



TOOLS  
4F

# Výkonnost pojišťoven z investorského pohledu

Aktuárský seminář MFF UK

27 října 2023  
Imrich Lozsi

• WE UNDERSTAND YOUR JOB

# Program

- ☐ Úvod, motivace
- ☐ Kdy má a kdy nemá firma ekonomickou hodnotu
- ☐ Jakou ekonomickou hodnotu generují pojišťovny
- ☐ Informace z výkazů IFRS 17 pro ocenění pojišťovny
- ☐ Závěr

# Motivace

*„The differences in accounting treatment across jurisdictions and practices have made it difficult for investors and analysts to understand and compare insurers' results.“*

*„Some previous accounting practices under IFRS 4 did not adequately reflect the true underlying financial position or the financial performances of these insurance contracts.“*

- ☐ Aktuáři hrají významnou roli v implementaci IFRS 17, pojďme se podívat na její výsledky!



TOOLS  
4F

# Ocenění firmy

Co a proč je důležité pro stanovení její hodnoty

● WE UNDERSTAND YOUR JOB



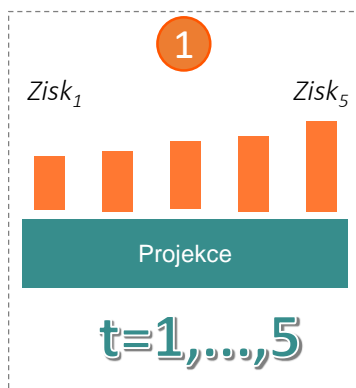
TOOLS  
4F

# Možnosti ocenění firmy

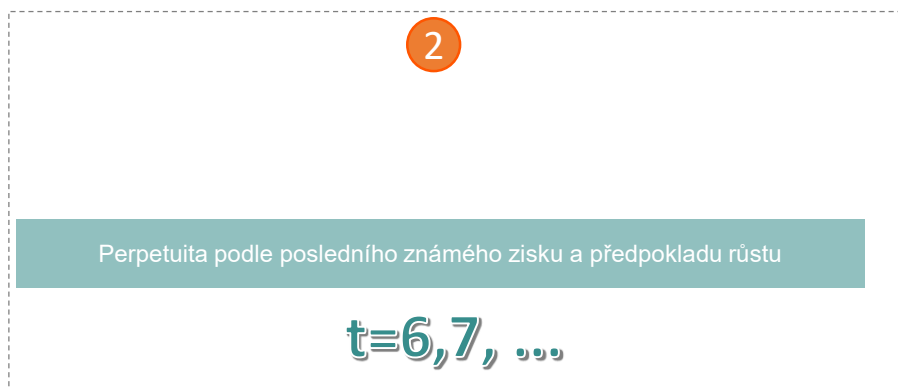
- ☐ Účetní hodnota („Book Value“)
  - ☐ **BV:** *Účetní hodnota vlastního kapitálu (VK)*
- ☐ Multiplikátory („Multiples“)
  - ☐ **P/BV:** *Hodnota VK/Účetní hodnota VK*
  - ☐ **P/E:** *Hodnota VK/Čistý zisk*
  - ☐ **EV/EBITDA:** *(Hodnota VK + Čistý dluh)/EBITDA*
- ☐ Model penežních toků („DCF method“)
  - ☐ **PV\_Zisk:** *Očekávaná současná hodnota budoucích zisků firmy*
- ☐ Tržní ocenění („Market Capitalization“)
  - ☐ **MV:** *Cena akcie \* počet akcií v oběhu*

# Model peněžních toků

## EXPLICITNÍ PROJEKCE



## KONEČNÁ HODNOTA („TERMINAL VALUE“ - TV)



$$PV\_Zisk = \sum_1^{\infty} \frac{\text{Čistý zisk}_t}{(1+d)^t} = \sum_1^5 \frac{\text{Čistý zisk}_t}{(1+d)^t} + TV$$

$$TV = \text{Čistý zisk}_5 * \frac{(1+d)}{(d-g)}$$

*g* – předpokládaný roční růst zisků v letech t=6,7,...  
*d* – diskontní míra

Pozn:  $PV\_Zisk = PV\_CF + Rezervy$

# Diskontní míra zohledňuje

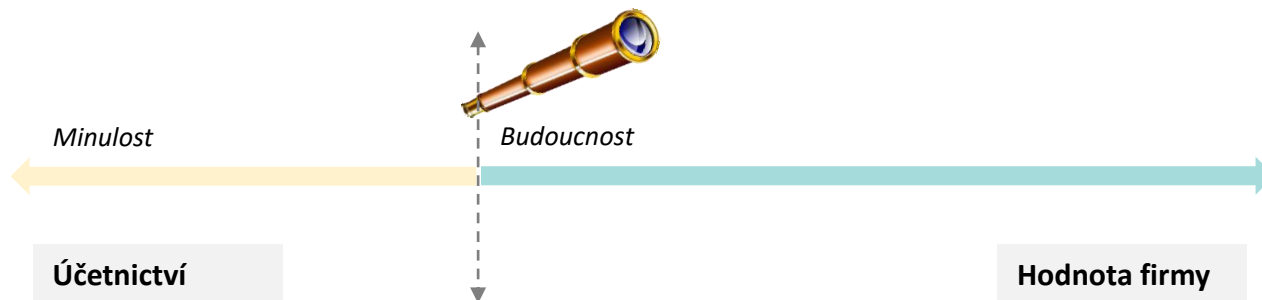
- ☐ Časovou hodnotu peněz
- ☐ Nejistotu ohledně budoucích peněžních toků
- ☐ Požadovanou návratnost investice do firmy
- ☐ Rizika buď v diskontní sazbě nebo v peněžních tocích
  - ☐ *Bezriziková sazba + rizikově upravené peněžní toky NEBO*
  - ☐ *Rizikově upravená sazba + peněžní toky neupravené o rizika*

# Jak vzniká čistý zisk

Položka	Definice
+ Výnosy („Revenue/Net Sales“)	<i>Výnosy z prodeje zboží a služeb. Včetně poskytnutých slev a nákladů na vrácené zboží</i>
- Náklady („Cost of Goods Sold“)	<i>Přímé náklady spojené s výrobou zboží a poskytováním služeb</i>
= Hrubý zisk („Gross Profit“)	<i>(Revenue – Cost of Goods Sold)</i>
- Nepřímé náklady	<i>Nepřímé náklady společnosti</i>
- Úrokové náklady („Interest“)	<i>Náklady na obsluhu dluhu</i>
- Odpisy („Depreciation/Amortization“)	<i>Odpisy hmotného a nehmotného majetku</i>
- Investice („CAPEX“)	<i>Investiční náklady</i>
- Výzkum a vývoj („R&D“)	<i>Náklady na výzkum a vývoj</i>
- Tvorba rezerv	<i>Náklady na tvorbu různých rezerv a fondů ze zisku</i>
- Daně	<i>Daně a jiné poplatky</i>
= Čistý zisk	<i>Čistý zisk po zdanění pro rozdělení akcionářům</i>



# Kde se nachází hodnota firmy

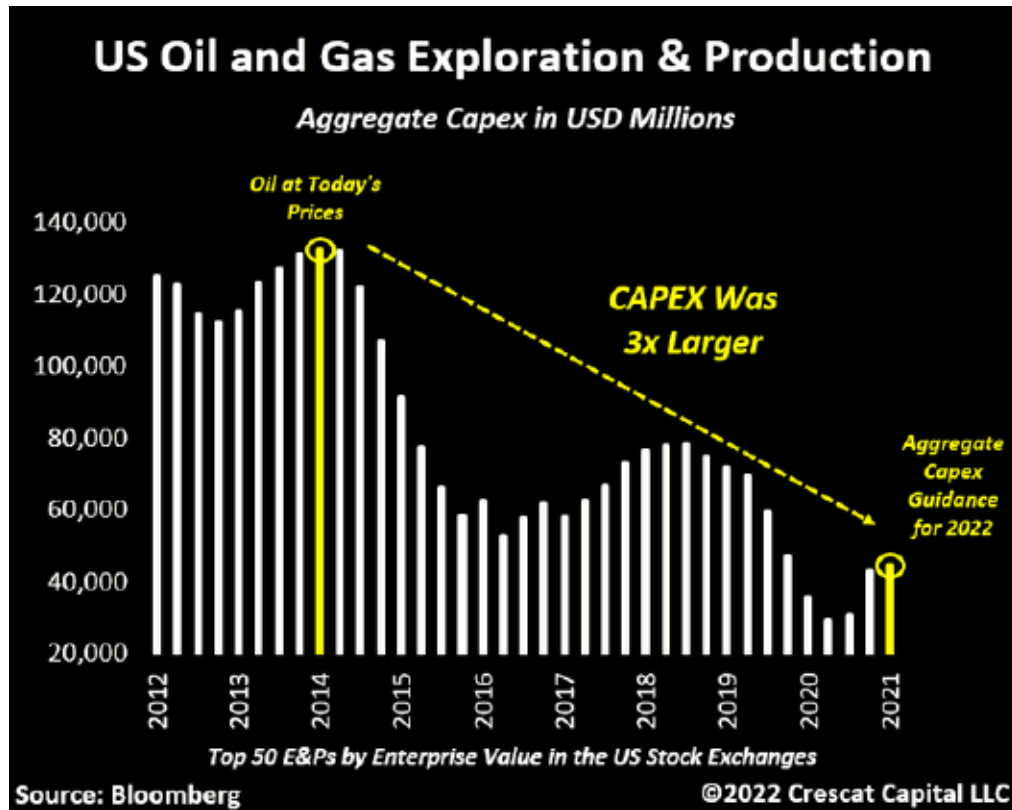


- ❑ Účetnictví ukazuje minulost
- ❑ Hodnota firmy (většinou) leží v budoucnu

# Co tedy zejména ovlivňuje hodnotu firmy

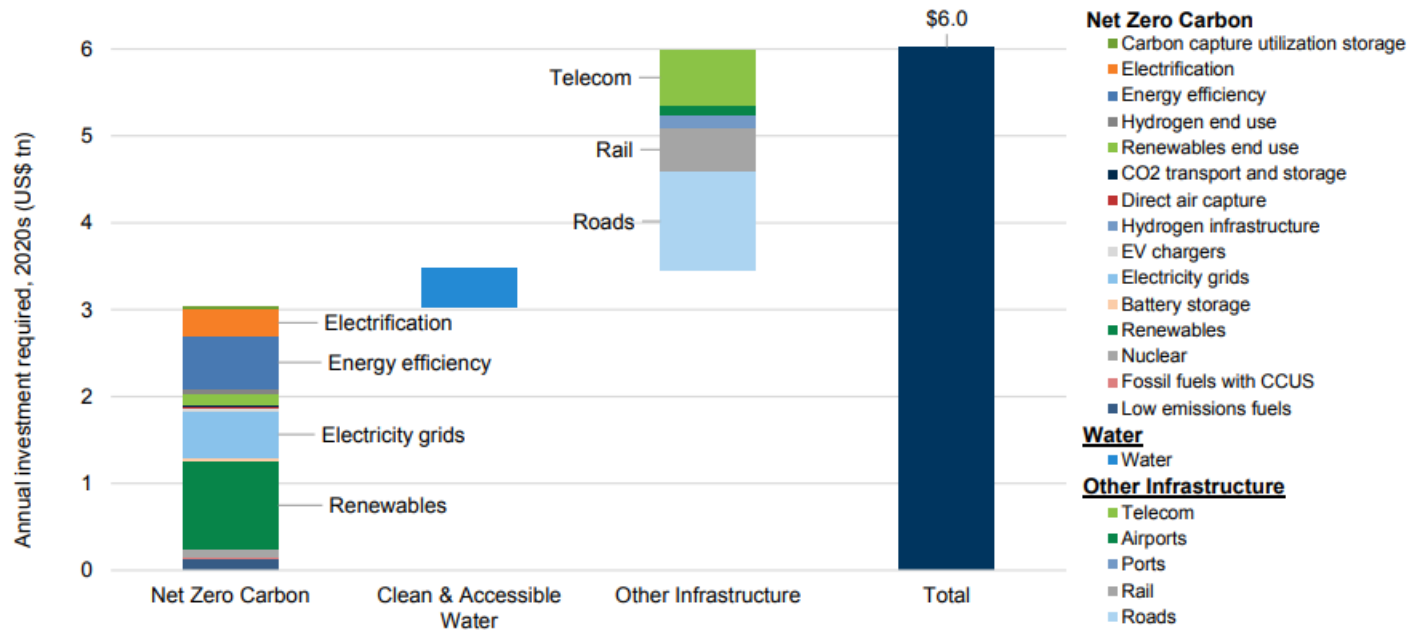
- ☐ Růst výnosů („Revenue growth“)
  - ☐ *Roste-li objem byznysu, nemusím nutně zvyšovat marže*
- ☐ Růst ziskových marží („Gross Margin“ nebo „EBITDA margin“)
  - ☐ *Rostou-li marže, nemusím nutně zvyšovat objem*
- ☐ Potřeba investic („CAPEX“)
  - ☐ *Objem potřebných nových investic pro udržení zdrojů zisků firmy*
- ☐ Efektivní daňová sazba
  - ☐ *Čím nižší, tím lepší*
- ☐ Diskontní sazba („Weighted Average Cost of Capital“ - WACC)
  - ☐ *Vážený průměr ceny vlastního a cizího kapitálu*

# CAPEX: černá energie



# CAPEX: zelená energie

**Exhibit 4: Around \$6 trillion of Green Capex annually is needed globally to meet Net Zero, Infrastructure and Clean Water goals**  
Annual investment required, 2020-2030



Source: IEA, OECD, McKinsey & Company, Goldman Sachs Global Investment Research

# CAPEX vs. cena akcií



Zdroj: [www.msn.com](http://www.msn.com)

# Cena kapitálu: co dělat s přebytečnými penězi?



- ☐ Nechat je v trezoru
  - ☐ *Nízké riziko, nulový výnos, náklady na úschovu*
- ☐ Dát je do banky (spořicí účet ~ 2.5% p.a.)
  - ☐ *Střední riziko, malý výnos, poplatky*
- ☐ Půjčit je někomu (dluhopis ~ 7.29% p.a.)
  - ☐ *Vyšší riziko, vyšší výnos*
- ☐ Vložit je do společnosti (akcie ~ 15% p.a.)
  - ☐ *Nejvyšší riziko, nejvyšší požadovaný výnos*

# Cena vlastního a cizího kapitálu firmy

- ☐ Cena vlastního kapitálu „Cost of Equity“ - CoE ~ 15% p.a.
  - ☐ *Minimum, co musí firma vydělat svým akcionářům, aby jí byli ochotni svěřit své peníze*
- ☐ Cena dluhu „Cost of Debt“ - CoD ~ 7.29% \* (1 - daňová sazba)
  - ☐ *Jsou ale i tací, kteří se spokojí s nižším než 15%-ním výnosem, někteří z nich jsou dokonce ochotni koupit i dluhopisy společnosti*
  - ☐ *Společnost tak získá levnější peníze a náklady na jejich získání si navíc může odečíst ze svých daní*
- ☐ **Vlastní kapitál je pro firmu vždy ten nejdražší!**

# Věděli to již v dobách Jaroslava Haška





# Cena kapitálu: WACC

- ☐ Vážený průměr ceny kapitálu (vlastního a cizího)

$$WACC = \frac{VK}{VK + Dluh} * CoE + \frac{Dluh}{VK + Dluh} * CoD * (1 - Tax\ rate)$$

**VK** – vlastní kapitál firmy

**Dluh** – dluh firmy

**CoE** – cena VK

**CoD** – cena dluhu

- ☐ Poměr dluhu k celkovému kapitálu („Leverage“)
- ☐ Jak se ale dozvím výnos, který investoři ve skutečnosti požadují?

# Cena kapitálu: CAPM

- ☐ Investováním do rizikových aktiv roste požadovaný výnos, riziková prémie

$$CoC = Risk\ Free\ Return + \beta * (Market\ return - Risk\ Free\ Return)$$

**Risk Free Return** – bezrizikový výnos, st. dluhopisy

**Market Return** – tržní výnos, široký tržní index, např. S&P 500

**$\beta$**  – míra volatilitiy (rizika)

- ☐ „*Risk free*“ nebo „*Return free risk*“?
- ☐ CoC je též sazba, při níž cena akcie = PV(budoucích dividend)

# Výše dividend vs. ocenění firem



Source: Bloomberg Professional (SPX and ASDZ15-30, USSW1-30)

# Ziskové marže budou rovněž korelovat s indexy



# Ekonomická přidaná hodnota

- ☐ Skutečný výnos na investovaném kapitálu vs. cena tohoto kapitálu

$$EVA = NOPAT - Investovaný\ kapitál * WACC$$

**EVA** – ekonomická přidaná hodnota („Economic Value Added“)

**NOPAT** – provozní výsledek po zdanění („Net Operating Profit After Tax“)

**WACC** – vážený průměr ceny kapitálu

- ☐ Rentabilita vlastního kapitálu „Return on Equity“ - RoE

$$RoE = \frac{NOPAT}{Avg.\ Equity}$$

# Ekonomická přidaná hodnota

- **RoE > WACC => firma generuje hodnotu**



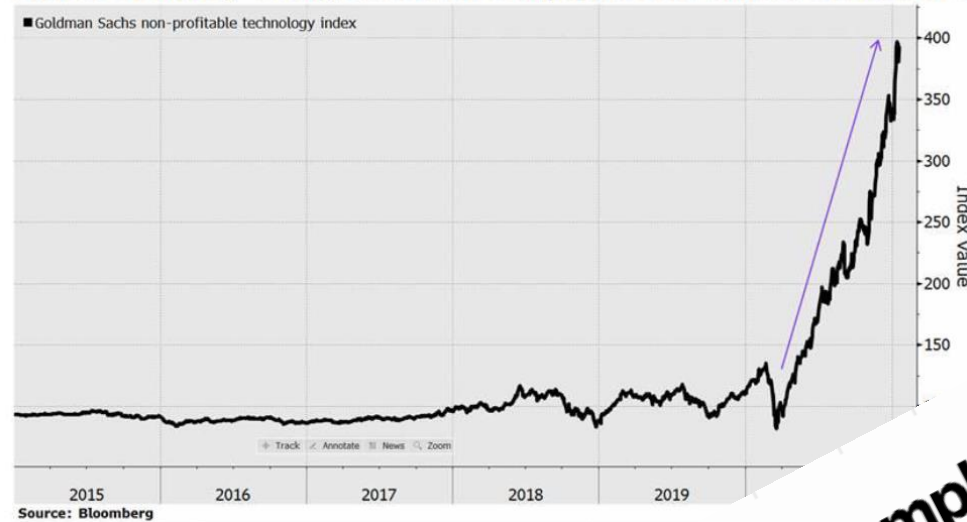
- **RoE < WACC => firma pálí kapitál**



Nakonec si ale tohle vše trh vyhodnotí po svém

## Who Needs Earnings?

Shares of money-losing U.S. tech companies soar almost fivefold



Markets  
**Tesla Call Was Completely Wrong, RBC Says After 1,200% Rally**  
By Joe Easton  
January 7, 2021, 1:07 PM GMT+1 Updated on January 7, 2021, 3:54 PM GMT+1

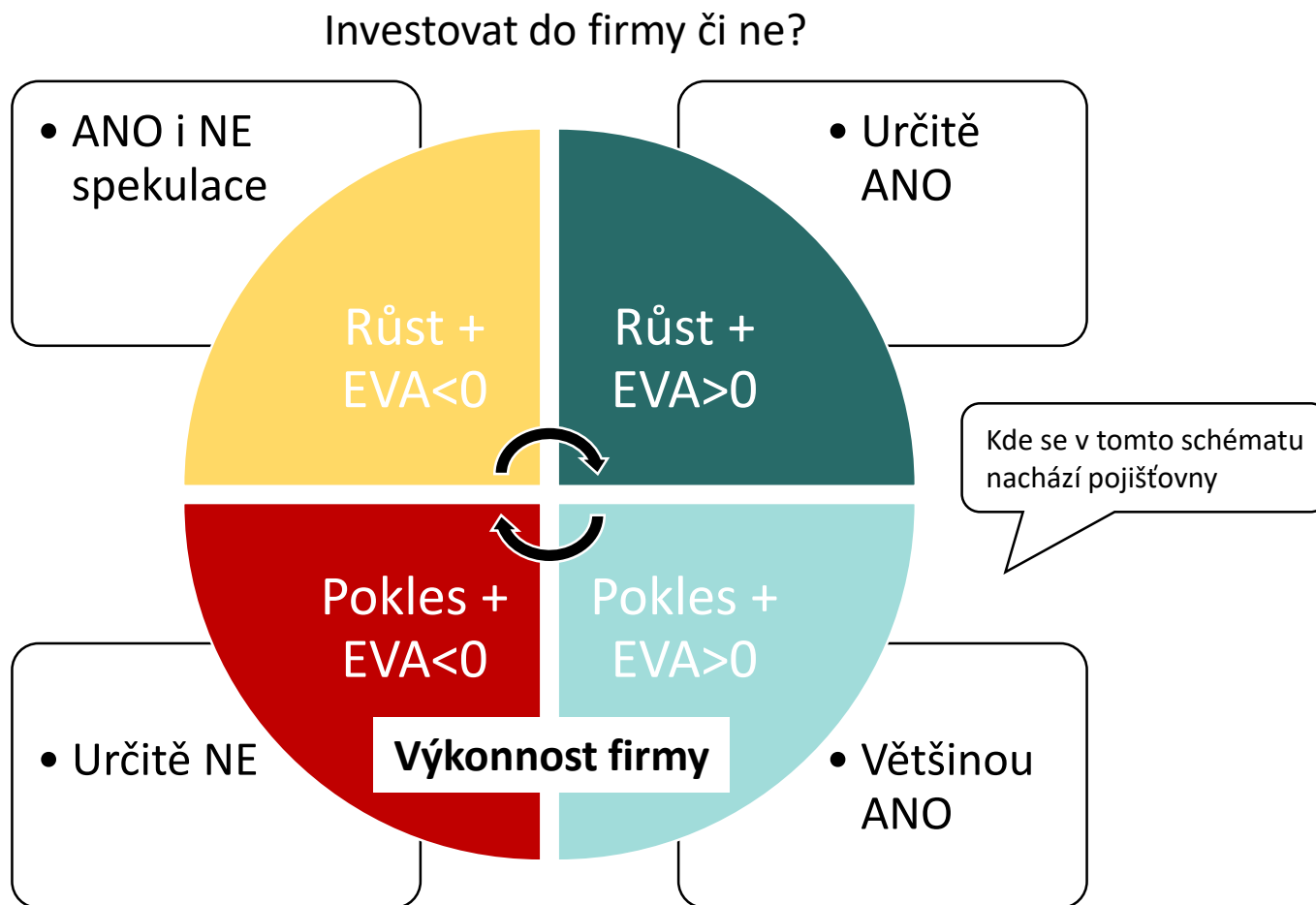
# Ocenění pojišťovny

Vliv specifik pojišťovacího byznysu na její hodnotu

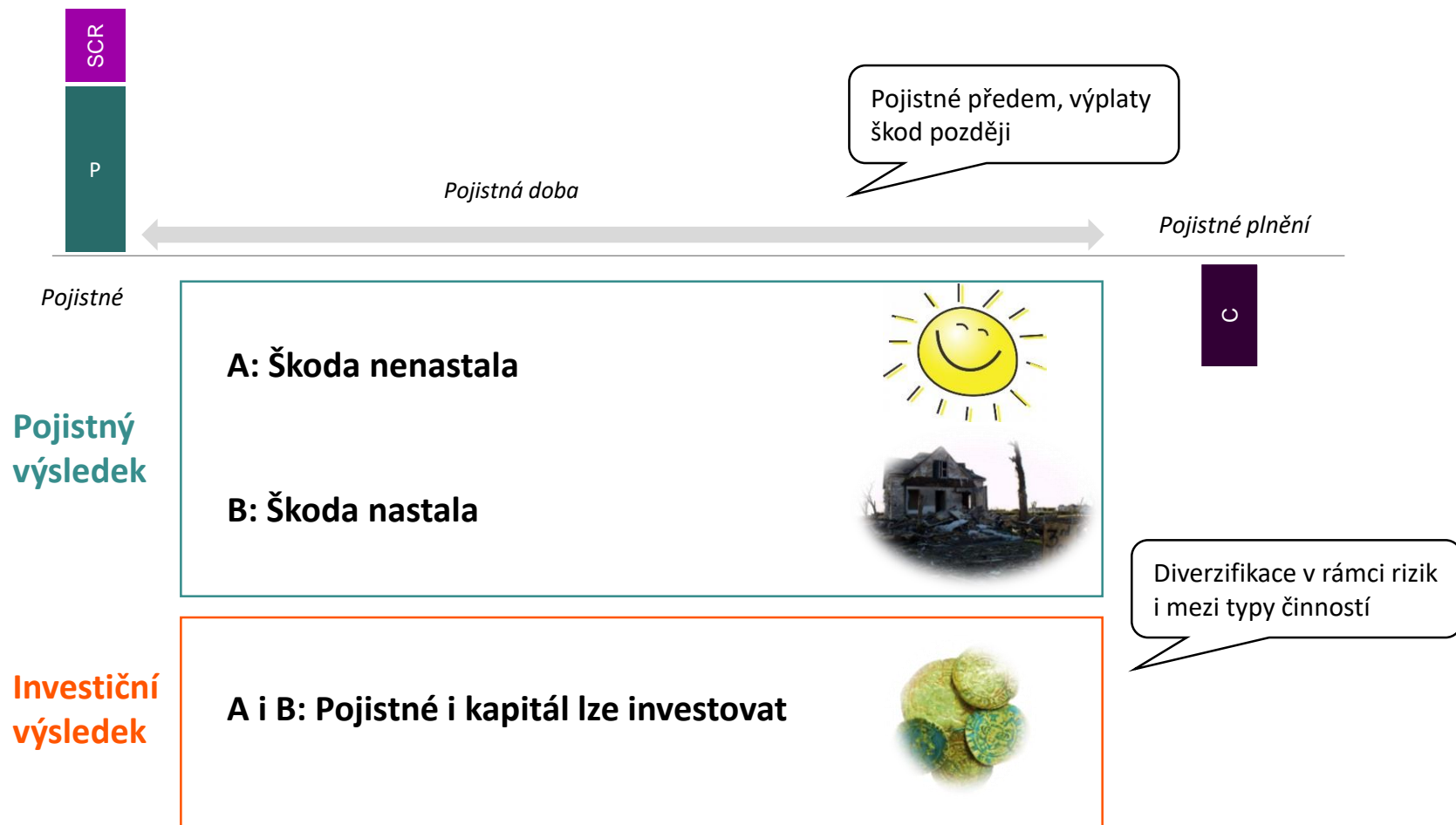
● WE UNDERSTAND YOUR JOB



# Rozhodování racionálního investora

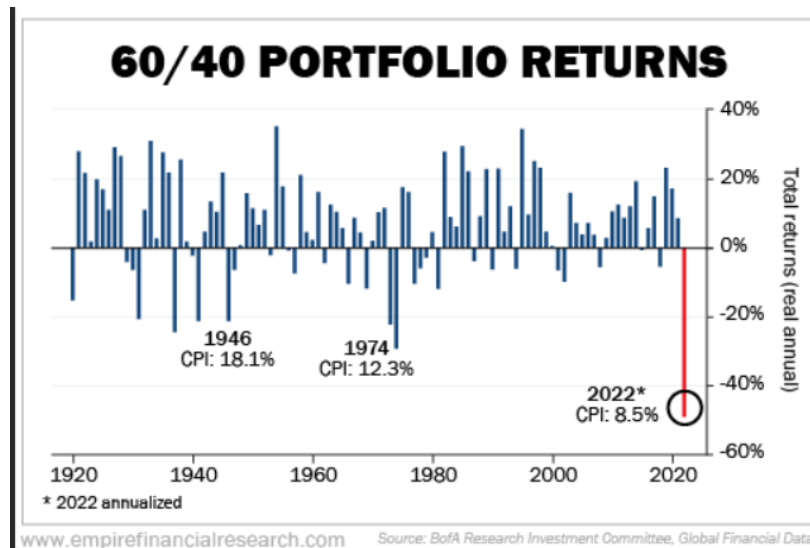
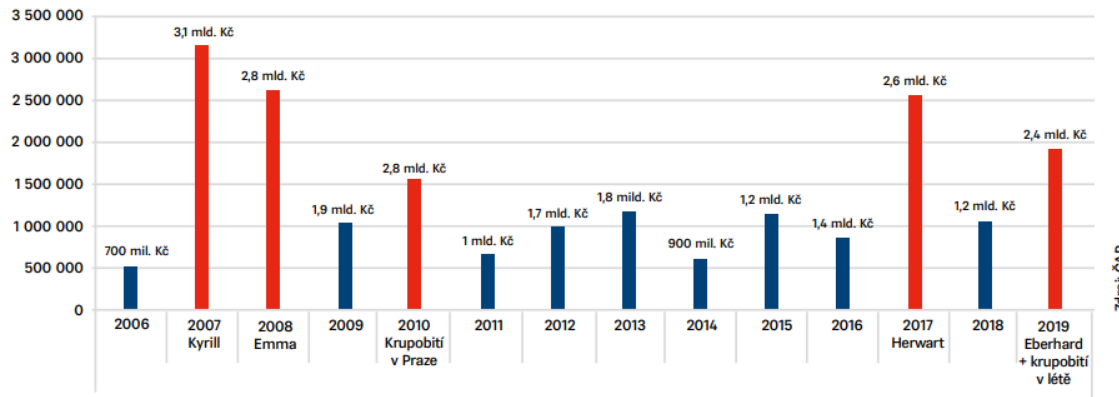


# Byznys model pojišťovny: základy



# Byznys model: diverzifikace

Graf 2: Objem pojištěných škod z vichřice a krupobití (tis. Kč)



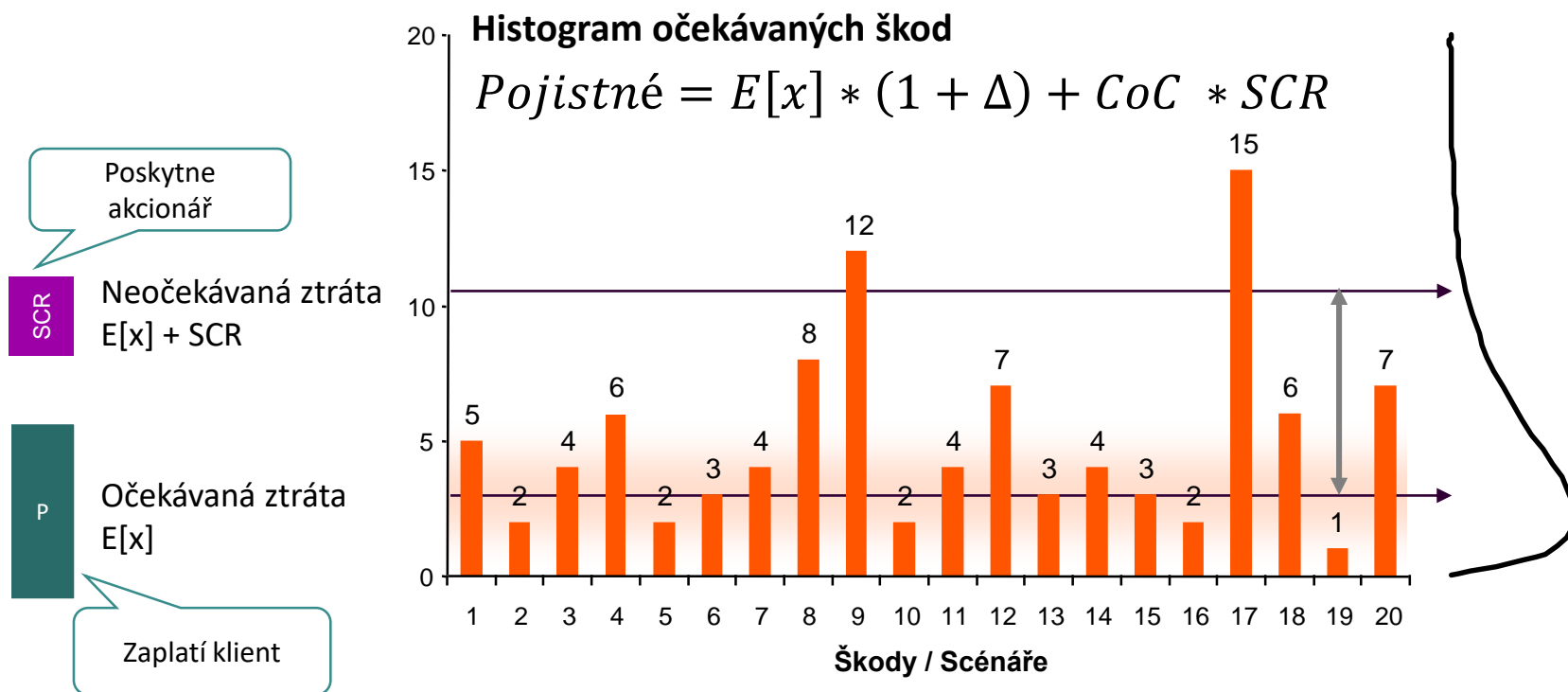
NON-RATING ACTION COMMENTARY

## Reinsurers' 2022 Results Hit by Weaker Underwriting and Investment Losses

Thu 23 Mar, 2023 - 12:46 ET

FitchRatings

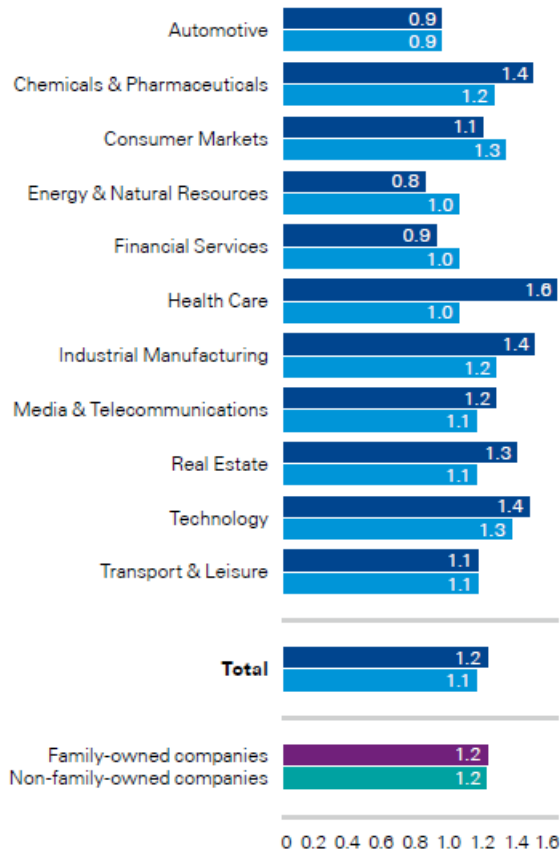
# Byznys model: pojistné a kapitál



- ☐ **Klíčová KPI: i) financovatelnost růstu ii) postačitelnost pojistného iii) efektivita využití kapitálu (CoC + výsledek zajištění)**

# Růst: globálně spíše slabší

37 Average sustainable growth rate by industry (in percent)



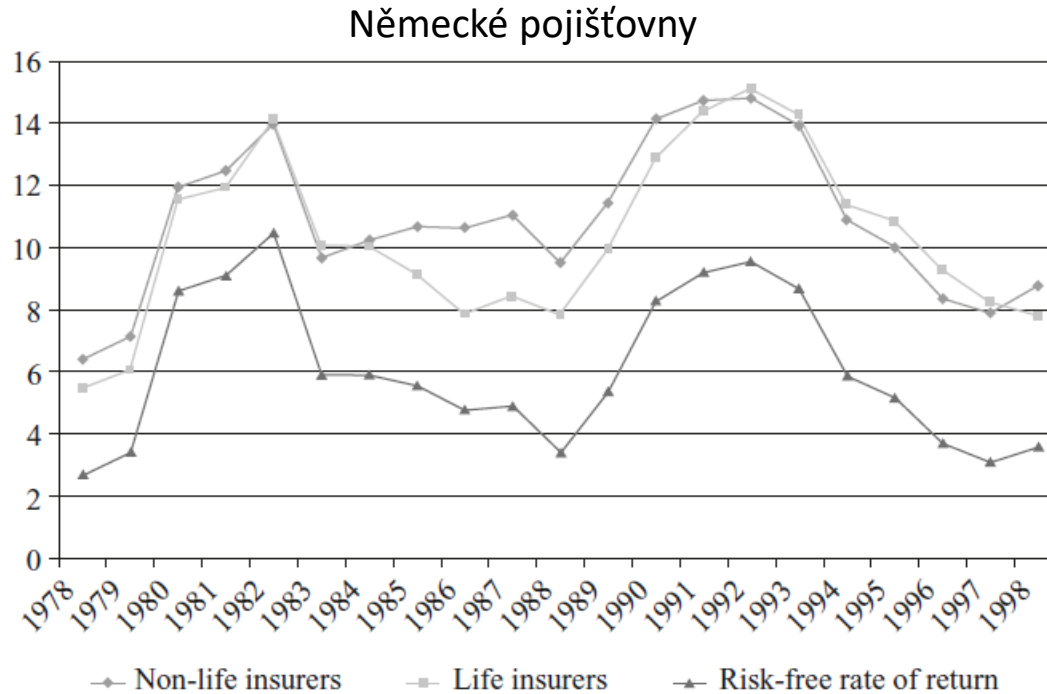
## Financial Services

As in the last year, the sustainable growth rate differs within the Financial Services sector. While participating companies in the Banking sub-sector applied a growth rate of 1.1 percent, companies in the Insurance sub-sector applied a significantly lower growth rate of 0.5 percent.

■ 2020/2021  
■ 2019/2020

Source: KPMG in Germany 2021

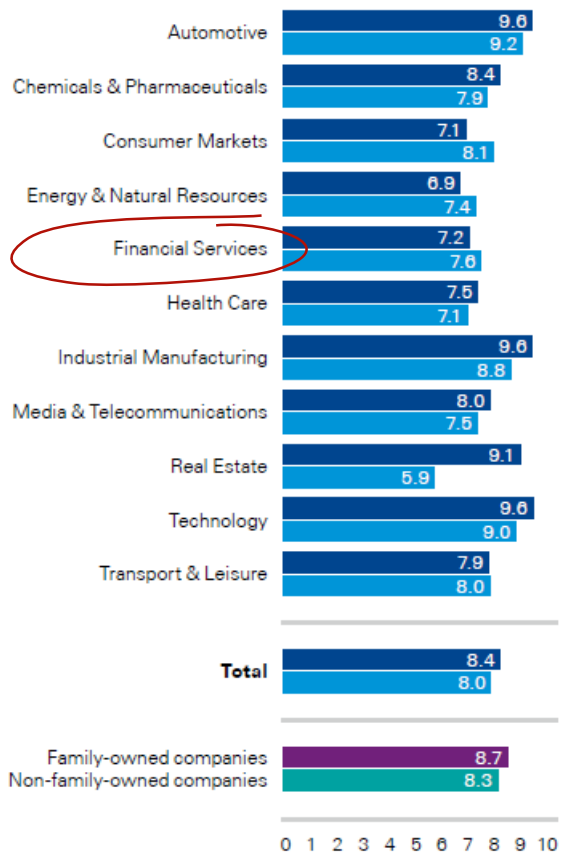
# Cena kapitálu: historicky vyšší



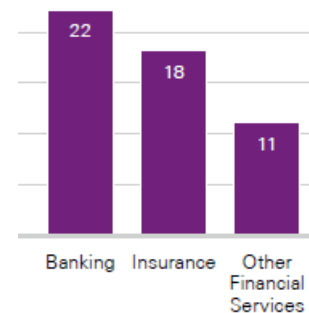
Zdroj: W. Kielholz: *The Cost of Capital for Insurance Companies*

# Cena kapitálu: v roce 2021 nižší

28 Average levered cost of equity by industry (in percent)



05 Study participation by sub-sector Total (multiple choices possible)

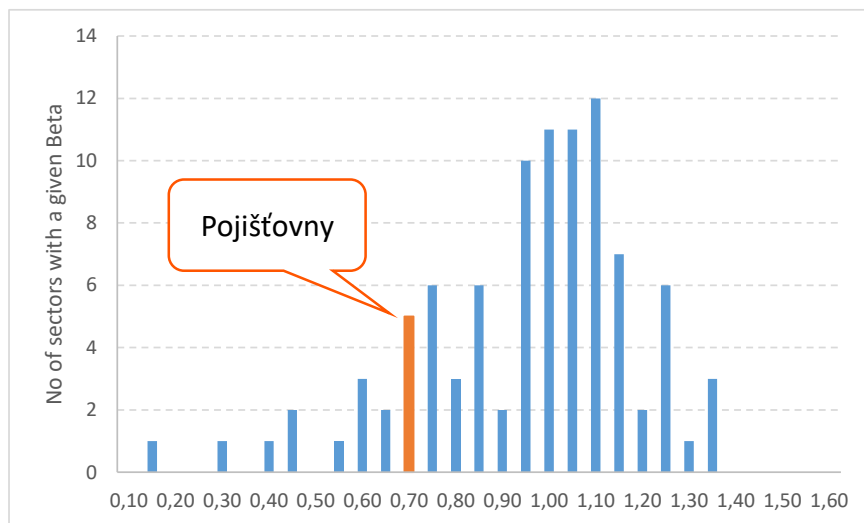


Source: KPMG in Germany 2021

# Rizikovost: Beta

$$CoC = Risk\ Free\ Return + \beta * (Market\ return - Risk\ Free\ Return)$$

Typ	Beta	Debt/Equity	Unlevered Beta corr. for cash (avg. 2019-23)	St. dev. of Equity (last 10y)	St. dev. of operating income (last 10y)
General	1,23	30,49%	<b>0,73</b>	43,76%	37,99%
Life	0,94	92,40%	<b>0,73</b>	28,89%	19,53%
P&C	0,80	21,47%	<b>0,67</b>	27,67%	25,43%



- ❑ Pojišťovny vykazují nižší hodnotou parametru Beta
- ❑ Patří mezi stabilnější odvětví

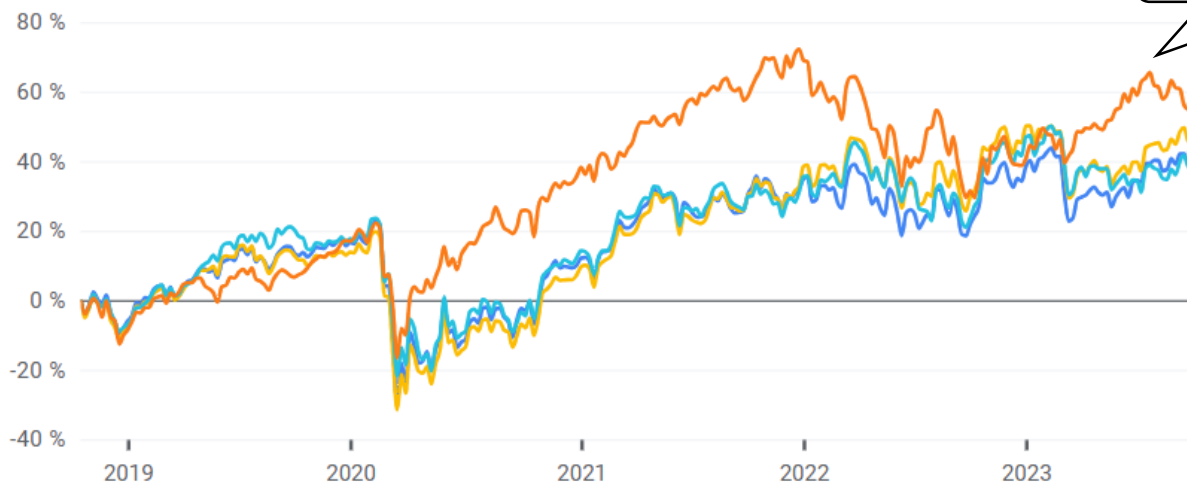
Zdroj: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)



# Výkonnost pojišťoven: USA

16. 10., 4:00:00 UTC-4 · USD · NYSEARCA · Prohlášení

1 d 5 d 1 m 6 m YTD 1 r 5 r MAX



SPDR S&P Insuranc...	43,13 \$	+12,61 \$	↑ 41,32 %	
iShares US Insuran...	94,07 \$	+31,14 \$	↑ 49,48 %	×
Invesco KBW Prop...	86,69 \$	+25,87 \$	↑ 42,54 %	×
S&P 500	4 327,78	+1 560,00	↑ 56,36 %	×

Zdroj: [www.google.com](http://www.google.com)

# Výkonnost pojišťoven: Evropa

## Allianz

222,90 € ↑20,36 % +37,70 5 let

16. 10., 10:27:34 UTC+2 · EUR · ETR · Prohlášení

1 d 5 d 1 m 6 m YTD 1 r 5 r MAX



P/E POMĚR

10,89

DIVIDENDOVÝ VÝNOS

5,12 %

## AXA

28,05 € ↑25,22 % +5,65 5 let

16. 10., 10:20:23 UTC+2 · EUR · ETR · Prohlášení

1 d 5 d 1 m 6 m YTD 1 r 5 r MAX



P/E POMĚR

10,20

DIVIDENDOVÝ VÝNOS

6,06 %

Zdroj: [www.google.com](http://www.google.com)

# Výkonnost pojišťoven: Evropa

## KBC Group

56,94 € ↓ 9,91 % -6,26 5 let

16. 10., 10:36:23 UTC+2 · EUR · EBR · Prohlášení

1 d 5 d 1 m 6 m YTD 1 r 5 r MAX



P/E POMĚR

7,26

DIVIDENDOVÝ VÝNOS

4,92 %

## Nationale-Nederlanden

30,81 € ↓ 20,16 % -7,78 5 let

16. 10., 10:35:21 UTC+2 · EUR · AMS · Prohlášení

1 d 5 d 1 m 6 m YTD 1 r 5 r MAX



Zdroj: [www.google.com](http://www.google.com)

P/E POMĚR

85,50

DIVIDENDOVÝ VÝNOS

9,45 %

# Výkonnost pojišťoven: Evropa

## UNIQA Insurance Group AG

7,57 € ↓ 7,46 % -0,61 5 let

16. 10., 10:29:26 UTC+2 · EUR · VIE · Prohlášení

1 d 5 d 1 m 6 m YTD 1 r 5 r MAX



P/E POMĚR 5,75

DIVIDENDOVÝ VÝNOS 7,27 %

## Vienna Insurance Group

25,35 € ↑ 6,51 % +1,55 5 let

16. 10., 10:26:31 UTC+2 · EUR · VIE · Prohlášení

1 d 5 d 1 m 6 m YTD 1 r 5 r MAX



P/E POMĚR 5,42

DIVIDENDOVÝ VÝNOS 5,13 %

Zdroj: [www.google.com](http://www.google.com)

# Výkonnost pojišťoven vs. rostoucí sektory

Společnost	Dividendový výnos p.a.	Změna ceny akcie za 5 let
Allianz	5.1%	25%
Generali	5.7%	28%
UNIQA	6.1%	8%
VIG	5.4%	3%
Zürich	5.0%	55%

Společnost	Dividendový výnos p.a.	Změna ceny akcie za 5 let
Amazon	0.00%	281%
Apple	0.54%	366%
Google	0.00%	235%
Microsoft	0.83%	362%
Tesla	0.00%	1 620%

Pozn: Hodnoty z března 2022 dle [www.google.com](http://www.google.com)

Všimějme si, jak bude vypadat toto srovnání za rok či dva

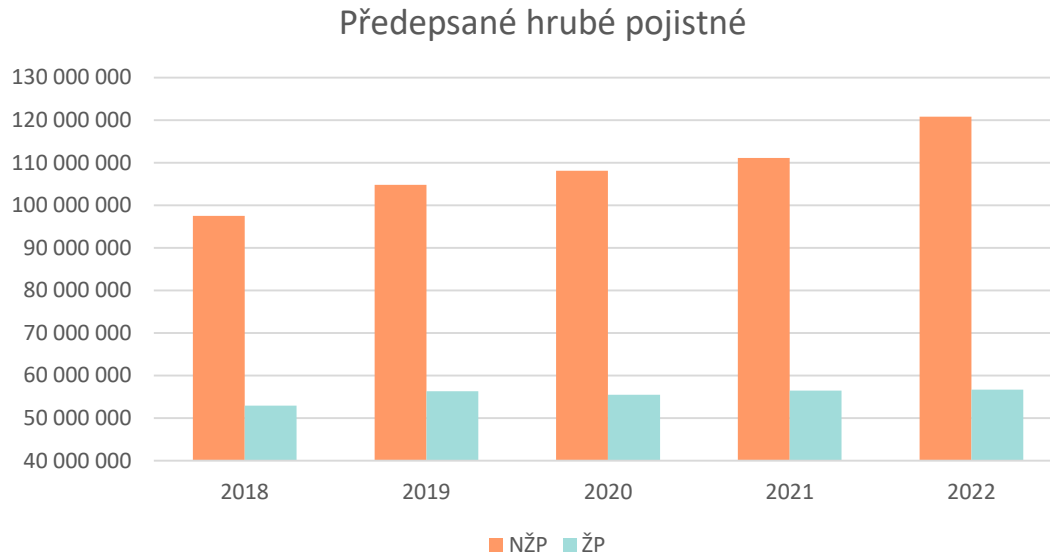
# Pohled na český pojišťovací sektor

## Zkoumané metriky

- ☐ Růst výnosů („Revenue growth“)
- ☐ Růst ziskových marží („Gross Margin“ nebo „EBITDA margin“)
- ☐ Potřeba investic („CAPEX“)
- ☐ Efektivní daňová sazba
- ☐ Rentabilita VK – RoE

Podle tržních dat zveřejňovaných ČAP (celý trh) a vlastních výpočtů

# Český trh: výsledky členů ČAP 2018-2022

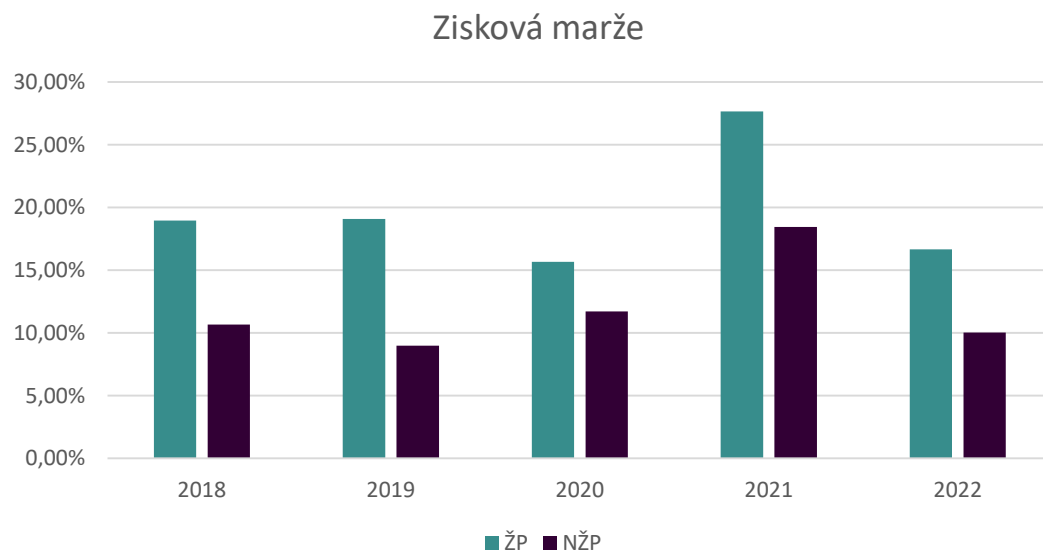


☐ Solidní aý silný růst výnosů (za 5 let kumulativně)

☐ *NŽP*: +23,9%

☐ *ŽP*: +7,1%

# Český trh: výsledky členů ČAP 2018-2022

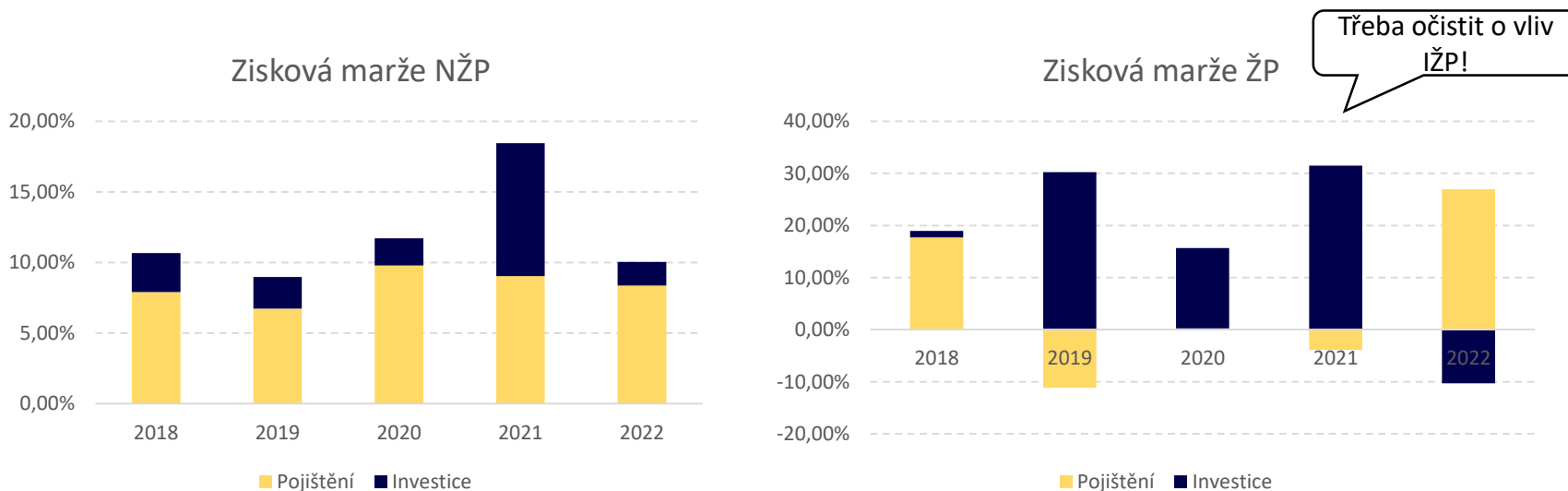


$$\text{Zisková marže} = \frac{\text{Výsledek technického účtu}}{\text{Zasloužené pojistné}}$$

- ☐ Atraktivní a stabilní ziskové marže (prům. hodnoty za 5 let)
  - ☐ NŽP: 11,97%
  - ☐ ŽP: 19,61%



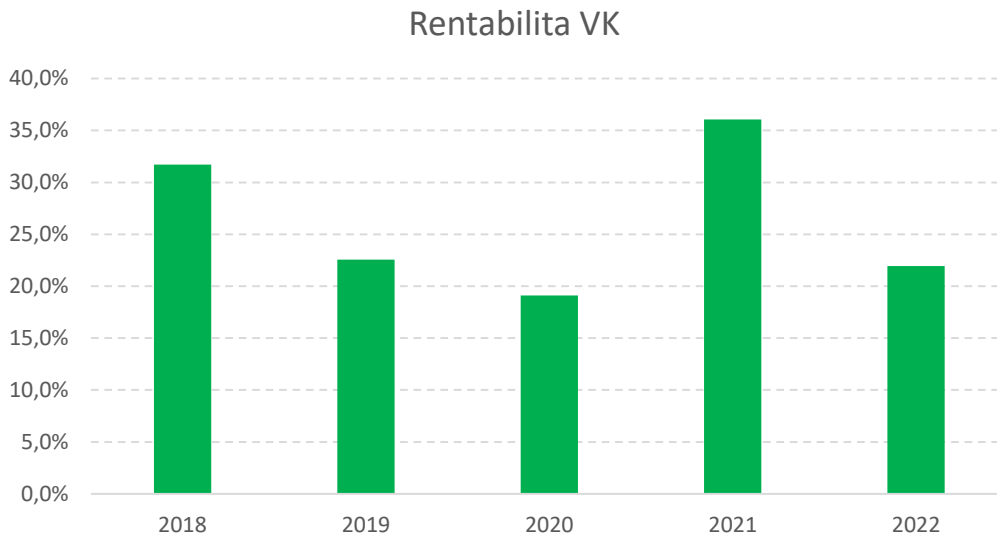
# Český trh: výsledky členů ČAP 2018-2022



$$\text{Příspěvek investic} = \frac{\text{Výnosy a náklady z FÚ} + \text{Přírůstky a úbytky FÚ} - \text{NTÚ}}{\text{Zasloužené pojistné}}$$

- ❑ Diverzifikovaný byznys, téměř nemá dluhy ... ALE
- ❑ Ostatní kapitálové fondy ve VK cca. -15,5 mld za 3 roky (-20% poč. VK)!

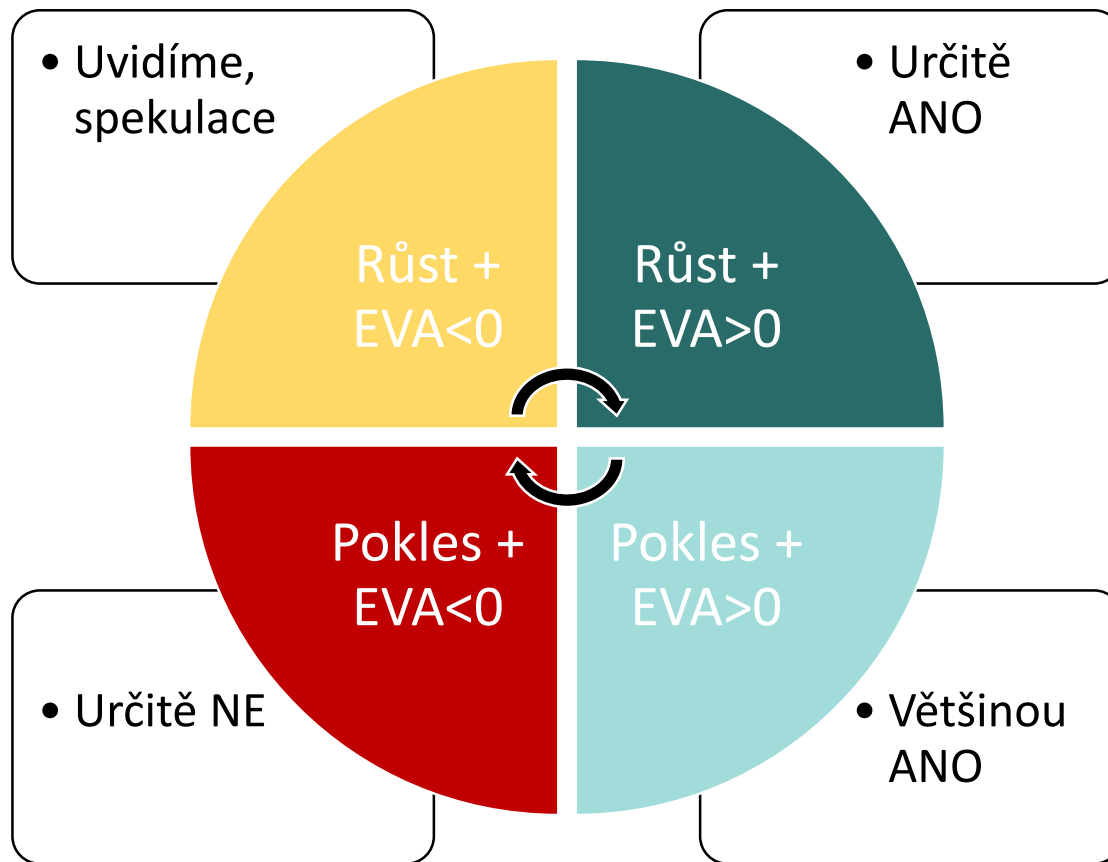
# Český trh: výsledky členů ČAP 2018-2022



$$RoE = \frac{\text{Zisk nebo ztráta za účetní období}}{\text{Průměrný VK}}$$

- Vynikající rentabilita investovaného kapitálu
- CoC v ČR = ?

# Kde se tedy nachází pojišťovací sektor dnes?



# Informace z výkazů IFRS 17

Jaké nové informace mohou investoři čerpat z nových účetních dat

# Čistý zisk podle IFRS 17

Běžná firma	Pojišťovna
<b>+ Výnosy („Revenue/Net Sales“)</b> <i>Výnosy z prodeje zboží a služeb. Včetně poskytnutých slev a nákladů na vrácené zboží</i>	<b>+ Insurance Revenue</b> <i>B120 ... is the amount of premiums paid to the entity adjusted for a financing effect and <u>excluding any investment components</u></i>
<b>- Náklady („Cost of Goods Sold“)</b> <i>the direct costs associated with producing the goods and providing the services</i>  <i>excludes indirect costs such as overhead and sales and marketing</i>	<b>Insurance Service Expenses</b> <i>B65 ... Claims and claim handling costs, Insurance acquisition cash flows attributable to the portfolio, Policy administration and maintenance costs, An allocation of fixed and variable overheads directly attributable to ...,</i>  <i>does not include some product development and training costs</i>
<b>= Hrubý zisk („Gross Profit“)</b>	<b>= Insurance Service Result</b> <b>- Reinsurance Service Result</b> <b>- Insurance Finance Income and Expenses</b> <b>+ Investment Income</b>
<b>- Indirect Costs</b> <i>Overhead costs such as rent, utilities, freight, or payroll</i>	<b>- Fixed and variable overheads that are not directly attributable to fulfilling the insurance contracts</b>
<b>- Úrokové náklady („Interest“)</b> – Odpisy (“Depreciation/Amortization”) – Investiční náklady („CAPEX“) – Výzkum a vývoj („R&D“)	<i>I .. T... D/A ... CAPEX, R&amp;D, ..., tvorba rezerv ze zisku, daně</i>
<b>= Čistý zisk</b>	<b>= Čistý zisk</b>

# Výkaz zisku a ztráty dle IFRS 17

Položka		
+ Insurance Revenue	Xx	<b>Pojistný výsledek</b>
- Insurance Service Expenses	Xx	
<b>= Insurance Service Result</b>	<b>Xx</b>	
- Reinsurance Service Result	Xx	
- Insurance Finance Income and Expenses (IFRS 17)	Xx	<b>Investiční výsledek</b>
+ Investment Income (IFRS 9)	Xx	
<b>= Net Investment Result</b>	<b>Xx</b>	
<i>Other income and expenses</i>	Xx	
<b>Total Profit and Loss</b>	<b>Xx</b>	
<b>Other Comprehensive Income (OCI)</b>	<b>Xs</b>	
<b>Total Comprehensive Income</b>	<b>Xx</b>	

Hlavní činnosti

Oceňovací rozdíly ve VK

- ❑ Podrobnější pohled na hospodaření pojišťovny
- ❑ Ale např. US GAAP je v některých ohledech transparentnější
- ❑ Insurance Revenue rovněž obsahuje investiční marže pojišťovny

# Jiné vykazování hodnoty aktiv (ale ne moc)

## Nově (IFRS 9)

Jiná  
klasifikace +  
ECL

- ☐ **Amortized cost (AC)**
  - ☐ *Vykazování v amortizovaných cenách*
  - ☐ *O změnách tržní hodnoty se neúčtuje\**
- ☐ **Fair Value Through OCI (FVOCI)**
  - ☐ *Vykazování v tržních cenách*
  - ☐ *Změny tržních cen přes vlastní kapitál*
- ☐ **Fair Value Through P&L (FVPL)**
  - ☐ *Vykazování v tržních cenách*
  - ☐ *Změny tržních cen přes výkaz zisku a ztráty*

## Po staru (IAS 39)

- ☐ **HTM**
- ☐ **AFS**
- ☐ **FVTPL**

\*S výjimkou trvalého snížení hodnoty aktiva

# Jiné vykazování hodnoty pojistných smlouv (výrazně)

## HODNOTA POJISTNÉ SMLOUVY: NEJLEPŠÍ ODHAD, RIZIKO, CSM



$$FF\ CF = \sum_1^N \frac{CF_t}{(1+d)^t}$$
$$= \sum_1^N \frac{Pojistné_t - Riziko_t - Škody\ a\ náklady_t}{(1+d)^t}$$

*d* – diskontní míra

### Nově (IFRS 17)

- ❑ Marže jsou vidět, a to vč. tempa jejich rozpouštění

### Po staru (IFRS 4)

- ❑ Marže vidět nejsou, jen zisk na konci



# Citlivost na změny tržích podmínek

- ❑ Pojistné a zajistné smlouvy i prakticky veškerá související aktiva vykázány v reálné hodnotě
- ❑ Nesoulad mezi změnami reálných hodnot aktiv a závazků eliminován pomocí rozkladu finančního výsledku z pojistných a zajistných smluv mezi PL a OCI podobně jako je tomu u FVOCI aktiv
  - ❑ *PAA: zamčené (z doby nastání škod) vs. aktuální křivky*
  - ❑ *GMM: zamčené (z doby vzniku smluv) vs. aktuální křivky*
  - ❑ *VFA: dle rozkladu aplikovaného na straně podkladových aktiv*
- ❑ Reálnější obraz ale také (výrazně) vyšší volatilita hodnot než tomu bylo dříve

# Volatilita ceny dluhopisů

- ☐ Jeden (extrémní) příklad za všechny
  - ☐ *Citlivost na úroky a durace*



TradingView

# Co o sobě říkají pojišťovny

Value creation =  
Growth + Margin expansion + Capital efficiency

- Growth is accelerating
- Solid operating profits in all segments
- Earnings quality strengthened
- Strong discipline in capital management
- Dividends, share buybacks, organic and disciplined inorganic growth
- Strong resilience in a challenged world

Allianz Capital Markets Day, December 2021

# Co o sobě říkají pojišťovny

- Profitable growth, maintaining pricing discipline
- Fundamentals in place to drive earnings growth
  - Excellent and sustainable P&C underwriting margins
  - Attractive NBV margins broadly unaffected by market conditions
  - A capital efficient business
  - Solvency supported by strong capital generation and positive management actions
  - Shifts towards capital light products, actions to further reduce duration gap

AXA 2023 H1 results

# Co o sobě říkají pojišťovny

## Strong start driving the growth plan

- Double digit growth in operating result
- Strong growth in P&C volumes and resilient profitability
- Continued improvement in life NB profitability
- Reduced sensitivities of Solvency ratio
- Excellent solvency supported by strong capital generation
- Higher proposed dividend underpinned by strong cash ad capital position

Generali 2022 Annual Results

# Co o sobě říkají pojišťovny

## Excellent financial performance over 2Q2023

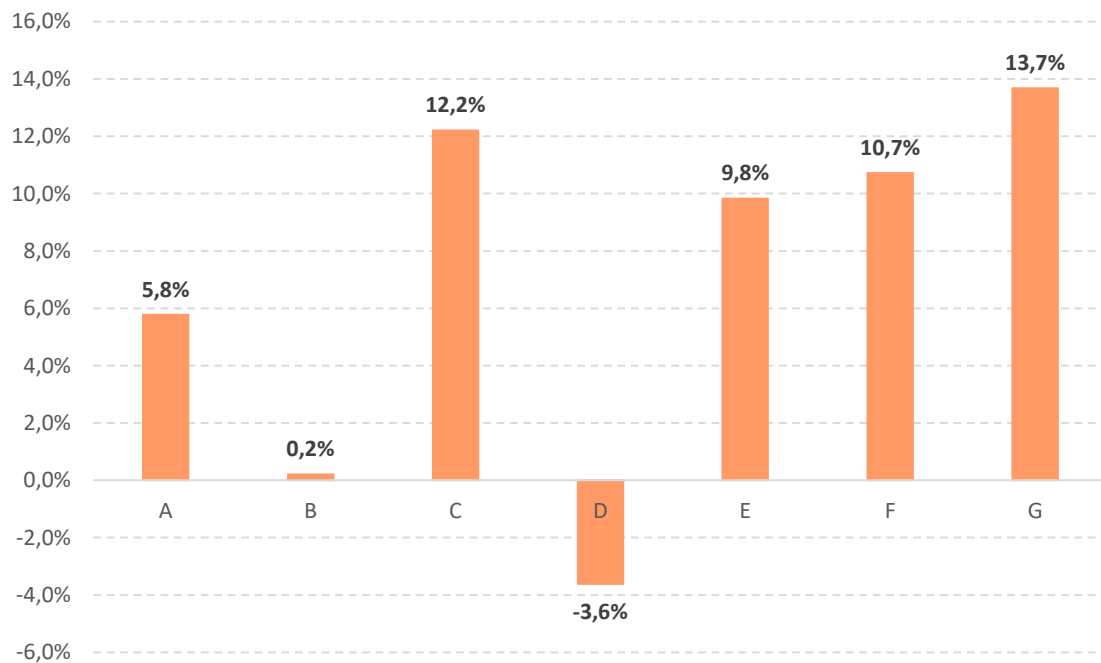
- Outstanding solvency and liquidity
- Non life sales significantly up, life sales up
- 3 capital impacts in the near future: share buybacks, further optimisation of capital structure, RWA add-on mitigated
- One of the most profitable EU financial institutions

KBC Group 2023 H1 Results

# Indikátory budoucí hodnoty z IFRS účetnictví

- ❑ Tempo růstu firmy („Insurance Revenue“)
- ❑ Struktura zisků (pojištění, investice, ostatní činnosti)
- ❑ Výše marží pro stávající i nové smlouvy (RA, CSM)
- ❑ Udržitelnost marží (pohyby CSM)
- ❑ Rentabilita vlastního kapitálu (RoE)
- ❑ Cena kapitálu (CoC)
- ❑ Profil aktiv a závazků (ALM)
- ❑ Odolnost vůči změnám ekonomických podmínek, citlivosti
- ❑ Výše dluhu firmy v poměru k jejímu kapitálu („Leverage“)

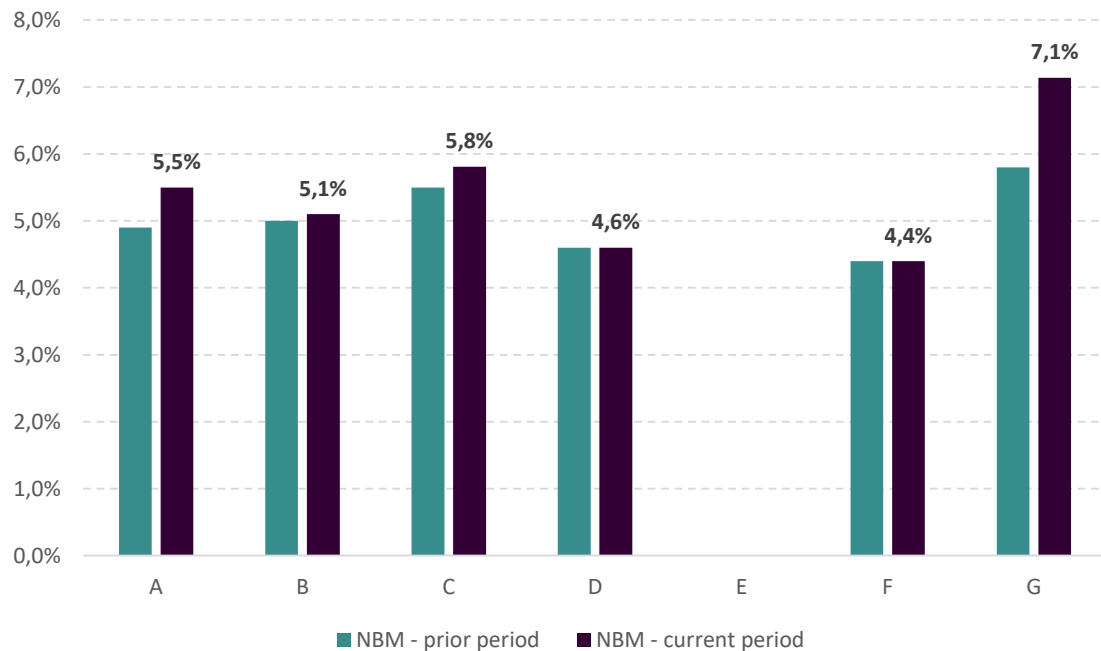
# Růst: Insurance Revenue



**Pozn:** Pro společnost D je uvedena změna hrubého předepsaného pojistného („Gross Written Premiums“ - GWP).

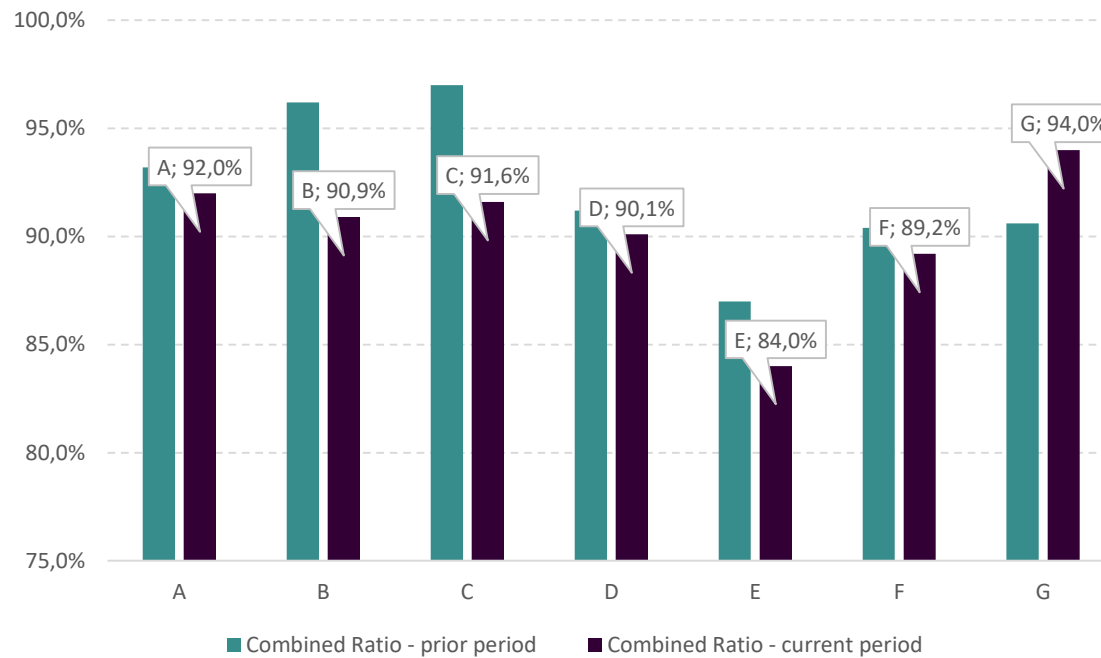


# Ziskovost: New Business Margin (ŽP)



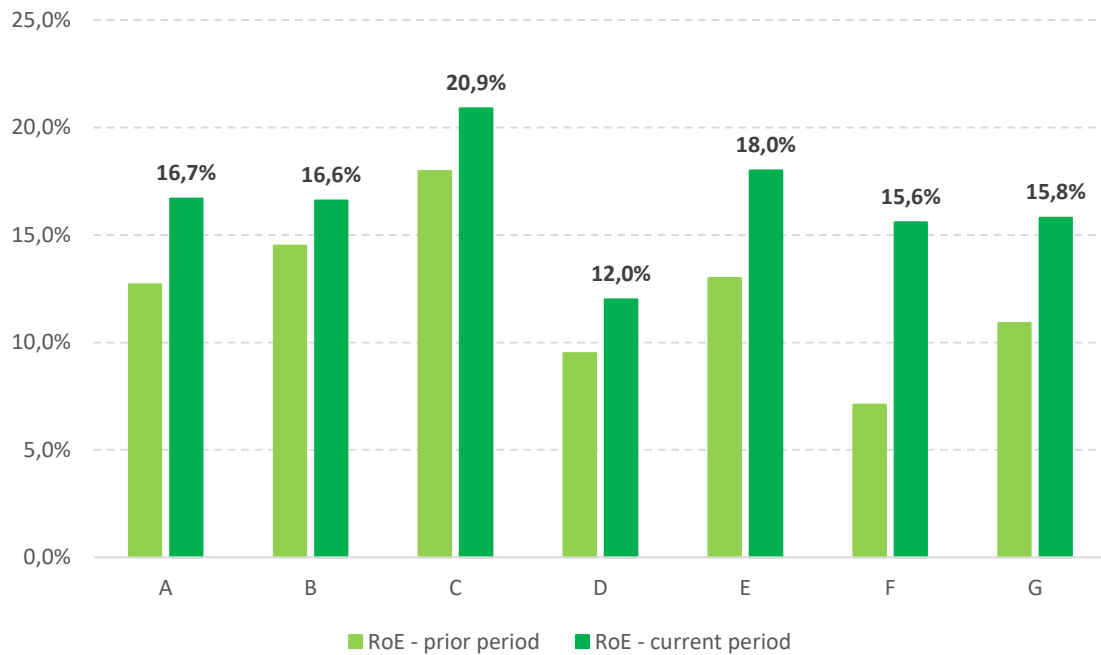
*Pozn: Pro společnost E údaj nebyl k dispozici*

# Ziskovost: Kombinované procento (NŽP)

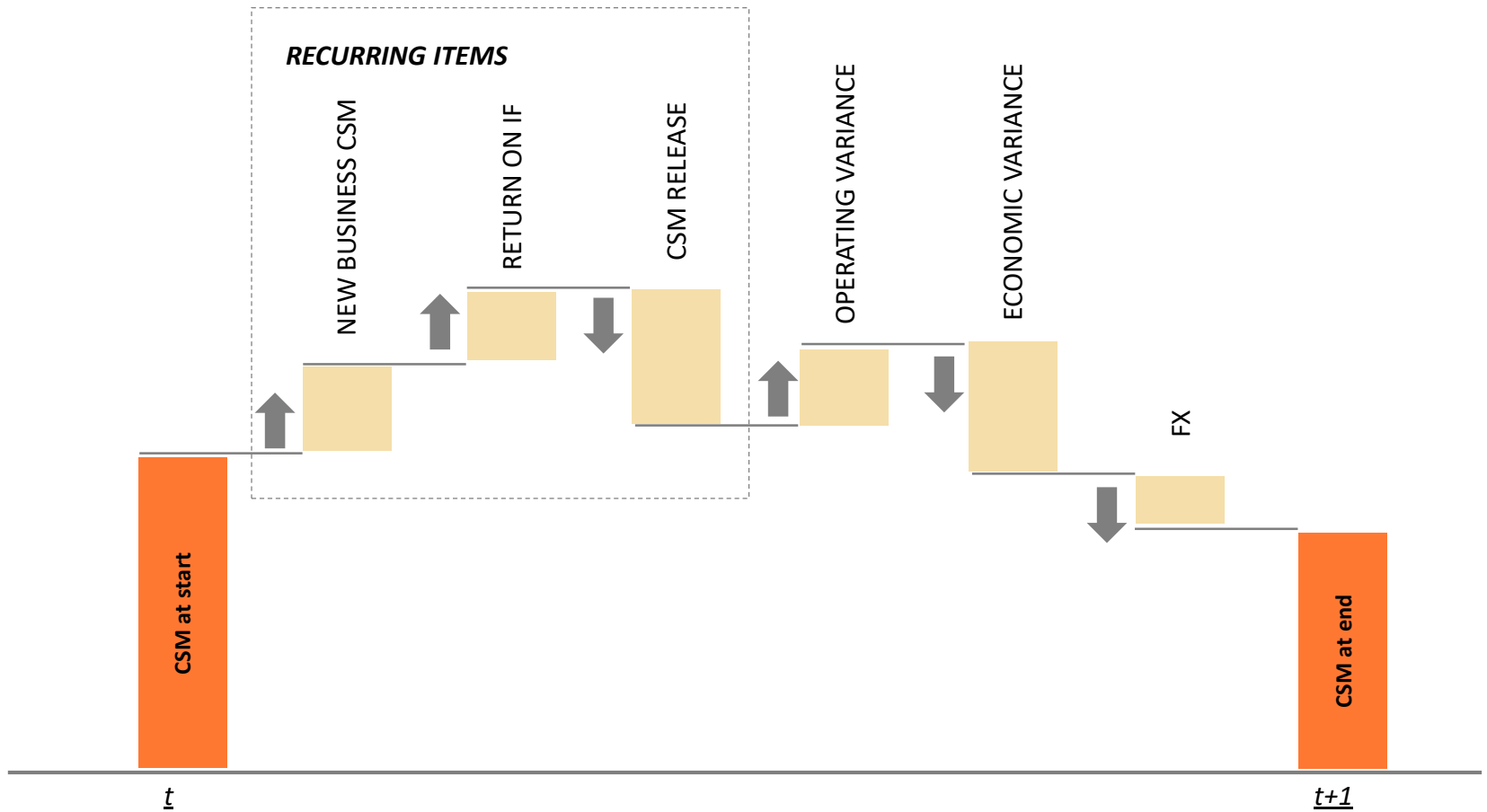


*Pozn: Pro společnost G je uveden údaj v netto výši, tj. po zajištění*

# Rentabilita VK: RoE

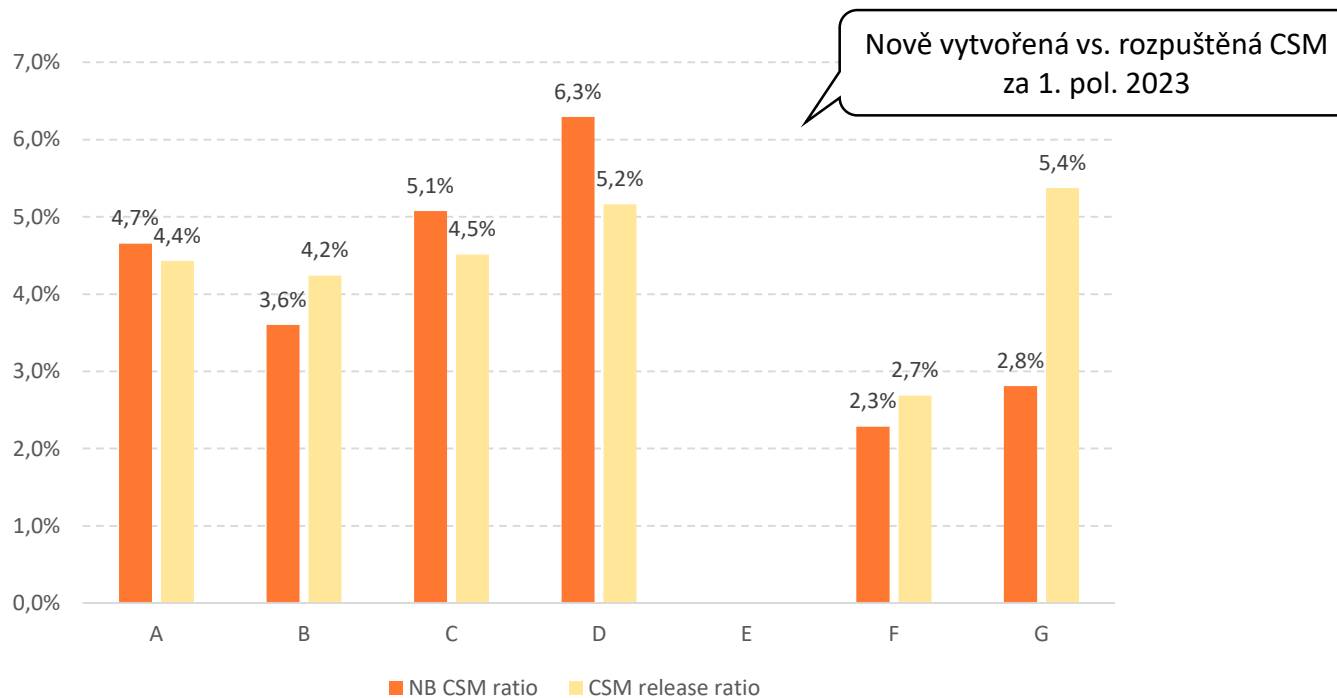


# Contractual Service Margin



Zdroj: Výkazy zkoumaných pojišťoven

# Udržitelnost: Vývoj CSM



$$NB\ CSM\ ratio = \frac{CSM_{NB}}{CSM_{BoP}}$$

$$CSM\ release\ ratio = \frac{CSM_{Release}}{CSM_{BoP} + CSM_{NB} + CSM_{changes}}$$

# Koho odměňuje trh

209,10 EUR

+89,20 (74,40 %) ↑ uplynulých 5 let

26. 10. 17:35 SELČ • Odmítnutí odpovědnosti

P/E poměr 14,68

Divid. výnosnost 2,87 %

1 D | 5 D | 1 M | 6 M | YTD | 1 R | 5 R | Max.



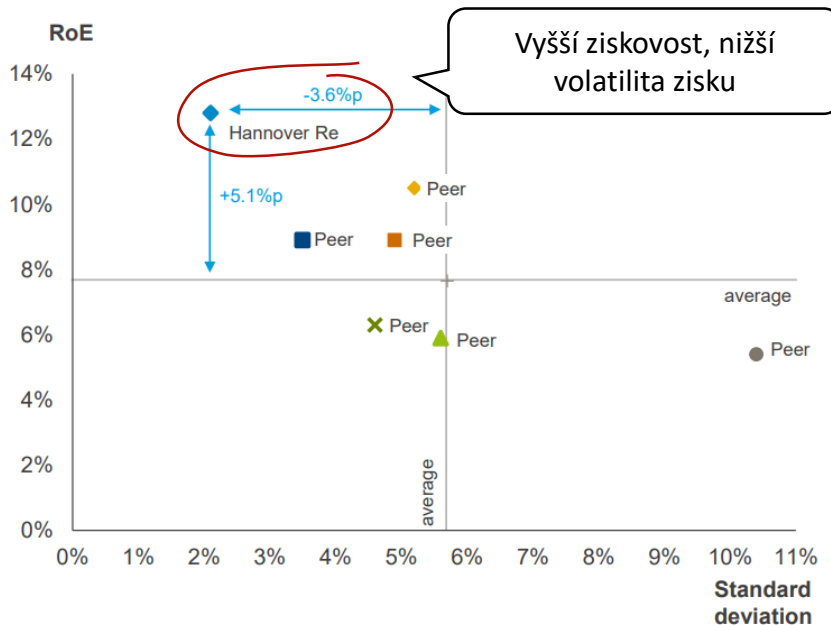
# Koho odměňuje trh

## High profitability

combined with low volatility

Hannover Re is one of the most profitable reinsurers in the world. Yet our return on equity is one of the most stable in the industry – an unmistakable indicator of our excellent risk management.

Average RoE and standard deviation 2013 - 2022



Zdroj: <https://www.hannover-re.com/1945684/analysts-conference-call-on-annual-results-2022.pdf>

# Koho odměňuje trh

## Hannover Re delivers on most strategic targets

### Strategy cycle 2021 - 2023

Business group	Key figures	Strategic targets	2022	
Group	Return on equity <sup>1)</sup>	900 bps above risk-free	14.1%	✓
	Solvency ratio <sup>2)</sup>	≥ 200%	252%	✓
Property & Casualty reinsurance	Gross premium growth <sup>3)</sup>	≥ 5%	+17.9%	✓
	EBIT growth <sup>4)</sup>	≥ 5%	-10.6%	
	Combined ratio	≤ 96%	99.8%	
	xRoCA <sup>5)</sup>	≥ 2%	4.0%	✓
Life & Health reinsurance	Gross premium growth <sup>3)</sup>	≥ 3%	+1.0%	
	EBIT growth <sup>4)</sup>	≥ 5%	+230.1%	✓
	Value of New Business (VNB) <sup>6)</sup>	≥ EUR 250 m.	EUR 496 m.	✓
	xRoCA <sup>5)</sup>	≥ 2%	15.7%	✓



# Závěry

- ❑ IFRS 17 určitě poskytuje lepší informace
- ❑ Pouze účetní informace ovšem nestačí
- ❑ Aktuáři jsou důležití
  - ❑ Významný aktuárský příspěvek k produktu, o který je zájem
  - ❑ Specifické znalosti, bez kterých to nejde, zároveň velká odpovědnost
  - ❑ Nejsou to jen čísla, má to hlubší smysl

# A nakonec to nejdůležitější

- ❑ Nic z toho, co tady zaznělo není návodem na investici do konkrétní společnosti či finančního instrumentu
- ❑ Informace o konkrétních pojišťovnách jsou zveřejněná fakta a nevyjadřují moje osobní preference vůči žádné konkrétní společnosti a ukazují pouze pohled investorů jejichž kolektivní znalost je pro posouzení jejich výkonnosti mnohem relevantnější než jakékoliv individuální hodnocení

# Další zdroje

1. <https://www.investopedia.com/>
2. [Rule Investment Media](#)
3. <https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/gs-research/green-capex/green-capex-making-infrastructure-happen.pdf>
4. [www.saxo.com](http://www.saxo.com)
5. [www.cap.cz](http://www.cap.cz)
6. Jak spočítat a maximalizovat hodnotu firmy, webinář Cyrrus 17.5.2023
7. Applying IFRS 17, A closer look at the new Insurance Contracts Standard, EY June 2021
8. Glen Meyers: The cost of financing insurance, Insurance Services Office
9. W. Kielholz: The Cost of Capital for Insurance Companies, The Geneva Papers on Risk and Insurance Vol. 25 No. 1 (January 2000)
10. Štěpán Onder: Řízení rizik pro pojišťovny, LinkedIn profil autora
11. Cost of Capital Study 2021, [www.kpmg.de](http://www.kpmg.de)

Zkoumané pojišťovny: Allianz, AXA, Generali, KBC, NN, UNIQA, VIG



TOOLS  
4F

Děkuji za pozornost!

**Imrich Lozsi**

[lozsi@tools4f.com](mailto:lozsi@tools4f.com)

● WE UNDERSTAND YOUR JOB