$$\text{Netto renteinntekter} = \frac{\text{Renteinntekter} - \text{Rentekostnader}}{\text{Gj.snittlig forvaltningskapital}}$$

Figur 25: Netto renteinntekter



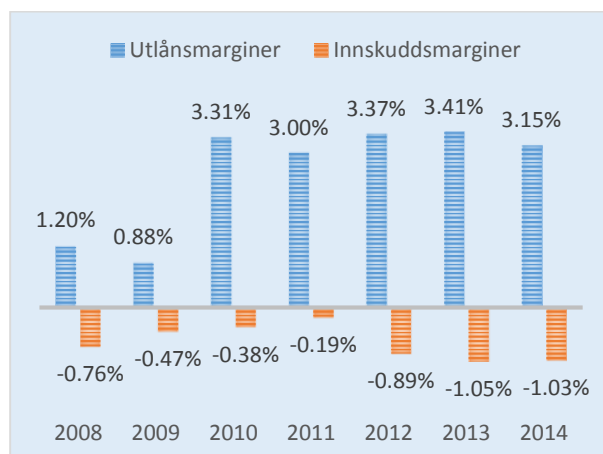
Vi observerer at Gjensidige hadde en unormalt lav rentemargin i 2009 som et resultat av svært liten andel av forbrukslån og andre kreditter som ofte gir høyere rentemarginer. Resterende år har Gjensidige en god rentemargin og er kun slått av Santander. Fra figur 24 husker vi en

tapsprosenten som var klart fallene hos Gjensidige. Likevel har selskapet oppretthold en høy rentemargin som indikerer bedre risikohåndtering av utlånsporteføljen sammen med god lønnsomhet. Noe av problemet med nøkkeltallet netto rentemargin er at økt risiko betyr økte renter. Som et resultat kan netto rentemargin øke, men det er grunnet en risikoøkning i utlånsporteføljen. Det er en klar sammenheng mellom utviklingen i tapsprosent (figur 24) og rentemargin (figur 25) for Gjensidige. For å skape verdi for investorer er det viktig at banken skaper en meravkastning utover markedsrentene. Det betyr enten lavere innskuddsrente eller høyere utlånsrente enn gjeldene markedsrente. Vi vil derfor analysere Gjensidige Bank sine innskudds og utlånsmarginer.

Innskuddsmarginer er differansen mellom Nibor-renten og renten på kundeinnskudd. Er differansen positiv forteller det at Gjensidige har lønnsomme kundeinnskudd. Nibor er en norsk internbankrente og betraktes som det beste anslaget på markedsrente (Finans Norge, 2014).

Utlånsmarginer er utlånsrenten fratrukket Nibor-renten. Dette er en viktig indikator på den underliggende inntjeningen til en bank. Det er en lønnsom bankdrift dersom differansen mellom utlånsrenten til kunder og renten de kunne fått i markedet er positiv.

Figur 26: Innskudds og utlånsmarginer



Gjensidige har negative innskuddsmarginer som betyr at de gir en høyere rente på kundeinnskudd enn renten de selv kan få i pengemarkedet. Dette er et resultat av flere faktorer. Allerede fra 2011 var banker pålagt å begynne prosessen med å tilpasse seg de nye kravene om økt kapital. Dermed betaler Gjensidige Bank en premie for å tiltrekke seg kundeinnskudd og på den måten tilfredsstillte Basel standarden. I tillegg vet selskapet at over 45 % av bankkundene også er forsikringskunder. Strategien kan dermed sees på som et

løkkes tilbud for deretter å selge inn forsikringsprodukter eller andre bankprodukter som er lønnsomme. Rentene i pengemarkedet har også i perioden vært lave mye grunnet usikkerheten i Eurosonen og bidratt til lave innskuddsmarginer.

På den andre siden har Gjensidige betydelig utlånsmarginer. Økningen i 2010 er utelukkende et resultat av porteføljeovertakelsen fra Citibank sin forbrukslåsvirksomhet i Norge oktober 2009.

6.4.5 Pensjon og sparing

Segmentet pensjon og sparing tilbyr produkter innenfor pensjon og fondsforvaltning hovedsakelig for å oppnå kryssalg til sine skadeforsikringskunder. Gjensidige tilbyr kun disse produktene til det norske markedet. Antall kunder innen segmentet pensjon og sparing som også er skadeforsikringskunder har holdt seg stabilt på 85 %. Dette betyr at veksten i inntektene hovedsakelig er drevet på salg til egne kunder og mindre i det eksterne markedet.

Gjensidige Investeringsrådgivning tilbyr kapitalforvaltning hovedsakelig gjennom investeringer i fond. Gjensidige Pensjonsforsikring tilbyr pensjonsprodukter innen innskuddsbaserte ordninger innen kollektiv tjenstepensjon, individuell tjenstepensjon og forvaltning av fripoliser og pensjonskapital bevis.

Gjensidige fokuserer på tjenstepensjon, hvor noen har tilleggsdekninger for uføre eller etterlatte, forvaltning av fripoliser og individuell uførepensjon.

6.4.5.1 Inntekter fra pensjon og sparing

Ettersom vi forholder oss til konsernregnskapet og det ikke er offentliggjorte selskapsregnskaper for Gjensidige Pensjonsforsikring AS eller Gjensidige Investeringsrådgivning AS har vi svært lite informasjon knyttet til detaljene rundt inntektene. Vi er dermed nødt til å foreta en overfladisk analyse av inntektene fra denne driften ut i fra den informasjonen som er tilgjengelig. Pensjon og sparing er likevel kun en støttevirksomhet til skadeforsikringsdriften og utgjør en mindre andel av konsernets inntekter og kostnader.

Tabell 21: Andel av konsernet inntekter og kostnader fra pensjon og sparing

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Andel av drifts inntekter	0.50%	0.90%	2.00%	3.00%	3.80%	4.70%	5.90%
Andel av erstatningskostnader	0.32%	0.98%	1.82%	3.08%	4.23%	5.10%	6.88%
Andel av driftskostnader	3.00%	2.70%	2.70%	2.70%	3.70%	5.10%	5.80%
Andel av netto investeringsinntekter	3.15%	1.70%	0.60%	0.80%	0.60%	1.00%	1.30%

Selv om inntekter fra Pensjon og sparing har vokst mer enn veksten i totale premieinntekter for Gjensidige er de fortsatt en så liten del at det foreløpig har redusert betydning fra et verdsettelsesstandpunkt.

6.4.5.2 Premieinntekter for pensjon

Premieinntekter fra tradisjonelle livsforsikringskontrakter blir generelt resultatført ved forfall. Hvis premieinntektene blir innbetalt over en periode som er vesentlig kortere enn perioden for de forventede kravene, vil deler av overskuddet bli regnet som påløpt og innregnet etter hvert som avtalen oppfylles. Den påløpte inntekten og senere innregning vil være direkte knyttet til størrelsen på forventede utbetalinger knyttet til avtalen (Nissim, 2010).

For investeringskontrakter og fripoliser, vil beløpene som er mottatt bli behandlet mer som innskudd. Dette vil derfor i utgangspunktet ikke være en del av inntektene. Innskuddene blir istedenfor kreditert forsikringstagerens konto i balansen.

Gjennom administrasjonen av sparing og pensjonskontrakter får også Gjensidige forvaltningsinntekter. Disse består av rene administrasjonsinntekter knyttet til investeringene, gebyrer ved kontraktsoppløsning enten ved oppsigelse eller død, risikopremier og andre inntekter knyttet til ulike garantier. Disse inntektene blir resultatført etter hvert som tjenesten utføres. For separate investeringsvalgporteføljer blir forvaltningsinntektene inntektsført når de er opptjent.

Tabell 22: Driftsresultat fra pensjon

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Premieinntekter fra pensjon	58	116	336	533	681	904	1,262
% endring		100.2%	188.7%	58.6%	27.8%	32.8%	39.6%
Erstatningskostnader	-39	-122	-258	-440	-575	-780	-1126
Andel av premieinntekter	67.1%	104.5%	76.9%	82.5%	84.5%	86.2%	89.2%
Driftskostnader	-101	-103	-110	-104	-123	-153	-192
Andel av av premieinntekter	173%	88%	33%	20%	18%	17%	15%
Teknisk resultat	-81	-108	-32	-11	-17	-28	-56

Pensjonsvirksomheten til Gjensidige har hatt et driftsunderskudd hvert år. Inntektene i seg selv har vokst kraftig helt siden 2008, men dette har blitt oppveid av en høy andel erstatningskostnader og driftskostnader. Den høye andelen driftskostnader i tidligere år kan forklares ved at Gjensidiges pensjonsdrift startet opp i 2006 og dermed vil andelen driftskostnader være avtagende ettersom andelen faste kostnader blir mindre. Generelt har driftsresultatet bedret seg ved at underskuddsandelen er mye mindre sammenlignet med inntektene. Ettersom forvaltningsinntektene og investeringsinntektene er utelatt fra tabellen over kan driftsresultatet tyde på at Gjensidige i utgangspunktet henter sine overskudd gjennom investerings- og forvaltningsinntektene. Dette kan også forklares ved at 75 % av kundeporteføljene er investeringsvalgporteføljer hvor alt av innskudd og verdiendringer i utgangspunktet tilfaller kunden.

De resterende porteføljene er knyttet til tjenstepensjon og fripoliser som gir garanterte avkastninger. Gjensidige er nødt til å sette av det meste av overskuddene knyttet til denne delen av kundeporteføljen ettersom den har en overvekt av risiko for langt liv. Grunnen er at den nye dødelighetstariffen, K2013, antar en lavere dødelighet enn gamle tariffen (Gjensidige, 2014).

Ut i fra reglene satt fra Finansdepartementet er det pålagt att oppreserveringen må basere seg på den enkelte kontrakts finansoverskudd. I tillegg må selskapene bidra med minst 20 % av oppreserveringsbehovet gjennom egenkapital (Finanstilsynet, 2013). Dette kan være en avgjørende faktor for at det tekniske resultatet ikke går i overskudd ennå. Denne opptrappingsplanen er pålagt å være ferdigstilt innen 2019, men ifølge årsrapporten til Gjensidige tyder mye på at de når målet innen 2016.

Resultattallene er hentet fra Gjensidiges konsoliderte resultatregnskap. Ved å sammenligne med tall som er oppgitt i Finans Norge sine kvartalsstatistikker for livsforsikring og pensjon oppstod det en utfordring (Finans Norge, 2015). Premieinntektene som Gjensidige oppgir er en sammenslåing av innbetalte premier og resultater knyttet til de ulike pensjonsporteføljene. Dette gjør det umulig å sammenligne premieinntektene og kostnadsandelene i regnskapet med konkurrenter i markedet eller bransjen. Selv om forfalte bruttopremier gjør at vi kan sammenligne veksten i inntektene, er det nær umulig å komme frem til de inntekstberegningene Gjensidige benytter i konsernregnskapet. Analysen av pensjonsinntektene vil derfor gi lite informative tall.

Vi vil heller fokusere på vekst i forvaltningskapital, forvaltningsinntektene og investeringsinntektene fra Gjensidiges virksomhet innen pensjon og sparing. Ettersom premieinntektene fra pensjon som blir oppgitt i konsernets resultatregnskap inneholder både innbetalte premier og endringer i porteføljene er det naturlig å anta at veksten i kapitalen gir en god indikasjon på veksten i inntektene.

6.4.5.3 Forvaltningsinntekter

En av de største resultatbidragene fra pensjonsvirksomheten og spareproduktene til Gjensidige er forvaltnings og administrasjonsinntekter som selskapene oppnår. Dette er tett knyttet til forvaltningskapitalen ettersom det ofte er basert på rentesatser knyttet til størrelsen til kapital og avkastningen.

Tabell 23: Forvaltningskapital og forvaltningsinntekter for pensjon og sparing

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total forvaltningskapital Pensjon	2,043	4,357	6,667	8,194	10,408	13,953	17,196
Vekst		113.3%	53.0%	22.9%	27.0%	34.1%	23.2%
Administrasjonsinntekter	2.4	17.0	14.1	22.0	36.5	49.1	61.7
Fortjenestemargin, annualisert	0.18%	0.53%	0.26%	0.30%	0.39%	0.40%	0.40%
Total forvaltningskapital Sparing	806	1,681	5,697	9,559	10,070	11,896	15,018
Vekst		108.5%	239.0%	67.8%	5.3%	18.1%	26.2%
Forvaltningsinntekter	14.7	11.2	22.5	31.3	28.5	33.1	36.4
Fortjeneste margin, annualisert	2.01%	0.90%	0.61%	0.41%	0.29%	0.30%	0.27%
Totale forvaltningsinntekter	14.7	11.2	22.4	31.3	65	82.2	98.1

Veksten i forvaltningskapitalen har vært avtagende både for spareproduktene og pensjonsproduktene. Gjensidige er innenfor pensjon og sparing en relativt nystartet aktør og det er derfor naturlig med høyere vekst i starten. Sammenligner vi med hele liv- og

pensjonsbransjen, den nasjonale spareveksten ekskludert offentlig forvaltning, og andre selskaper er det generelt høy vekst i markedet.

Vi ser også at det er en klar korrelasjon mellom veksten i landets sparing og veksten i kapitalen til liv og pensjonsselskapene, noe som er meget naturlig. Ved å trekke trendene tilbake til 1995 får vi en korrelasjon på 0,45.

Tabell 24: Vekst i forvaltningskapital og nasjonal sparevekst ekskludert offentlig forvaltning (SSB og Finans Norge, 2015)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gj.snitt
Norsk livs og pensjonsforsikring totalt	8.5%	15.1%	5.4%	10.0%	9.8%	10.4%	9.9%
Storebrand Liv	6.2%	9.1%	2.1%	7.0%	2.6%	2.9%	5.0%
Danica Pensjonsforsikring	26.4%	31.9%	25.2%	21.9%	28.9%	16.8%	25.2%
Sparebank 1 Livsforsikring	12.4%	7.8%	-0.3%	10.8%	13.5%	12.4%	9.4%
Nasjonal sparevekst eksl offentlig forvaltning	-11.0%	22.0%	6.0%	17.0%	16.0%	12.0%	10.3%

Store livs- og pensjonsselskapene som Storebrand og Sparebank 1 vokser mer moderat og på nivå med markedet. Danica Pensjonsforsikring som er mer på størrelse med Gjensidige Pensjon har en mer sammenlignbar vekst. Dette kan tyde på at de mindre selskapene tar større markedsandeler. Vi vil anta at Gjensidige sin kapitalvekst innenfor pensjon og sparing vil falle mer mot markedsnivå og følge veksten i landets sparing.

Gjensidiges fortjenestemargin knyttet til forvaltningsinntektene har blitt redusert ettersom de har økt forvaltningskapitalen betraktelig og tegningsprovisjonene har falt grunnet økt salg av renteprodukter. De siste årene har fondsforvaltningen innen sparing ligget på rundt 0,3 %, mens pensjonskapitalen har gitt en margin på 0,4 %. Gjensidige fastslår at de skal opprettholde en stabil risikofigur samtidig som de skal gi en konkurransedyktig avkastning til sine kunder. Ettersom dette er en støttevirksomhet antar vi at marginen fra forvaltningsinntektene vil fortsette å ligge på dette nivået fremover.

6.4.5.4 Finans- og investeringsinntekter

Finans og investeringsinntektene Gjensidige får fra pensjon og sparing er avkastning på investert egenkapital og overskudd i forhold til garantert avkastning til kundene. Netto investeringsinntekter er derfor hovedsakelig knyttet til selskapsporteføljen og kollektivporteføljen. Selskapsporteføljen tilsvarer selskapets egenkapital, mens

kollektivporteføljen er avsetninger for forpliktelser utover investeringsvalgporteføljen. Overskuddet for den garanterte avkastningen innen pensjon blir også tildelt kundene etter en gitt fordelingsnøkkel. Vi har ingen informasjon om detaljene rundt overskuddet fra pensjonsproduktene. Dermed er vi nødt til å se på totalavkastningen på begge porteføljene. Investeringsvalgporteføljen utelates ved beregningene av totalavkastningen ettersom avkastningen på denne porteføljen tilfaller kundene.

Tabell 25: Netto investeringsinntekter fra pensjon og sparing

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kollektiv og selskapsportefølje	779.1	1 780.8	2 456.4	2 961.3	3 593.2	4 057.8	4 659.5
Netto investeringsinntekter	8.1	48.2	14.5	18.7	18.0	25.3	31.2
Netto avkastning	1.04%	2.71%	0.59%	0.63%	0.50%	0.62%	0.67%

Avkastningen i 2009 er mye høyere enn de andre årene. Gjensidige fikk i dette året et godt avkastningsresultat etter markedets fallet i 2008, samtidig som dette er det eneste året de har allokert finansoverskudd fra kundeporteføljene til selskapet. De senere årene har avkastningen ligget stabilt mellom 0,5 % og 0,7 %. Alt overskudd fra fripoliseporteføljene med garantert avkastning er i helhet avsatt til fremtidige forpliktelser som nevnt tidligere fra 2010. Ettersom dette gjør at den beregnede avkastningen kan være noe misvisende vil det være hensiktsmessig å se på spreaden de oppnår over garantert rente i kundeporteføljen.

Tabell 26: Spread mellom oppnådd avkastning på kollektivporteføljen og garantert avkastning på kollektivporteføljen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Portefølje avkastning	5.29%	5.97%	5.33%	4.76%	4.57%	4.63%
Garantert avkastning	3.70%	3.50%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%
Spread	1.59%	2.47%	1.73%	1.16%	0.97%	1.03%
Avkastning i kroner	8.4	33.3	32.1	25.5	24.3	28.2
Fordeling til eiere 20%	1.7	6.7	6.4	5.1	4.9	5.6

Gjensidige har benyttet en fordelingsnøkkel på 80/20 mellom fripolisekundene og selskapet på finansoverskuddet ved tidligere år. Denne spreaden er kun beregnet på fripoliseproduktene, som utgjør største delen av kollektivporteføljen. Dette er den eneste informasjonen vi får i konsernregnskapet. Hvis vi benytter forenklete beregninger kan vi estimere en avkastning ut ifra hva selskapet ville ha fått hvis de ikke hadde trengt å sette av hele overskuddet for å øke avsetningene ved tidligere år.

Tabell 27: Justert avkastning på forvaltningskapital

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kollektiv og selskapsportefølje	779	1,781	2,456	2,961	3,593	4,058	4,660
Netto investeringsinntekter	8.1	48.2	21.2	25.1	23.1	30.2	36.8
Netto avkastning	1.04%	2.71%	0.86%	0.85%	0.64%	0.74%	0.79%

Vi ser dermed at den totale netto avkastningen ville grovt sett ligget mellom 0,65 % og 0,85% de siste fem årene. Ettersom aktivaallokeringen har vært stabil, med høy vektning av rentepapirer med A-rating eller bedre, antar vi at avkastningen vil fortsette på dagens nivå. Etter 2016, når opppreserveringen er ferdig, vil det være naturlig at avkastningen beveger seg mot nivået i tabell 26.

For å estimere hvor mye av den økte kapitalen som blir plassert i kollektiv og selskapsporteføljen vil vi se på vektningen i forhold til den totale forvaltningskapitalen.

Tabell 28: Fordeling av forvaltningskapitalen innen pensjon

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total investeringskapitalkapital pensjon	2,227	4,637	6,984	8,536	10,838	14,459	17,669
Andel kollektiv- og selskapsportefølje	35%	38%	35%	35%	33%	28%	26%
Andel investeringsvalgportefølje	65%	62%	65%	65%	67%	72%	74%

Andelen av kollektiv og selskapsporteføljen har blitt redusert. Det har vært økt etterspørsel av produkter med investeringsvalg og vi vil derfor anta at denne vil øke noe videre i fremtiden og at det vil lande på et nivå rundt 75/25.

Det er mange begrensninger knyttet til vurderingene rundt inntektene fra pensjon og spareproduktene. Mangelen på informasjon gjør at analysen er basert på svært subjektive vurderinger og derfor velger vi ikke å gå noe dypere inn på dette området ettersom vi ikke anser det som sannsynlig at det vil gi noe forbedring i resultatene. I tillegg er sammenligningsgrunnlaget ovenfor andre selskaper svakt, slik at det er problematisk å avgjøre Gjensidiges relative prestasjoner på dette området. Som nevnt tidligere er dette en mindre del av driften og det vil derfor være mer essensielt å fokusere på andre driftsområder.

6.4.6 Return on equity

Så langt har vi sett på Gjensidiges vekst og lønnsomhet knyttet til de ulike driftsområdene. For å kunne si noe om konsernets totale lønnsomhet er det viktig å analysere avkastning som eierne får på sin egen kapital. Det viktigste momentet er om selskapet klarer å skape merverdier utover avkastningskravet. Dette kan måles ved hjelp av return on equity (ROE) som måler avkastningen på egenkapitalen:

Formel 22: ROE

$$ROE = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

I tillegg til å måle historiske resultater, kan også ROE bidra med å forutsi fremtidige forandringer i inntjening. For eksempel er en høy ROE i gjennomsnitt etterfulgt av avtagende ROE, mens en lav ROE i gjennomsnitt blir etterfulgt av stigende inntjening. Denne reverseringen mot snittet kommer av en kombinasjon av økonomiske krefter og regnskapseffekter (Nissim, 2010). Konkurransen mellom selskaper, oppstart og nedleggelse og endringer i operasjonell praksis vil drive unormale nivåer av lønnsomhet tilbake til normalen. Reinvestering av overskudd og innskudd av ny kapital kan føre til videre konvergens. Når lønnsomheten er unormal vil reinvesterte inntekter og ny kapital mest sannsynlig gi mer normalt avkastningsnivå sammenlignet med eksisterende kapital. Dette driver ROE tallene mot gjennomsnittet.

I tillegg kommer effekter på regnskapet som økonomiske sjokk, realiserte tap eller gevinster, endring i verdivurdering og endring i kapitalstruktur. Disse parameterne kan være med på å gi svært avvikende ROE verdier i kortere perioder.

Tabell 29: Egenkapitalavkastning for Gjensidige og sammenlignbare selskaper

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gj.snitt
IF	21.8%	26.2%	22.0%	18.9%	25.6%	23.6%	25.4%	23.4%
Tryg	9.4%	22.4%	7.5%	13.1%	22.1%	21.5%	22.9%	17.0%
Sparebank 1	11.0%	18.9%	18.5%	2.7%	13.6%	24.2%	36.0%	17.8%
Codan	8.7%	10.6%	20.0%	17.7%	15.6%	11.3%	15.8%	14.2%
Storebrand	N/A	N/A	-56.4%	71.3%	11.3%	13.5%	25.6%	13.1%
Gjennomsnitt Skadeforsikring	12.7%	19.5%	17.0%	13.1%	19.2%	20.1%	25.0%	18.1%
Gjensidige	1.5%	11.1%	13.1%	11.9%	17.5%	14.1%	17.5%	12.38%
Sampo	-32.4%	55.7%	21.8%	7.7%	19.9%	13.4%	10.9%	13.9%
RSA	16.4%	13.4%	9.9%	11.6%	10.1%	-9.8%	2.2%	7.7%
Storebrand konsern	-9.2%	8.1%	11.3%	6.1%	8.2%	12.2%	11.4%	6.9%

ROE i skadeforsikringsbransjen er svært volatil. Gjensidige ligger noe under snittet for rene skadeforsikringselskaper, men sammenlignet med andre konserner som operer i samme type virksomheter ser vi at de har en høyere avkastning på egenkapitalen.

Sammenligningsgrunnlaget er allikevel noe svakt ettersom fordelingen av virksomhetsområdene skadeforsikring, pensjon og bank er noe ulik innenfor de ulike konsernene. Sampo er har en større andel eksponering mot bank, mens Storebrand har er mer eksponering mot pensjons- og livsforsikring. Ulik virksomhetssammensetning gir ulik risiko og ulik egenkapitalandel. Dermed kan en høyere risiko forklare høyere avkastning på egenkapitalen.

Gjensidige har hatt en stigende trend på siden 2008, det var også et unormalt år med tanke på at investeringsinntektene var negative dette året. I tillegg har resultatene fra pensjon, sparing og bank forbedret seg. Årene 2012 til 2014 ligger over snittet til Gjensidige, noe som kan forklares av bedret lønnsomhet og vekst innen skadeforsikring og bedre resultater knyttet til finansielle investeringer. Svingninger i verdiene til investeringer målt til virkelig verdi vil også være med på å påvirke ROE, derfor kan det være hensiktsmessig å se på ROE uten disse effektene.

Tabell 30: Justert ROE og andel av egenkapital

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROE	1.5%	11.1%	13.1%	11.9%	17.5%	14.1%	17.5%
Justert ROE	13.7%	10.9%	11.8%	14.6%	19.6%	15.0%	19.3%
EK-andel	30.0%	29.0%	28.0%	26.0%	27.0%	24.0%	19.0%

Fjerner vi verdiendringer på investeringsmidlene ser man at det i utgangspunktet har lav effekt på ROE med unntak av 2008 hvor Gjensidige hadde store tap på grunn av finanskrisen. Generelt sett er ROE høyere hvis vi ser bort fra verdiendringene. Snittet for ROE justert for verdiendringene er 15 % noe som er nærmere nivået for rene skadeforsikringsselskap. Det økte nivået de siste årene kan også forklares ved redusert egenkapitalandel. Dette kommer av det økte bidraget fra bankvirksomheten og pensjonsforvaltning som har lavere egenkapitalandel enn skadeforsikringsvirksomheten. Lavere egenkapital gir en lavere teller når man regner ut ROE og dermed øker forholdstallet.

Egenkapitalandelen er en vesentligfaktor for avkastningen på egenkapitalen. Derfor er det hensiktsmessig å se på selskapenes egenkapitalandel i tillegg til å se på ROE. IF er det selskapet blant skadeforsikringsselskapene som har lavest nivå av egenkapital (tabell 31). Dette kan være en medvirkende årsak til at de har generelt høyere ROE (tabell 29). Gjensidige har mellom 2008 til 2012 ligget over snittet for de rene skadeforsikringsselskapene, noe som også kan forklare en lavere ROE. De har gjennom opptak av ansvarlig lån og salg av tilknyttede selskaper redusert egenkapitalandelen etter 2013, noe som kan indikere en økning i fremtidig ROE.

Tabell 31: Egenkapitalandel for Gjensidige og sammenlignbare selskaper

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
IF	14.25%	17.5%	18.6%	17.6%	19.5%	20.7%	20.8%
Tryg	21.44%	21.6%	16.7%	16.9%	20.2%	20.8%	21.3%
Sparebank1	25.32%	27.4%	28.1%	25.4%	24.6%	24.8%	27.1%
Codan	23.28%	24.67%	21.7%	21.7%	25.0%	27.2%	26.3%
Storebrand	N/A	10.8%	22.3%	32.7%	30.9%	29.8%	29.4%
Gjennomsnitt Skadeforsikring	21.08%	20.39%	21.49%	22.89%	24.04%	24.65%	24.97%
Gjensidige	29.9%	29.3%	27.5%	26.2%	27.2%	24.1%	19.0%
Sampo	21.9%	28.6%	29.8%	29.6%	31.6%	32.7%	31.4%
RSA	17.1%	16.8%	16.9%	17.3%	17.0%	13.7%	17.9%
Storebrand konsern	4.3%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.9%	5.03%

Generelt ser man at egenkapitalandelene kan forklare noe av forskjellene i ROE mellom selskapene, men Storebrand konsern skiller seg fra de andre. De har lavere avkastning på egenkapitalen og lavere egenkapitalandel. Storebrand er hovedsakelig et livforsikringsselskap og ikke et like godt sammenligningsgrunnlag. Livsforsikringsselskaper har store forvaltningsporteføljer som medfører høye forpliktelsener. Deler av disse forpliktelsene

eksponerer ikke egenkapitalen for risiko ettersom avkastning på visse porteføljer går uavkortet til kundene. Dette gjør at det i utgangspunktet ikke er et sammenlignbart selskap, men allikevel er det nyttig å inkludere det ettersom det gir indikasjoner på at økt pensjonsvirksomhet kan gi lavere ROE og egenkapitalandel.

Ut i fra analysen av ROE, er det ingenting som tyder på at Gjensidige har en unormal ROE. Det er indikasjoner på at ROE vil øke samtidig som vi har sett at økt eksponering mot pensjonsvirksomhet kan redusere rentabiliteten. Gjensidige har en svært god kapitaldekning og tåler en videre reduisering av egenkapitalen hvis det skulle være nødvendig. Uansett vil vi si at Gjensidige har en tilfredsstillende ROE ut i fra hvilke markeder de operer i og vi forventer at den vil bevege seg på linje med skadeforsikringsbransjen.

7.0 Avkastningskravet

Våre estimerte fremtidige kontantstrømmer må diskonteres med et avkastningskrav for å finne dagens verdi. I dette kapittelet vil vi estimere Gjensidiges avkastningskrav til egenkapitalen. Den vanligste fremgangsmåten for å beregne egenkapitalavkastningskravet er å benytte seg av kapitalverdimodellen (KVM). Dette skyldes at modellen har solid teoretisk forankring om forholdet mellom risikoen for et selskap og dets forventede avkastning (Bodie, Kane, & Marcus, 2011). Investorer skal kompenseres for å ta på seg mer risiko dermed gir økt risiko et høyere avkastningskrav. KVM kan forklares matematisk slik:

Formel 23: Kapitalverdimodellen

$$K_E = r_f + B_{EK}(E(r_m) - r_f)$$

K_E = Avkastningskravet til egenkapitalen

r_f = Markedets risikofrie rente

B_{EK} = Egenkapitalens markedsrisiko = $\frac{Cov(r_{aksjer}, r_m)}{Var(r_m)}$

$E(r_m)$ = Forventet avkastning på markedsporteføljen

Kapitalverdimodellen er solid teoretisk, men gir liten veiledning på hvordan du skal bruke den i praksis. Modellen bygger på flere antagelser og forutsetninger om markedet og investorene for å tilpasse seg virkeligheten. Vi vil gjennomgå noen av de mest sentrale forutsetningene for KVM.

Teoretisk sier modellen at det skal kunne investeres i alle aktiva i markedet. Det er i praksis vanskelig å måle investeringer i for eksempel humankapital. Dermed vil man i praksis anta at det kun kan investeres i børsnoterte finansielle eiendeler som aksjer og obligasjoner.

Investorene betaler heller ingen skatt eller transaksjonskostnader ifølge KVM. I KVM kombineres den risikofrie renten med risikable eiendeler slik at porteføljeavkastningen blir rettlinjert (Schølberg, 2009). Denne antagelsen bygger på at lånerenten er lik sparerente, men i virkeligheten er lånerenten høyere enn sparerenten.

Videre antar KVM at det finnes perfekte markeder hvor det ikke er noen restriksjoner på short salg. Dette er ikke alltid sannheten i virkeligheten hvor man vil få problemer med å selge varige driftsmidler man ikke allerede eier. Det er heller ikke alle investorer som har muligheten til short salg, mindre betydningsfulle investorer kan få problemer med å ta store short posisjoner.

KVM forutsetter videre at alle investorer er nyttemaksimerende og investerer i effisiente porteføljer. I praksis vet vi at ikke alle eiendeler kan selges, for eksempel egenutviklet utstyr. Dette bryter med KVM fordi dette vil legge restriksjoner på investorens porteføljesammensetning.

Alternative modeller som blir brukt til beregning av avkastningskravet til egenkapitalen er Fama og French sin tre faktor modell og arbitrasje prising teori (APT) modellen. Fama-French modellen tar i utgangspunktet hensyn til tre faktorer for beregning av avkastningskravet. Dette er risikoen til en aksje over markedsporteføljen, selskapsstørrelse og bok-til-marked ratioer. Utviklerne Fama og French har mottatt en del kritikk og det hevdes at modellen inneholder målefeil. Fama-French differensierer seg også fra KVM ved å være basert på empiri og ikke teori (Koller et al., 2010).

I APT modellen vil en aksjes avkastning basere seg på en rekke risikofaktorer. Denne modellen har på den andre siden teoretisk styrke, men har vist seg å være en vanskelig modell å bruke i praksis. Det er uenighet rundt faktorene: Hvor mange risikofaktorer som skal brukes, hva de skal representere og hvordan de skal måles.

På tross av alle forutsetningene og nye alternative modeller er fortsatt KVM den mest brukte modellen i praksis. Dette skyldes hovedsakelig dens overlegne teoretiske fundament i forhold til andre modeller. Det trengs også en bedre modell for å utkonkurrere en eksisterende

velfungerende modell som KVM, og vi har så langt ikke sett en slik modell (Koller et al., 2010).

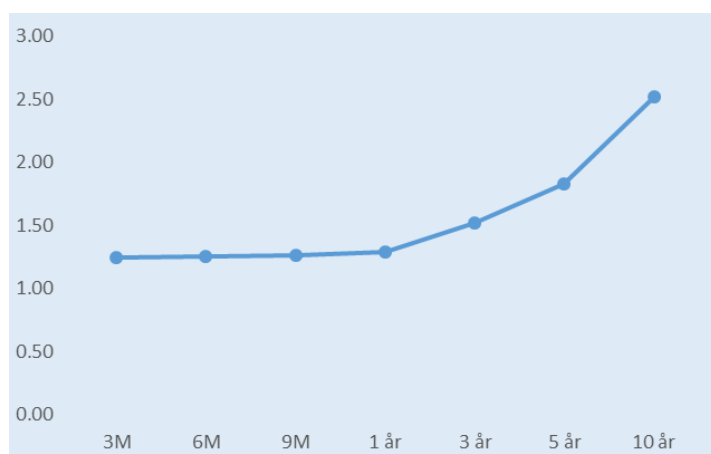
Vi velger dermed å benytte KVM i vår beregning av avkastningskravet til egenkapitalen. For å anvende denne teoretiske modellen i praksis har vi fokusert på analytikere og eksperter sine anbefalinger og således fulgt en standard fremgangsmåte for å bergene de tre størrelsene i modellen: risikofri rente, markedets forventende avkastning og beta.

7.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den avkastningen investorer kan oppnå uten risiko for mislighold eller konkurs. Fremgangsmåten for å fremstille en risikofri rente er lik for finansielle foretak som for ikke-finansielle foretak og det anbefales å bruke langsiktige likvide statsobligasjoner (Koller et al., 2010; Massari et al., 2014).

Figur 27 viser at valget av lengde på statsobligasjonene har mye å si for den risikofrie renten. Langsiktige statsobligasjoner gir en høyere risikofri rente enn kortsiktige statsobligasjoner. Investorer krever en høyere rentesats på langsiktige obligasjoner når de forventer at de kortsiktige rentene vil stige i fremtiden. Brukes kortsiktige statsobligasjoner i avkastningskravet vil vi ikke ta hensyn til at investoren kan reinvestere og få høyere avkastning når obligasjonen utløper. Dermed anbefales det å bruk langsiktige statsobligasjoner (Koller et al., 2010).

Figur 27: Årsgjennomsnitt for norske statsobligasjoner (Norges Bank)



S. Benninga anbefaler i boken *Financial Modelling* (2014) å benytte kortsiktig statsobligasjoner fordi den kortsiktige renten er mest risikofri grunnet forventet avkastning er mer lik faktisk avkastning. Alle statsobligasjoner som er uten risiko for mislighold eller konkurs innehar fortsatt en risiko for prisvariasjoner. En kortsiktig rente demper denne risikoen og det er dermed mest hensiktsmessige å benytte en kortsiktig rente.

PricewaterhouseCoopers (PwC) har i samarbeid med Norsk Finansanalytikeres Forening (NFF) i flere år gjennomført undersøkelsen *Risikopremien i det norske markedet*. Den er foretatt blant norske finansanalytikere for å finne ut hvilken risikofrie rente og risikopremie som brukes i praksis. I den nyeste versjonen (2014) kommer det frem at 48 % av analytikerne benytter 10-årig statsobligasjon, 17 % benytter 5-årig statsobligasjon, 11 % benytter 3-årig statsobligasjon og 11 % benytter 3- måneders pengemarkedsrente (NIBOR).

Dersom avkastningskravet er basert på en rente under inflasjonsforventning vil det indirekte føre til negativ risikofri realrente. Flere investorer vil i en slik situasjon revurdere utregningen sin av den risikofrie rente (PwC, 2014). Flere av analytikerne sier også at de benytter samme tidshorisont på statsobligasjonene som på den aktuelle kontantstrømmen.

Vi har valgt å benytte årsgjennomsnittet for 10-årig statsobligasjon på 2,52 % ved utgangen av 2014 som vår risikofrie rente. Dette er i tråd med teoretiske anbefalinger fra Koller et al. (2010) og med flertalls konsensus fra undersøkelse til PwC (2014). Gjensidige konsern har kontantstrømmer i norske kroner. Vi har valgt å benytte statsobligasjoner notert i samme valuta som selskapet har kontantstrømmer for å få en konsekvent inflasjon.

7.2 Beta

Beta måler samvariasjonen mellom en aksje og markedet, systematisk risiko. Usystematisk risiko (bedriftsspesifikk) kan elimineres av veldiversifiserte investorer (Kaldestad et al., 2011). Dermed er det kun udiversifiserbar risiko som betegnes som systematisk risiko. Vi kan ikke observere betaen til Gjensidige direkte, men vi kan estimere den ved hjelp av følgende regresjonsligning:

Formel 24: Regresjonsligning for betaberegning (Koller et al., 2010)

$$R_i = \alpha + \beta R_m + \epsilon$$

R_i = Avkastning på Gjensidige aksjen

α = Alpha som er skjæringspunktet på Y-aksen

β = Beta

R_m = Avkastning på markedsporteføljen

ϵ = Feilledd som ikke forklares i regresjonen.

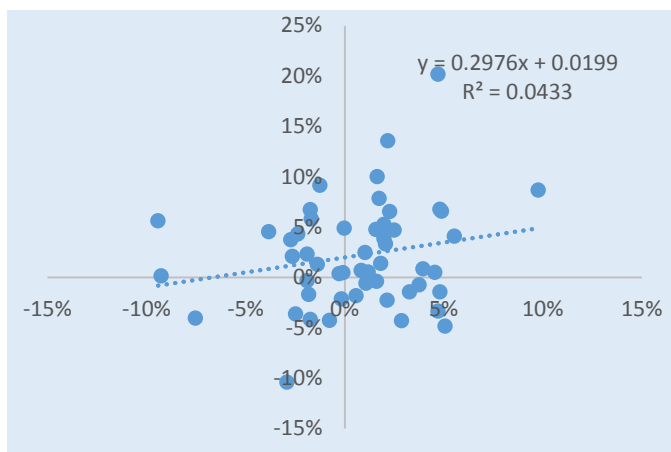
KVM gir ingen anbefalinger på input i regresjonsligningen. Valg av lengde på tidsserien, hyppighet av observasjonene og hvilken indeks som skal benyttes som markedsportefølje varierer i praksis. Tidsseriedata kan observeres i alt fra måneder til år hvor avkastningen måles daglig, ukentlig, månedlig eller årlig. Bloomberg benytter en tidsserie på 2 år med ukentlig observasjoner, mens Morningstar Ibbotson benytter 5 år med månedlig data. Fordelen med å bruke flere år, 5 til 10 år med historisk avkastning, er at man da får sett samvariasjonen mellom selskapet og indeksen gjennom både opp- og nedgangstider (Kaldestad et al., 2011). Ulempen med en lang tidsserie er at strukturelle endringer i selskapet ikke vil bli like godt representert i dagens beta verdi og dermed vil vi underestimerer risikoen i selskapet (Koller et al., 2010).

Vi har valgt å benytte en tidsserie på 5 år med månedlige observasjoner som anbefales av McKinsey (Koller et al., 2010). Det har ikke vært noen store strukturelle endringer i Gjensidige de siste fem årene. Bank, pensjon og sparing var allerede en del av konsernet før børsnoteringen. Det har vært noen oppkjøp av mindre selskaper spesielt i utlandet som har en innvirkning på risikoen. Dette er av så liten art at vi velger å ikke endre observasjonslengden på målingene våre.

Markedsporteføljen skal i teorien representere en vektet portefølje av alle aktiva i markedet både noterte og unoterte aktiva som for eksempel investeringer i eiendom, aksjer,

humankapital og private selskaper. Det er i praksis umulig å observere en sann markedsportefølje som inkluderer alle aktiva og dermed er det vanlig å bruke en indeks som tilnærming (Koller et al., 2010). Det er hensiktsmessig å benytte en markedsportefølje som er representativt for investorene. Det blir frarådet å bruke en lokal markeds indeks som Oslo børs hovedindeks (OSEBX). I Norge finnes det noen få store selskaper og en oljeindustri med for stor vektning som ikke gir en god tilnærming til en markedsportefølje. Vi har valgt å benytte MCSI World Indeks som vår tilnærming til markedsporteføljen. Dette er en verdensindeks bestående av middels og store selskaper fra 24 industrialiserte land og representerer den systematiske risikoen i hele markedet.

Figur 28: Regresjonsanalyse Gjensidige vs MSCI World Indeks 2010-2015 mnd. avkastning



Stigningstallet i regresjonsanalysen gir oss en estimert beta for Gjensidige på 0,3. Dette betyr at en månedlig økning eller reduksjon på 1 % i MSCI World Indeks vil resulter i en 0,3 % økning eller reduksjon i avkastningen til Gjensidige. R^2 uttrykker en forklaringsgrad som forteller oss at 4 % av endringene i avkastningen til Gjensidige kommer som et resultat av variasjoner i MSCI World Indeks. Dette er veldig lavt sett i forhold til gjennomsnittet som ligger rundt 30 % til 40 % og indikerer at over 96 % av endringene i avkastningen til Gjensidige er et resultat av bedriftsspesifikke faktorer (Benninga, 2014).

Det har over tid vist seg at betaer har en tendens til å bevege seg mot 1. Markedet totalt sett har en beta på 1, og Marshall Blume viste at betaer har en tendens til å bevege seg mot 1. For å justere for denne tendensen er det vanlig å justere estimert beta mot 1 med følgende matematisk formel (Koller et al., 2010):

Formel 25: Betajustering

$$\text{Justert Beta} = \text{Estimert beta} * (2/3) + (1/3)$$

Bruker vi denne anbefalte justeringen ender vi opp med en Beta for Gjensidige på **0,53**.

Estimeringen av beta inneholder flere ting det er verdt å merke seg. Gjensidige har kun 53 observerbare måneder på Oslo børs som er litt under 5 år. Forklaringsgraden på 0,0433 er også veldig lav. Dette kan blant annet skyldes at verdensmarkedene er veldig påvirket av pris og etterspørsel på råvarer. MCSI World Indeks kan stige som følge av økte inntjener på råvarer, mens avkastningen til Gjensidige er mindre avhengig av disse faktorer.

En annen årsak til lav forklaringsgrad kan være likviditeten og eierstrukturen. Gjensidige var den 18. mest omsatte aksjen på Oslo Børs i 2011, det første hele året på børs. I 2014 og 2015 var Gjensidige henholdsvis den 21. og 18. mest omsatte aksjen. Dette indikerer ikke en aksje som er lite omsatt eller illikvid. For å bedre måle likviditeten til Gjensidige dividerer vi det totale antall aksjer som det ble handlet for i 2014 med antall utestående aksjer i perioden. Høy omsetningshastighet indikerer høy likviditet. Omløpshastigheten til Gjensidige var i 2014 på 32 %. Sammenlignet med andre selskaper som for eksempel Statoil 54 %, Telenor 31 % og DNB 51 % ser vi at Gjensidige ikke er signifikant lavere. Vi kan derfor ikke konkludere med at Gjensidige er illikvid.

Gjensidige har en eierskapsfordeling hvor en eier, Gjensidigestiftelsen eier 62,5 % av aksjene i selskapet. En slik eierstruktur kan påvirke avkastningskravet hvis beslutninger endres vekk fra lønnsomheten. I sin undersøkelse blant analytikere fant også PwC ut at 76 % mente eierstrukturen påvirker avkastningskravet. Dette kan indikere at bransjebeta er mer representativt som mål på risiko for investorer.

Hovedformålet ved å estimere beta er å finne en beta som representerer den fremtidige betaen til et selskap og ikke den historiske. For å forbedre vårt estimat er det hensiktsmessig å benytte seg av bransjebetaer. Selskaper i samme bransje møter samme operasjonelle risiko og skal i teorien ha samme operasjonell beta. Så lenge estimeringsfeil ikke er korrelerte mellom de ulike selskapene i en bransje vil overestimerte og underestimerte betaer kanselleres ut og bransjebetaer vil dermed utgjøre det beste estimatet (Koller et al., 2010). Problemet for ikke-finansielle foretak er at selskaper med ulik gjeldsgrad vil ha ulik beta. Beta er også et estimat på finansiell risiko og mer gjeld indikerer høyere risiko for investorene. Dette er som regel ikke et problem for finansielle foretak. Finansielle foretak har som regel lave egenkapitalandeler og forskjeller kan betraktes som ubetydelige (Massari et al., 2014).

Problemet blir igjen å finne like finansielle foretak, for å bli kvalifisert som like bør selskapene ha samme størrelse, geografi og forretningsmodell.

Vi har valgt å konstruere tre bransjebetaer, en for skadeforsikringselskap, en for livs- og pensjonsselskap og en for bankselskaper. Disse tre bransjebetaene vekter vi basert på hvor stor del de ulike segmentene har på den totale tekniske omsetningen til Gjensidige. Tallene er hentet fra Bloomberg.

Tabell 32: Bransjebeta for Skadeforsikring målt mot MSCI World Indeks 5 år/mnd. avkastning

Selskapsnavn	Beta	Justert beta
Codan	0.38	0.59
Tryg	0.24	0.49
Trygg-Hansa	0.34	0.56
Sampo	0.78	0.85
RSA	0.69	0.79
Vest-Europa* gjennomsnitt	0.85	0.90
= Vekted gjennomsnitt	0.41	0.61

* 54 selskaper inkluderer Baltikum.

Tabell 32 indikerer at selskaper som hovedsakelig har virksomheten i Skandinavia (Codan, Tryg og Trygg-Hansa) har en lavere beta enn selskaper i resten av Vest-Europa. Sampo er et selskap som tilbyr skade- og livsforsikring gjennom IF og Mandatum til Norden og Baltikum. Sampa eier også 20 % av Nordea og kan dermed levere et totalprodukt av finansielle tjenester. RSA er et multinasjonalt forsikringselskap med virksomhet i hele verden, men hovedsakelig i Europa. Dette gjør at selskapet inkluderes i vår estimering av bransjebeta. Ved beregning av vektete gjennomsnittet er de selskapene som kun har virksomhet i Skandinavia lagt størst vekt på (70 %). Vest-Europa gjennomsnitt, RSA og Sampo føler vi representerer Gjensidige svakere og vektlegger disse selskapene med 30 %. For skadeforsikringsbransjen gir det oss en beta på **0,61**.

Tabell 33: Bransjebeta for livsforsikring og pensjonsselskap

Selskapsnavn	Beta	Justert beta
DNB	1.43	1.28
Storebrand	1.93	1.62
Vest-Europa gjennomsnitt	1.02	1.01
= Gjennomsnitt	1.41	1.28

DNB og Storebrand har en betydelig andel av inntektene fra bankvirksomhet og er blant de største konkurrenten til Gjensidige i Norge innenfor livs- og pensjonsprodukter. Vi velger

dermed å beregne en beta til liv og pensjonsbransjen som et vektet gjennomsnitt av vesteuropeiske selskaper, DNB og Storebrand. Storebrand med en beta på 1,62 har større andel av inntektene fra livs- og pensjonsprodukter enn DNB og det er ikke helt usannsynlig at Gjensidige Pensjons AS har en beta på 1,28.

Bransjebeta for bank har vi basert på de 22 bankene som er notert på Oslo Børs. Gjennomsnittet av alle disse bankene er 0,75.

Tabell 34: Vektet Bransjebeta

Beta	Vektor	Beta	Beta vektet
Skadeforsikring	88%	0.61	0.53
Pensjon og sparing	6%	1.28	0.08
Bank	6%	0.75	0.04
Total	100%		0.66

En total bransjebeta er estimert til **0,66** for Gjensidige. Skadeforsikring står for største delen av omsetningen til Gjensidige og har dermed størst påvirkning på den totale bransjebetaen. Vi velger å bruke en beta på 0,66 i beregningen av avkastningskravet.

7.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er forventet avkastning i markedet utover den risikofrie rente. Denne forventede avkastningen må estimeres, men det finnes ingen universalt aksepterte modeller som enkelt estimerer markedets risikopremie.

Det er vanlig å bruke historisk avkastning på en indeks (markedsporteføljen) over statsobligasjoner (risikofri rente) som et estimat på fremtidig risikopremie. Lange tidsserier, ofte over 100 år tilbake, anbefales å brukes fordi det vil redusere estimeringsfeil. Dersom risikoaversjonen til investorene har vært den samme i løpet av årene er historisk avkastning en representativ tilnærming til markedets risikopremie (Koller et al., 2010).

Credit Suisse har gjennomført en slik analyse for Norge i rapporten *Global investment returns yearbook (2015)*. Den beregner avkastningen til aksjer og obligasjoner i Norge fra 1900 til 2014. Resultatet sier at markedets risikopremie basert på hele perioden er 3,1 %, mens det fra 2000 til 2014 har gitt 4,9 %. Markedets risikopremie skal optimalt estimeres ved bruk av langsiktige statsobligasjoner og ikke kortsiktige statsobligasjoner siden dette bedre reflekterer kontantstrømmen til selskapet. Dette er i kontrast til resultatene fra Credit Suisse som bruker

kortsiktige statsobligasjoner i sine beregninger. Baserer vi helle resultatet på langsiktige statsobligasjoner får vi en risikopremie på 2,3 % fra 1900 til 2014, og 1,4 % fra 2000 til 2014.

I praksis brukes en betydelig høyere risikopremie. I undersøkelsen til PwC (2014) viser det seg at 87 % av analytikere brukte en risikopremie mellom 4 % til 6 %. Det vektete gjennomsnittet kom på 4,7 % og medianen kom på 5 %.

Fernandez, Linares og Acin (2015) har gjennomført en verdensomspennende undersøkelse blant professorer, analytikere og bedriftsledere for å kartlegge hvilken risikopremie som blir brukt. I Norge brukte gjennomsnittet av alle som svarte 5,5 %, hvor medianen lå på 5,2 %.

Hovedformålet med estimeringen av markedets risikopremie er å benytte seg av en forventet avkastning i fremtiden. Historisk avkastning på markedsporteføljen utover risikofri rente viser seg å være betydelig lavere enn risikopremien som brukes i praksis. Markedets risikopremie vil også variere over tid, i perioder med optimisme er risikopremien lav, mens i perioder med lav optimisme er risikopremien høy. Vi antar dermed at markedets risikopremie vil være 5,5 %.

7.4 Oppsummering avkastningskravet

Setter vi sammen de ulike komponentene i KVM, finner vi avkastningskravet til egenkapitalen for Gjensidige.

$$E_k = 2,52 + 0,66 (5,5 \%) = \mathbf{6,2 \%}$$

Et avkastningskrav til egenkapitalen på 6,2 % kan virke litt lavt. Dette er hovedsakelig et resultat av lave rentenivåer og betaer i markedet. Avkastningskravet er likevel nesten to og en halv gang høyere enn den risikofrie renten.

8.0 Prognoser

I dette kapittelet vil vi estimere veksten i fremtidige resultat og balansestørrelser. På resultatsiden må det tekniske regnskapet og investeringsprestasjonene predikeres, mens på balansesiden må investeringseiendeler, avsetninger og kapitaldekning estimeres.

For å lage realistiske prognoser vil vi ta utgangspunkt i både den strategiske gjennomgangen og regnskapsanalysen.

Vi er også avhengig av å lage prognoser for utvikling innen pensjon, sparing og bankvirksomheten. Fokuset vil likevel være på skadeforsikringsdriften ettersom dette er den virksomheten som har det overordnede fokuset i Gjensidige.

8.1 Tidshorisont

Det er viktig å velge en riktig tidshorisont på prognoseperioden. Hva som er riktig tidshorisont kan variere fra selskap til selskap. Målet er å velge en tidshorisonten som dekker perioden frem til selskapet oppnår stabil vekst, omtalt som steady state (Kaldestad et al., 2011). Steady state beskriver en tilstand hvor et selskap vokser med en konstant vekstfaktor. Dette oppstår ved å anta at selskapet reinvestere en fast andel av overskuddet hvert år. I tillegg vil selskapet ha en konstant avkastning på eksisterende og ny kapital. Dette gjør at man inn i fremtiden etter prognoseperioden kan benytte en evigvarende vekstformel (Koller et al., 2010).

Boye og Dahl (1997) anser det som normalt å benytte prognoser som går over 7 til 15 år, mens Koller et al (2010) anbefaler 10 til 15 år fordi dette øker sannsynligheten for å inkludere svingninger som skyldes sykluser.

En lang tidshorisont er hensiktsmessig for selskaper som opplever sterk vekst eller som går inn i en omstrukturingsfase (Kaldestad et al., 2011). Lengre tidshorisont øker likevel usikkerheten til de ulike parameterne som ikke er ønskelig

Skadeforsikringsmarkedene i Skandinavia er modne og Gjensidige forventer at de vil vokse med den økonomiske utvikling i de respektive landene. Dette indikerer lavere prognoseperiode. Baltikum som er et umodent forsikringsmarked og Gjensidige sin kraftige vekst innen bank, pensjon og sparing indikerer lengre tidshorisont. Vi velger en prognoseperiode på 10 år. I 2024 antar vi at Gjensidige har nådd steady state. Veksten i de

ulike segmentene er ventet å ta av. Pensjon, sparing og bankprodukter er hovedsakelig et supplement til skadeforsikringskunder og fullt potensiale vil være nådd.

I undersøkelsen til PwC og NFF (2014) ble også norske analytikere spurt om forventinger til langsiktig vekst. Resultat viser at 71 % baseres seg på en vekst mellom 2 % til 3 %.

Gjennomsnittet brukte en langsiktig vekst lik inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 %. Som konstant vekstfaktor i steady state benytter vi 2,5 % som er i tråd med analytikere og inflasjonsmålet til Norges Bank.

8.2 Skadeforsikring

De fleste områdene blir påvirket av økningen i forsikringsdriften og derfor vil det være hensiktsmessig å starte med estimeringen av fremtidige premieinntekter (Massari et al., 2014).

Prognoser knyttet til Gjensidiges premieinntekter fra skadeforsikring legger grunnlaget for fremtidsregnskapet. Ved å starte med en top-down analyse gjennom estimering av veksten for forfalte bruttopremier i Gjensidiges markeder kan man lage prediksjoner ut ifra Gjensidiges forventede markedsandeler.

8.2.1 Premieinntekter Skadeforsikring

Premieinntektene fra skadeforsikring står for det viktigste bidraget til det tekniske resultatet. Veksten i premieinntekter blir påvirket av nasjonaløkonomisk vekst, prisstigning og forsikringsbransjens modenhet (Massari et al. 2014). Dette vil vi bruke som et utgangspunkt for å estimere premieinntektene i de ulike segmentene.

Gjensidige forventer at den organiske veksten vil følge landenes BNP utvikling. I tillegg har Gjensidige som mål om å utnytte lønnsomme vekstmuligheter gjennom oppkjøp. For å best mulig implementere disse strategiene ser vi det som mest hensiktsmessig å estimere markedsandeler i de ulike landene. Gjensidige gir mye informasjon i årsrapporten hvilken markedsandel de forventer i forbindelse med oppkjøp som vil bli brukt som et utgangspunkt.

Markedsandelen vil ut i fra det totale skadeforsikringsmarkedet gi oss Gjensidige sine forfalte premieinntekter. For å lage prognoser på skadeforsikringsmarkedet vil vi bruke historisk vekst, veksten i BNP og skjønnsmessige vurderinger. Det er derfor i de ulike landene brukt en vektor for estimert BNP vekst og en vektor basert på historiske vekst i forsikringsmarkedet.

Tabell 35 viser IMF sine prognoser for fremtidig nominell BNP vekst i Gjensidiges geografiske områder:

Tabell 35: BNP vekst (IMF, 2015)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Norge	2.4%	3.7%	4.0%	4.2%	4.4%	4.4%
Sverige	3.7%	4.3%	4.7%	4.8%	4.8%	4.6%
Danmark	2.4%	4.0%	4.4%	4.6%	4.6%	4.7%
Baltikum	4.1%	5.5%	5.9%	6.1%	6.1%	6.2%

Disse prognosene vil bli benyttet i våre estimater frem til 2020. Etter 2020 antar vi at BNP vil konvergere ned mot det langsiktige inflasjonsnivået i de ulike landene før det når steady state i 2024.

Tabell 36: Langsiktig inflasjonsforventning (IMF, 2015)

	2020 ->
Norge	2.5%
Sverige	2.2%
Danmark	2.0%
Baltikum	2.2%

8.2.1.1 Norge

Det norske skadeforsikringsmarkedet er et modent marked hvor konkurransen er hard mellom de ulike selskapene. I et slikt marked er det normalt å anta at veksten hovedsakelig blir drevet av veksten i BNP. Dette er også i samsvar med Gjensidige sine egne antagelser.

Den historiske veksten i det norske skadeforsikringsmarkedet har de siste syv årene vært litt over 4 %. Vi har valgt å vektlegge IMF sine BNP forventninger med 90 % og den historiske gjennomsnittlige veksten i skadeforsikringsmarkedet med 10 % i årene frem til 2020. I årene etter antar vi at veksten i markedet er utelukkende et resultat av veksten i BNP.

For å komme frem til forfalte premieinntekter for Gjensidige i prognoseperioden trenger vi estimater på markedsandelen i Norge. Nedenfor følger en tabell med estimerte markedsandeler frem til 2024 hvor vi antar at selskapet når steady state.

Tabell 37: Estimerte markedsandeler Norge

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Markedsandeler Norge	21.3%	21.3%	21.3%	21.2%	21.0%	20.9%	20.9%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%

I 2013 og 2014 gjenvant Gjensidige noe av markedsandelene sine i Norge etter en perioden med fall i markedsandeler. Dagens lave rentenivået og forventningene til SSB og Norges Bank om lave rentenivåer på kort sikt kan tvinge Gjensidige til å fokusere på kjernevirksomheten innen skadeforsikring. Vi antar derfor at Gjensidige vil klare å holde dagens markedsandeler på 21,3 %. Ut i fra den strategiske analysen tror vi at rivaliseringen i det norske markedet vil øke på sikt. Dermed vil markedsandelen få en svak reduksjon frem mot 2020. Vårt inntrykk er at Gjensidige fokuserer mer på vekst i andre geografiske markeder og at de heller vil holde en stabil lønnsom posisjon i Norge. En markedsandel på 21 % anser vi som det laveste Gjensidige vil tolerere. Deres gode overdekning og fokus på lønnsomhet har satt Gjensidige i en god strategisk posisjon for å motvirke større fall i markedsandeler.

8.3.2.1 Sverige og Danmark

Skadeforsikringsmarkedene i Danmark og Sverige er også modne markeder, dette gjør at vi bruker samme vektorer for BNP og veksten i skadeforsikringsmarkedet som i Norge. Gjennomsnittsveksten i det danske markedet har i de siste syv årene vært 3,4 %, mens veksten i Sverige har vært 1,5 %.

Gjensidige kjøpte i 2014 opp to mindre skadeforsikringsporteføljer i Sverige. Dette antar vi vil resultere i økte markedsandeler hvor markedsandelen i Sverige vil ende på 1,7 % fra 2015. Som vi har sett på tidligere har det svenske markedet en svakere lønnsomhet. Dette anser vi vil ha en dempende effekt på Gjensidiges fokus på dette markedet. På kort sikt vil heller Gjensidige utnytte vekstmulighetene i Baltikum, lønnsomheten i Danmark og stabilisere markedsandeler i Norge.

På lengre sikt vil den svake lønnsomheten i Sverige redusere rivaliseringen. Dette skaper muligheter for Gjensidige som vi tror vil foreta et oppkjøp i 2020. Dette vil resultere i økning av markedsandeler til 2,5 % som vi antar vil holdes i steady state.

I Danmark ble det foretatt en porteføljeovertakelse til en verdi på 250 millioner danske kroner i 2014. Dette tilsvarer en markedsandel på 0,5 %. Vi antar mindre frafall etter overgangen til Gjensidige og estimerer en økning i markedsandeler på 0,4 % til totalt 6,8 % i 2015. De neste årene vil Gjensidige få fullt utnyttet oppkjøpet og markedsandelene vil øke mot 7,5 % i 2024 som vi antar vil holdes i steady state.

Tabell 38: Markedsandeler i Sverige og Danmark

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Markedsandeler Danmark	6.40%	6.8%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.2%	7.5%	7.5%	7.5%
Markedsandeler Sverige	1.5%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

8.3.2.3 Baltikum

Baltikum er et område med stort vekstpotensial. Markedet er umodent og store deler av privat- og næringslivssegmentet er fortsatt uforsikret.

Skadeforsikringsmarkedet har hatt en negativ utvikling de siste syv årene og falt med et årlig gjennomsnitt på 1,34 %. Finanskrisen gikk spesielt hardt utover det baltiske forsikringsmarkedet og forsikringsmarkedet er den dag i dag på et lavere nivå enn før finanskrisen. De siste årene har trenden snudd og markedsveksten har vært positiv. I tillegg har IMF høye BNP forventninger til Baltikum i forhold til BNP veksten i tidligere år. Siden markedet er umodent antar vi at den økonomiske bedringen vil medføre en vekst over IMF sine BNP forventninger. Vi legger derfor til grunn en 6 % økning i 2015 som øker jevnt mot 9 % i 2020. Deretter vil veksten konvergere mot den langsiktige inflasjonsforventningen og havne på 3 % i 2024.

Gjensidige kjøpte i februar 2015 et skadeforsikringsselskap som i 2014 hadde forfalte bruttopremier på om lag 50 millioner euro. Dette tilsvarer en markedsandel på 5,13 % av det totale baltiske markedet. Gjensidige antar at overtakelsen vil øke markedsandelene deres fra 7 % til 13 %. Overtakelsen er ikke ventet å bli gjennomført før i slutten av 2015. Dermed vil ikke overtakelsen øke markedsandelene markant før i 2016 som vi forventer skal øke til 12 %.

Den økte veksten i det baltiske skadeforsikringsmarkedet og økonomiske utviklingen i landene vil tiltrekke seg nye konkurrenter. Økt rivaliseringen kombinert med fokuset Gjensidige har på lønnsomdrift vil dermed gjøre det vanskeligere å fortsette veksten i markedsandelene.

Tabell 39: Markedsandeler i Baltikum

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Markedsandeler Baltikum	6.9%	8.0%	12.0%	12.5%	13.0%	12.8%	12.8%	13.0%	12.7%	12.7%	12.7%

8.2.2 Gjenforsikring

Gjenforsikring vil si å gi fra seg deler av inntektene ved en kontrakt mot at risikoen deles mellom partene. Som vi så i regnskapsanalysen har Gjensidige hatt et stabilt nivå hvor de gir fra seg 3 % til gjenforsikring av forfalte bruttopremier. Vi ser ingen grunn til at dette skal endre seg i fremtiden og vil benytte 3 % i våre fremtidsprognoser.

8.2.3 Kostnader Skadeforsikring

For Gjensidige er den største kostnadsposten erstatningsutbetalinger. Av totale forfalte bruttopremier i 2014 utgjorde erstatningskostnadene 71 %. Denne skadeprosenten har hatt en klart nedadgående trend fra 79 % i 2010. Gjennomsnittet de siste syv årene har vært på 75 %. Den gode lønnsomheten i Norge og Danmark, som Gjensidige er størst eksponert mot, indikerer lave erstatningskostnader på kort sikt. Gjennomføringen av oppkjøpet i Baltikum, implementeringen av porteføljene i Danmark og Sverige samt fokuset på å holde markedsandeler i Norge vil likevel drive erstatningskostnadene opp til 74 % i 2017 og 75 % i 2018. Etter dette vil nok konkurransen spesielt i Norge og Danmark intensiveres. Dette indikerer at det vil bli vanskeligere å opprettholde dagens lønnsomhet. I en slik situasjon vil skadeprosenten til Gjensidige øke ettersom vi antar de vil kjempe for å beholde markedsandelene. Videre antar vi at bedre framtidsutsikter i Baltikum og bedring i lønnsomhet også vil øke konkurransen i dette markedet. Sammen med forventninger om økte rentenivåer etter 2020 vil dette drive skadeprosenten opp mot 77 % i 2024.

Driftskostnader utgjorde 15 % av forfalte bruttopremier i 2014. Kostnadsandelen har også hatt en fallende trend fra toppen som var 18 % i 2008. Gjennomsnittet har vært 16,2 % av forfalte bruttopremier de siste syv årene. Oppkjøpet i Baltikum og fokuset på å holde markedsandeler i Norge vil være med på å øke kostnadsandelen på kortsikt. Integrasjonskostnader og økte investeringer gjør av vi estimerer en kostnadsandel på 15,5 % i 2015 før den øker til 17 % i 2016 og 18 % i 2017. Baltikum er også det segmentet med høyest kostnadsandelen og en vekst i dette segmentet vil øke kostnadsandelen til konsernet som helhet. Etter 2018 forventes det at synergieffektene med oppkjøpene vil bidra til en lavere kostnadsandelen og at denne vil reduseres jevnlig ned til 15,5 % i 2024. Samkjøring av IT-systemer, skadeoppgjør, distribusjonsapparat, reassurans og støttfunksjoner på tvers av alle Gjensidige sine segmenter vil være med på å opprettholde den lave kostnadsandelen i fremtiden.

Tabell 40: Estimert combined ratio Gjensidige i årene 2015-2024

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Skadeprosent	71.0%	72.0%	73.0%	74.0%	75.0%	76.0%	76.0%	76.0%	76.0%	77.0%	77.0%
Kostnadsandel	15.0%	15.5%	17.0%	18.0%	17.0%	16.5%	16.0%	16.0%	15.5%	15.5%	15.5%
Combined ratio	86.0%	87.5%	90.0%	92.0%	92.0%	92.5%	92.0%	92.0%	91.5%	92.5%	92.5%

Tabell 41: Estimert teknisk resultat fra skadeforsikring

Millioner kroner	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Norge	15,991	16,417.7	17,113.8	17,821.7	18,487.3	19,267.6	20,137.3	21,043.0	21,674.3	22,216.2	22,771.6
Danmark	3,674	3,925.0	4,100.4	4,394.6	4,585.0	4,785.9	4,995.8	5,344.1	5,733.8	5,848.4	5,965.4
Sverige	986	1,131.6	1,213.5	1,232.7	1,252.2	1,310.5	1,327.4	1,721.5	1,773.1	1,813.9	1,855.6
Baltikum	513	681.2	1,081.2	1,200.0	1,338.4	1,413.4	1,533.1	1,659.9	1,706.7	1,761.3	1,814.1
Totale forfalte bruttopremier	21,163.8	22,155.4	23,508.9	24,649.0	25,662.9	26,777.4	27,993.7	29,768.5	30,887.9	31,639.8	32,406.8
Netto premieinntekter fra skadeforsikring	20,386.8	21,275.9	22,575.6	23,670.5	24,644.1	25,714.3	26,882.3	28,586.7	29,661.7	30,383.7	31,120.2
Erstatningskostnader fra skadeforsikring	(14,470.4)	(15,318.6)	(16,480.2)	(17,516.1)	(18,483.1)	(19,542.9)	(20,430.6)	(21,725.9)	(22,542.9)	(23,395.5)	(23,962.6)
Driftskostnader fra skadeforsikring	(3,062.7)	(3,297.8)	(3,837.9)	(4,260.7)	(4,189.5)	(4,242.9)	(4,301.2)	(4,573.9)	(4,597.6)	(4,709.5)	(4,823.6)
Teknisk resultat skadeforsikring	2,853.7	2,659.5	2,257.6	1,893.6	1,971.5	1,928.6	2,150.6	2,286.9	2,521.2	2,278.8	2,334.0
Resultatgrad	14.0%	12.5%	10.0%	8.0%	8.0%	7.5%	8.0%	8.0%	8.5%	7.5%	7.5%

Setter vi sammen alle de individuelle estimatene for skadeforsikringsvirksomheten ender vi opp med et teknisk resultat i prognoseperioden vist i tabell 41. Vi ser at de økte kostnadene knyttet til oppkjøp og rivalisering gir lavere resultatgrad sammenlignet med 2014. Selv om kostnadsandelen bedres i prognoseperioden vil ikke Gjensidige klare å oppnå dagens lønnsomhet.

8.3 Pensjon og sparing

Tidligere i regnskapsanalysen fant vi det svært utfordrende å beregne direkte inntekter fra pensjonsvirksomheten ettersom det var lite informasjon rundt Gjensidige sine beregning. Premieinntektene som presenteres i årsrapporten er en kombinasjon av innbetalte premier og volumendringer i kundeporteføljene. Derfor anser vi kapitalveksten som en like godt estimat for veksten i inntektene.

8.3.1 Vekst i forvaltningskapital fra pensjon og sparing

Forvaltningskapitalen innen pensjon og sparing har hatt en høy vekst siden 2008, med et årlig snitt på 45,6 %. Dette er mye på grunn av oppstartsfasen hvor lave inngående verdier gir overdrevet vekstnivåer. Gjennomsnittlig vekst for livs- og pensjonsforsikringselskaper i Norge har ligget rundt 10 % i samme periode. Vi antar at dette er et nivå veksten til Gjensidiges pensjons- og sparevirksomhet vil bevege seg mot.

Makroøkonomiske forventninger fra SSB tyder på at sparingen fortsatt skal holde seg høy i det norske markedet. De antar at spareraten skal øke frem til 2018 før den faller. Samtidig antar de at lønnsveksten i Norge skal falle noe i samme periode. Disse effektene sammen antar vi at veier hverandre opp og sørger for at etterspørselen etter spareprodukter holder seg på dagens nivå de neste årene. I den strategiske analysen så vi på at nye pensjonslover kan medføre at etterspørselen for pensjonssparing vil øke ettersom man vil være mer avhengig av arbeidsgivers og egne avsetninger enn tidligere. Vi tror derfor at dette vil gjøre at veksten innen pensjonssparing øker mer enn det generelle sparenivået.

Veksten i forvaltningskapitalen til Gjensidiges pensjons- og sparevirksomhet vil derfor holde seg høy de neste årene siden de fortsatt tar markedsandeler. De hadde en vekst på 22 % i 2014 og vi tror at den vil fortsette på 20 % i 2015 og 2016. Gjensidige fokuserer på breddealg til egne kunder og i 2017 antar vi at de vil møte begrensninger i kundebasen. Dette vil gjøre at veksten faller ned mot markedsgjennomsnittet. Det gir oss en vekst på 15 % i 2017, 13 % i 2018 før de er nede på markedssnittet på 10 % innen 2020.

Etter 2020 tror vi 10 % er en for høy vekst for markedet på langsikt og dermed vil det følge et nivå som er mer styrende for pensjonsbehovet. Vi antar at den langsiktige lønnsveksten vil være et godt utgangspunkt og veksten i inntektene kommer dermed til å konvergere mot 4% som har vært gjennomsnittlig vekst i årslønnen de siste tjue årene (Norges Bank, 2015).

Forvaltningsinntektene forventes å øke i samme takt som inntektene og forvaltningskapitalen. Fortjenestemarginen fra forvaltning har holdt seg stabil de siste årene og vi forventer at de vil ligge på et konstant nivå i forhold til forvaltningskapital. Vi har ingen grunnlag for å si noe om prisingen eller endringer. Dette er uansett en inntektspost som har liten betydning for konsernets inntjening.

8.3.2 Kostnader knyttet til pensjon og sparing

Kostandene for pensjons- og sparevirksomheten kan grovt sett deles opp i to komponenter. Erstatningsutbetalinger for pensjonsvirksomheten og driftskostnader.

Erstatningskostnadene antar vi at vil ligge på dagens nivå i forhold til inntektene. I dag ligger de på 89 % og har hatt en stigende trend. Deres største eksponering for erstatningsutbetalinger er risikoen for langt liv. Levealderen i Norge er ifølge World Bank forventet å stige og vi antar derfor at erstatningskostnadene vil holde seg høye fremover.

Driftskostnadene er en kombinasjon av forvaltningskostnader og administrative kostnader knyttet til den tekniske driften av pensjonsvirksomheten. Disse har hatt en fallende trend som andel av inntektene. Dette skyldes hovedsakelig at andelen faste kostnader faller i oppstartsfasen. De siste årene har kostnadene også vært preget av etterbetaling av merverdiavgift for leveranse av IT-tjenester. Vi antar derfor at dagens nivå på 15 % vil reduseres ytterligere de nærmeste årene. Denne delen av driften er fortsatt umoden og vi antar at de kan effektivisere sine prosesser ytterligere. Likevel sier Gjensidige selv at de nye endringene i pensjonsreglene skaper mer administrativ arbeid og dermed vil dette kunne ha en negativ effekt. Ut i fra dette tror vi ikke at de får redusert kostnadene med mer enn 5 % i årene frem mot 2018. På langsikt antar vi at driftskostnadene vil ligge på 10 %, som er markedsnivået for livs- og pensjonsselskaper i Norge (Finans Norge, 2015).

8.3.3 Finansinntekter fra pensjonsporteføljen

Gjensidige får finansinntekter innen pensjon hovedsakelig fra selskapsporteføljen og overskudd fra plasseringer med garantert avkastning. Som nevnt i regnskapsanalysen har alt overskudd fra kundeporteføljene blitt benyttet til oppreservering for å imøtekomme de nye dødelighetstariffene. Dermed har avkastningen vært svak og ligget rundt 0,5 % til 0,7 % de siste fire årene.

Gjensidige antar at denne oppreserveringen skal være ferdig innen 2016. Vi velger å holde finansavkastningen på dagens nivå frem til 2017 ettersom lave rentenivåer vil gjøre at avkastningen og avsetningene blir lavere. Etter 2017 antar vi at de får mulighet til å ta ut overskudd igjen fra deres kundeporteføljer. Sammen med at den gjennomsnittlige garanterte renten faller på grunn av lavere rentenivåer vil dermed avkastningen stige opp mot 1,2 % frem til 2022. Fra 2022 antar vi i mangel på gode beregningsgrunnlag at den vil holde seg på et konstant nivå.

Tabell 42: Estimert teknisk resultat fra pensjon og sparing

Millioner kroner	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Premieinntekter fra pensjon	1262	1515	1772	2038	2303	2534	2736	2901	3046	3167	3294
Forvaltningsinntekter fra pensjon og sparing	98	118	138	158	179	197	213	225	237	246	256
Totale inntekter fra pensjon og sparing	1361	1633	1910	2197	2482	2731	2949	3126	3282	3413	3550
Erstatningskostnader fra pensjon	(1,126.4)	(1,333.1)	(1,559.8)	(1,793.7)	(2,026.9)	(2,229.6)	(2,408.0)	(2,552.5)	(2,680.1)	(2,787.3)	(2,898.8)
Driftskostnader fra pensjon og sparing	(221.4)	(227.2)	(248.1)	(275.2)	(287.9)	(278.7)	(301.0)	(319.1)	(335.0)	(348.4)	(362.3)
Teknisk resultat pensjon og sparing	13	72	102	128	167	222	240	254	267	278	289
Resultatgrad	0.9%	4.4%	5.4%	5.8%	6.7%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%

I motsetning til skadeforsikringsvirksomheten vil Gjensidige oppleve en økt fortjeneste fra pensjon og sparing. Nye pensjonslover og økte rentenivåer på sikt vil bidra til et bedret resultat.

8.4 Renteinntekter Gjensidige Bank

For å estimere netto renteinntekter er det nødvendig å ta utgangspunkt i forvaltningskapitalen. Forvaltningskapitalen har i gjennomsnitt vokst med 39 % de siste 7 årene. Gjennomsnittet er preget av høy vekst i tidligere perioder og er sannsynligvis ikke representativt for fremtiden. Det kan dermed være hensiktsmessig å benytte andre fremtidsestimater.

Gjensidige sin bankdrift baserer seg hovedsakelig på utlånsvirksomhet derfor er veksten i forvaltningskapitalen et resultat av veksten i utlån. Dette gjør at vi kan bruke forventningene i markedet til utlånsvekst som et estimat for fremtid vekst på forvaltningsporteføljen.

I sin *pengepolitiske rapport 1/15* (2015) antar Norges Bank at utlånsveksten vil være 7 % i 2015, 7,8 % i 2016, 7,2 % i 2017 og 6,6 % i 2018. I årene etter 2018 er det ingen antagelser om utlånsveksten, men forventninger om en økning i dagens lave styringsrente. Dette vil resultere i høyere utlånsrente for kundene. Det er da naturlig å anta en reduksjon i utlånsveksten. Forventet vekst i årene etter 2018 er 6 % før vi antar at det flater ut mot 2,5 % som er lik inflasjonsmålet til Norges Bank.

8.4.1 Netto renteinntekter

Netto renteinntekter er renteinntekter fratrukket rentekostnader. Renteinntektene er igjen et resultat av utlånsveksten og utlånsrenten. Utlånsrenten har de siste årene blitt redusert til 4,85 % i 2014 som et resultat av reduksjonen i Nibor-renten. Nibor-renten forventes av Norges Bank i sin *pengepolitiske rapport 1/15* (2015) å bli 1,26 % i 2015, 1,23 % i 2016, 1,30 % i 2017 og 1,55 % i 2018. Vi antar at utlånsrenten til Gjensidige vil følge samme trend som Nibor-renten og først reduseres noe før den i 2017 starter å stige jevnlig. Det historiske gjennomsnittet til Gjensidige de siste syv årene på 5,44 % vil bli nådd i 2024 og lagt som fremtidig antagelse i steady state.

Rentekostnadene er avhengig av innskuddsrenten og kostnaden ved å låne i markedet. I regnskapsanalysen så vi at Gjensidige har hatt negative innskuddsmarginer. Vi antar at dette nivået vil fortsette i fremtiden. Gjensidige uttaler selv at bankvirksomheten er et område for å tilby breddealg til skadeforsikringskunder. Det er derfor nærliggende å tro at de tilbyr gode

innskuddsrenter for å tiltrekke seg og holde på eksisterende kunder. Vi antar at innskuddsrenten fra kundene ville følge NIBOR utviklingen. De har i tidligere år ligget i snitt 1 % over NIBOR og dette nivået vil vi derfor bruke som utgangspunkt frem til 2018. Videre vil innskuddsrente følge endringene i utlånsrenten slik at bankens rentemarginer vil ligge på litt i overkant av 2 % som er snittet på rentemarginen de siste 20 årene i markedet (Norges Bank, 2015).

8.4.1.1 Andre inntekter og provisjonsinntekter

Andre inntekter og provisjonsinntekter har vi for enkelhets skyld satt som en konstant prosentsats av forvaltningskapitalen. Disse inntektene er ikke en vesentlig del av Gjensidige sine totale inntekter. Vi ser det dermed ikke hensiktsmessig å prognostisere disse eksplisitt og bruker snittet av forvaltningskapitalen de siste syv årene som ligger på 0,2 %.

8.4.1.2 Tap på utlån og nedskrivninger

I regnskapsanalysen så vi at Gjensidige Bank hadde en klart nedadgående trend i tap på utlån. Risikohåndteringen til Gjensidige var også tilfredsstillende. Vi antar at den tapsprosenten også vil kunne fortsette i fremtiden. Gjensidige Bank sier selv at bilfinansiering vil ha et høyt fokus de nærmeste årene som et supplement til bilforsikring. Sammen med svakere økonomiske utsikter som økte arbeidsledighetstall vil dette kunne påvirke tapsprosenten. I våre fremtidsprognoser har vi lagt til grunn en tapsprosent som stabiliserer seg på dagens nivå på 0,2 % de neste to årene, før tapsprosenten stiger til 0,4 % innen 2024.

8.4.1.3 Driftskostnader

Driftskostnader har i gjennomsnitt de siste syv årene vært 35 % av renteinntektene. Det har de siste 6 årene vært en reduksjon i kostnadene sett i forhold til veksten i inntektene. Ettersom banken var i en oppstartsfase er det naturlig å anta at kostnadene vil reduseres etter at driften blir mer og mer effektivisert. Gjennomsnittlig driftskostnader for forretningsbanker har ligget rundt 30 % av renteinntektene de siste årene (Finans Norge, 2015). Gjensidige Bank hadde i 2014 en driftskostnadsandel på 27 %. Dette er litt lavere enn markedet, men kan forklares ved at Gjensidige Bank kan utnytte konsernets ressurser. Flere av de konkurrerende forretningsbankene har ikke denne muligheten. Blant annet er konsernets kundeservice slått sammen noe som reduseres bankens egne kostnader. I fremtiden antar vi at driftskostnadene vil ligge på 28 % av renteinntektene.

Tabell 43: Driftsresultat Gjensidige Bank

Millioner kroner	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Renteinntekter fra bankdrift	1328	1306	1372	1499	1656	1781	1892	2049	2195	2349	2443
Provisjon og andre inntekter	49	56	60	64	69	71	74	77	80	84	87
Totale inntekter fra bank	1,377.3	1,362.1	1,432.5	1563	1,724.7	1,852.4	1,965.9	2,126.5	2,275.5	2,433.0	2,530.4
Rentekostnader fra bankdrift	(714.1)	(642.1)	(680.0)	(753.9)	(858.4)	(958.9)	(1,073.9)	(1,156.8)	(1,223.8)	(1,294.3)	(1,346.1)
Tap på utlån	(51.8)	(60.3)	(65.0)	(83.6)	(96.6)	(108.2)	(120.5)	(133.7)	(152.1)	(180.8)	(188.0)
Driftskostnader	(357.9)	(365.8)	(384.3)	(419.6)	(463.7)	(498.7)	(529.6)	(573.8)	(614.6)	(657.8)	(684.1)
Driftsresultat bank	254	294	303	306	306	287	242	262	285	300	312
Resultatgrad	18.4%	21.6%	21.2%	19.6%	17.7%	15.5%	12.3%	12.3%	12.5%	12.3%	12.3%

Resultatgraden til Gjensidige Bank opplever en reduksjon i prognoseperioden. Dette skyldes hovedsakelig økt andel tap på utlån og noe svakere rentenivåer.

8.5 Sikringsporteføljen og forsikringstekniske avsetninger

For å kunne estimere fremtidige investeringsinntekter er vi avhengig av å vite veksten i investeringsporteføljen. Investeringsporteføljen består som nevnt tidligere av to deler. En sikringsportefølje og en friportefølje. Sikringsporteføljen skal motsvare Gjensidiges erstatningsavsetninger fra skadeforsikring. For å komme frem til den fremtidige veksten til sikringsporteføljen er vi avhengig av å estimere størrelsene på avsetningene.

Da vi gjennomgikk Gjensidiges erstatningsavsetninger i regnskapsanalysen så vi at det er en tydelig sammenheng mellom betalte erstatningskostnader og selskapenes brutto erstatningsavsetninger. I tillegg til erstatningsavsetningene her Gjensidige avsetninger for forfalte premier som ennå ikke er opptjent. Disse utgjør sammen med erstatningsavsetningene de totale forsikringstekniske avsetningene for skadeforsikring. Skal man foreta detaljerte beregninger av disse avsetningene må man ha intern statistikk og ekstrem ekspertise innen område. Det er vanlig å benytte egne selskaper til slike beregninger. Ettersom vi ikke har tilgang til slik data er det hensiktsmessig å gjøre noen forenklinger. Massari et al. (2014) mener at man kan basere seg på forholdet mellom avsetningene og forfalte bruttopremier. Ettersom prisingen av forsikringskontrakter er basert på forventede fremtidige utbetalinger er det naturlig at erstatningsutbetalingene er korrelert med innbetalingene over tid. I tillegg vil avsetningene for ikke opptjent premie ha nær tilknytning til de forfalte premiene. Derfor kan man bruke selskapets historiske nivå for tekniske avsetninger i forhold til deres forfalte bruttopremier hvis man anser at de tidligere har hatt tilfredsstillende nivåer.

Tabell 44: Tekniske avsetninger for skadeforsikring i forhold til forfalte bruttopremier

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Avsetning for ikke opptjent bruttopremie i skadeforsikring	6 225.1	6 291.1	7 094.2	7 132.0	7 343.7	7 984.6	8 536.3
Brutto erstatningsavsetning fra skadeforsikring	25 501.0	25 755.4	28 214.4	29 785.7	29 260.5	31 332.1	32 246.5
Avsetning for premierabatter og andre gevinstavtaler	45.1	41.6	82.0	81.6	72.6	68.8	69.9
Tekniske avsetninger for skadeforsikring	31 771.2	32 088.1	35 390.6	36 999.3	36 676.8	39 385.6	40 852.7
Forfalte bruttopremier	15 886.0	16 198.3	17 446.8	18 111.9	18 559.3	19 631.4	21 163.8
Tekniske avsetninger i forhold til forfalte bruttopremier	200%	198%	203%	204%	198%	201%	193%

Ettersom vi anser at Gjensidige har hatt tilfredsstillende avsetningsnivåer i regnskapsanalysen velger vi å benytte oss av deres historiske nivåer i forhold til brutto premier også i fremtiden. Gjensidige har hatt tekniske avsetninger som ligger stabilt rundt 200 % av deres forfalte bruttopremier. Siden nivået har hatt så lite svingninger antar vi at det er et bedre estimat enn om vi skulle basert det på skjønn. Derfor velger vi å legge tekniske avsetninger på 200 % av forfalte bruttopremier fra skadeforsikring også i fremtiden. Dermed vil de tekniske avsetningene og sikringsporteføljen følge veksten til Gjensidiges totale forfalte bruttopremier fra skadeforsikring.

Tabell 45: Tekniske avsetninger Skadeforsikring og sikringsporteføljen

Millioner kroner	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tekniske avsetninger for skadeforsikring	40,853	44,089	46,783	49,052	51,069	53,287	55,707	59,239	61,467	62,963	64,489
Sikringsporteføljen	34,689	37,438	39,725	41,651	43,364	45,248	47,303	50,302	52,194	53,464	54,760

8.6 Friporteføljen og Egenkapitalen

Etter vi har etablert nivået på avsetningene slik at vi får estimert veksten i sikringsporteføljen til Gjensidige, er vi nødt til å predikere friporteføljen for å komme frem til den totale investeringsporteføljen. Friporteføljen består av selskapets investeringer som motsvarer egenkapitalen. Derfor er det naturlig å anta at denne vokser i takt med egenkapitalen til Gjensidige. Det er likevel en utfordring knyttet til denne estimeringen. Egenkapitalen er avhengig av resultatet og hvor mye som holdes tilbake. Resultatet er igjen avhengig av investeringsinntektene. Dermed er det i utgangspunktet svært krevende å beregne disse på grunnlag av hverandre.

Likevel er det et annet moment som er viktig for forsikringsselskap. De er nødt til å reinvestere slik at de kan imøtekomme regulatoriske solvenskrav. Som vi så i gjennomgangen av verdsettelsesmetoder benyttes reinvesteringer i regulatorisk kapital fremfor endringer i arbeidskapital og kapitalinvesteringer for å finne den frie kontantstrømmen til egenkapitalen.

Derfor velger vi å estimere det egenkapitalnivået Gjensidige må holde for at de skal dekke de gjeldende kapitalkravene ut fra den veksten i driften vi har prognostisert over.

I dag er det to kapitalkrav som Gjensidige må ta hensyn til. Det ene er Finanstilsynets minstekrav og det andre er solvensregelverket. Finanstilsynet minstekrav baserer seg på netto ansvarlig kapital i forhold til risikovektede eiendeler, hvor minstekravet er 8 %.

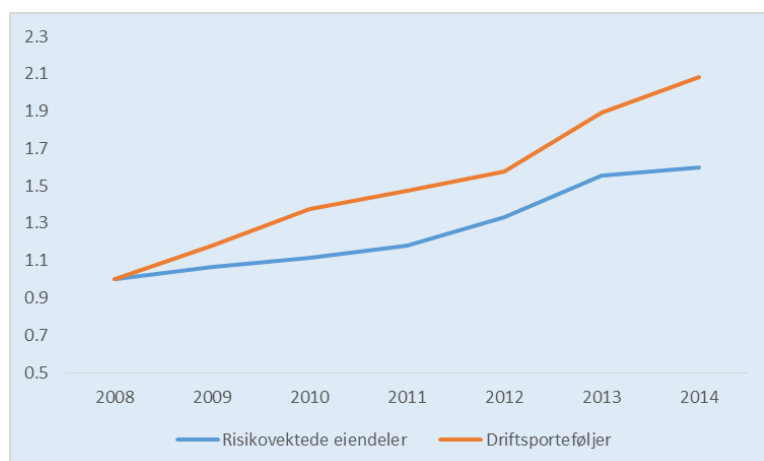
Solvensmarginkravet baserer seg på en prosentsats av premieinntekter eller erstatningskostnader, hvor det gjeldene kravet er det høyeste av disse to.

Vi har tidligere etablert at Gjensidige holder seg godt over de regulatoriske minstekravene. I tillegg avdekket vi at Gjensidige ønsker å holde nok kapital til å forsvare en kredittvurdering på A fra Standard & Poors. Videre har Gjensidige valgt å holde en strategisk buffer slik at de har finansiell handlingsfrihet. For å finne størrelsen på kapitaldekningen i fremtiden anbefaler Massari et al. (2014) å legge en sikkerhetsbuffer over minstekravet. Denne bufferen skal ta høyde for forventet markedsnivå og Gjensidiges kapitalstrategi. For å løse dette i praksis har vi sammenlignet med andre konkurrerende selskaper og vektlagt målsatt kredittvurdering. Ettersom bransjen har jobbet aktivt i flere år med å tilpasse seg de nye solvenskravene antar vi også at bransjenivået reflekterer nødvendig kapitaldekning.

8.6.1 Egenkapital etter Finanstilsynets minstekrav

Gjensidiges risikovektet beregningsgrunnlag blir beregnet ut fra en risikoklassifisering av eiendelene. Forskriften om minstekrav deler opp eiendelene i ulike risikoklasser, hvor det i alt er 7 ulike nivåer og flere retningslinjer for ulike eiendelsposter. Uten tilgang til detaljert informasjon om gjensidiges eiendeler og porteføljevaltning er det nærmest umulig å benytte disse forskriftene i fremtiden. Istedenfor velger vi å benytte en forenklet tilnærming hvor vi antar at veksten i risikovektede eiendeler tilsvarer veksten i de største risikofylte eiendelene. Disse eiendelene, som vi velger å kalle driftsporteføljen er sikringsporteføljen for skadeforsikring, kundeporteføljen for pensjon og utlånsporteføljen for bank. Figuren under illustrer at veksten i driftsporteføljen og risikovektede eiendeler følger samme utvikling. Dette styrker våre antagelser.

Figur 29: Vekst i driftsporteføljen og risikovektede eiendeler.



Gjensidige har i gjennomsnitt de syv sist årene hatt en kapitaldekning på 17 % av risikovektede eiendeler. Andre norske skadeforsikringsselskaper ligger litt over dette nivået. Disse selskapene er ikke like representative ettersom de ikke har lik produktmiks og geografisk spredning som Gjensidige. Som vi så i regnskapsanalysen har Storebrand som hovedsakelig tilbyr livsforsikring en lavere kapitaldekning. Vi velger derfor et nivå som ligger mellom disse konkurrentene.

Kapitaldekning til Gjensidige av risikovektede eiendeler antar vi vil være 18 % i fremtiden. Dette tilfredsstillende Finanstilsynets krav på 8 % og det vi antar vi være nødvendige kapitalbufferen for å oppnå tilfredsstillende kredittvurdering og finansiell handlefrihet.

Tabell 46: Egenkapital basert på Finanstilsynets minstekrav

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsporteføljen	87,609	95,448	104,099	112,429	120,455	127,383	134,186	141,623	147,552	152,491	157,599
Risikovektet beregningsgrunnlag	55,414	60,373	65,844	71,113	76,190	80,572	84,875	89,579	93,329	96,454	99,684
Netto ansvarlig kapital 18%	10,017	10,867	11,852	12,800	13,714	14,503	15,277	16,124	16,799	17,362	17,943
Egenkapital	21,657	21,734	23,704	25,601	27,428	29,006	30,555	32,248	33,598	34,723	35,886

Etter vi har kommet frem til netto ansvarlig kapital gjenstår utfordringen å komme seg til egenkapitalen. Utfordringen er at det er 15 poster, som blant annet inneholder effekter på avsetninger, immaterielle eiendeler, andel av urealiserte gevinster og ansvarlig lån. Å predikere utviklingen i alle disse postene ser vi som veldig utfordrende og det er ikke garantert at våre skjønnsmessige vurderinger gir et pålitelig resultat. Som en forenkling antar vi at disse postene vokser i takt med selskapet generelt. Derfor benytter vi istedenfor en konstant faktor mellom den ansvarlige kapitalen og egenkapitalen. Netto ansvarlig kapital har

de siste årene ligget på rundt 55 % av selskapets egenkapital. Trenden har vært noe fallende derfor velger vi å benytte 50 % i våre fremtidsprognoser.

8.6.2 Egenkapital etter solvensmarginkrav

Solvensmarginkravet beregnes som nevnt etter to metoder. Metode 1 er basert på selskapets premieinntekter, mens metode 2 er basert på erstatningsutbetalinger. Ved å benytte Finanstilsynets veiledning for beregninger av solvensmarginkravet har vi sett at metode 1 gir det høyeste kravet for Gjensidige de siste årene. Vi velger derfor å basere fremtidige solvensmarginkrav på metode 1.

Metode 1 beregner solvensmarginkravet ved at man multipliserer verdien av premieinntektene med 18 % for det som ligger under EUR 50 millioner og 16 % for overskytende beløp. Omregningen skjer etter omregningskursen satt 31. oktober inneværende år (Forskrift om beregning av solvensmarginkrav og solvensmarginkapital for norske skadeforsikringsselskaper og gjenforsikringsselskaper). Dette kompliseres også omregningen og estimeringen av solvenskravet i fremtiden. I tillegg er loven mer komplisert ved at for eksempel bruttopremier fra ulike bransjer skal forhøyes med 50 %. I praksis har i tillegg pensjonsforetak og bankvirksomhet egne krav som skal konsolideres inn. Disse konsolideringsreglene er svært kompliserte og vanskelig å gjennomføre, spesielt på bakgrunn av et fremtidsregnskap. Vi har etter beste evne forsøkt å komme frem til et fornuftig solvensmarginkrav.

Solvensmarginkravet er hovedsakelig en prosentsats basert på resultatstørrelser. Som en forenkling i mangel på bedre alternativer slår vi dermed sammen Gjensidiges premieinntekter for å beregne solvensmarginkravet. Vi brukte veiledningen til Finanstilsynet og benyttet 18 % på inntektene opp til EUR 50 millioner og 16 % på resten av beløpet. Omregningskursen vi har benyttet er 8,49 som var gjeldene ved utgangen av 2014.

Gjensidige har i gjennomsnitt holdt en solvensmarginkapital på 272 % av minstekravet. Dette er for å kunne opprettholde en kredittvurdering på A samt ha finansiell handlingsfrihet. I regnskapsanalysen så vi at solvensdekningen varierte mellom konkurrerende selskaper. IF som også har en kredittvurdering på A hadde likevel en betydelig høyere solvensdekning med et snitt på 413 %. Tryg med en A- har i gjennomsnitt hatt en overdekning på 142 %. Ut i fra dette anser vi at Gjensidige sine tidligere nivåer gir en god indikasjon på fremtidig

solvensdekning. I våre prognoser har vi likevel tatt hensyn til at de har hatt en stigende trend og antar at solvensmarginkapitalen vil være 290 % av minstekravet.

Tabell 47: Egenkapital basert på solvensmarginkrav

Millioner kroner	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Solvensmarginkrav	3,775	4,337	4,630	4,897	5,149	5,405	5,672	6,036	6,282	6,462	6,634
Solvenskapital	11,800	12,577	13,427	14,201	14,932	15,675	16,449	17,504	18,218	18,740	19,239
Egenkapital	21,657	22,868	24,413	25,821	27,149	28,499	29,907	31,826	33,123	34,072	34,979

For å komme frem til egenkapitalen benytter vi samme metode som ved estimering av egenkapitalen ut i fra Finanstilsynets minstekrav. Egenkapitalen har i snitt de syv siste årene vært omtrent 55 % av solvenskapitalen.

8.6.2.1 Fremtidig egenkapital

Ut i fra kapitaldekning i henhold til de to kravene som er beregnet ovenfor antar vi at Gjensidige tilpasser seg det høyeste egenkapitalbehovet. Det vil i årene 2015 til 2017 være egenkapitalen beregnet ut fra Solvensregelverket. De resterende årene vil det være egenkapitalen basert på Finanstilsynets minstekrav som er størst.

Tabell 48: Fremtidig egenkapital

Millioner kroner	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Egenkapital	21,657	22,868	24,413	25,821	27,428	29,006	30,555	32,248	33,598	34,723	35,886
Nødvendig reinvestering		1,211	1,545	1,408	1,608	1,577	1,549	1,693	1,350	1,125	1,163

Når vi nå har funnet egenkapitalen kan vi benytte veksten til å prognostisere friporteføljen. Vi estimerte utviklingen i sikringsporteføljen som lik de tekniske avsetningene. Dermed kan vi kombinere disse to porteføljene som til sammen gir oss investeringsporteføljen til Gjensidige.

8.7 Investeringsinntekter

Investeringsporteføljen til Gjensidige har vi valgt å dele inn i renteinstrumenter og øvrige aktiva. Renteinstrumentene står for den største delen av porteføljen og har ligget stabilt rundt 75 % av investeringsporteføljen de siste syv årene. Rentedelen av porteføljen har hatt en gjennomsnittsavkastning på 4,3 %, mens øvrig aktiva har hatt 6,6 %.

De siste årene har vært preget av finansiell ustabilitet og lave rentenivåer. Dette har medført at renteporteføljen har hatt en fallende avkastning og endte på 3,1 % i 2014. Konsernsjef Helge Leiro Baastad sier også at en av de største utfordringene knyttet til investeringer er lave

rentenivåer. Vi ser også på dette som en utfordring og antar at avkastning på renteinstrumentene skal holde seg lave frem til 2018. Norges bank sier i sine prognoser at de forventer at styringsrenten skal ned til 1 % i 2015 og holde seg på dette nivået før den eventuelt begynner å stige igjen i 2018 (Norges Bank, 2015). Vi antar at renteinstrumentene vil gi en avkastning på 3 % frem til 2018. Etter 2018 regner vi med at rentenivåene vil bedre seg og dermed vil avkastningen stige jevnt mot gjennomsnittet på 4,3 % frem til 2024.

Øvrige aktiva er ikke direkte påvirket av rentenivået i like stor grad som renteinstrumentene. Disse er plassert hovedsakelig i egenkapitalinstrumenter og eiendom. Gjensidige har et avkastningskrav på eiendommene sine på rundt 6 %, deres gjennomsnittlige avkastning de siste 8 årene har vært på 5,5 %. Tar man bort 2008 hvor de opplevde store verdireduksjoner er snittet på 6,38 %. Dermed vil vi anta at deres avkastningskrav på 6 % er et fornuftig nivå også i fremtiden.

For egenkapitalinvesteringene vil det være svært vanskelig for oss å predikere fremtidig avkastning. I artikkelen *Equity premiums around the world* (2011) viser E. Dimson, P. Marsh og M. Staunton at gjennomsnittlig realavkastning for egenkapitalinvesteringer i Norge har vært 4,2 % mellom 1900 til 2010. For Europa har de samme tallene vært 4,8 %. Ettersom Gjensidige har plassert mesteparten av egenkapitalinvesteringene i disse områdene velger vi å anta at Gjensidiges fremtidige realavkastning vil ligge rundt 4,5 %. SSB forventer at inflasjonen for Euroområdet skal falle til 0,2 % i 2015, før den stiger til 1,1 % i 2016, 1,5 % i 2017 og 1,9 % i 2018. På langsikt antas inflasjonsforventningene å ligge rundt 2 %. For Norge er tallene 2,7 % i 2015, 1,9 % i 2016, 1,7 % i 2017 og 2018 (SSB, 2015). Videre legger vi til grunn en langsiktig inflasjon på 2,5 % for Norge som tilsvarer Norges Bank inflasjonsmål. Vi legger derfor et totalt inflasjonsnivå for egenkapitalinvesteringene på 1,5 % frem til 2018 som dermed gir en avkastning på 6 %. Etter dette og frem 2024 går inflasjonen opp til 2 % og avkastning til 6,5 %.

Tabell 49: *Investeringsinntekter fra skadeforsikring*

Millioner kroner	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Investeringsporteføljen	56,539	60,509	64,355	67,702	71,037	74,512	78,130	82,837	86,091	88,496	90,966
Netto investeringsinntekter	2,417	2,101	2,273	2,418	2,543	2,775	3,022	3,187	3,503	3,853	3,961

8.8 Skatt

Som skattesats i våre prognoser har vi valgt å benytte selskapets gjennomsnittlige effektive skattesats de siste syv årene. I forbindelse med børsnoteringen i 2010 fikk Gjensidige en skattelempe av Finansdepartementet. Dette sammen med andre faktorer medførte at de fikk en effektivskatt dette året på 9,3 %. I følge årsrapporten ville den normaliserte skattesatsen i 2010 være 22,2 %. Tar vi med dette i våre beregninger gir det en gjennomsnittlig effektiv skattesats på 22,6 %, som vil bli benyttet i våre fremtidsprognoser.

9.0 Fremtidsregnskap

Under har vi presentert det fremtidige resultatregnskapet etter å ha implementert alle faktorene estimert i prognosedelen.

Tabell 50: Fremtidig resultatregnskap

Millioner kroner	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Teknisk resultat skadeforsikring	2,854	2,659	2,258	1,894	1,972	1,929	2,151	2,287	2,521	2,279	2,334
Teknisk resultat pensjon og sparing	13	72	102	128	167	222	240	254	267	278	289
Driftsresultat bank	254	294	303	306	306	287	242	262	285	300	312
Av- og nedskrivninger på immaterielle eiendeler	(170)	(249)	(271)	(292)	(313)	(331)	(349)	(368)	(384)	(397)	(410)
Resultat fra drift uten investeringsinntekter	2,950	2,776	2,392	2,035	2,132	2,106	2,283	2,435	2,690	2,460	2,525
Netto investeringsinntekter skadeforsikring	2,417	2,101	2,273	2,418	2,543	2,775	3,022	3,187	3,503	3,853	3,961
Netto finansinntekter pensjon	32	36	52	68	85	94	101	107	112	117	122
Resultat før skattekostnad	5,399	4,914	4,717	4,521	4,761	4,975	5,407	5,730	6,305	6,430	6,607
Skattekostnad	(1,210)	(1,130)	(1,085)	(1,040)	(1,095)	(1,144)	(1,243)	(1,318)	(1,450)	(1,479)	(1,520)
Årsresultat	4,189	3,783	3,632	3,481	3,666	3,831	4,163	4,412	4,855	4,951	5,088
Reinvestering for å møte vekst	1,240	1,211	1,545	1,408	1,608	1,577	1,549	1,693	1,350	1,125	1,163
Utbytte	2,950	2,572	2,088	2,073	2,058	2,253	2,614	2,718	3,505	3,826	3,925
Utbyttegrad	70%	68%	57%	60%	56%	59%	63%	62%	72%	77%	77%

Årsresultatet er fallende i starten noe som kommer av lave rentenivåer, økt kostnadsnivå knyttet til ekspansjon og fokuset på å beholde markedsandeler. Fra 2019 begynner de positive effektene av oppkjøpene virkelig å slå inn og sammen med bedre makroestimer økes årsresultatet.

Gjensidige har en målsetning om en høy utbyttegrad på 70 %. Dette gjør at vi forventer at de vil utbetale alt overskuddet fra årsresultatet utover estimert reinvestering for kapitaldekning. Likevel gjør våre forventninger knyttet til kapitaldekning at de er avhengig av å reinvestere mer av overskuddet for å møte veksten. Noe som medfører en lavere utbyttegrad de første årene, før Gjensidige vil nå målsatt utbyttegrad i 2022.

Særegenheten til forsikringsselskaper sin drift gjør at fri kontantstrøm til egenkapitalen er forskjellig fra den som benyttes for ikke-finansielle foretak. Finansiering og investeringsinntekter er en viktig del av driften til Gjensidige. Dette gjør at finansinntekter og kostnader er vanskelig å skille fra driften. Dermed er i utgangspunktet årsresultatet en grov tilnærming for selskapets fri kontantstrøm til egenkapitalen. Videre medfører endringer i risikovektet beregningsgrunnlag og driftsinntekter endring i kapitalkravet. For å opprettholde tilfredsstillende kapitaldekning er dermed selskaper nødt å reinvestere i egenkapitalen for å imøtekomme vekst. Dette gjør at årsresultatet til forsikringsselskaper ikke fritt kan distribueres til egenkapitalen (Massari et al., 2014). Dermed kan fri kontantstrøm til egenkapitalen uttrykkes som:

Formel 26: FCFE

$$\text{Fri kontantstrøm til egenkapitalen} = \text{Årsresultatet} \pm \text{reinvestering for kapitaldekning}$$

Dette gjør at kontantstrømmen vi benytter i vår modell er det forventede utbytte etter at reinvesteringer for vekst er trukket fra.

10.0 Inntjeningsbasert verdsettelse FCFE

Tabell 51: Fri kontantstrøm til egenkapitalen

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Fri kontantstrøm til egenkapitalen	2,572	2,088	2,073	2,058	2,253	2,614	2,718	3,505	3,826	3,925
Terminalverdi										110,210
Diskontert kontantstrøm	2,423	1,853	1,733	1,621	1,672	1,827	1,790	2,174	2,236	2,161
Diskontert terminalverdi										60,677
Avkastningkrav til egenkapitalen	6.2%									
Konstant vekst i steady-state	2.5%									
Verdi på egenkapital	80,167									
Aksjer	500									
Verdi per aksje	160									
Aksjekurs 11.03.2015	136									
Rabattert pris i markedet	18%									

Verdien på egenkapitalen til Gjensidige er 80 167 millioner kroner. Dette tilsvarer en verdi per aksje på 160 kroner. Sluttkursen 11. mars 2015 som var dagen årsrapporten for 2014 ble offentliggjort var på 136 kroner. Etter vår verdivurdering ble dermed Gjensidige solgt med en rabatt på 18 %.

11.0 Markedsbasert verdsettelse

I en multippelanalyse antar man at like eiendeler eller kontantstrømmer bør ha en relativ lik verdi i markedet. Denne metoden er lite tidkrevende og derfor svært utbredt blant analytikere. Man kan enten benytte multippelmodeller til å beregne verdien av selskapet direkte eller for å evaluere rimeligheten til andre verdsettelsesmetoder. Selv om metoden er enkel i seg selv, kan det være knyttet utfordringer til å finne sammenlignbare selskaper og velge relevante multipler. Det er svært sjelden et tilstrekkelig antall sammenlignbare selskaper som er børsnotert. Derfor vil det ofte være en trade-off mellom antall selskaper man kan sammenligne med og hvor nøye man kan være på kriteriene for likhet.

For å oppnå stort nok sammenligningsgrunnlag er vi nødt til å fire på noen av kravene om sammenlignbarhet. Vi har derfor valgt å inkludere alle børsnoterte konkurrenter som tilbyr de samme produktene og som har deler av driften sin i samme geografiske område som Gjensidige. Dermed kan ulike skattesatser og makroforhold gjøre at sammenligningsgrunnlaget blir svakere. Likevel er vi nødt til å akseptere redusert gyldighet for å oppnå et tilfredsstillende antall selskaper å sammenligne med. Tall og estimater vi benytter for andre selskaper er hentet fra Bloomberg sine databaser.

I valg av verdsettelsesmetode gikk vi gjennom hvorfor multiplene P/E og P/B er mest relevante for finansielle foretak. Målsetninger vår er måle egenkapitalverdien til Gjensidige og derfor vil vi fokusere på disse to parameterne i vår sammenligning.

11.1 P/E – Pris basert på resultat per aksje

Når man skal benytte P/E kan man enten sammenligne multippelverdien basert på siste rapporterte resultat per aksje eller på fremtidig forventede resultater. Har man tilgang til analytikerens fremtidsestimater for resultat er det hensiktsmessig å benytte disse. De fleste selskaper blir verdsatt på forventninger til fremtiden og ikke historiske prestasjoner. En annen fordel er at historiske resultater ofte kan inneholde betydelige engangsposter, mens analytikerens fremtidsestimater ofte er justert (Kaldestad et al., 2011).

For å øke sammenligningsgrunnlaget vil vi se på P/E basert på årsresultatet for 2014 og forventet resultat for året 2015.

Basert på vår egenkapitalverdi, som vi estimerte ved hjelp av diskonterte kontantstrøm til egenkapitalen, og årsresultatet til Gjensidige for 2014 får vi en P/E på 19. Sammenlignbare selskaper og deres aksjeverdier over årsresultatet for 2014 gir lavere P/E multipler.

Tabell 52: P/E sammenlignbare selskaper basert på årsresultat for 2014

Selskap	P/E 2014
Sampo	14.12
Topdanmark	13.87
Tryg	15.83
Alm. Brand	17.39
Zurich Insurance	11.98
Protector Forsikring	8.34
<i>Gjennomsnitt</i>	<i>13.59</i>
<i>Median</i>	<i>13.99</i>
<i>Std. Avvik</i>	<i>3.2</i>

Gjennomsnittet og medianen for P/E 2014 for de sammenlignbare selskapene er 13,59 og 13,99. Ut fra disse tallene virker vår prising av Gjensidige noe høy. I den inntjeningsbaserte verdsettelsen så vi at vår estimerte egenkapitalverdi lå over markedsverdien til Gjensidige. Dette kan tyde på at våre estimer, både ut i fra bransjenivået og Gjensidige, er noe høyere enn markedskonsensus. Hvis vi tillegg benytter P/E basert på analytikere sine forventninger knyttet til årsresultatet for 2015 blir antagelsene forsterket.

Tabell 53: P/E sammenlignbare selskaper basert på forventninger for 2015

Selskap	P/E E2015
Sampo	14.26
Topdanmark	13.95
Tryg	16.46
Alm. Brand	16.25
Zurich Insurance	10.84
Protector Forsikring	12.70
Vardia Forsikring	9.75
RSA insurance group	13.49
<i>Gjennomsnitt</i>	<i>13.46</i>
<i>Median</i>	<i>13.72</i>
<i>Std. Avvik</i>	<i>2.4</i>

Vår estimerte egenkapitalverdi og årsresultat for 2015 gir en P/E E2015 på 21. Gjennomsnittet og median for de sammenlignbare selskapene er 13,46 og 13,72. Vår estimerte P/E E2015 ligger dermed godt over nivået for sammenlignbare selskaper.

Skulle vi benyttet medianen for de sammenlignbare selskapene til å beregne verdien direkte ville vi med P/E 2014 fått en egenkapitalverdi for Gjensidige på 58 613 millioner kroner og 51 908 millioner kroner basert på P/E E2015. Sammenlignet med vår estimerte egenkapitalverdi fra inntjeningsbasert verdsettelse på 80 167 millioner kroner gir dette verdier som er henholdsvis 27 % og 35 % lavere.

Vårt verdiesimat i den inntjeningsbaserte verdsettelsen er høyt sammenlignet med Gjensidiges markedsverdi og P/E nivåene til andre selskaper. Grunnen kan blant annet være ulike antagelser rundt vekst og avkastningskrav. Etersom P/E multiplene er en avart av Gordons vekstformel kan man regne seg baklengs til hvilket avkastningskrav en gitt multipl impliserer (Kaldestad et al., 2011). Ved å benytte Gjensidiges markeds P/E 2014 og den estimerte langvarige veksten som analytikerne forventer kan vi regne oss frem til det impliserte avkastningskravet i markedet.

Gjensidiges P/E i markedet basert på årsresultatet fra 2014 er 16,23 og analytikerne forventer en langvarig vekst på 2,2 % (Bloomberg, u.å). Dette gir et avkastningskrav på 8,36 %.

Formel 27: Utrekning av implisert avkastningskrav ved hjelp av P/E

$$16,23 = \frac{1}{r_{EK} - 0,022} \quad r_{EK} = 0,0836$$

Markedet forventer dermed en litt lavere vekst på langsikt enn det vi har lagt til grunn og i tillegg tyder mye på at de benytter et avkastningskrav som er vesentlig høyere enn vårt.

Legger vi inn samme avkastningskrav i våre beregninger får vi en egenkapitalverdi på 48 162 millioner kroner. Denne verdien er lavere enn verdiene vi ville fått hvis vi benyttet P/E multipler for sammenlignbare selskaper og 30 % under markedsverdien til Gjensidige.

Etersom vi legger til grunn en høyere vekst på langsikt kan dette tyde på at vi har noe lavere estimerer knyttet til prestasjoner på kortsikt enn markedet.

11.2 P/B – Pris basert på bokført egenkapital

P/B kan gi en indikasjon på selskapets verdiskapning. Har selskapene en P/B over 1 indikerer det at markedet mener selskapet er i stand til å skape meravkastning på selskapets eiendeler. Markedsverdien er derfor høyere enn den bokførte. Vi har brukt P/B basert på bokført egenkapital ved utgangen av 2014. De sammenlignbare selskapene til Gjensidige har generelt P/B multipler godt over 1.

Tabell 54: P/B for sammenlignbare selskaper

Selskap	P/B 2014
Sampo	1.99
Topdanmark	4.04
Tryg	3.70
Alm. Brand	1.14
Zurich Insurance	1.35
Protector Forsikring	3.22
RSA	1.19
<i>Gjennomsnitt</i>	<i>2.38</i>
<i>Median</i>	<i>1.99</i>
<i>Std. Avvik</i>	<i>1.2</i>

Gjennomsnittet og medianen for P/B er 2,38 og 1,99 for sammenlignbare selskaper. Dette impliserer at investorer forventer at selskapene har høyere rentabilitet enn egenkapitalens avkastningskrav. Egenkapitalverdien vi estimerte ved hjelp av inntjeningsbasert metode for Gjensidige gir en P/B på 3,7. Vår estimerte P/B ligger over snittet for sammenlignbare selskaper. Men ser vi på for eksempel nivået til Topdanmark og Tryg som er på 4,04 og 3,70 har ikke estimatene våre like stor differansen som ved P/E. Likevel har P/B for sammenlignbare selskaper et høyere standardavvik relativt sett. Noe som kan indikere større usikkerhet. P/B er svært avhengig av egenkapitalrentabiliteten, og vil derfor være sårbar også for ulik egenkapitalandeler.

Benytter vi medianen for sammenlignbare selskaper for å beregne egenkapitalverdien til Gjensidige direkte gir det oss en verdi på 43 097 millioner kroner. Dette er 46 % lavere enn vår opprinnelige estimerte verdi. Det er likevel store ulikheter blant de sammenlignbare selskapene. Tryg og Topdanmark er de selskapene som har størst likheter med Gjensidige. Derfor antar vi at verdien ut fra medianen for selskapene er undervurdert. Samtidig er det ikke nok selskaper til å gi et signifikant resultat.

11.3 Sammenligning av metoder

Vi ser at både P/E og P/B for sammenlignbare selskaper gir lavere egenkapitalverdier for Gjensidige enn vårt estimat basert på fri kontantstrøm til egenkapitalen. Begge multiplemetodene gir også lavere estimater enn markedsverdien til Gjensidige. Grunnlaget kan være at investorer ser på Gjensidige som et mer lønnsomt selskap enn de sammenlignbare selskapene og hvis man dermed benytter medianer fra disse selskapene vil man undervurdere verdien. Et annet problem er at få direkte sammenlignbare selskaper har gjort at vi må inkludere selskaper som i tillegg har virksomhet i andre markeder enn Gjensidig. Svakheten er dermed at multiplene ikke gir et like godt bilde på markedets vurdering av Gjensidiges virksomhet.

Tabell 55: Resultat ved hjelp av ulike verdsettelsesmetoder

	Egenkapitalverdi	Aksjekurs
FCFE	80,167	160
P/E 2014	51,908	104
P/E E2015	58,613	117
P/B	43,097	86
Markedsverdi	68,200	136

Vi velger å holde vårt verdiestimat på 160 kroner per aksje, men vil si at det er en større mulighet for nedside på denne verdien. Vi anser verdiene basert på multipler som for usikre til å basere verdien på disse. Likevel gir de en indikasjon på at vi har priset oss over det som markedet anser som korrekt for lignende selskaper i bransjen.

12.0 Sensitivitetsanalyse

For å teste usikkerheten i prognosene ønsker vi å gjennomføre en sensitivitetsanalyse. Flere av antagelsene vil i realiteten få et annet nivå enn det vi har kommet frem til. I den påfølgende sensitivitetsanalysen vil vi teste utslaget endringer i ulike parametere har på egenkapitalverdien til Gjensidige.

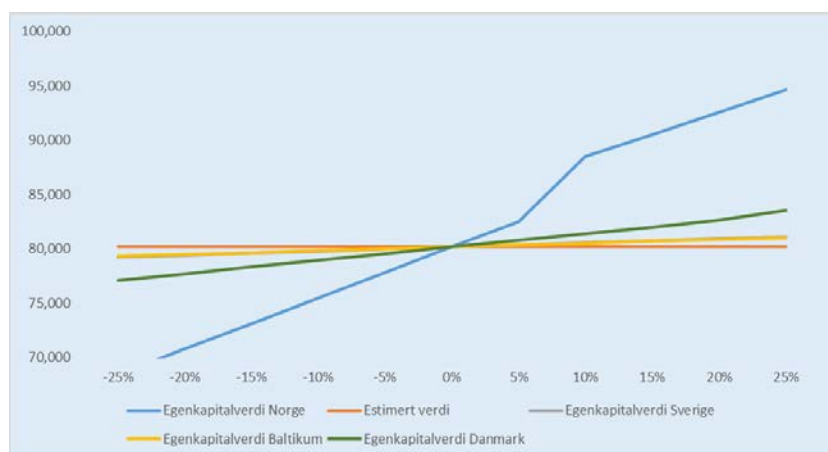
Dette er spesielt viktig for potensielle investorer som vet at en verdsettelse inkluderer mye usikkerhet. De vil være mer opptatt av hvilken verdi egenkapitalen til Gjensidige vil ha dersom ulike scenarier skulle inntreffe. Samtidig vil de ikke være opptatt av endringer som har liten eller ingen påvirkning på egenkapitalverdien. Vi vil derfor ikke presentere en sensitivitetsanalyse på slike faktorer.

Vi har valgt å analysere de input parameterne vi anser som mest utslagsgivende ved en reduksjon eller økning på 25 %. Dette gir oss svar på hvilken påvirkning en endring vil ha på egenkapitalverdien. Svakheten med en slik sensitivitetsanalyse er at vi kun ser på endringen i en parameter isolert sett og de andre parameterne holdes konsistent. I virkeligheten vil flere av faktorene påvirke hverandre og det er naturlig å anta at for eksempel økt økonomisk vekst også vil påvirke rentenivået. For å inkludere alle parameterne har vi i siste del av sensitivitetsanalysen valgt å bruke en Monte Carlo simulering.

12.1 Forfalte bruttopremier

Forfalte bruttopremier i de ulike landene er den viktigste bidragsyteren til det tekniske resultatet fra skadeforsikring. Under viser vi hvordan egenkapitalverdien endrer seg dersom våre estimerte forfalte bruttopremier endrer seg i intervallet -25 % til 25 %.

Figur 30: Egenkapitalverdi med endringer i forfalte bruttopremier



Tabell 56: Forfalte bruttopremier Norge

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	68,409	70,773	73,136	75,488	77,832	80,167	82,492	88,459	90,510	92,561	94,611
Verdiendring	-14.7%	-11.7%	-8.8%	-5.8%	-2.9%	0.0%	2.9%	10.3%	12.9%	15.5%	18.0%

Tabell 57: Forfalte bruttopremier Danmark

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	77,085	77,702	78,320	78,937	79,552	80,167	80,782	81,396	82,010	82,621	83,533
Verdiendring	-3.8%	-3.1%	-2.3%	-1.5%	-0.8%	0.0%	0.8%	1.5%	2.3%	3.1%	4.2%

Tabell 58: Forfalte bruttopremier i Baltikum

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	79,287	79,463	79,639	79,815	79,991	80,167	80,343	80,519	80,695	80,871	81,047
Verdiendring	-1.1%	-0.9%	-0.7%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%

Tabell 59: Forfalte bruttopremier i Sverige

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	79,236	79,422	79,608	79,794	79,981	80,167	80,353	80,539	80,725	80,911	81,098
Verdiendring	-1.2%	-0.9%	-0.7%	-0.5%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%

Endringen i forfalte bruttopremier i Norge har klart størst innvirkning på egenkapitalverdien. Felles for forfalte bruttopremier er at en positiv endring har en større innvirkning på egenkapitalverdien enn en negativ endring. Grunnen er at en positiv endring i forfalte bruttopremier over 10 % vil gjøre at solvensmarginkravet alltid er det høyeste kapitalkravet. Økning over 10 % vil derfor medføre at kapitalkravet og reinvesteringene vokser mindre i forhold til premieinntektene. Med en negativ endring vil alltid finanstillsynets minstekrav være det høyeste kapitalkrav og dermed får vi ikke samme effekten som ved økningen.

12.2 Avkastningskravet

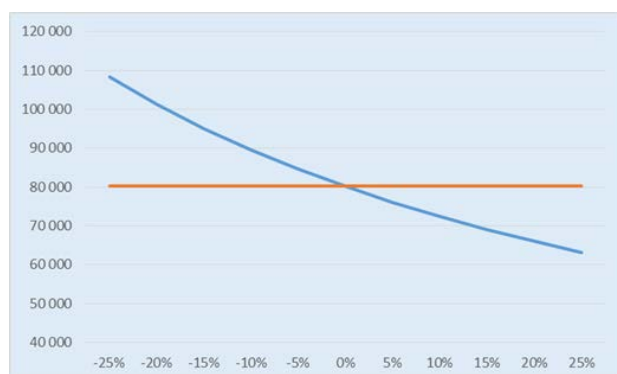
Formålet med avkastningskravet er at det skal gjenspeile hvilken avkastning investorer kan oppnå ved alternativ plassering med tilsvarende risiko. Vårt estimat på 6,2 % inneholder flere usikkerhetsmomenter. Under vil vi teste hvilken effekt endringer i de ulike parameterne vil ha på egenkapitalverdien.

12.2.1 Markedets risikopremie

Tabell 60: Sensitivitetsanalyse markedets risikopremie

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	108,448	101,378	95,139	89,593	84,631	80,167	76,129	72,459	69,110	66,042	63,221
Verdiendring	35.3%	26.5%	18.7%	11.8%	5.6%	0.0%	-5.0%	-9.6%	-13.8%	-17.6%	-21.1%

Figur 31: Sensitivitetsanalyse markedets risikopremie



Markedets risikopremie påvirker egenkapitalverdien i større grad ved en reduksjon enn ved en økning. En endring i estimert markedets risikopremie på -25 % til 25 % gir en egenkapitalverdi mellom 108 448 millioner kroner og 63 221 millioner kroner. KVM formelen tilser at dersom vi kun endrer markedets risikopremie inkluderer man en endring i risikofri rente. Derfor ønsker vi også å se hvilken effekt en isolert endring i markedsavkastningen vil gi.

Tabell 61: Sensitivitetsanalyse markedsavkastning

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	128,827	115,096	103,920	94,650	86,838	80,167	74,405	69,379	64,958	61,039	57,543
Verdiendring	60.7%	43.6%	29.6%	18.1%	8.3%	0.0%	-7.2%	-13.5%	-19.0%	-23.9%	-28.2%

Endringen i markedsavkastningen gir en større effekt enn ved bare endring i markedets risikopremie. Hvordan man estimerer markedets risikopremie vil derfor ha en stor effekt på selskapsverdien.

12.2.2 Beta

Tabell 62: Sensitivitetsanalyse beta

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	108,448	101,378	95,139	89,593	84,631	80,167	76,129	72,459	69,110	66,042	63,221
Verdiendring	35.3%	26.5%	18.7%	11.8%	5.6%	0.0%	-5.0%	-9.6%	-13.8%	-17.6%	-21.1%

Beta påvirker egenkapitalverdien i større grad ved en reduksjon enn ved en økning. En endring i estimert markedets risikopremie på -25 % til 25 % gir en egenkapitalverdi mellom 108 448 millioner kroner og 63 221 millioner kroner. Vi får det samme resultat med beta som med markedets risikopremie ettersom disse multipliseres med hverandre.

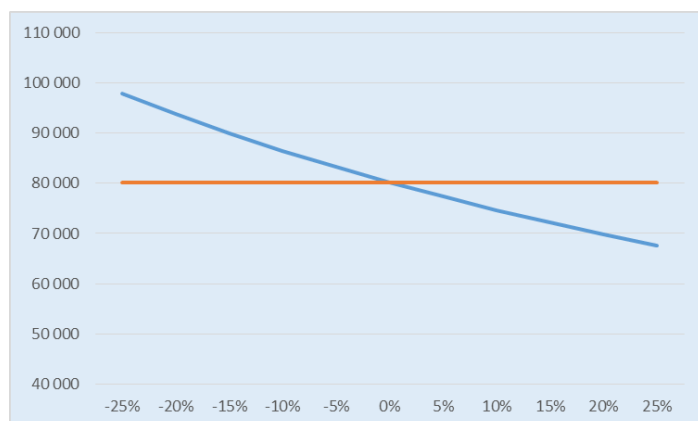
12.2.3 Risikofri rente

Den risikofrie renten vi har brukt er 2,52 % som er årsgjennomsnittet på 10-årige norske statsobligasjoner ved utgangen av 2014. Det er uenighet om hvilken risikofri rente man skal bruke blant analytikere og teoretikere. Videre er rentene i Norge historisk lave og sentralbanken gir uttrykk for rentekutt i 2015. Under viser vi endringen i egenkapitalverdien når den risikofrie renten reduseres eller økes med 25 %.

Tabell 63: Sensitivitetsanalyse risikofri rente

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	97,984	93,845	90,028	86,495	83,217	80,167	77,322	74,662	72,171	69,832	67,632
Verdiendring	22.2%	17.1%	12.3%	7.9%	3.8%	0.0%	-3.5%	-6.9%	-10.0%	-12.9%	-15.6%

Figur 32: Sensitivitetsanalyse risikofrie renten



Over ser vi endring i egenkapitalverdien ved å endre den risikofrie renten i første ledd i KVM. Dette gir en større endring i egenkapitalverdien enn ved å også inkludere endringen i markedets risikopremie. Siden parameterne er avhengig av hverandre vil vi nedenfor (tabell 64) se på endringen hvis markedsavkastningen holdes konstant. Uansett hvordan man velger å

inkludere endringen i den risikofrie renten gir denne parameteren den minste endringen i egenkapitalverdi sammenlignet med de andre parameterne i avkastningskravet.

Tabell 64: Sensitivitetsanalyse risikofri rente med endring på markedets risikopremie

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	85,486	84,369	83,280	82,217	81,180	80,167	79,177	78,211	77,267	76,344	75,442
Verdiendring	6.6%	5.2%	3.9%	2.6%	1.3%	0.0%	-1.2%	-2.4%	-3.6%	-4.8%	-5.9%

12.3 Vekstfaktor i steady state

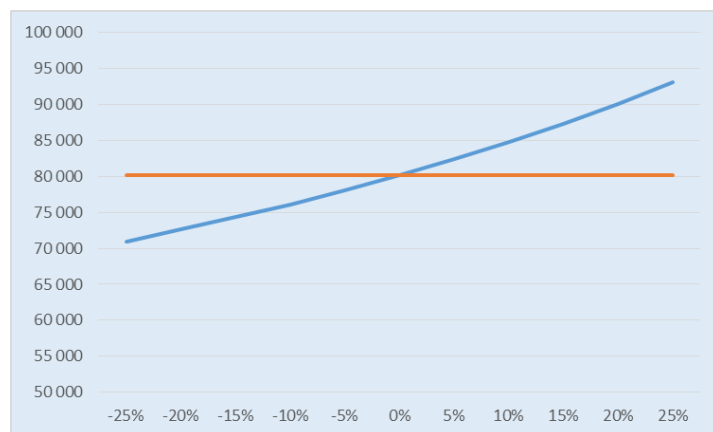
Vekstfaktoren i steady state er en faktor estimert ti år frem i tid og er derfor svært usikker.

Hva som er normal vekst blir påvirket av flere faktorer og en steady state er sjelden realistisk i praksis. Derfor er det hensiktsmessig å se sensitiviteten i egenkapitalen gitt endringer i vekstfaktoren.

Tabell 65: Sensitivitetsanalyse vekstfaktor

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	70,980	72,596	74,312	76,139	78,086	80,167	82,395	84,787	87,362	90,141	93,150
Verdiendring	-11.5%	-9.4%	-7.3%	-5.0%	-2.6%	0.0%	2.8%	5.8%	9.0%	12.4%	16.2%

Figur 33: Sensitivitetsanalyse vekstfaktor



Vekstfaktoren gir en større effekt på egenkapitalverdien ved økning enn ved en reduksjon. En økning i vekstfaktoren på 25 % øker egenkapitalverdien med 16 %, mens en reduksjon i vekstfaktoren på 25 % reduserer egenkapitalverdien med 12 %. Dette viser at hvilken vekstfaktor som benyttes i steady state er viktig siden dette er den eneste faktoren som kun påvirker terminalverdien.

12.4 Avkastningskravet og vekstfaktor

Flere av de ulike variablene i avkastningskravet kan være avhengig av hverandre. Ovenfor så vi hvilken effekt endringer i en av parameterne har på egenkapitalverdien. Under viser vi endringen i egenkapitalverdien dersom avkastningskravet endres. Vi ønsker også å se endringen i sammenheng med den konstante vekstfaktoren vi bruker i steady state.

Tabell 66: Sensitivitetsanalyse av avkastningskravet og konstant vekstfaktor

		Konstant vekstfaktor											
		80,167	-25.00%	-20.00%	-15.00%	-10.00%	-5.00%	0.00%	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%
Avkastningskrav	-25.00%	114,204	118,775	123,806	129,369	135,553	142,470	150,256	159,088	169,190	180,859	194,489	
	-20.00%	102,038	105,619	109,520	113,786	118,472	123,642	129,375	135,768	142,943	151,053	160,291	
	-15.00%	92,117	94,983	98,080	101,437	105,089	109,075	113,444	118,254	123,575	129,493	136,115	
	-10.00%	83,876	86,210	88,716	91,413	94,323	97,473	100,894	104,621	108,699	113,179	118,123	
	-5.00%	76,923	78,853	80,913	83,117	85,479	88,018	90,754	93,712	96,919	100,407	104,217	
	0.00%	70,980	72,596	74,312	76,139	78,086	80,167	82,395	84,787	87,362	90,141	93,150	
	5.00%	65,844	67,211	68,658	70,190	71,816	73,545	75,387	77,353	79,456	81,711	84,135	
	10.00%	61,362	62,530	63,761	65,060	66,433	67,887	69,428	71,066	72,808	74,667	76,653	
	15.00%	57,418	58,424	59,481	60,592	61,763	62,998	64,302	65,681	67,143	68,695	70,344	
	20.00%	53,921	54,794	55,708	56,667	57,674	58,732	59,846	61,020	62,259	63,569	64,955	
	25.00%	50,801	51,563	52,359	53,192	54,064	54,978	55,937	56,945	58,005	59,122	60,300	
Max	194,489	Verdiendring 143%											
Min	50,801	Verdiendring -37%											
Gjennomsnitt	83,923												
Median	80,167												

Matrisen viser at dersom man endrer avkastningskrav og vekstfaktor samtidig vil det ha stor påvirkning på den estimerte egenkapitalverdien. For eksempel vil en reduksjon av avkastningskravet på 5 % og en økning i vekstfaktoren på 5 % gi en økning i verdien på over 10 milliarder kroner tilsvarende 13 %. Etersom endringer av parameterne i avkastningskravet og vekstfaktoren for steady state gir en høyere økning enn reduksjon av egenkapitalen, ser vi også at maksverdien i tabell 65 er vesentlig høyere enn minimumsverdien. Derfor vil ulike oppfatninger av økonomiske forhold kunne ha store konsekvenser for verdiestimatet. Dette er en svakhet med modeller basert på diskontert kontantstrøm fordi terminalverdien utgjør en uforholdsmessig stor andel av verdiestimatet. I vår modell utgjør terminalverdien 76 % av den totale egenkapitalverdien. Endringen i terminalverdien vil derfor ha store konsekvenser for verdsettelsen.

12.5 Kostnader skadeforsikring

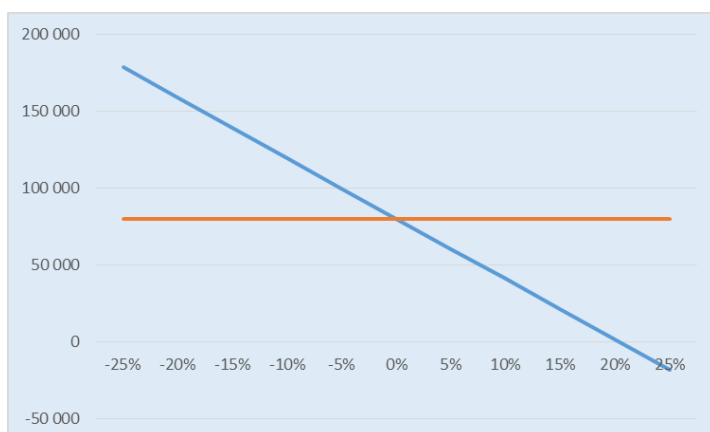
De største kostnadspostene for Gjensidige er kostnader knyttet til skadeforsikring. I våre prognoser la vi til grunn at økt konkurranse ville øke kostnadsnivåene til Gjensidige. Det er ingen sikkerhet. Den gode lønnsomheten kan fortsette eller konkurranseintensiteten kan påvirke kostnadsnivået i større grad enn vi antar. Kostnadene har en stigende trend i våre prognoser og vi ønsker å teste egenkapitalverdien ved større oppgang eller eventuelt en nedgang.

12.5.1 Erstatningskostnader

Tabell 67: Erstatningskostnader Skadeforsikring

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	178,857	159,119	139,381	119,643	99,905	80,167	60,429	40,691	20,952	1,214	-18,524
Verdiendring	123.1%	98.5%	73.9%	49.2%	24.6%	0.0%	-24.6%	-49.2%	-73.9%	-98.5%	-123.1%

Figur 34: Erstatningskostnader Skadeforsikring



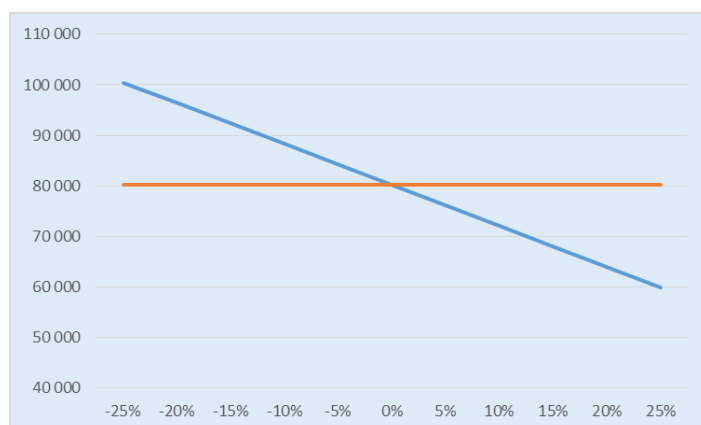
Vi ser at endringer i erstatningskostnader har den klart største påvirkningen på egenkapitalverdien av alle inputparameterne og gir en verdiendring fra 123 % til -123 %. Bare små endringer i erstatningskostnader vil gi store utslag og store endringer vil gi ekstremutfall. En slik sensitivitetsanalyse gir nok et feilaktig bilde ettersom Gjensidige mest sannsynlig ville handlet annerledes hvis skadeprosenten plutselig forverret eller forbedret seg med 25 %. Likevel viser det hvor stort utslag enkeltparametere kan gi i en verdsettelse basert på kontantstrømmer.

12.5.2 Driftskostnader Skadeforsikring

Tabell 68: Driftskostnader Skadeforsikring

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	100,452	96,395	92,338	88,281	84,224	80,167	76,110	72,053	67,995	63,938	59,881
Verdiendring	25.3%	20.2%	15.2%	10.1%	5.1%	0.0%	-5.1%	-10.1%	-15.2%	-20.2%	-25.3%

Figur 35: Driftskostnader Skadeforsikring



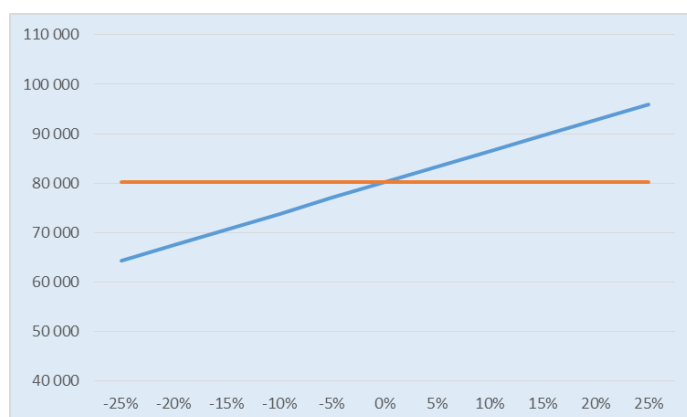
Egenkapitalverdien er også svært følsom mot endringer i driftskostnaden. Ved en reduksjon eller økning på 25 % vil verdien bevege seg mellom 100 452 og 59 881 millioner kroner. Egenkapitalverdien er totalt sett mer sensitiv over endringer i kostnader enn inntekter. Noe som kan forsvare Gjensidige sitt fokus på kostnadseffektiv drift.

12.6 Avkastning investeringsporteføljen

Tabell 69: Avkastning investeringsporteføljen

Endring i parameter	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%
Egenkapitalverdi	64,356	67,518	70,680	73,842	77,005	80,167	83,329	86,491	89,653	92,815	95,977
Verdiendring	-19.7%	-15.8%	-11.8%	-7.9%	-3.9%	0.0%	3.9%	7.9%	11.8%	15.8%	19.7%

Figur 36: Avkastning investeringsporteføljen



Endringen i avkastningen på investeringen er like vesentlig for egenkapitalen som inntektene fra skadeforsikring i Norge. Avkastningen på renteinstrumenter og øvrig aktiva er svært vanskelig å predikere. Det er derfor svært krevende å estimere investeringsinntektene. Sensitivitetsanalysen forteller oss at en reduksjon eller økning på 25 % gir oss en egenkapitalverdi mellom 64 356 og 95 977 millioner kroner.

12.7 Monte Carlo simulering

Monte Carlo er et simuleringsverktøy som skaper en kunstig sannsynligheten for et utfall basert på et stort antall trekninger (Barreto & Howland, 2005). Ved å bruke en slik simulering i sensitivitetsanalysen gir det oss muligheten til å finne sannsynligheten for egenkapitalverdien til Gjensidige ved å endre flere parametere samtidig. Dette skiller Monte Carlo simulering som er en stokastisk modell fra sensitivitetsanalyse ovenfor hvor vi benyttet deterministiske modeller. Fordelen med en mer avansert sensitivitetsanalyse er at det også kan fortelle oss hvilke inputparametere som har størst påvirkningskraft på egenkapitalverdien til Gjensidige.

For å benytte en Monte Carlo simulering er vi nødt å fortelle modellen hvilke forutsetninger den skal estimere egenkapitalverdien ut i fra. Vi definerer så et avgrenset område de ulike inputparametere kan variere mellom. Deretter simulerer modellen en tilfeldig verdi for hver av de ulike inputparametere basert på områdeverdien vi har spesifisert. Dette gjentas hundrevis eller tusenvis av ganger til vi står igjen med en estimert egenkapitalverdi. Kort forklart forteller simuleringsverktøyet oss hvor sannsynlig en estimert egenkapitalverdi er (French & Gabrielli, 2005).

12.7.1 Monte Carlo forutsetninger

Vi har valgt å inkludere alle de estimerte variablene i Monte Carlo simuleringen. Variablene har ulik forklaringsgrad, ved å inkludere alle variablene kan vi avdekke hvilke som har stor, liten eller ingen forklaringskraft på den estimert egenkapitalverdien. Som sannsynlighetsfordeling har vi benyttet normalfordeling hvor vi gir hver parameter en forventningsverdi, standardavvik, og ved noen parametere maksimum og minimumsverdi.

Høyere standardavvik indikerer høyere usikkerhet og dermed har vi spesifisert standardavviket for hver parameter ulikt etter hva vi mener er fornuftig. Det er stor usikkerhet knyttet til avkastningen på blant annet renteporteføljen og øvrige aktiva. På slike parametere

er et høyere standardavvik på 40 % benyttet. Veksten i forfalte bruttopremier i Skandinavia er mer forutsigbart enn forfalte bruttopremier i et umodent marked som Baltikum. Et høyere standardavvik på 20 % er benyttet i Baltikum enn i Skandinavia som antas å ha et standardavvik på 10 %. Vi er også mer sikre på estimerte markedsander i Norge hvor Gjensidige har en stabil og ledende posisjon enn i de andre markedene hvor Gjensidige har en klar vekststrategi gjennom oppkjøp.

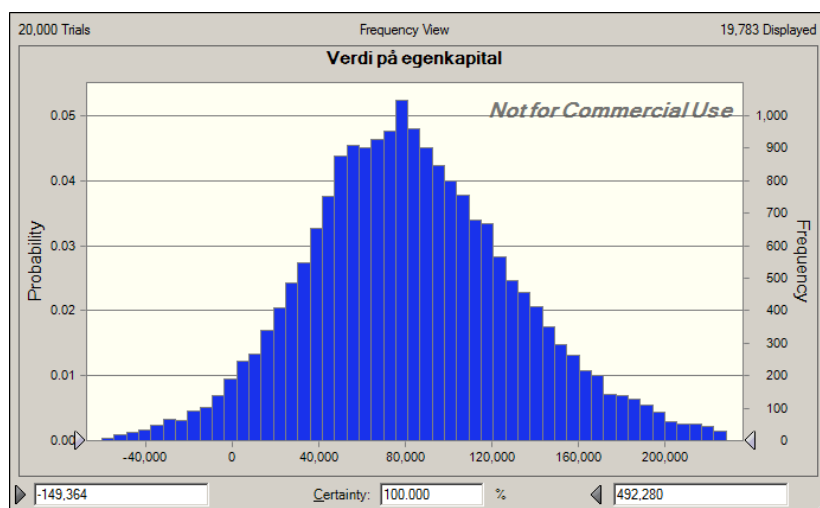
Maksimum og minimumsverdier er kun benyttet ved inputparametere som har en øvre eller nedre begrensning. Det er liten eller ingen sannsynlighet for at variablene i avkastningskravet er negative. Vi har dermed antatt at den absolutte nedre grense for disse verdiene er null, men har ingen restriksjoner på øvre grense. Det samme gjelder for markedsandeler og alle kostnader som ikke kan være negative.

En annen viktig funksjon ved Monte Carlo simulering er at vi har muligheten til å inkludere korrelasjoner mellom ulike variabler. Dette gjør sannsynlighetsberegningen enda mer realistisk. I virkeligheten er det naturlig å anta at innskuddsrenten er positivt korrelert med utlånsrenten, fordi Gjensidige Bank vil justere innskuddsrenten etter endringer i utlånsrenten. I tillegg antar vi at økte inntektsandeler fra utlandet vil ha en svak positivt korrelasjon med kostnadene, grunnet høyere combined ratio i utlandet enn i Norge. Samtidig viste bransjeanalysen at skadeforsikringsmarkedene i Skandinavia er svakt korrelerte. Vi har på bakgrunn av dette inkludert korrelasjonene nevnt ovenfor inn i simulering.

12.7.2 Resultat fra Monte Carlo simulering

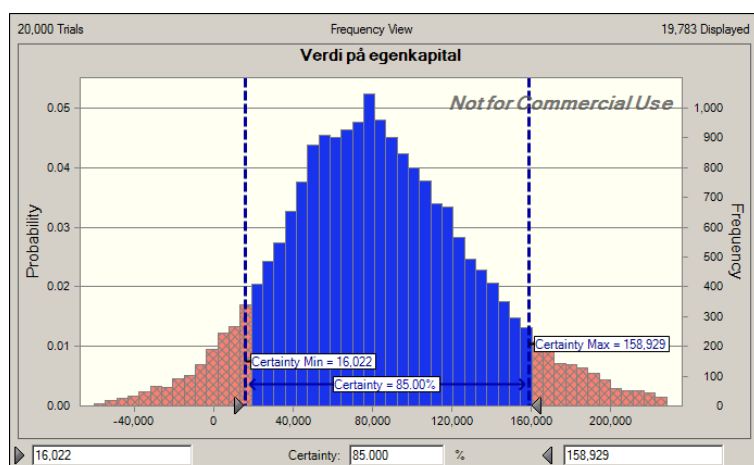
For at antallet tilfeldige trekninger skal gi et tilfredsstillende resultat har vi gjennomført 20 000 simuleringer.

Figur 37: Verdiestimat med 100% sannsynlighet



Resultatet viser at verdien til egenkapitalen er mellom -149 364 og 492 280 millioner kroner. Ytterpunktene er ekstremverdier og intervallet inneholder flere svært urealistiske verdiestimat. Medianverdien ble 80 432 millioner kroner og gjennomsnittsverdien ble 84 068 millioner kroner, mens vår egenkapitalverdi ble 80 167 millioner kroner. Den høye variasjonen og standardavviket på 51 603 er fordi verdiestimatet er spesielt sensitivt overfor erstatningskostnadene, spesielt i steady state.

Figur 38: Egenkapitalverdi med 85% sikkerhet



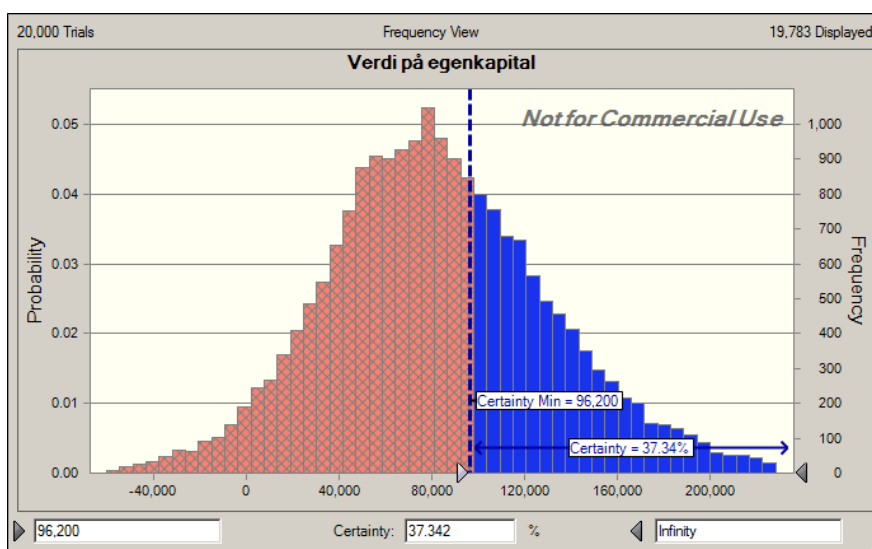
Grunnet ekstremverdier ønsker vi å se hva egenkapitalverdien er med 85 % sannsynligheten. Verdien til Gjensidige ligger i intervallet 16 022 til 158 929 millioner kroner med 85 % sannsynlighet.

12.7.2.1 Oppsidepotensialet

For å teste oppsidepotensialet til Gjensidige ser vi på sannsynligheten for at verdien er 20 % høyere eller mer enn den estimerte verdien.

En 20 % økning gir verdien 96 200 millioner kroner.

Figur 39: Oppsidepotensialet

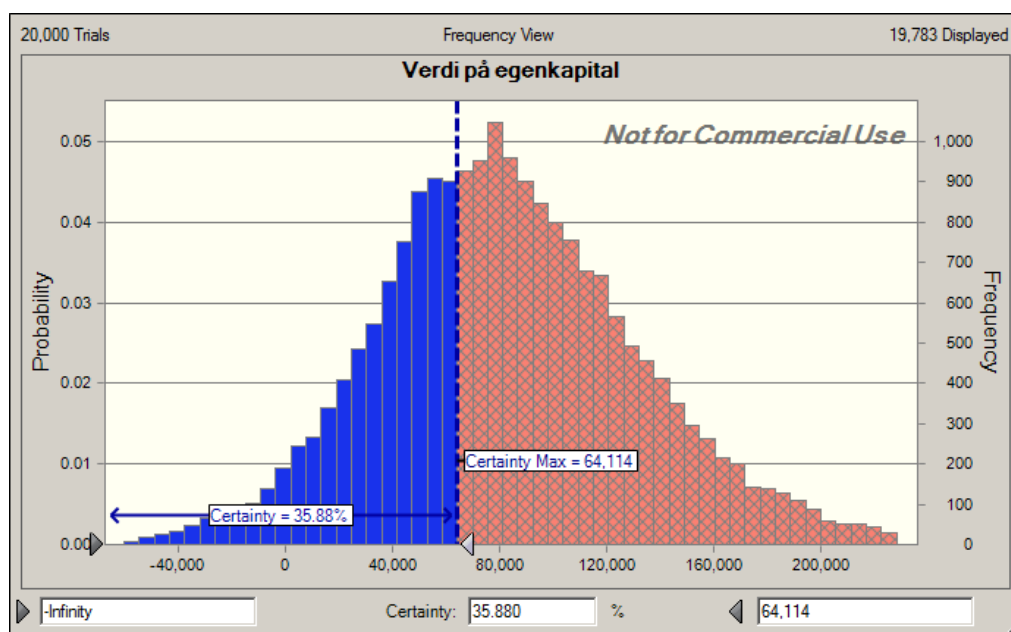


Sannsynligheten for oppsidepotensialet på egenkapitalverdien er da 37 %.

12.7.2.2 Nedsidepotensial

For å teste nedsidepotensialet ser vi på sannsynligheten for at egenkapitalverdien er mindre enn 80 % av estimert verdi.

Figur 40: Nedsidepotensialet



Nedsidepotensialet i vårt estimat er gitt i figur 40 og har en sannsynlighet på 36 %.

Av alle de 245 inputparameterne er det erstatningskostnader som har klart mest å si for verdien på egenkapitalen. Spesielt har erstatningskostnadene i steady state stor påvirkningskraft på variansen med 40 %. Andre parametere med signifikant bidrag til svingningene er markedsandelen i Norge i årene 2023 og 2024 med henholdsvis 22 % og 15 %. Variablene i avkastningskravet utgjør totalt 8,8 % av variansen. Beta og markedets risikopremie er de viktigste med over 3 % hver. Dette er i samsvar med våre deterministiske sensitivitetsanalyser. Det er dermed noen få inputparametere som påvirker estimering mest og viser hvor mye enkelte valg kan bety for egenkapitalverdien.

Problemet med en Monte Carlo simulering er det er vi som velger usikkerhetsområde og sånn sett er det en videreføring av våre antagelser i prognosedelen. Dette kan medføre skjevhet i resultatet. Analysen gir likevel en potensiell investor en pekepinn på hvor egenkapitalverdien til Gjensidige befinner seg.

13. Konklusjon

Formålet med utredningen er å verdsette egenkapitalen til Gjensidige. Ved estimering av fri kontantstrøm til egenkapitalen kom vi frem til en egenkapitalverdi per 11.03.2015 på 80 167 millioner kroner. Vår vurdering er dermed at Gjensidige ble solgt med en rabatt på 18 % i markedet.

For å komme frem til kontantstrømmene gjennomførte vi en strategisk og en regnskapsmessig analyse. I den strategisk analysen avdekket vi at rentenivået i markedet, rivaliseringen og kapitaldekningen vil være en fremtidig utfordring for forsikringsselskaper. Gjennom regnskapsanalysen og vurderingen av balansen kom vi frem til at premieinntekter fra skadeforsikring, combined ratio og avkastning på investeringsinntekter er avgjørende verdidrivere for Gjensidige. Videre fant vi at Gjensidige har en stabil finansiell posisjon, men at de ikke har overlegne prestasjoner sammenlignet med sine konkurrenter. I utgangspunktet vil derfor fremtidig resultatutvikling være preget av utvikling i markedet fremfor selskapsspesifikke faktorer.

Våre estimater er basert på subjektive antagelser. Selv om vi har benyttet teori og rapporter fra anerkjente institusjoner for å predikere fremtidig utvikling vil det likevel være knyttet stor usikkerhet til prognostiseringen. Det er også en del faktorer, som for eksempel nye kapitalkrav og usikre kapitalmarkeder, som er svært krevende å inkludere i en fundamental verdsettelse. For finansielle foretak beregnes kontantstrømmen som årsresultat fratrukket nødvendig reinvestering for å oppnå tilfredsstillende kapitaldekning. Dette gjør at man ikke kan foreta en verdsettelse uten å ta hensyn til kapitalkravet eller selskapets kapitalstrategi. I utredningen har vi forsøkt å finne retningslinjer eller anbefalinger på hvordan dette skal implementeres. På grunn av manglende teori har vi etter beste forsøkt å benytte tilfredsstillende løsninger, men er klar over at egne forenklinger kan medføre svakheter. Analysene viste at Gjensidige ikke vil ha noen problemer med å tilpasse seg eventuelle solvensendringer og at nivået på kapitaldekningen i hovedsak er et resultat for å opprettholde en kredittvurdering på A.

Kontantstrømmene ble diskontert med et avkastningskrav estimert ved hjelp av KVM modellen. Ved hjelp av teoretisk forankring og praksis estimerte vi avkastningskravet til 6,2 %.

Sammenligningen med bransjemultipler indikerte at vi verdsatt selskapet høyere enn konsensus i markedet. Blant annet tydet P/E multippelen på at avkastningskravet vi har benyttet kan være for lavt. Rentenivåene er historisk lave og variasjonen i markedsindeksen har unormalt lav forklaringsgrad på variasjonen i egenkapitalverdien til Gjensidige. Dette gjør at det er vanskelig å avgjøre hvilken risikofrie rente og beta som er korrekt.

Sensitivitetsanalysen viste at enkelte parametere gir store svingninger i egenkapitalverdien. Spesielt erstatningskostnader og avkastningskrav. Ved hjelp av en Monte Carlo simulering fant vi at verdien til Gjensidige ligger i intervallet 16 022 til 158 929 millioner kroner med 85 % sannsynlighet.

På tross av høy usikkerhet har vi etter beste evne forsøkt å gjennomføre en pålitelig og valid verdsettelse som tar hensyn til de viktigste faktorene for Gjensidiges egenkapitalverdi. Vi vil derfor si at 80 167 millioner kroner er vårt beste estimat på Gjensidige konsernets verdi per 11.03.2015.

Litteraturliste

Bøker

- Barney, J. B. (2011). *Gaining and sustaining competitive advantage* (4th ed.). Boston: Pearson.
- Barreto, H., & Howland, F. (2005). *Introductory econometrics: using Monte Carlo simulation with Microsoft excel*: Cambridge University Press.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2011). *Investments and portfolio management* (9th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Boye, K., & Dahl, G. A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis* ([Ny utg.] ed.). Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Gripsrud, G., Silkoset, R., & Olsson, U. H. (2010). *Metode og dataanalyse : beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP* (2. utg. ed.). Kristiansand: Høyskoleforl.
- Kaldestad, Y., Møller, B., & Den Norske revisorforening. (2011). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no.
- Koller, T., Murrin, J., Wessels, D., Goedhart, M., Copeland, T. E., & McKinsey & Company. (2010). *Valuation : measuring and managing the value of companies* (5th ed.). Hoboken, N.J.: Wiley.
- Løwendahl, B. R., Fjeldstad, Ø. D., & Wenstøp, F. (2010). *Grunnbok i strategi* (3. utg. ed.). [Oslo]: Cappelen akademisk.
- Massari, M., Zanetti, L., & Gianfrate, G. (2014). *The valuation of financial companies : tools and techniques to value banks, insurance companies, and other financial institutions*. Chichester: Wiley.
- Ringdal, K. (2007). *Enhet og mangfold : samfunnsvitenskapelig forskning og kvantitativ metode* (2. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Selnes, F., & Magnussen, B. (2012). *Innføring i markedsføringsledelse*. Trondheim: Akademika forl.

Artikler

- Damodaran, A. (2009). Valuing Financial Service Firms. *New York University Stern School of Business*.
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2011). Equity premiums around the world.
- French, N., & Gabrielli, L. (2005). Discounted Cash Flow: Accounting for Uncertainty. *Journal of property investment & finance* , Vol. 23 iss 1 pp. 75-89.
- Nissim, D. (2010). Analysis and valuation of insurance companies. *CE/ASA (Center for Excellence in Accounting and Security Analysis) Industry Study(2)*. *Columbia Business School*.
- Schølberg, O. (2009). Finanst teori anvendt i praksis. *MAGMA*. Hentet fra <http://www.magma.no/finanst teori-anvendt-i-praksis>

Rapporter

Credit Suisse. (2015) *Global investment returns yearbook (2015)*. Hentet fra <https://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/?fileID=AE924F44-E396-A4E5-11E63B09CFE37CCB>

Fernandez, P., Ortiz, A., & Acín, F.I. (2015). *Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) used for 41 countries in 2015: a survey*. Hentet fra <http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=208022116002083088012115071027069081102087090027053041122082090093124025110101066109033023100005039055006124071073096086064121017087031082011016112079080097029038038094117000023001075118125028023092100012074030095030095092098086064100030090102&EXT=pdf&TYPE=2>

Finanstilsynet. (2014). *Problemstillinger knyttet til gjennomføringen av Solvens II*. Hentet fra http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Brev_vedlegg/2014/Vedlegg_Finansdepartementet_Problemstillinger_Solvens_II.pdf

Norges Bank. (2015). *Pengepolitisks rapport med vurdering av finansiell stabilitet (1/15)*. Hentet fra http://static.norges-bank.no/pages/102900/PPR_1_2015.pdf?v=19032015132454?v=19032015132454&ft=.pdf

PricewaterhouseCoopers. (2014). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra http://www.pwc.no/no_NO/no/publikasjoner/deals/risikopremieundersokelse2014.pdf

Statistisk Sentralbyrå. (2015). *Økonomiske analyser (1/2015)*. Hentet fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/attachment/221181?ts=14c2bce9870>

Årsrapporter

Codan A/S. *Annual report (2010-2014)*.

Gjensidige Forsikring ASA. *Årsrapporter (2008-2014)*.

IF P&C Insurance. *Annual report (2008-2014)*.

Protector Forsikring. *Årsrapporter (2008-2014)*.

RSA. *Annual report (2008-2014)*.

Sampo. *Annual Report (2008-2014)*.

Storebrand Livsforsikring. *Årsrapport (2008-2014)*.

Sparebank 1 Forsikring. *Årsrapporter (2013-2014)*.

Sparebank 1 Skadeforsikring. *Årsrapporter (2008-2014)*.

Sparebank 1 Livsforsikring. *Årsrapporter (2008-2012)*.

Tryg. *Annual report (2008-2014)*.

Lover og direktiver

Finanstilsynet. (2013, 8. mars). *Nytt dødelighetsgrunnlag i kollektiv pensjonsforsikring (K2013)*. Hentet fra

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Pressemeldinger_vedlegg/2013/1_kvartal/Nytt_doedelighetsgrunnlag_i_kollektiv_pensjonsforsikring_k_2013.pdf

Forsikringsvirksomhetsloven. *Lov av 10.juni 2005 nr. 44 om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv.* Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-10-44>

Forskrift om beregning av solvensmarginkrav og solvensmarginkapital for norske skadeforsikringsselskaper og gjenforsikringsselskaper. *Forskrift 19. mai 1995 nr. 482 om beregning av solvensmarginkrav og solvensmarginkapital for norske skadeforsikringsselskaper og gjenforsikringsselskaper.* Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/1995-05-19-482>

Forskrift om minstekrav til kapitaldekning i forsikringsselskaper, pensjonskasser, innskuddspensjonsforetak og holdingselskap i forsikringskonsern. *Forskrift 22. desember 2006 nr 1616 om minstekrav til kapitaldekning i forsikringsselskaper, pensjonskasser, innskuddspensjonsforetak og holdingselskap i forsikringskonsern.* Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2006-12-22-1616?q=Forskrift+om+minstekrav+til+kapitaldekning>

European commission (EU) nr. 2015/35 av 10.oktober 2014 om supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II). Hentet fra <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0035&from=EN>

Naturskadeloven. *Lov av 25. mars 1994 nr 7 om sikring mot og erstatning for naturskader.* Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1994-03-25-7>

NOU 2013:3. (2013). *Pensjonslovene og folketrygdreformen III — Utredning nr. 27 fra Banklovkommisjonen.* Hentet fra <https://www.regjeringen.no/nb/dokumenter/nou-2013-3/id711626/?docId=NOU201320130003000DDDEPIS&q=&navchap=1&ch=8>

NOU 2015: 5. (2015). *Pensjonslovene og folketrygdreformen IV — Utredning nr. 29 fra Banklovkommisjonen.* Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/f3590b3760e14361b1c8071e4463e894/no/pdfs/nou201520150005000dddpdfs.pdf>

OTP-loven. *Lov av 21. desember 2005 nr 124 om obligatorisk tjenestepensjon [OTP-loven].* Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-12-21-124>

Prop. 111 S (2011-2012). (2012). *Tilleggsbevilgninger og omprioriteringer i statsbudsjettet 2012. Tilråding fra Finansdepartementet 15. mai 2012, godkjent i statsråd samme dag.*

(Regjeringen Stoltenberg II). Oslo: Finansdepartementet. Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/contentassets/985d650b95014cc89a9127becbc03d89/no/pdfs/prp201120120111000dddpdfs.pdf>

Yrkesskadeforsikringsloven. *Lov av 16.juni 1989 nr. 65 om yrkesskadeforsikring*. Hentet fra

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1989-06-16-65>

Internettkilder

Aflangrud, M. (2013, 11.11.). Forslag om ny yrkesskadereform. *IF*. Hentet fra <https://www.if-insurance.com/web/industrial/ifnews/pages/arbeidsskadereform.aspx>

Damodaran, A. (2015). Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread. *New York University Stern School of Business*. Hentet fra

http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

European Commission: 'SOLVENCY II': Frequently Asked Questions (2007).

Hentet fra http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-07-286_en.htm?locale=en

EPSI. (2014). Forsikring. Hentet fra <http://www.epsi-norway.org/no/bransjestudier/forsikring>

Finans Norge. (2015). *NASK – Naturskadestatistikk*. Hentet fra

https://www.fno.no/statistikk/skadeforsikring/Naturskadestatistikk-NASK/?_t_id=1B2M2Y8AsgTpgAmY7PhCf%3d%3d&_t_q=naturskader&_t_tags=language%3ano%2csiteid%3a5e5a0c5e-602a-4a36-b1a2-056541a30f2f&_t_ip=158.37.130.184&_t_hit.id=FNO_Models_Pages_IFrameLargePage/_02dd95f1-2b6a-4715-9850-51ff9de88b53_no&_t_hit.pos=10

Finans Norge. (2015). Bankstatistikk. Forretningsbankenes årsregnskaper. Hentet fra

<https://www.fno.no/statistikk/bank/>

Finans Norge. (2015). Statistikk livsforsikring og pensjon. Hentet fra

<https://www.fno.no/statistikk/livsforsikring/>

Finans Norge (2015). Statistikk skadeforsikring. Hentet fra <https://www.fno.no/statistikk/skadeforsikring/>

Finanstilsynet. (2015). Basel III / CRD IV. Hentet fra

<http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapromradet/Verdipapirforetak/Tema/Basel-III--CRD-IV/>

Forsikring og Pension (2015). Branchetal – Forsikring. Hentet fra

http://www.forsikringogpension.dk/presse/Statistik_og_Analyse/statistik/forsikring/branchetal/Sider/branchetalforsikring.aspx

Furesund, M. og Berntsen, L. (2014, 16.10.). Alderspensjon i privat sektor – oversikt over arbeidsgivers valg mellom kollektive tjenestepensjonsordninger. *Jusstorget.no*. Hentet fra

<http://www.jusstorget.no/article.asp?Key=1&FagKey=3&ArtKey=479>

Gjensidige. (2015). Sponsorvirksomhet. Hentet fra <https://www.gjensidige.no/konsern/om-oss/sponsorvirksomhet>

Gjensidigestiftelsen. (2015). Om Stiftelsen. Hentet fra <http://www.gjensidigestiftelsen.no/om-stiftelsen#Organisasjonen>

- Gjensidige. (2015) Finn ditt kontor. Hentet fra <https://www.gjensidige.no/privat/kontorer>
- Hagen, S. M. og Rosén, K. (2013, 9. desember). Utfordrere til norsk forsikringsbransje?. *Grette*. Hentet fra <https://www.grette.no/fagforum/utfordrere-til-norsk-forsikringsbransje/>
- Insurance Europa. (2015). Statistical Publications. Hentet fra <http://www.insuranceeuropa.eu/publications/statistics>
- International Monetary Fund. (2015). World Economic Outlook Database. Hentet fra <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/weoselgr.aspx>
- Konsesjonsregisteret. (2015). Finanstilsynets Konsesjonsregisteret. Hentet fra <http://konsesjon.finanstilsynet.no/#/info>
- Norsk kundebarometer. (2015). Bransjeresultater 2015. Hentet fra <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjeresultater-2015/>
- Norges Bank. (2014). *Styringsrenten årsgjennomsnitt*. Rentestatistikk. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/>
- Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO). (2013, 05.september). Yrkesskadeforsikring. Hentet fra <https://www.nho.no/Politikk-og-analyse/Pensjon-og-forsikring/Sideartikler/Yrkesskadeforsikring/#>
- Olav Thon Eiendomsselskap. (2013). *Note 16 Investeringseiendom*. Hentet fra <http://www.olt.no/investor/Rapporter/2013/Regnskap/Noter/Note-16-Investeringseiendom/>
- Parr, P.O. (2015, 24.mars) Gjensidige-sjefen: Dette er våre hovedutfordringer. *Hegnar.no*. Hentet fra <http://www.hegnar.no/bors/artikkel541536.ece>
- Sotnakk, G. (2015). Immaterielle eiendeler. *KPMG*. Hentet fra <http://verdtavite.kpmg.no/immaterielle-eiendeler.aspx>
- Statistisk Sentralbyrå. (2015). Livs- og skadeforsikringssselskaper, regnskap. Hentet fra <https://www.ssb.no/statistikkbanken/selecttable/hovedtabellHjem.asp?KortNavnWeb=forsikring&CMSSubjectArea=bank-og-finansmarked&checked=true>
- Statistisk Sentralbyrå. (2015). Årlig nasjonalregnskap. Hentet fra <https://www.ssb.no/statistikkbanken/selecttable/hovedtabellHjem.asp?KortNavnWeb=nr&CMSSubjectArea=nasjonalregnskap-og-konjunkturer&checked=true>
- Svensk Forsäkring (2015). Branschstatistik. Hentet fra <http://www.svenskforsakring.se/Huvudmeny/Fakta--Statistik/Statistics-list/Branchstatistik/>
- World Bank. (2015). Population estimates and projections. *Health Nutrition and Population Statistics*. Hentet fra <http://databank.worldbank.org/Data/Views/VariableSelection/SelectVariables.aspx?source=Health%20Nutrition%20and%20Population%20Statistics:%20Population%20estimates%20and%20projection>