

Eirik Kristoffer Myking
Rebecca Young Holstad
Jesper Sebastian Schramm Hunt

Verdsettelse av Protector Forsikring ASA

Bacheloroppgave i Samfunnsøkonomi
Veileder: Haakon Andreas Tønnes
Mai 2022

Eirik Kristoffer Myking
Rebecca Young Holstad
Jesper Sebastian Schramm Hunt

Verdsettelse av Protector Forsikring ASA

Bacheloroppgave i Samfunnsøkonomi
Veileder: Haakon Andreas Tønnes
Mai 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
Institutt for samfunnsøkonomi

Sammendrag

Formålet med denne bacheloroppgaven har vært å estimere egenkapitalverdien og deretter den reelle aksjekursen til Protector Forsikring. Vi benytter en fundamental verdsettelse i form av kontantstrømsanalyse, og vurderer resultatet opp mot markedsmultipler.

Etter valg av problemstilling og metode, vil vi gi en kort presentasjon om Protector og forsikringsmarkedet. Deretter vil vi gjennomføre en strategisk analyse som skal belyse interne og eksterne faktorer som kan påvirke våre prognoser senere i oppgaven. Vi gjør en strategisk analyse for å få et mer nyansert vurderingsgrunnlag til videre analyser. Fra den strategiske analysen finner vi gode muligheter til vekst for Protector. I den finansielle analysen går vi i dybden på de ulike momentene i regnskapet til Protector Forsikring, for å kunne gjøre prognoser på fremtidig vekst. Analysene viser at Protector forventer stabil vekst fremover med noen justeringer, samt noe lavere utbyttegrad.

Med utgangspunkt i den strategiske og finansielle analysen blir det estimert fremtidige kontantstrømmer fra 2022 til 2026. Avkastningskravet som blir benyttet er regnet ut med hjelp av kapitalverdimodellen. Vi gjennomfører deretter en diskontert kontantstrømsanalyse med fri kontantstrøm til egenkapitalen med beregninger fra CAPM. Den fundamentale verdsettelsen gir en egenkapitalverdi på 11 321 millioner kroner og en aksjekurs på 137,40 kr.

Til slutt vurderes egenkapitalverdien og aksjekursen opp mot markedsmultipler for å sammenlikne de nåværende tallene med markedssnittet. Ved å sammenlikne P/E og P/B mot snittet i markedet fant vi at Protector forsikring har en verdi på 152,87 kr per aksje. Vi har vektet fundamental verdsettelse $\frac{2}{3}$ og markedsbasert $\frac{1}{3}$. Dette ga oss en aksjeverdi lik 142,56 per 01.03.2022, og vi gir dermed en kjøpsanbefaling.

Forord

I forbindelse med vårt siste semester på NTNU Handelshøyskolen, velger vi å skrive en bacheloroppgave som verdivurderer Protector forsikring ASA. Alle 3 studenter går samfunnsøkonomi med spesialisering innen økonomi og administrasjon, og vi har et ønske om å fortsette innenfor finans. Vi tror derfor at å skrive en verdivurdering av et selskap vil være lærerikt mot videre studier og nyttig for videre karriere.

Å skrive denne bacheloroppgaven har vært en spennende utfordring. Vi visste at at det kom til å bli tidkrevende og komplisert, og det har vært i en milepæl å skrive denne oppgaven samt fullføre vår bachelorgrad. Vi har lært masse ved prosessen av å skrive denne oppgaven som vi er sikre på kommer til å tjene oss i fremtiden.

Vi bestemte oss for å skrive en verdsettelse av et forsikringsselskap fordi det er et fåtall av verdsettelse som er gjort på finansielle foretak. Siden det finnes lite teori og litteratur om verdsettelse av forsikringsselskaper, så vi på dette som en spennende utfordring. Vi måtte sette oss godt inn i forsikringsselskapers virksomhet for å kunne gjøre vurderinger og antakelser, noe som har vært svært lærerikt.

Vi vil til slutt gi en stor takk til vår veileder Haakon Andreas Tønnes for et høyt engasjement, gode råd, og tilgjengelighet under hele prosessen. Vi vil også takke Protector Forsikring ASA for nyttig informasjon som ga god innsikt i bransjen og selskapet.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag

1 - Introduksjon	5
1.1 - Motivasjon	5
1.2 - Problemstilling	5
2 - Selskaps- og bransjebeskrivelse	6
2.1 - Tidslinje	6
2.2 - Forsikringsbransjen	6
2.3 - Strategi og visjon	7
2.4 - Valg av verdsettelsesmetode	8
3 - Strategisk analyse	9
3.1 - PESTEL	9
3.1.1 - Politiske faktorer	10
3.1.2 - Økonomiske faktorer	11
3.1.3 - Sosiale faktorer	13
3.1.4 - Teknologiske faktorer	15
3.1.5 - Miljømessige faktorer	16
3.1.6 - Juridiske faktorer	17
3.2 - SWOT	18
4 - Finansiell analyse	19
4.1 - Kontantstrømsanalyse av egenkapitalen (FCFE)	19
4.1.1 - Totalkapital vs egenkapital	19
4.1.2 - Diskontert netto kontantstrøm til egenkapitalen	20
4.2 - Prognose av fremtidige kontantstrømmer	21
4.2.1 - Teknisk resultat	21
4.2.2 - Premieinntekter	22
4.2.3 - Kostnader	25
4.2.4 - Prognoser på teknisk regnskap	27
4.2.5 - Investeringer	28
4.2.6 - Skatt	28
4.2.7 - Kapitaldekning	29
4.2.8 - Reinvestering	30
4.2.9 - Utbytte	30
4.2.10 - Fremtidig regnskap	31
4.2.11 - Terminalverdi	31
4.3 - Kapitalverdimodellen	33
4.3.1 - CAPM	33

4.3.2 - Markedets risikopremie:	33
4.3.3 - Risikofri rente	33
4.3.4 - Beta ()	34
4.3.4 - Beregning av CAPM	37
5 - Verdsettelse	38
5.1 - Fundamental verdsettelse	38
5.1.1 - Kontantstrømanalyse	38
5.1.2 - Beregning av terminalverdi	38
5.1.3 - Beregning av aksjekurs	39
5.2 - Markedsbasert verdsettelse	40
5.2.1 - Multippel	40
5.2.2 - Price/Earnings	40
5.2.3 - Price/Book	41
5.2.4 - Oppsummering av markedsbasert verdsettelse	42
5.3 - Sensitivitetsanalyse	43
6 - Konklusjon	44

1 - Introduksjon

1.1 - Motivasjon

I forbindelse med vårt siste semester på NTNU Handelshøyskolen, velger vi å skrive en bacheloroppgave som verdivurderer Protector forsikring ASA. Alle 3 studenter går samfunnsøkonomi med spesialisering innen økonomi og administrasjon, og har et ønske om å fortsette innenfor finans. Vi tror derfor at å skrive en verdivurdering om et selskap vil være lærerikt mot videre studier og studier. Vi ønsker å benytte oss av kompetansen vi har tilvendt oss ved tre år på økonomistudiet på NTNU, samt utvide våre ferdigheter ved å bruke fremgangsmåter vi ikke tidligere har hatt erfaring med.

1.2 - Problemstilling

Denne temaoppgaven vil prøve å avdekke følgende problemstilling:

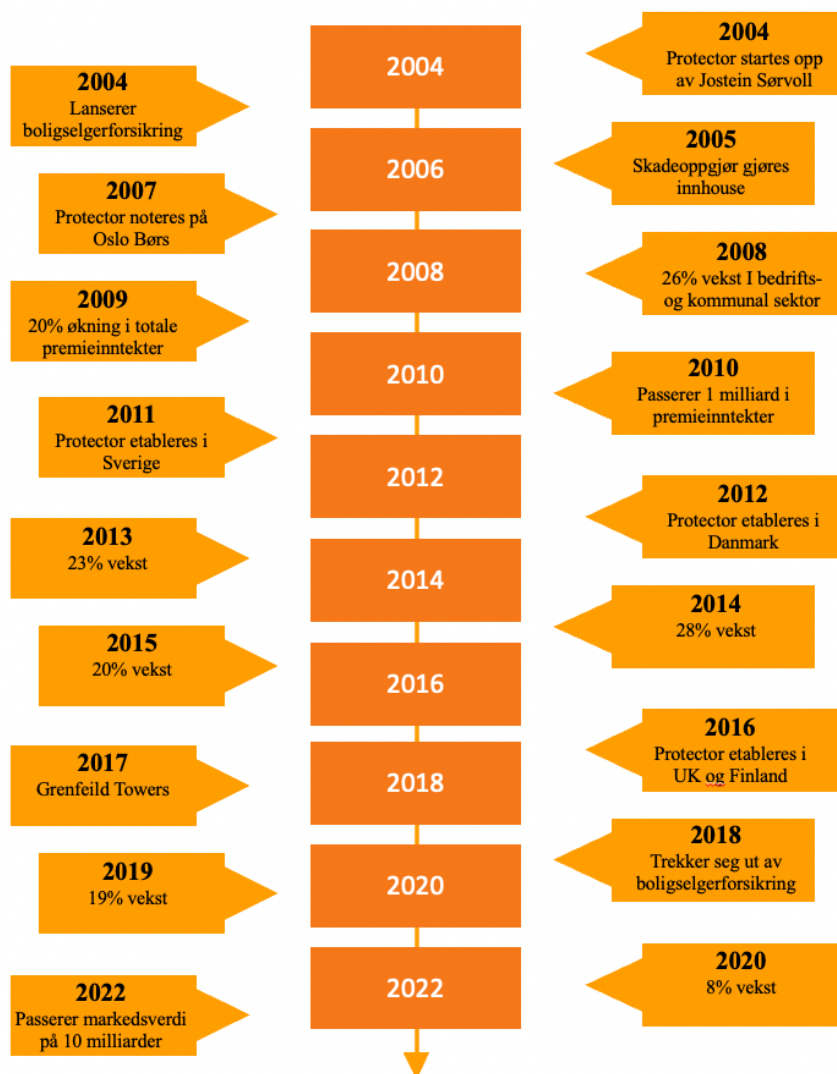
Hva er markedsverdien per aksje til Protector Forsikring AS per 01.03.2021?

Vi starter med å gjennomføre en strategisk analyse der vi belyser potensielle muligheter og trusler fra eksterne og interne faktorer, og baserer fremtidige antagelser på funnene i denne analysen. Verktøyet for å analysere omgivelsene vil være en PESTEL analyse der vi inkluderer hvordan Protector tilpasser seg omgivelsene. Funnene her oppsummeres til slutt i en SWOT-analyse. Videre vil vi ta for oss prognoser til fremtidige regnskapstall der vi undersøker den økonomiske utviklingen til selskapet og ser på relevante forhold som lønnsomhet, finansiering, likviditet og soliditet. Vi skal benytte en diskontert kontantstrøm til egenkapitalen til Protector Forsikring for finne den virkelige verdien av en aksje, og kvalitetssikre disse svarene ved å se på markedsmultipler. Vi velger denne modellen fordi den har mer fokus på selve verdiskapningen og legger et godt fundament for prognoser av fremtidig utvikling. Vi avslutter med en analyse av markedsmultipler fordi vi anser det som gunstig å sammenligne våre vurderinger med hvordan markedet anser verdiene i bransjen. Vi vil også konkludere med en anbefaling om aksjen burde kjøpes, selges eller holdes.

2 - Selskaps- og bransjebeskrivelse

2.1 - Tidslinje

I tidslinjen ser vi mange av de mest sentrale hendelsene i Protector sin historie siden start i 2004 (Protector Forsikring, 2022₁).



Figur 2-1: Tidslinje Protector Forsikring (Protector Forsikring, 2022₁)

2.2 - Forsikringsbransjen

Forsikringer er avtaler som gjøres med forsikringsselskap, og er til for å dekke uforutsette økonomiske utgifter/tap utenom det vanlige. Ved at det selges et stort kvantum av forsikringsavtaler, vil man ved kjøp av en forsikringspolise fordele tapene mellom seg, og unngå unødvendig stor risiko. I møtet med en eventuell ulykke vil et forsikringsselskap dekke utgiftene innenfor en forhåndsavtalt sum, gitt at ulykken er innenfor de vilkårene som er blitt signert og kunden har tegnet denne forsikringen (Døving & Loen, 2022). Når man tegner en forsikringspolise følger det som regel med en forsikringssum og en egenandel.

Forsikringssummen er hvor mye forsikringsselskapet vil dekke per skade ved bruk av forsikringen, og egenandelen er hvor mye kunden er nødt til å betale, før forsikringsselskapet dekker resten.

Forsikringsbransjen har i mange år vært dominert av fire store aktører. Disse aktørene består av Tryg, Gjensidige, If og Fremtind, og har til sammen en samlet markedsandel på 74,8%, sammenliknet med Protector Forsikring med en markedsandel på 1,7% (Finans Norge, 2022). Fremtind ble i 2019 opprettet, og er et resultat av en fusjon mellom Sparebank 1 skadeforsikring og DNB skadeforsikring. If eies av Sampo, et finsk konsern som er børsnotert på OMX Helsinki (IF, 2022). Selskapet er markedsledende i Norden, men tilbyr også tjenester i Baltikum. Etter oppkjøp av Codan forsikring ble Tryg Skandinavias største forsikringsselskap. De er henholdsvis det tredje største i Norge, med en markedsandel på 13,2% (Tryg, 2022).

2.3 - Strategi og visjon

Protector Forsikring hadde ved utgangen av 2021 411 ansatte fordelt på fem land, Norge, Sverige, Danmark, Finland og Storbritannia (Protector Forsikring, 2022₁). De selger forsikringer innenfor offentlig og kommersiell sektor, og dette distribueres kun gjennom forsikringsmeglere, der de 13 år på rad har blitt kåret til beste samarbeidspartner. Ved å distribuere gjennom forsikringsmeglere, mener Protector de er topp tre i sine segmenter. Ved å anvende visjonen utfordreren, ønsker de å konkurrere i et sterkt etablert marked, med lønnsom vekst, kvalitets- og kostnadsledelse og å være topp tre i sine segmenter. I "DNA-et" til Protector, kommer det frem at de selv mener kvalitetssikringen i arbeidet er grunnen til

suksessen de har oppnådd som en mindre aktør. De har senere blitt ledende innenfor kommunal virksomhet i Skandinavia. (Protector Forsikring, 2022₂)

I presentasjonen av årsrapporten kommer det frem at Protector Forsikring ønsker en årlig vekst på 10% av omsetningen i lokal valuta. Det er verdt å nevne at det vil være en del usikkerheter rundt dette målet, da økte renter kan være med på avta veksten. Protector velger derfor å vektlegge lønnsomhet fremfor vekst, men viser til fokuset på “disiplinert vekst” (Protector Forsikring, 2022₃).

2.4 - Valg av verdsettelsesmetode

Ved verdsettelse av et finansielt foretak er det en rekke faktorer som kompliserer prosessen betraktelig sammenlignet med tradisjonelle industriselskaper. De fleste finansielle foretak, spesielt banker og forsikringsselskaper, er underlagt en rekke reguleringer som påvirker driften og kapitaldekningen til selskapet. Når man skal verdsette et selskap er prognoser på vekst et viktig element. Disse må tilpasses og opprettholdes av lovpålagte krav. Dette gjør at det er svært viktig for oss å ha oversikt over hvilke krav og lover Protector Forsikring må forholde seg til før vi setter i gang med verdsettelsen.

For det andre, er det andre regler for regnskapsføring av inntekter og verdivurdering av eiendeler når det gjelder forsikringsselskaper, i forhold til andre bransjer. For ikke-finansielle foretak vil avkastningen på egenkapital være et direkte mål på inntjening. Når det gjelder finansielle foretak, slik som Protector Forsikring, vil ikke disse tallene gi samme målinger. Dette er fordi Protector har store deler av sine eiendeler i finansielle instrumenter, noe som gjør at egenkapitalen og investeringene vil variere med svingninger i markedene.

Forsikringsselskap er avhengig av reinvesteringer oppnå ønsket fremtidig vekst og for å møte regulatoriske krav fra myndighetene. For ikke-finansielle foretak måles disse gjennom økning i anleggsmidler og arbeidskapital, noe som ikke er like enkelt for et forsikringsselskap. Det er komplisert å finne nøyaktige tall for driftsmessig reinvesteringer og arbeidskapital, da disse skjer kontinuerlig, og man er dermed nødt til å gjøre noen antagelser og forutsetninger for å tilpasse seg virkeligheten (Massari et al, 2014, s.161).

3 - Strategisk analyse

I denne delen av oppgaven vil vi gjennomgå faktorer som påvirker industrien Protector forsikring befinner seg i. Vi gjør dette for å kartlegge muligheter og trusler som eksisterer i markedet, samt å skape kontekst for valideringen av selskapet. En PESTEL analyse blir derfor gjennomført der eksterne faktorer blir presentert og analysert. I denne analysen vil vi også belyse hvordan Protector handler med hensyn til mulighetene og truslene disse faktorene besitter. Avslutningsvis vil vi oppsummere funnene i en SWOT modell.

3.1 - PESTEL

PESTEL analyse er et strategisk rammeverk brukt til å evaluere de eksterne omgivelsene til en bedrift ved å bryte ned muligheter og trusler til politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer (Corporate Finance Institute, 2022). Denne analysen vil dermed gi oss innsikt i Protectors makroomgivelser. Per dags dato opererer Protector forsikring i Skandinavia, Finland og Storbritannia, og vi vil følgelig måtte ta hensyn til dette i undersøkelsen av deres omgivelser.



Figur 3-1: PESTEL modell

3.1.1 - Politiske faktorer

Når man ser på politiske faktorer så ser man på hvordan myndighetenes reguleringer og handlinger griper inn i økonomien og andre forhold som kan påvirke en virksomhet. (Corporate Finance Institute, 2022). Slike reguleringer kan omfatte skattepolitikk, handelsbarrierer, tariffavtaler, byråkrati og andre reguleringer som begrenser en virksomhets handlingsrom. Finansielle institusjoner er pålagt strenge restriksjoner av myndighetene for å sikre finansiell stabilitet og for å forhindre at disse tar på seg større risiko enn det som myndighetene anser som forsvarlig.

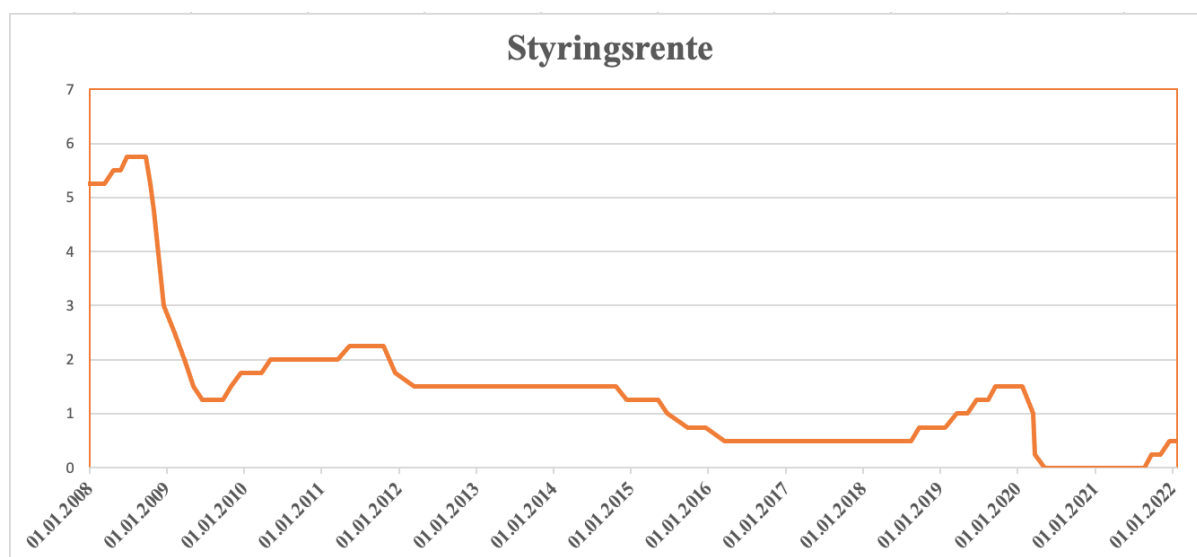
Arbeiderpartiet vant regjeringsvalget i 2021. Ifølge nettsiden deres er planen å holde selskapsskatten stabilt på 22% over de neste årene (Arbeiderpartiet, 2022). I Danmark og Sverige er selskapsskatten på henholdsvis 22% og 20,6%. (PWC, 2022). Historisk sett vil man anse disse skattesatsene som forholdsvis lave. Lave skattesatser kan gi fordeler for virksomheter i form av større muligheter for investering i kapital, mer innsats i teknologisk fremgang og lønnsvekst.

Forsikringselskaper er pålagt et krav til forsvarlig økonomi. I 2022 er det innført krav i forsikringsformidlingsloven §8-2 om at forsikringsformidlingsforetak skal ha eiendeler som overstiger foretakets samlede forpliktelser (finanstilsynet, 2022). Siden Protector har avtaler med kommuner og selskaper impliserer dette tydelige forpliktelser. Med slike restriksjoner må PROT til enhver tid ha god økonomistyring for å opprettholde standarder. Forskriften nevner dessuten at bedriften må ha en egenkapital som er forsvarlig med tanke på omfanget og risikoen av virksomheten. Noe som underbygger argumentet om forsvarlig økonomistyring.

Videre eksisterer det et krav til en solvensmargin. Solvenskapitalkravet skal dekke risikoen for tap av foretakets ansvarlige krav og skal beregnes slik at sannsynligheten er 99,5% for at samlet tap, herunder forsikringsmessig og finansielt tap, over en periode på 12 måneder, ikke overstiger det beregnede kapitalkravet. (Finanstilsynet, 2020).

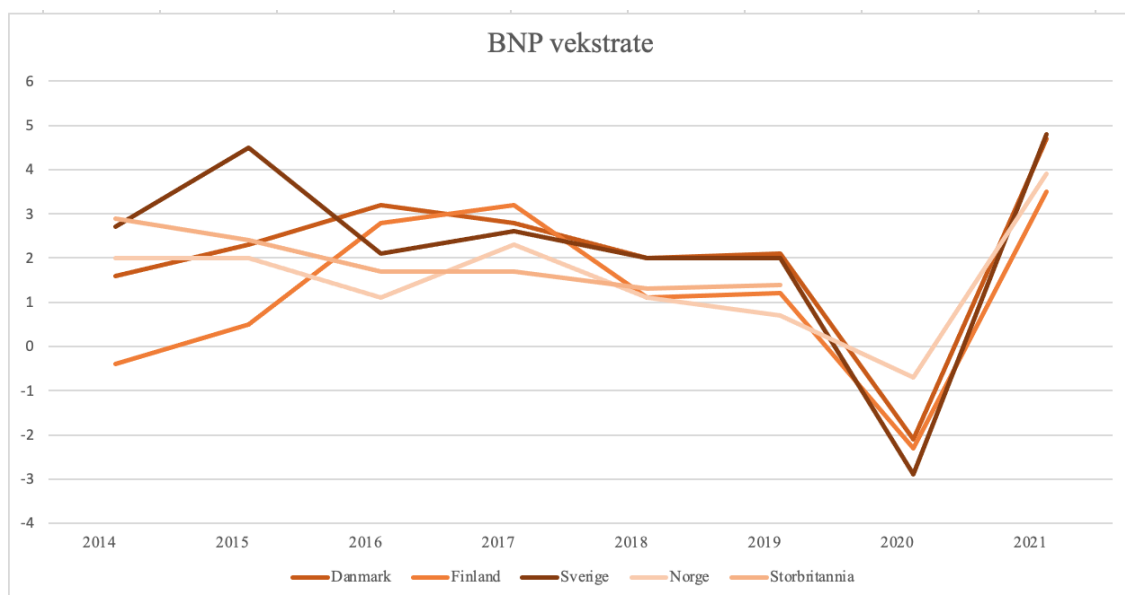
3.1.2 - Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer, som arbeidsledighet, rentenivå, inflasjon og økonomisk vekst har innvirkning på bedrifter. Finansielle institusjoner som forsikringsselskaper er særlig disponert for endringer i disse. Derimot vil økonomiske konjunkturer ikke ha stor effekt på betalingsvilligheten til kundene til Protector, altså kommuner og bedrifter, der etterspørselen etter forsikringer vil holde seg relativt stabil.



Figur 3-2: Styringsrenten (Norges Bank, 2022₁)

Styringsrenten er renten banker får på sine innskudd i Norges bank opp til et fastsatt nivå. Denne påvirker således renten bankene har på innskudd og utlån til sine kunder. Markedsrentene påvirker i sin tur kronekursen, prisene på verdipapirer og boligprisene og etterspørselen etter lån, forbruk og investeringer (Norges Bank, 2022₂). Som man ser i figuren har styringsrenten vært på 0 under pandemien, men i nyere tid vokst beskjedent til 0.5. I de øvrige landene i analysen ligger også styringsrenten på nærmere 0. En lav rente er ment for å motvirke nedgangskonjunkturer og skal gi incentiver til forbruk istedenfor sparing. Kapitalforvaltning og økt konsum vil implisitt medføre økt etterspørsel etter forsikring for å sikre disse investeringene. En lav rente vil i midlertidig medføre større risiko knyttet til spareprodukter og lavere avkastning på investeringsporteføljen i pengemarkedet (Norges Bank, 2022₁). Dette vil svekke Protectors finansielle stabilitet.



Figur 3-3: BNP vekstrate (Eurostat, 2022)

Bruttonasjonalproduktet (BNP) er en viktig økonomisk størrelse som sier noe om tilstanden og utviklingen i et lands økonomi. BNP er lik summen av alle varer og tjenester som produseres i et land i løpet av et år, minus de varene og tjenestene som blir brukt under denne produksjonen (SSB, 2022₁). BNP i Europa falt drastisk under starten av pandemien frem til sommeren 2020, men har senere holdt seg relativt stabil i 2021 og 2022. Høyere kjøpekraft i landet vil føre til at flere bedrifter har levedyktighet i markedet, og at kommuner kan tillate seg å investere mer eller øke konsumet. I tur vil bedriftene og kommunene kjøpe mer og dermed øke etterspørselen etter forsikringer.

Med økonomisk vekst i 2021 sammenlignet med 2020 har vi også sett sterkere resultater for forsikringsselskaper. Skadeforsikringsforetakene hadde, samlet sett, et sterkt resultat i 2021. Målt som andel av premieinntekter for egen regning utgjorde resultat før skatt 25,5 prosent, en økning på 5,8 prosentpoeng fra året før (Finanstilsynet, 2022). Det er dog mye av dette som skyldes at det var mindre skader enn året før, og at det var målt en positiv utvikling i aksjemarkedet. PROT opplevde også bedre lønnsomhet med et resultat på 1 204 millioner i 2021 sammenlignet med 981,6 millioner i 2020. (Protector Forsikring, 2022₁).

3.1.3 - Sosiale faktorer

For å forstå kundenes kjøpsatferd må man også se på den sosiale konteksten de befinner seg i. Disse omhandler gjerne kulturelle aspekter og oppfatninger, bevissthet på helse, befolkningsvekst, aldersdistribusjon og organisatoriske holdninger (Corporate Finance Institute, 2022).

Størrelse virksomheter	Endring i prosent (2021-2022)
Alle størrelsesgrupper	3,8
Ingen ansatte	4,6
1-4 ansatte	1,7
5-9 ansatte	1,2
10-19 ansatte	2,6
20-49 ansatte	4,5
50-99 ansatte	5,6
100-249 ansatte	7,4
250 ansatte og over	8,7

Tabell 3-1: Virksomheter (SSB, 2022₃)

I Norden har det lenge vært stort fokus på sikkerhet knyttet til eiendeler, investeringer, helse osv. Dette gjelder både for de ansatte og for eierne av virksomheter. Spesielt vil det stilles krav til ansvarlig ressursforvaltning hos kommuner. Dette betyr at man vil ta i bruk forsikringer for å skape trygghet, og forsikringsselskaper som Protector tilbyr denne tryggheten til relevante aktører. En økning i antall virksomheter medfører dermed en økning i potensielle kunder. Hovedsakelig vil den markante økningen av mellomstore og store virksomheter være spennende for Protector da de er bedriftens målgruppe, og de naturligvis har høyere etterspørsel enn sine mindre motparter.

Country	Most recent year	Most recent value
Denmark	2020	0,3
Finland	2020	0,2
Norway	2020	0,6
Sweden	2020	0,7
United kingdom	2020	0,6

Tabell 3-2: Population growth (annual) (The World Bank, 2020)

På lik linje med flere virksomheter vil en positiv befolkningsvekst resultere i en økning av potensielle kunder. Statistikken viser at befolkningsveksten i de relevante landene holder seg nøytralt positivt, og vil fortsette i denne retningen. (Eurostat, 2020). Dette kan gi rom til høyere etterspørsel etter forsikringer. Derimot skaper den økte forventede levealderen rom til bekymring. Med en skjevfordeling i befolkningen i retning en eldre populasjon vil det være færre yngre til å ivareta de eldre. For PROT kan konsekvensene være høyere pensjonsutbetalinger til gamle ansatte. Dessuten kan løsningen på problemet om finansiering av økte pensjonskostnader for staten være dyrere skatteordninger, som igjen vil ha negativ effekt på lønnsomheten til Protector.

En bedrifts omdømme avhenger i stor grad av hvilken oppfatning omgivelsene har av dem. For å opprettholde et godt omdømme kreves det at man bidrar til fellesskapet, og utviser samfunnsansvar. Det stilles også krav til hvordan de ansatte blir behandlet på arbeidsplassen. Protector's samfunnsoppdrag baserer seg på blant annet på trivsel på arbeidsplassen, motvirkning av korrupsjon, sponse en lokal håndballklubb, arbeid mot likestilling, og støtte av en skole i Gambia som jobber for redusering av analfabetisme (Protector Forsikring, 2021).

Utmerkelse kommer også godt med for å underbygge kvaliteten til tjenesten de tilbyr. Dette vil styrke omdømme og lokke til seg potensielle investorer. Protector forsikring har av forsikringsmeglere blitt kåret beste samarbeidspartner 13 år på rad i Norge. Undersøkelsen har blitt gjennomført i de andre landene der de også har scoret på topp. (Protector Forsikring, 2022).

3.1.4 - Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer er knyttet til innovasjoner i industrien og i økonomien generelt. (Corporate finance institute, 2022). Generelt i markeder har digitaliseringen og den stadig utviklende teknologien satt sitt preg. Bedrifter må ta i bruk og utvikle teknologiske tjenester for å holde seg konkurransedyktige. For finansielle institusjoner er dette ingen unntak. Nye metoder for tilbud av tjenester, metoder for innenfor innhenting av data og gjenkjenning av svindel, gjør det lettere å identifisere risiko og sørge for skadebegrensning. Denne formen for teknologisk fremgang innen forsikringsindustrien blir omtalt som “InsurTech”. (OECD, 2017). Automatisering av skademeldinger er et eksempel på hvordan teknologien har påvirket industrien.

Kontinuerlig utvikling er dermed avgjørende for å kunne utfordre de største forsikringsselskapene, samt å unngå å miste markedsandeler til nyetableringer. Hvordan forsikringsselskaper svarer på innovasjoner som bryter med fastsatte normer og tradisjoner vil ha konsekvenser for fremtidig lønnsomhet. Brukervennligheten med internett og utviklingen av nye applikasjoner har skapt lavere barrierer for nyetableringer (OECD, 2017). Intuitivt medfører dette usikkerhet for de etablerte virksomhetene. Mer konkurranse vil skape press på Protector for utvikling. Virksomheten må holde seg oppdatert på nye trender, videreutvikle ansatte og rekruttere fremoverlent arbeidskraft. I tråd med dette har Protector etablert en virtuell e-læringsplattform de kaller Protector University. (Protector Forsikring, 2021). Denne er spesielt designet for læring av nyansatte, men også kontinuerlig læring blant ansatte. Her får de mulighet til tilbakemeldinger på arbeidet, samt vurdering og kartlegging av kompetansen de innehar.

For å rekruttere riktig humankapital og beholde den er det også viktig at virksomheten er attraktiv for arbeidstakere. Et vanlig krav til arbeidsplassen er lokaliseringen. Protector har kontorer i Oslo, Stockholm, København, Helsinki, London og Manchester. (Protector Forsikring, 2022₂) Med andre ord, hovedsteder og storbyer, og dermed ettertraktede lokasjoner. Man kan dermed se på dette som et konkurransefortrinn i søk om relevant arbeidskraft. I tillegg vil ambisiøse arbeidstakere undersøke hvilke muligheter Protector kan tilby dem i fremtiden. Her selger Protector seg på kunnskapsdeling på tvers av virksomheten. De får frem at det finnes mange ulike yrkesgrupper i ulike aldre, og at man kan bemerke seg ansatte med lang og tung erfaring innenfor forsikring. (Protector Forsikring, 2022₅). En mulig negativ side med organisasjonskulturen er fokuset på prestasjon, noe som kan virke

stressende og derfor være uønsket for de ansatte. Et prestasjonsklima kan bidra til prestasjonsangst og øke sårbarheten for å bli utbrent. Dessuten kan fokus på sluttresultat føre til konkurranse blant ansatte og motvillighet til å dele kunnskap for å sikre egen plass. Medarbeidere vil være lite modige i innovasjon i frykt om å gjøre noe feil. Det er dermed fare for høy “turnoverrate” (Stranden, 2014). På den andre siden kan dette utstråle ambisjon og virke tiltrekkende for prestasjonsorienterte mennesker.

Protector forsikring utvikler, vedlikeholder og drifter IT-systemene “in-house”, i motsetning til markedsstandard som er å “outsource” IT-infrastruktur og utvikling. Fordelene med dette er at medarbeiderne får en unik kombinasjon av dyp teknisk- og forretningsforståelse. Dessuten muliggjør det effektiv innovasjon der endringer kan gjøres på betydelig kortere tid. (Protector Forsikring, 2022₁)

En ny trend som besitter mye usikkerhet er “Blockchain” teknologien. Her må Protector ta stilling til hvordan bruken av en transparent tredjeparts transaksjonsmetode kan benyttes i fremtiden. Dessuten må det tas hensyn til hvilke reguleringer i fremtiden som eventuelt kan begrense bruken av denne teknologien.

3.1.5 - Miljømessige faktorer

Sterke klimaholdninger er utbredt i landene Protector opererer i. Bedrifter er påkrevd å holde seg ansvarlige i drift, redusere utslipp og bidra til miljømessige bærekraftige løsninger. PROT viser, i deres årsrapport for 2020, til flere måter de bidrar til å ivareta det ytre miljøet. Det stilles krav til leverandører, og retningslinjer er satt til egen drift for å redusere utslipp. Gjenverdier tas i bruk fra skadde eiendeler for å unngå unødvendig nyanskaffelser og at brukbare verdier kastes. Samtidig gir gjenvinning en økonomisk fordel i form av lavere kostnader. Skadde eiendeler gis også bort til veldedighet eller selges. Protector har avtaler med nøye utvalgte verksteder for å sikre at krav blir hensyntatt, slik som at deler som fortsatt tilfredsstillende funksjonskravene blir gjenbrukt. Igjen er dette noe som har økonomiske fordeler for selskapet og investorer, fordi det kutter kostnader. (Protector Forsikring, 2021). Ettersom PROT henvender seg til kunder i det kommunale markedet, der aktører er innviklet i byråkrati og retningslinjer må håndheves, vil det å kunne vise til ansvarlig drift være påkrevd. Uansett ser vi at mange av løsningene har økonomisk gunstige sider, sett bort fra de miljøvennlige fordelene.

En potensiell risiko knyttet til klimaendringer er hyppigheten av naturskader. Naturskader fører til flere skademeldinger som åpenbart er kostbart for forsikringsselskaper. I Norge er forsikringsselskaper som tilbyr forsikring av bygninger pålagt å være medlem av Norsk Naturskadepool, der medlemmene utbetaler erstatning basert på markedsandel. (Finans Norge, 2020). Slik sikrer man at store naturskader ikke skal ha dramatiske konsekvenser for enkeltsekskapet.

3.1.6 - Juridiske faktorer

Juridiske faktorer sikter til de lovpålagte begrensningene som sier hva en bedrift kan og ikke kan gjøre. De fleste forsikringer er frivillige, men noen er også lovpålagt. I Norge er det påbudt for virksomheter å anskaffe yrkesskadeforsikringer for sine ansatte. Videre er det pålagt med ansvarsforsikring for motorvogn. Ansvarsforsikring gir ikke grunnlag til erstatning på egen bil, men vil gi erstatning for skade påført andres eiendeler og potensielle skader på personer (altinn, 2021). Rammeverkene for saksbehandling og formulering av kontrakter i forbindelse med forsikringer er også grundig satt. Dette er gjort for å sikre tillit mellom kunde og forsikringsselskap. Slike ordninger skaper trygghet for Protector i møtet med uoverensstemmelser av utbetalinger.

3.2 - SWOT

En SWOT modell brukes for å vurdere interne og eksterne omgivelser, og tas i bruk i den strategiske planleggingen hos en bedrift. Formålet er å kartlegge strategiske alternativer og ta avgjørelser basert på disse (Corporate Finance Institute, 2022₂). Vurderingen gjennomføres ved å se på styrker, svakheter, muligheter og trusler. En tydelig styrke hos PROT er deres bruk av «In-house» IT-systemer som bryter med markedsstandarden. Det at Protector har et stort omfang av kunder i offentlig sektor vil også fungere som en styrke, siden sannsynlighet for å gå konkurs praktisk talt er null. «In-house» IT-system kan også anses som en svakhet ettersom de selv er ansvarlige for å oppdatere teknologi. Av muligheter er de mest åpenbare alternativene «Block-chain» teknologien og etablering i det private markedet, siden de ikke tilbyr her fra før. Utvikling i hyppigheten av naturskader fungerer som en uunnværlig trussel da de er vanskelige å predikere.

Styrker: <ul style="list-style-type: none">-Medarbeider og lederutvikling-Lokaliseringer-Markedsandeler i offentlig sektor-«In-house» IT-systemer-Effektiv kostnadsdeling-Omdømme i bransjen-Utveksling av kompetanse	Muligheter: <ul style="list-style-type: none">-«Blockchain» teknologien-Teknologisk fremgang-Ekspansjon til andre land-Utvidelse av tjenester-Etablere tilbud i det private marked-Effektiv kostnadsdeling-Mer markedsføring i høyskoler for å synliggjøre seg til ettertraktet arbeidskraft
Svakheter: <ul style="list-style-type: none">-Potensielt stressende miljø-Lønnsomhet avhengig av skadeprosent (industrisvakhet)-«In-house» IT-systemer krever mye bearbeidelse-Ekstern forsikringsmegling kan forårsake kommunikasjonsvansker	Trusler: <ul style="list-style-type: none">-Naturskader og klimaendringer-Investeringsporteføljen kan være utsatt ved lavt rentenivå-Skift mot eldre befolkning-Nyetableringer-«Blockchain» teknologien

Figur 3-4: SWOT modell

4 - Finansiell analyse

I en kontantstrømanalyse tar man utgangspunkt i estimater i frie kontantstrømmene til selskapet, og i vårt tilfelle frie kontantstrømmer til egenkapitalen. Deretter beregne avkastningskravet til egenkapital ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM), som benytter risikofri rente, risikopremie og aksjens beta. Avkastningskravet skal ta hensyn til både risiko og tidsverdien til penger. Vi bruker resultatet for avkastning av egenkapitalen for å neddiskontere kontantstrømmen og finne nåverdi.

Våre utregninger er i stor grad basert på teori fra bøkene *The Valuation of Financial Companies*(2014) og *Corporate Finance*(2020). Vi benytter først en kontantstrømsanalyse etterfulgt av en markedsbasert verdsettelse for å kvalitetssikre svarene og for å unngå feilmarginer ved kursmålet.

4.1- Kontantstrømsanalyse av egenkapitalen (FCFE)

Vi skal nå beregne estimert markedsverdi for Protector Forsikring ASA. Det finnes mange måter å verdsette et selskap, men i denne oppgaven skal vi benytte oss av en diskontert kontantstrømsanalyse av egenkapitalen. Vi skal derfor først redegjøre hva som er hensikten med prognosene vi gjør og hvilke tall vi trenger for å gjennomføre analysen.

4.1.1 - Totalkapital vs egenkapital

En verdsettelse går ut på finne selskapsverdien ved å se på nåverdiene av kontastrømmene i fremtiden. Først lager man prognoser på vekst, så finner man avkastningskravet på egenkapitalen og deretter neddiskonterer kontantstrømmene til dagens nåverdi (Berk & Demarzo, 2020, s. 637). Det er vanlig å anta at selskapet vokser i en periode før det når et punkt med stabil vekst, også kalt “steady state”. Når selskapet har nådd dette punktet, kan terminalverdien representere kontantstrømmene.

For ikke-finansielle foretak gjøres dette ved å estimere de frie kontantstrømmene fra drift. Dette diskonteres så med avkastningen for totalkapitalen, WACC, noe som resulterer i at man får et estimat på verdien på totalkapitalen (EV) (Berk & Demarzo, 2020). For et finansielt foretak vil det ikke være hensiktsmessig å benytte denne typen estimering, ettersom gjelden til selskapet er en del av den ordinære driften. I tillegg har finansielle foretak spesifikke

kapitalkrav, og investeringer og forvaltning av kapitalen er en viktig del av inntektene. Det er dermed ikke anbefalt å benytte totalkapitalen som utgangspunkt, da det ikke gir et hensiktsmessig estimat på den faktiske verdiskapingen i selskapet (Massari et al, 2014, s. 118)

4.1.2 - Diskontert netto kontantstrøm til egenkapitalen

Som nevnt tidligere gjøres kontantstrømanalyse som regel på kontantstrømmene fra drift med avkastningskravet til totalkapitalen. Vanligvis regnes fri kontantstrøm til egenkapitalen for ikke-finansielle foretak på denne måten:

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

Formel 4-1: (Massari et al, 2014, s.111)

Dette er en metode som i praksis vil være vanskelig å gjennomføre for et forsikringsselskap, da investeringer er en del av driften og man vil ikke kunne separere netto inntekt. Som nevnt tidligere må også deler av årets resultat benyttes til kapitalkrav, noe som er lovpålagt av myndighetene. Dette tilsier at en økning i vekst vil medføre en justering i egenkapitalen. Man kan derfor se på årsresultatet som en grov tilnærming til fri kontantstrøm til egenkapitalen, altså netto inntekt. En bedre måte å finne fri kontantstrøm til egenkapitalen er derfor:

$$\text{Fri kontantstrøm til egenkapitalen} = \text{årsresultatet} - \text{reinvestering for kapitaldekning}$$

(Massari et al, 2014, s. 118)

Vi må derfor finne et estimat på postene i årsregnskapet, samt forventet utbytte og reinvestering. Deretter et estimat på evigvarende stabil vekst i slutten av prognoseperioden, for å se på hvordan veksten vil være i all fremtid (Massari et al, 2014, s. 209). Man finner da egenkapitalverdien etter FCFE-analysen med avkastningskravet til egenkapitalen på denne måten:

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

Formel 4- 2: (Massari et al, 2014, s. 209)

Vi skal nå finne tall på fremtidig vekst ved å se på prognoser av regnskapstall for å finne fremtidige kontantstrømmer.

4.2 - Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Verdien til en aksje baserer seg på forventning til fremtidig inntjening. Vi skal nå estimere fremtidige frie kontantstrømmer, som senere skal brukes til å finne den virkelige verdien på aksjekursen per 01.03.2022. Vi skal finne disse ved å vurdere inntekter og kostnader for selskapet, og senere finne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Først skal vi gå i dybden på i det tekniske resultatet for Protector Forsikring.

4.2.1 - Teknisk resultat

For å finne de frie kontantstrømmene i regnskapet er vi nødt til å finne en tilnærming til det tekniske resultatet de neste fem årene. Teknisk resultat for forsikringsselskaper blir sett på som det samme som driftsresultat for ikke-finansielle foretak (Massari et al, 2014, s.162). Man finner det tekniske resultatet på denne måten:

<i>+Premieinntekter for egen regning</i>
<i>-Erstatningskostnader for egen regning</i>
<i>-Forsikringsrelaterte driftskostnader</i>
<i>=Teknisk regnskap</i>

Formel 4-1: Teknisk regnskap (Protector Forsikring, 2022₁)

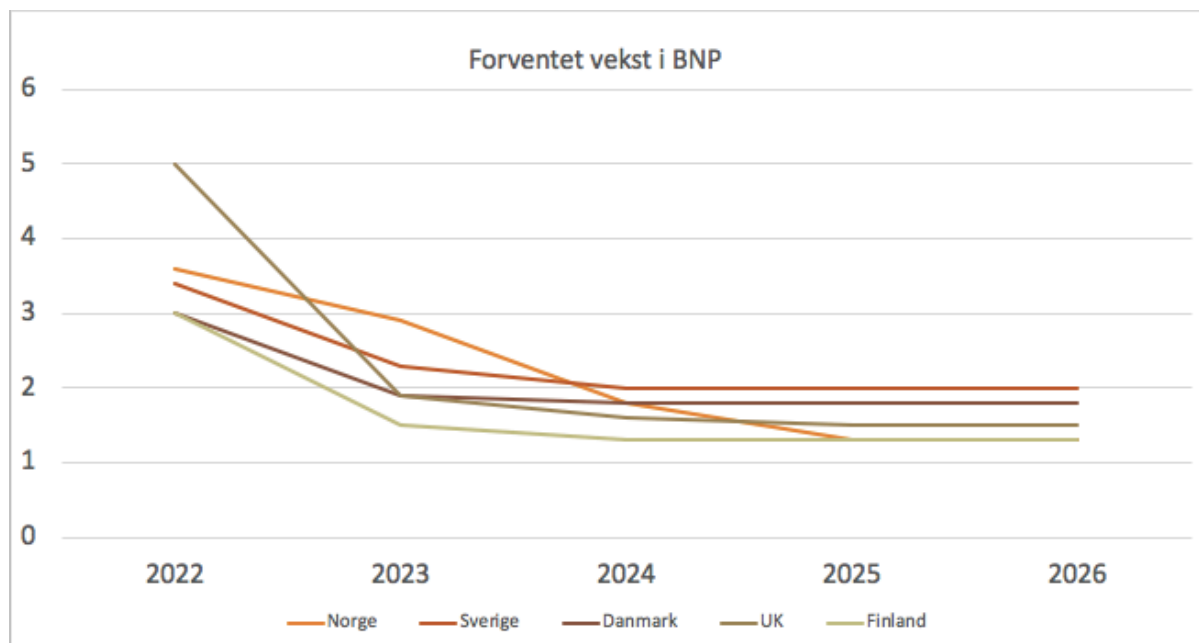
Det tekniske resultatet vil være et resultat av opptjente premieinntekter, fratrukket erstatningskostnader og driftskostnader (Protector Forsikring, 2022₁). Fremtidig vekst og regnskapstall i Protector Forsikring blir primært styrt av en økning i premieinntekter og combined ratio, altså lønnsomheten til forsikringsvirksomheten (Protector Forsikring, 2022₁). Vi skal først ta for oss en estimering av fremtidige premieinntekter.

4.2.2 - Premieinntekter

Premieinntekter er de pengene et forsikringsselskap mottar ved inngått avtale om forsikring og skal kompensere mottaker for risikoen for at de må levere en økonomisk forpliktelse til mottaker (Kagan, 2021). Vekst i premieinntekter er derfor hvor mye vekst Protector Forsikring har i sine salg av forsikringsavtaler, og dette er den største inntektskilden sammen med investeringsinntekter (Protector Forsikring, 2022₁). Veksten i premieinntekter er hovedsakelig påvirket av vekst i markedsandeler og den organiske veksten er påvirket av BNP (Protector Forsikring, 2022₁). Vi tar utgangspunkt i disse ved utregningen av fremtidige premieinntekter. Som nevnt tidligere, opererer Protector i Skandinavia, Storbritannia og Finland. Det er derfor essensielt å se på vekst i BNP og premieinntektene for de forskjellige landene Protector driver virksomhet, både felles og separat, for å prøve å etablere en nøyaktig prognose.

BNP

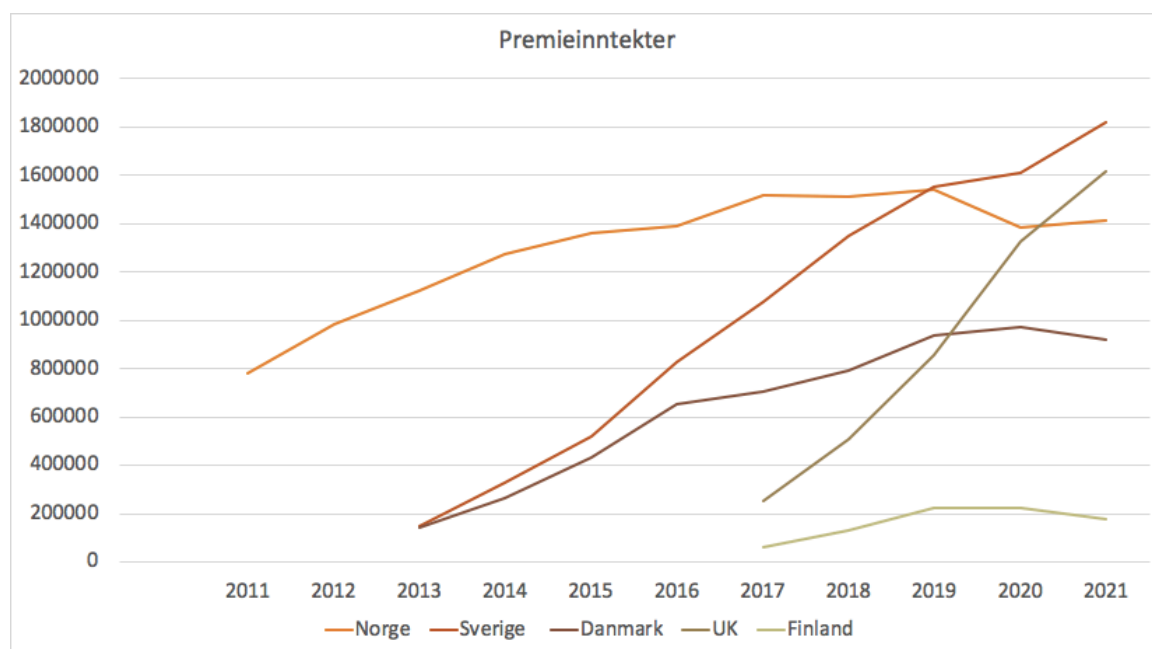
Bruttonasjonalprodukt er verdien på landets totale produksjon i løpet av en gitt periode, vanligvis et år. Fremtidig BNP er derfor et estimat brukt for å illustrere det potensielle forløpet til et land i fremtiden. Protector forventer fremtidig vekst, og de antar organisk vekst vil følge landenes BNP utvikling (Protector Forsikring, 2022₁). Ved prognoser av fremtidig vekst i premieinntekter vil vi derfor bruke en vektor for estimert BNP vekst.



Figur 4-1 : Forventet vekst i BNP (International Monetary Fund, 2022)

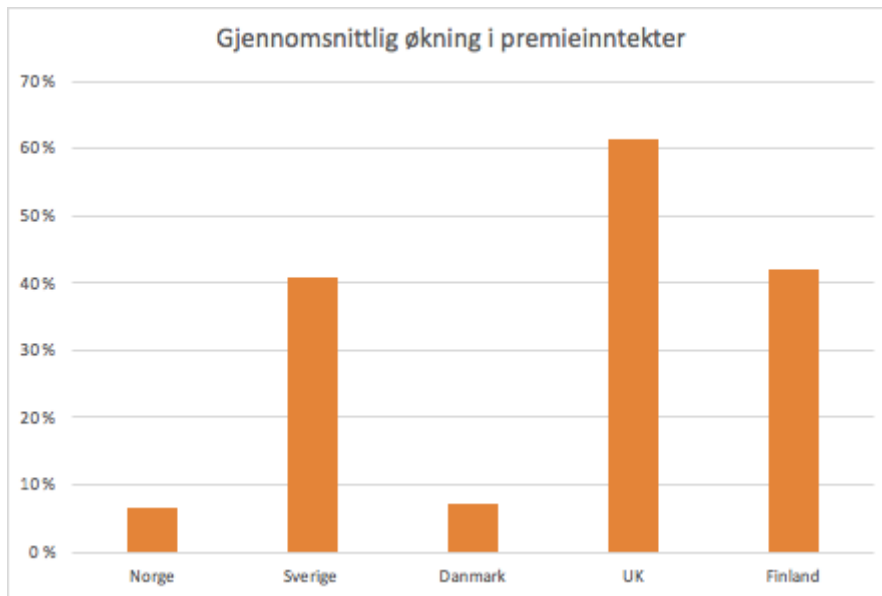
Modellen viser estimert nominell BNP utvikling i de landene hvor Protector Forsikring driver skadeforsikringsvirksomhet. Under, og etter Corona-pandemien har vi sett en unormal lav styringsrente i Europa, Dette ble innført som et tiltak mot de negative økonomiske virkningene krisen hadde på økonomien. I Norge har styringsrenten vært på et rekordlavt nivå, da den var nede på 0 prosent (Norges Bank, 2020). Høy BNP-vekst i Europa i 2021 var et resultat av gjenåpning, kombinert med rekordlave renter (SSB, 2022₂). Styringsrenten er forventet å stige når økonomien stabiliserer seg, og det forventes dermed ikke like dramatisk vekst i fremtiden (IMF, 2022).

Vekst i premieinntekter



Figur 4-2 : Premieinntekter (Protector Forsikring, 2011- 2022₁)

Protector er ansett som et relativt nytt selskap og det har hatt sterkt vekst siden det startet virksomhet i 2004. Som vi ser de siste fem årene, har det vært mest vekst i premieinntekter i Storbritannia. Protector har hatt en høy samlet premievekst de siste ti årene, med rekordhøye 47% vekst i 2017. Selskapet har opplevd en lang periode med større fokus på sterk vekst enn lønnsomhet. De vil nå endre fokus på ytterligere lønnsomhet, og vi vil derfor anta at vekstkurven vil flate seg ut. Vi skal nå gå i dybden på de ulike forretningsområdene for å få et bedre bilde på forventet vekst.



Figur 4-x: Gjennomsnittlig økning i premieinntekter (Tall hentet fra årsrapportene til Protector Forsikring 2010-2022₁)

Forretningen i Norge er den som har hatt størst andel premieinntekter historisk sett, men Protector mener at de har nådd et punkt hvor de har utnyttet det meste av potensielle markedsandeler. De forventer derfor at vesentlige deler av fremtidig vekst vil skje utenfor Norge (Protector Forsikring, 2022₁). I 2021 hadde PROT en markedsandel på 1,7 %, noe vi tror ikke kommer til å øke betraktelig. De skal satse på å opprettholde sin gode relasjon til forsikringsmeglere og senke utgifter og kostnader. Det forventes dermed relativt lav vekst i Norge de neste årene, sammenlignet med tidligere år.

Sverige er Protector største forretningsområde per 2021 og dette segmentet bidrar til sterkest vekst. Kostnadsprosenten har blitt redusert de siste årene grunnet økt volum til tross for færre ansatte (Protector Forsikring, 2022₁). De har hatt økt lønnsomhet grunnet store reservegevinter som bunnet i lave oppgjørskostnader. Protector forventer økt aktivitet i Sverige de neste årene, som et resultat på innhenting etter pandemien. Vi antar at Protector Forsikring vil ha størst vekst i Sverige, og her vil kunne oppnå forventet vekst på 10 % kombinert med vekst i bruttonasjonalprodukt (Protector Forsikring, 2022₁)

Danmark er Protector Forsikrings minst lønnsomme forretningsområde. Dette skyldes hovedsakelig utfasing av yrkesskadeforsikring i 2020 og 2021 (Protector Forsikring, 2022₁). Protectors strategi fremover skal derfor være å redusere kostnadene og stabilisere lønnsomheten. I Danmark har Protector plan om å opprettholde sin plan om lønnsom

distribusjon og ha fokus på nedbemanning og kostnadskontroll (Protector Forsikring, 2022₁) Vi ser også at Danmark har hatt minst vekst de siste årene, noe vi også legger til grunn for våre fremtidige prognoser.

I Storbritannia har vi sett svak lønnsomhet det siste året, til tross for at dette er forretningsområde Protector har hatt størst prosentvis vekst i premieinntekter. Denne veksten er primært drevet av fornyelser, til tross for stor kundeavgang. (Protector Forsikring, 2022₁) I 2021 har Protector hatt noe redusert lønnsomhet i Storbritannia og nedgangen skyldes hovedsakelig Corona-restriksjoner, noe som gjorde at Protector fikk økt kundeavgang (Protector Forsikring, 2021). Vi vil anta at Protector vil ha en stabil vekst i Storbritannia det neste året, som et resultat av gjenåpning, og deretter stabil vekst på lang sikt.

Finland har også hatt stor vekst og gunstig lønnsomhet de siste 4 årene grunnet de har oppnådd unngåelse av storskader i dette segmentet (Protector Forsikring, 2022₁). Protector forventer moderat vekst i markedsandeler grunnet de større aktørene kontrollerer 90% av markedet (Protector Forsikring, 2022₁). Forretningen i Finland forventer samarbeid med den svenske organisasjonen, noe som vil forbedre lønnsomheten over tid. Etter våre prognoser forventes det dermed moderat vekst i Finlands fremtidige premieinntekter.

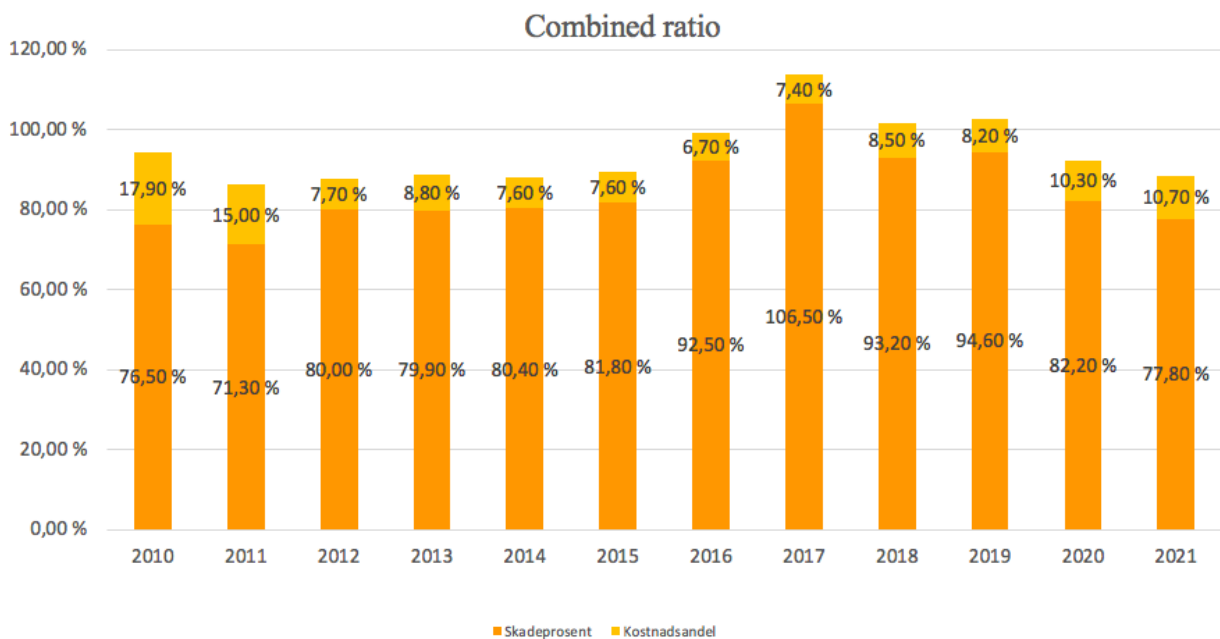
4.2.3 - Kostnader

Et skadeforsikringselskap har i all hovedsak to hovedskostnader knyttet til den forsikringstekniske driften: erstatningskostnader og driftskostnader. Erstatningskostnader er direkte skadebehandlingskostnader og reassuransekostnader. Driftskostnader består av salgs- og administrasjonskostnader og annen operativ drift.

Den viktigste verdidriveren i et forsikringselskap er combined ratio, og den forteller oss noe om forholdet mellom kostnader og inntekter til forsikringselskapet. Er combined ratio over 100% har selskapet større kostnader enn det har inntekter, og selskapet vil dermed ikke være lønnsomt. Man regner ut combined ratio på denne måten:

$Combined\ ratio = Skadeprosent + kostnadsandel$
$Skadeprosent = \frac{Erstatningskostnader}{Premieinntekter}$
$Kostnadsandel = \frac{Driftskostnadsandel}{Premieinntekter}$

Formel 4-3: Combined ratio (Protector Forsikring, 2022₁)



Forsikringselskap, inkludert Protector Forsikring, vil prise forsikringskontraktene sine etter hvilke forventninger de har til fremtidig skade. Med dette vil skadeprosenten holde seg stabil i forhold til premieinntektene. Erstatningskostnadene varierer som regel ikke fra de ulike selskapene, da trender påvirker alle i bransjen. Dette medfører at økt konkurranseintensitet vil gi større endringer i skadeprosenten enn kostnadsandelen. Protector Forsikring bruker Chain Ladder- metoden ved prognoser av fremtidige erstatninger, og denne tar utgangspunkt i at erstatningene som ikke har oppstått ennå vil være proporsjonale med de som allerede er betalt. Dette gjør at vi kan se på historiske erstatningskostnader når vi skal beregne fremtidige tall.

Forholdet mellom skadeprosenten og kostnadsandelen følger i takt med combined ratio de siste 12 årene, som vi ser fra diagrammet. Kostnadsandelen har vært på 9,7% i gjennomsnitt de siste 10 årene, og skadeprosenten har hatt gjennomsnitt 84,73%. Med dette velger vi å holde skadeprosenten stabil på 82% forhold til premieinntektene de neste fem årene, da det ikke er noe som tyder på at skadeprosenten skal opp til unormale nivåer slik som i 2016-2019. Driftskostnadene er mer selskapspecifikke. I og med at Protector Forsikring fortsetter å ha stort fokus på kostnadseffektive løsninger og være ledende innen effektivitet og kvalitet, vil forutsette i våre beregninger at andelen driftskostnader er på 8,5% de neste fem årene. Kostnadsandelen er dermed mye lavere enn skadeprosenten, noe som er i tråd med tallene i figur 4-1. Disse estimatene følger fra Protectors combined ratio på 87,3% i 2021 og deres langsiktige målsetting om en combined ratio i intervallet 90-93% (Protector Forsikring, 2022₁).

4.2.4 - Prognoser på teknisk regnskap

Teknisk resultat (estimert)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Norge	1 172 200	1 275 119	1 377 702	1 472 626	1 566 359	1 666 058
Sverige	1 508 120	1 793 306	2 109 735	2 474 719	2 902 845	3 405 037
Danmark	761 060	823 087	880 661	941 339	1 006 197	1 075 524
UK	1 340 450	1 548 220	1 735 400	1 939 483	2 165 432	2 417 705
Finland	147 623	162 695	176 695	191 521	207 592	225 011
Sum Premieinntekter	4 929 453	5 602 426	6 280 193	7 019 688	7 848 425	8 789 335
Erstatningskostnader	-3 810 063	-4 593 989	-5 149 758	-5 756 144	-6 435 709	-7 207 255
Driftskostnader	-524 988	-476 206	-533 816	-596 673	-667 116	-747 093
Teknisk resultat	594 402	532 230	596 618	666 870	745 600	834 987

Tabell 4- 5 : Prognoser på teknisk resultat

Ved å kombinere de ulike momentene i prognosene over, finner vi et estimat på fremtidig teknisk regnskap. I tabellen fremkommer det en relativt stor vekst i Sverige, kontra andre land. Dette er på grunn av en nåværende sterk markedsposisjon, som forventes å styrkes ytterligere, i likhet med hva vi har sett i Norge de forekommende årene. I Norge forventes det en relativ moderat vekst, da Protector har utnyttet store deler av det potensielle markedet, og de ikke forventer noe ytterligere vekst enn det som følger med BNP- veksten i landet. I Danmark ser vi minst vekst, grunnet lite lønnsomhet historisk sett, som har resultert i nedbemanning og kostnadskontroll, som medfører mindre muligheter for vekst.

4.2.5 - Investeringer

En viktig del av driften til Protector Forsikring er å forvalte kapital gjennom akkumulerte avsetninger for fremtidige erstatninger (Protector Forsikring, 2022₁). Investeringer er en fluktuerende pengestrøm, som vokser i takt med egenkapitalen, som igjen er avhengig av resultatet og nødvendig kapitaldekning. Det vil derfor være komplisert å estimere fremtidige investeringer, da disse verdiene påvirker hverandre. Vi vil likevel se på tidligere data for å predikere hva utviklingen på avkastning har vært over tid, samt se på hvordan forvaltningskapitalen har utviklet seg.

År	2017	2018	2019	2020	2021	Gjennomsnitt
Forvaltningskapitalen	9,4	9,5	10,9	13,5	14,3	
Endring i forvaltningskapitalen		1,06 %	15 %	24 %	5,93 %	11,40 %
Avkastning	0,4512	-0,057	0,1665	0,97	0,955	
Avkastning i %	4,80 %	-0,60 %	1,53 %	7,19 %	6,68 %	3,92 %

Tabell 4-6: Investeringer (Protector Forsikring, 2017- 2022₁)

Etterhvert som Covid-19 pandemien utviklet seg i 2020 kombinert med fallende oljepris, var finansmarkedene svært turbulente. I denne perioden kjøpte Protector majoriteten av tilgjengelig High- Yield obligasjoner kombinert med store mengder kapital i høyrentefond. Dette tiltaket gjorde at Protector Forsikring unngikk at investeringsporteføljen ble like hardt rammet av pandemien som sine konkurrenter (Protector Forsikring, 2021)

Vi ser en gjennomsnittlig avkastning på investeringene på 3,92 % per år. Forventet årlig avkastning i aksjemarkedet er på 4-8% årlig (AksjeNorge, 2022). Vi ser også at forvaltningskapitalen har økt med 11,395% i gjennomsnitt de siste fem årene. Dette mener vi er relevante tall for våre senere utregninger for forventet investeringsinntekt.

4.2.6 - Skatt

Protector Forsikring har en effektiv skattesats på 25% (Protector Forsikring, 2022₁), noe som er 3% mer enn selskapsskatten i Norge (Regjeringen.no, 2022). Dette er fordi Protector også operer i Sverige, Danmark, Storbritannia og Finland, noe som gjør at de er nødt til å tilpasse seg de gitte landene selskapsskatter også. De siste tre årene har Protector brukt 25% som skattesats og vi ser ikke noen grunn til at den skal endre seg de neste fem årene. Vi velger derfor å bruke dette i våre fremtidige prognoser av skattekostnad.

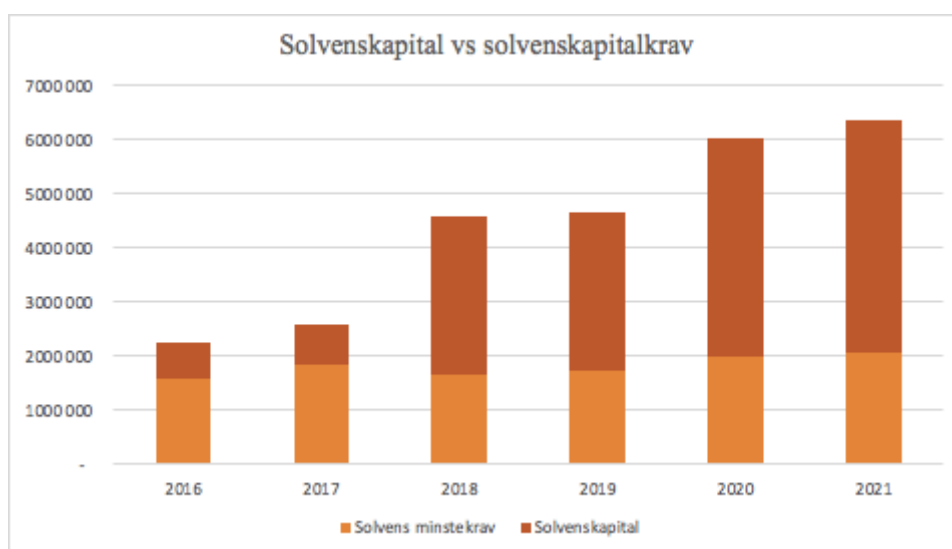
4.2.7 - Kapitaldekning

For å predikere hvor mye Protector Forsikring skal betale i utbytte og hvor mye de skal reinvestere i selskapet er vi nødt til å se på det totale resultatet. Egenkapitalen er avhengig av resultatet, som igjen er avhengig av investeringsinntektene. Det kan derfor være utfordrende å beregne disse på grunnlag av hverandre. Det er også et annet moment som er spesifikt for forsikringsselskap, og det er at de er nødt til å imøtekomme regulatoriske solvenskrav.

Solvensmarginen er forholdet mellom selskapets solvenskapital og solvenskapitalkravet. Som nevnt i analysen, skal forsikringsselskap til enhver tid være i stand til å dekke alle sine forsikringsutgifter (Finanstilsynet, 2020). Solvenskapitaldekning, også kalt SCR-dekning, er lovpålagt og gjelder alle forsikringsselskaper (Lovdata, 2021). Protector beregner solvensmargin etter Solvens II -standardmetode (Protector Forsikring, 2022₁). Denne metoden sier at det skal være tilstrekkelig solvenskapital til at det skal være 99,5% sannsynlighet for at de samlede tapene over en 12 måneders periode ikke overstiger det beregnede kapitalkravet (Finanstilsynet, 2021). Man regner solvensmargin på denne måten:

$$\text{Solvensmargin} = \frac{\text{Solvenskapital}}{\text{Solvenskapitalkrav}}$$

Formel 4-x: Solvensmargin (Protector Forsikring, 2022₁)



Figur 4-2: Solvenskapital vs solvenskapitalkrav (Protector Forsikring, 2016- 2022₁)

Vi ser at Protector har hatt en stabil vekst i solvenskapital de siste årene. Protector Forsikring har hatt en gjennomsnittlig solvensmargin på 188% de siste 6 årene og de har som langsiktig mål å opprettholde solvensmarginen over 150% (Protector Forsikring, 2022₁). Som sagt finner vi egenkapitalen ved å se på kapitalkravet Protector må holde for å møte de lovpålagte betingelsene. Vi ser på fremtidige mål som realistiske og tar utgangspunkt i disse ved beregning av fremtidige reinvesteringer og utbytte.

4.2.8 - Reinvestering

Finansielle foretak, som Protector Forsikring, er avhengig av reinvestering for å oppnå vekst over tid. Et forsikringselskap er avhengig av å sette til side deler av resultatet eller skyte inn ny egenkapital for at selskapet skal innfri de regulatoriske kravene og oppnå ønsket vekst over tid. For ikke finansielle foretak er det vanlig å måle reinvesteringer ved å se på økning i anleggsmidler og arbeidskapital. For finansielle foretak er slike reinvesteringer noe utfordrende å måle.

For å finne prognoser på reinvesteringer er vi derfor nødt til å ta hensyn til minstekrav satt av myndighetene og selskapets strategiske valg, som vi har gjennomgått tidligere i denne analysen. Vi tar utgangspunkt i solvensmargin på 150% for prognoser på reinvesteringer, og vi skal nå se på forventet utbyttegrad.

4.2.9 - Utbytte

Protector Forsikring har som hovedregel at de skal betale utbytte er de nødt til å ha en solvensmargin over 150%. I 2017 kunne ikke Protector betale utbytte da solvensmarginen var for lav. Dette har stabilisert seg de siste årene, noe som har resultert i at Protector har kunnet betale utbytte de siste årene.

Protector Forsikring har i gjennomsnitt hatt en utbyttegrad på 36,13% de siste 10 årene. I årsrapporten legger Protector frem at de jobber mot å kunne betale 20-80% av årsresultat etter skatt som ordinært utbytte (Protector Forsikring, 2022₁). De rekordhøy avkastningen på investeringene i 2020 og 2021 kan anses som urealistisk over tid (Protector Forsikring, 2022₁), og vi velger derfor å sette 32,5% i utbyttegrad, istedenfor 36,13%, som et utgangspunkt for de neste fem årene. Vi har valgt å se bort i fra 2018 og 2019, da Protector ikke betalte noe utbytte.

4.2.10 - Fremtidig regnskap

Vi har nå implementert våre prognoser på alle de overordnede regnskapspostene tilknyttet årsresultatet. Vi har satt disse sammen og fått et estimat for forventet utbetalt utbytte, som vi skal bruke som estimat for fri kontantstrøm til egenkapitalen.

År	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Teknisk resultat	594 402	532 230	596 618	666 870	745 600	834 987
Netto investeringsinntekter	878 325	1 013 938	1 170 490	1 351 214	1 559 842	1 800 681
Andre inntekter	-56 389	-65 095	-75 145	-86 748	-100 142	-115 604
Resultat før skattekostnad	1 416 338	1 481 074	1 691 963	1 931 336	2 205 300	2 520 064
Skattekostnad	-251 656	-370 268	-422 991	-482 834	-551 325	-630 016
Virksomhet under avvikling	67 428	70 351	80 368	91 738	104 752	119 703
Annen totalinntekt	-28 137	-29 414	-33 602	-38 356	-43 797	-50 048
Årsresultat	1 203 973	1 151 742	1 315 738	1 501 884	1 714 929	1 959 703
Reinvestering for å møte vekst	627 373	777 230	887 900	1 013 517	1 157 286	1 322 466
Utbytte	576 600	374 512	427 839	488 368	557 644	637 237
Utbyttegrad	47,9 %	32,5 %	32,5 %	32,5 %	32,5 %	32,5 %

Tabell 4.7: Fremtidig regnskap

Årsresultatet er noe fallende i starten grunnet kostnadskontroll og nedprioriteringer, spesielt i Danmark, kombinert med drastisk fall i forventet BNP-vekst. Vi ser en relativt stabil vekst deretter, grunnet veksten i landene øker relativt korrelerende fra 2024.

4.2.11 - Terminalverdi

Ved en kontantstrømsanalyse er det vanlig å forutse en eksplisitt periode, før man antar at selskapet når en stabil vekst, også kalt "steady state" (Berk & Demarzo (2020), s. 250). Når selskapet har nådd steady state regner man ut terminalverdien basert på veksten, som da skal representere kontantstrømmene for all fremtid. Vekstfaktoren i steady state er estimert ti år frem i tid og er derfor et tall som er svært vanskelig estimere. Terminalverdi beregnes ved Gordons formel:

$$Terminalverdi = \frac{CF}{r - g}$$

Formel 4-3: Terminalverdi (Berk & Demarzo, 2020, s. 250).

Der:

CF=estimert kontantstrøm i 2026

r=CAPM

g=vekstfaktoren i steady state

Som vi ser vil en liten endring i g gi store utslag for terminalverdien og dermed også aksjekursen. Med en for høy vekstfaktor, vil terminalverdien bli for høy, noe som gir et urealistisk bilde på den faktiske prisen på Protector Forsikring aksjen. Hva som er forventet vekst i steady state kan være påvirket av mange faktorer, og en steady state er svært sjelden realistisk i praksis (Berk & Demarzo, 2020, s. 250). Vi må derfor se historisk vekst for Protector samtidig som man ser på hvilke utfordringer Protector vil ha i fremtiden.

Som vi har sett på tidligere har Protector hatt høy vekst i de siste årene grunnet det er et relativt nyetablert selskap, i forhold til andre i bransjen. Vi fant at Protector har hatt gjennomsnittlig vekst premieinntekter de siste 10 årene på 23%. Dette kan ikke forventes som realistisk i fremtiden da Protector ikke operer i privatmarkedet, og det er dermed begrensninger på hvor mye vekst de kan ha i markedsandeler. Som nevnt i den strategiske analysen, har Protector også informert at de vil prioritere lønnsomhet over vekst. Vi ser også Norges bank forventer en rekke rentehevinger fremover som et resultat av gjenåpningen (Norges Bank, 2022₁), som også vil redusere veksten.

Man har også to teoretiske prinsipper for indikere hvor vekstraten bør ligge. For det første bør ikke vekstraten være høyere enn inflasjonen. For det andre bør ikke vekstraten være høyere enn nominell BNP vekst (Kaldestad, 2017). I 2021 var inflasjonen på 5,3% (SSB, 2022₁) og den nominelle BNP veksten var 4,2% (SSB, 2022₁). Vi kan dermed ikke forvente like høy vekst i all fremtid. Vi har derfor valgt å sette 2% som vekstrate i steady state for å gi et så godt estimat på terminalverdien som mulig.

4.3 - Kapitalverdimodellen

4.3.1 - CAPM

Capital Asset Pricing Model forklarer forholdet mellom systematisk risiko og forventet avkastning for en enkeltaksje, og brukes i analyser for å beregne avkastningskrav på egenkapitalen til verdipapirer (Berk & Demarzo s. 379, 2020) .

Avkastningskravet til egenkapitalen (r_e) er gitt ved CAPM:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Formel 4-3: Avkastningskravet til egenkapitalen (Berk & Demarzo s. 379, 2020)

Der:

r_f = risikofri rente,

β = beta

$r_m - r_f$ = markedsrisikopremien

4.3.2 - Markedets risikopremie:

Markedets risikopremie(required market risk premium) er den meravkastningen en investor krever på en diversifisert portefølje i forhold til den risikofrie renten, dvs den risikoen som ligger i å investere utover statsobligasjoner med tidshorisont på 10 år. Hvert år gjennomfører PWC undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet» sammen med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) (PWC, 2021). I 2021 kom PCW frem til at det norske markedets risikopremie ligger på 5%. Vi benytter resultatet i denne undersøkelsen i våre beregninger i CAPM.

4.3.3 - Risikofri rente

Den risikofrie renten er den avkastningen som kommer av sikre investeringer, altså den renten på investeringer som gir full sikkerhet for avkastning. I det norske markedet benyttes 10-årig statsobligasjon som risikofri rente i størst grad (PWC, 2021). Renten på en 10-årig statsobligasjon per 1. november 2021 er 1,7% (Norges Bank, 2021). Fra undersøkelsen bruker 39% av respondentene 10-årig statsobligasjon som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapital, og vi velger derfor å bruke denne renten til utregning av CAPM (PWC, 2021).

4.3.4 - Beta (β)

Betakoeffisienten er en parameter som gir et mål på systematisk risiko til en aksje.

Usystematisk risiko elimineres av diversifiserte investorer (Kaldestad, 2011), dermed er det kun udiversifiserbar risiko som betegnes som systematisk risiko. Dette betyr at betaen er et prosentvis mål på hvor mye aksjeprisen i snitt endrer seg hvis markedet endrer seg med 1%. Beta for markedet vil alltid være 1 da den er et gjennomsnittstall av alle aksjer sin beta som er det markedet man analyserer. Dersom en aksje har beta lik 1 har avkastningen like stor risiko som markedet, og har aksjen en beta lavere enn 1 er volatiliteten lavere enn markedet. Jo høyere betaen er, jo høyere blir avkastningskravet, altså desto mer forventer investorene å få betalt for å bære risikoen.. Vi kan ikke observere betaen direkte, men vi kan finne den ved hjelp av denne regresjonsligningen:

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

Formel 4-4: Regresjonsligning for beta (Berk & Demarzo s. 679, 2020)

Der:

R_i =Avkastning på Protector Aksjen

α =Alpha, skjæringspunktet på Y akse

β =Beta

R_m =Avkastning i markedet

ϵ =Feilledd som ikke forklares i regresjonen

$$\beta_i = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$$

Formel 4-5: Beta for en enkeltaksje (Berk & Demarzo, , 2020s. 376)

Når man skal regne ut betaen for en enkeltstående aksje, bør man sammenligne det med det markedet som har størst handelsvolum av aksjen. Vi sammenligner derfor Protector Forsikring aksjen med Oslo Børs All-share Index (OSEAX). Man gjennomfører så en regresjon på avkastningen på markedet, og stigningen til kurven vil gi som beta verdien av aksjen (Berk & Demarzo, 2020, s. 679).

CAPM modellen sier ingenting om lengde på tidsserien, og tidsserien kan være alt fra måneder til år, hvor den igjen måles daglig, ukentlig eller månedlig. Fordelen med å bruke

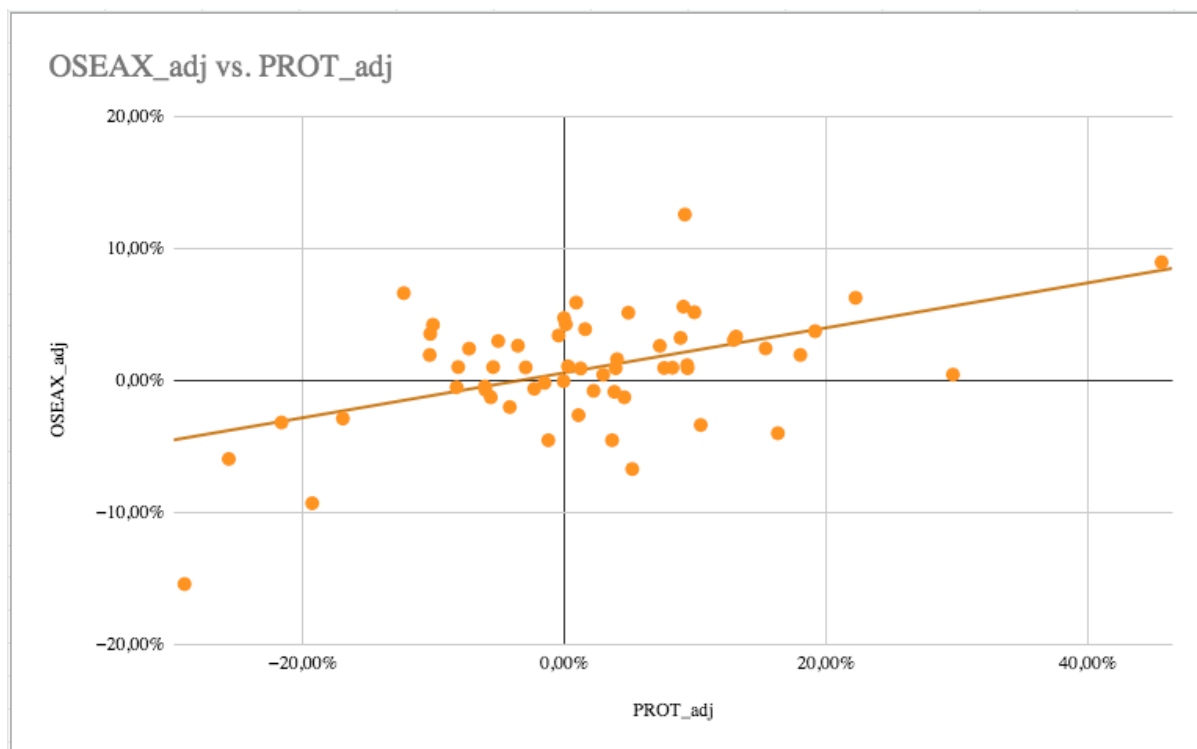
flere år med historisk avkastning, er at man da får sett samvariasjonen mellom selskapet og indeksen gjennom både opp og nedgangstider (Kaldestad, 2011). Ulempen med en lang tidsserie er at man kan underestimere risikoen, ved at strukturelle endringer i selskapet ikke vil bli like godt representert i dagens beta. Vi har valgt å bruke en tidsserie på fem år med månedlige observasjoner, da daglige eller ukentlige observasjoner kan skape uønskede systematiske forstyrrelser. Vi har hentet inn månedlige sluttkurser de siste 5 årene fra Infront Professional Terminal og anlagt disse i Excel for å regne ut betaen.

Regression Statistics	
Multiple R	0,4941569487
R Square	0,24419109
Adjusted R Square	0,2311599018
Standard Error	0,1099785515
Observations	60

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,2266531663	0,2266531663	18,73897361	0,00006002200658
Residual	58	0,7015263441	0,0120952829		
Total	59	0,9281795105			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,004075821007	0,0144818579	0,281443231	0,7793721501	-0,02491276715	0,03306440916	-0,02491276715	0,03306440916
X Variable 1	1,434208847	0,3313137784	4,32885361	0,00006002200658	0,7710122638	2,09740543	0,7710122638	2,09740543

Figur 4-3: Regresjon beta analyse



Figur 4-4: Avkastning Protector Forsikring vs. Oslo Børs (Tall hentet fra Infront Professional Terminal)

Ved å gjøre dette har vi fått en beta på 1,43. Fra regresjonsanalysen ser vi Protector Forsikrings avkastning (y), uttrykt som en lineær funksjon av avkastningen i markedet på formen $y=ax+b$. En beta på 1,43 forteller at aksjen svinger mer enn markedsindeksen over tid, altså vil en endring i markedet på 1 punkt, gi en 1,43 punkt endring i Protector aksjen. Det vil si at Protector har mer systematisk risiko enn markedet som helhet. Dette tallet kan forklares av noen år med negativt resultat for Protector. Regresjonen gir en R^2 på 24,4% som indikerer markedsspesifikk risiko for Protector, og denne verdien er relativt høy. Dette kan forklares av de av dårlige resultatene og de store forsikringskravene blandt annet i 2017 og 2019, og er derfor ikke uforventet. De resterende 75,6% indikerer at 75,6% av endringene i avkastningen til Protector er et resultat av bedriftsspesifikke faktorer.

Jo større selskaper blir jo nærmere har betaen tendenser til å konvertere mot 1 (Marshall E. Blume, 1975). Selskaper blir som regel større over tid, og vil på lang sikt bevege seg likt som markedet. Vi kan derfor bruke en formel for justert beta, som tar hensyn til fremtiden, ikke bare selskapets historikk. Resultatet vi fikk fra utregningene var dessuten noe høy, så bruk av justert beta vil gi oss en mer realistisk beta og vil forhindre oss i at aksjen blir underpriset når vi skal foreta oss et kursmål.

$$\text{Justert } \beta = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} \beta$$

Formel 4-6 : Justert beta (Berk & Demarzo, 2020, s. 434)

$$\frac{1}{3} + \frac{2}{3} * 1,434208847 \approx 1,2895$$

Bruker vi denne justeringen ender vi opp med en Beta for Protector på 1,2895, med noe forbehold. Man er nødt til å ta i betraktning at indeksen blir påvirket av faktorer som pris og etterspørsel på råvarer, noe som ikke påvirker Protector i like stor grad. Vi betrakter likevel dette som en realistisk beta, og velger å bruke denne videre i våre beregninger av avkastningskravet til egenkapitalen.

4.3.4 - Beregning av CAPM

Som vi kom frem til tidligere i oppgaven, benyttes 10-årig statsobligasjon som risikofri rente, denne er i følge Norges bank lik 1,7%. Vi har ved beregninger funnet beta lik 1,2895. Vi så ved undersøkelsen at PWC kom frem til at markedsrisikopremien er 5% i 2021 og vi velger å ta utgangspunkt i denne.

Vi legger sammen de ulike komponentene i Kapitalverdimodellen og finner at avkastningskrav til egenkapitalen for Protector er:

$$0,017 + 0,05 * 1,2895 \approx 0,0815$$

Dette avkastningskravet kan virke noe lavt, men dette kan skyldes lave rentenivåer og betaer i markedet. Kravet er fortsatt 4 og en halv ganger så stort som den risikofrie renten.

5 - Verdsettelse

5.1 - Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse baserer seg på mikro og-makroøkonomiske faktorer for å finne prognoser for de fremtidige kontantstrømmene. Selskapets egenverdi vil dermed fastslås på vegne av nåverdien av fremtidige kontantstrømmer (Corporate Finance Institute, 2022₃).

Nåverdien estimeres ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer ved hjelp av avkastningskravet som vi har funnet i avsnittet over. Følgelig vil selskapets egenverdi og pris per aksje avgjøres ut ifra denne utregningen.

5.1.1 - Kontantstrømanalyse

Som nevnt tidligere har vi formel:

$$\text{Fri kontantstrøm til egenkapitalen} = \text{Årsresultat} - \text{reinvestering for kapitaldekning}$$

(Massari et al, 2014, s. 118)

Med dette er den frie kontantstrømmen vi benytter i vår analyse og det forventede utbetalte utbytte etter reinvestering for å møte vekst, trukket fra. Vi skal ta utgangspunkt i prognosene og det estimerte årsresultatet vi gjorde i forrige kapittel.

5.1.2 - Beregning av terminalverdi

Terminalverdien estimerer evigvareveksten på virksomheten etter prognoseperioden, og brukes til å fange verdien av selskapet på slutten av perioden (Berk & Demarzo, 2020, s. 250). Vi skal nå beregne denne med resultatet fra kapitalverdimodellen og prognosene vi har gjort på forventet fremtidig vekst. Som nevnt i den finansielle analysen har vi valgt å sette vekstraten til 2% da vi anser dette som mest realistisk. Vi fant tidligere, gjennom kapitalverdimodellen, at avkastningskravet på egenkapitalen vil tilsvare 8,15% . Vi finner så terminalverdien ved hjelp av Gordons formel:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF}{r - g}$$

$$\text{Terminalverdi} = \frac{637\,237}{8,15\% - 2\%}$$

$$\text{Terminalverdi} = 10\,361\,571$$

Dette forteller oss hvilken verdi egenkapitalen vil ha for selskapet ved evigvarende vekst. Dette er et svært relativt tall, da ulike oppfatninger av økonomiske forhold vil ha store konsekvenser for verdiestimatet. Dette er en stor svakhet med diskontert kontantstrøm modeller, fordi terminalverdien utgjør en uforholdsmessig stor andel av verdiestimatet, til tross for at det er en svært usikker variabel. Endringer i terminalverdien vil derfor ha svært store konsekvenser for verdsettelsen.

5.1.3 - Beregning av aksjekurs

FCFE	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Terminalverdi
Fri kontantstrøm til egenkapital	374512	427839	488368	557644	637237	10361571
Nåverdi	346289	365786	386071	407615	430693	9384794
Sum nåverdi	11321249032					
Antall aksjer	82371969					
Aksjekurs	137,4406					

Tabell 5-1 : FCFE

Den totale verdien på egenkapitalen til Protector Forsikring er 11 321 millioner kroner. Dette gir en aksjekurs på 137,4 kroner. Sluttkursen den 01.03.2022, som er dato for utgangspunkt, var 108,8 kroner. Dette medfører, etter vår verdivurdering, at Protector Forsikring blir solgt i markedet med 20,8% rabatt.

5.2 - Markedsbasert verdsettelse

Det finnes en rekke andre metoder å verdsette et selskap på, og en av de mer brukte vil være å se på verdsettelses multipler. Ved bruk av ulike multippelanalyser vil vi kunne sammenligne prisingen av Protector mot liknende selskaper i forsikringsmarkedet. For å gjennomføre en slik analyse er man nødt til å se på nøkkeltall fra resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen til relevante sammenlignbare selskaper for å finne en bransjestandard på prisingen (Berk & Demarzo (2020), s. 288). Ut ifra dette kan det gjøres en vurdering om en aksje er priset riktig relativt til andre aktører i samme marked.

5.2.1 - Multippel

Sammenligne selskaper innenfor samme marked ved bruk av multipler er en av de vanligste måtene å verdsette en aksje i et marked. Det kan være utfordrende å sammenligne selskaper med Protector, da børsnoterte konkurrenter gjerne er mye større enn Protector, som gjør at det finnes et begrenset sammenligningsgrunnlag mot analysen. Storebrand er det selskapet som er nærmest Protector, da de i 2021 hadde en markedsandel på 4,7 %, i motsetning til Gjensidige med 26,2%, og Tryg med 13,2% (Finans Norge, 2022). Resterende konkurrenter er enten ikke børsnotert, eller har store inntekter fra andre sektorer, som Sampo (IF), deleier av Nordea Bank. Ettersom Sampo driver forretning i en rekke andre virksomheter, velger vi å ekskludere selskapet i denne sammenligningen. Videre vil denne verdsettelsen ta for seg bruken av Price/Earnings og Price/Book for å estimere aksjeverdien til Protector Forsikring. Ettersom dette er et finansielt foretak kan ikke metoder som value-to-EBITDA eller value-to-EBIT bli brukt (Murphy, 2022).

5.2.2 - Price/Earnings

Den mest brukte metoden for verdsettelse er Price/Earnings, eller på norsk, Pris/Fortjeneste. Multippelen viser oss hvor mye hver aksje er verdt, i forhold til hvor mye selskapet tjente det tidligere året. Ved å sammenlikne P/E-verdien med markedets gjennomsnittlige verdi, kan man se om selskapet er underpriset eller overpriset. En lav P/E verdi betyr gjerne at selskapet er underpriset. Beregningen Pris/Fortjeneste kan gjøres med følgende formel:

$$P/E \text{ Ratio} = \frac{\text{Market value per share}}{\text{Earnings per share}}$$

Formel 5.2 : P/E Ratio (Berk & Demarzo, 2020, s. 41).

Vi ser fra tabell 5-2 at Protector Forsikring har en P/E verdi på 7,58, noe som er under halvparten av gjennomsnittet blant konkurrentene. Norges gjennomsnitt kan anses å være relativt høyt sammenliknet fra bransjesnittet i resten av Europa, med et snitt på 13,53 (Damodaran Online, 2022). Ved å beregne gjennomsnittsmultiplere med EPS (earnings-per-share) verdien til Protector oppstår det en forskjell fra det norske snittet på 251,07 kr og det europeiske snittet på 202,38 kr. For å motvirke avviket vektlegges det norske gjennomsnittlige og det europeiske ½ hver når vi estimerer verdsettelsen. Dette gjøres grunnet lite utvalg av sammenlignbare selskaper i Norge. Ut i fra dette estimatet vil det gi en Protector Forsikring en verdi på 226,72 kr per aksje.

P/E	Protector Foriskring	Storebrand	Gjensidige	TRYG
Kurs per 01.03.22	113,4	85,56	218	151,95
Antall aksje	82 371 969,00	470 259 467,00	499 972 054,00	653 446 980,00
Resultat per 01.01.2022	1 232 110 000,00	3 130 000 000,00	7 141 000 000,00	3 158 000 000,00
EPS	14,96	6,66	14,28	4,83
Multipel	7,58	12,85	15,26	31,44

P/E	P/E	Aksjeverdi basert på P/E
Gjennomsnittlig P/E Norge	16,79	251,07
Gjennomsnittlig P/E Europa	13,53	202,38
Gjennomsnittlig P/E	15,16	226,72

Tabell 5-2: P/E - verdsettelses estimat

5.2.3 - Price/Book

Den neste multiplere som skal anvendes i analysen er Price/Book, på norsk kjent som Pris/Bok. Denne multiplere estimerer et forhold mellom hvor mye penger bedriften har på bok, og hvor stor verdi selskapet har. Vi kan sammenlikne multiplere med like selskaper i bransjen, på lik måte som vi gjorde med P/E, for å analysere om aksjen er over- eller underpriset (Berk & Demarzo, 2020, s. 27). For Pris/Bok beregninger bruker vi følgende formel:

$$P/B \text{ Ratio} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}}$$

Formel 5-x : P/B Ratio (Berk & Demarzo, 2020, s. 27).

Vi ser vesentlige forskjeller i P/B i det norske markedet, der snittet ligger på 2,51, mens Storebrand er helt nede på 1,07. Bransjesnittet i Europa ligger på 1,13, og vi kan igjen se at

Storebrand er det selskapet som ligger nærmest de europeiske ratene (Damodaran Online, 2022). Ved å bruke samme metode som tidligere, der vi vektlegger det norske og det europeiske markedet like mye, får Protector en forsikring en verdsettelse på 79,01 kr. Både det norske, og det europeiske gjennomsnittet tilsier at Protector Forsikring er overpriset.

P/B	Protector Foriskring	Storebrand	Gjensidige	TRYG
Kurs per 01.03.22	113,4	85,56	218	201,44
Bokført egenkapital	3 582 129 000,00	37 709 000 000,00	25 205 000 000,00	64 968 579 900,00
Antall aksje	82 371 969,00	470 259 467,00	499 972 054,00	653 446 980,00
Bokført EK per aksje	43,49	80,19	50,41	99,42
Multippel	2,61	1,07	4,32	2,03

P/B	P/B	Aksjeverdi basert på P/B
Gjennomsnittlig P/B Norge	2,51	108,99
Gjennomsnittlig P/B Europa	1,13	49,04
Gjennomsnittlig P/B	1,82	79,01

Tabell 5-2: P/B - Verdsettelsesestimat

5.2.4 - Oppsummering av markedsbasert verdsettelse

Ettersom forsikringsselskap er finansielle foretak, har vi foretatt oss bruken av multiplene Price/earnings og Price/Book. Disse verdiene har gitt oss et intervall på aksjekursen på 49,04 kr til 251,07. Ved å vekte det europeiske markedet og norske markedet ½ hver, vil analysen gi oss konkrete tall på verdien, der vi begrenser verdien av avvik fra enkeltelskaper i Norge. Verdiestimatet som fremkommer fra analysen viser en fundamental aksjeverdi på 152,87 NOK per aksje, som tilsier at aksjen er underpriset. Her er det tatt gjennomsnittet fra begge metodene og begge markedene, dog kan vi se at aksjen kan sees på som underpriset ved å eksklusivt sammenligne med bare det europeiske eller norske bransjesnittet.

Oppsummering	Norge	Europa	Gj. snitt i NOK
Verdiestimat P/E	251,07	202,38	226,72
Verdiestimat P/B	108,99	49,04	79,01
Verdiestimat begge metoder	180,03	125,71	152,87

Tabell 5-3: Oppsummering av markedsbasert verdsettelse

5.3 - Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse brukes til å analysere hvordan uavhengige variabler påvirker andre avhengige variabler. En slik analyse er derfor et essensielt verktøy for å simulere ulike utfall og det gir oss et mer troverdig estimat (Berk & Demarzo, 2020, s. 699).

Som nevnt tidligere har terminalverdien stor betydning for verdsettelsen, da den utgjør en stor del av nåverdien. Ved beregning av terminalleddet benyttes Gordons formel, hvor CAPM og vekstfaktoren er parametere. I prosessen med å beregne CAPM og vekstraten er det gjort en rekke vurderinger og forutsetninger, og disse prognosene er usikre og vi ønsker derfor å teste antagelsene. I denne analysen skal vi undersøke hvordan endringer i vekstraten (g), og avkastningskravet (CAPM) påvirker egenkapitalverdien til Protector, og hvilken sammenheng disse har med hverandre. Vi har valgt å sette endringen som en reduksjon og en økning på 25% for å studere effekten av små variasjoner grundig, for å så kontrollere resultatet.

		Vekstrate											
		-25 %	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	
Avkastningskrav	-25 %	11 321 249	1,5 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %
	-20 %	6,11 %	15 094 999	15 429 514	15 779 191	16 145 086	16 528 352	16 930 257	17 352 195	17 795 701	18 262 474	18 754 392	19 273 545
	-15 %	6,52 %	13 869 658	14 151 561	14 445 162	14 751 204	15 070 494	15 403 912	15 752 417	16 117 056	16 498 977	16 899 437	17 319 821
	-10 %	6,93 %	12 828 315	13 069 110	13 319 116	13 578 875	13 848 967	14 130 022	14 422 720	14 727 801	15 046 068	15 378 395	15 725 733
	-5 %	7,34 %	11 932 422	12 140 485	12 355 933	12 579 166	12 810 613	13 050 737	13 300 035	13 559 042	13 828 338	14 108 547	14 400 348
	0 %	7,74 %	11 153 493	11 335 072	11 522 661	11 716 564	11 917 104	12 124 629	12 339 509	12 562 144	12 792 959	13 032 416	13 281 007
	5 %	8,15 %	10 470 027	10 629 875	10 794 679	10 964 674	11 140 109	11 321 249	11 508 377	11 701 795	11 901 826	12 108 814	12 323 129
	10 %	8,56 %	9 865 488	10 007 284	10 153 216	10 303 467	10 458 232	10 617 717	10 782 142	10 951 739	11 126 757	11 307 459	11 494 128
	15 %	8,97 %	9 326 950	9 453 589	9 583 714	9 717 471	9 855 015	9 996 508	10 142 124	10 292 045	10 446 464	10 605 587	10 769 634
	20 %	9,37 %	8 844 164	8 957 952	9 074 706	9 194 544	9 317 589	9 443 972	9 573 830	9 707 310	9 844 564	9 985 756	10 131 056
	25 %	9,78 %	8 408 899	8 511 697	8 617 040	8 725 023	8 835 746	8 949 316	9 065 844	9 185 446	9 308 246	9 434 374	9 563 967
	25 %	10,19 %	8 014 467	8 107 794	8 203 320	8 301 124	8 401 289	8 503 900	8 609 049	8 716 830	8 827 345	8 940 697	9 056 999
		Verdiendring											
Maks		19 273 545	170 %										
Min		8 014 467	71 %										
Gjennomsnitt		11 901 065											
Median		11 321 249											

Tabell 5-4: Sensitivitetsanalyse

Matrisen viser at en liten endring i vekstrate og avkastningskrav vil gi store utslag på den estimerte egenkapitalverdien. Vi ser at reduksjon i avkastningskravet på 5%, som gir en CAPM på 7,74%, øker verdien på nesten 10 milliarder kroner som tilsvarer en økning på over 7%. Vi ser også at maksimumsverdien er vesentlig høyere enn minimumsverdien, noe som indikerer at endringer i parametrene i CAPM og vekstraten gir en høyere økning enn reduksjon i egenkapitalestimatet. Dette gjør at ulike oppfatninger av økonomiske forhold i fremtiden vil gi store konsekvenser for egenkapitalverdien. Dette er en svakhet med denne typen modeller, da terminalverdien gir en uforholdsmessig stor del av egenkapital estimatet.

6 - Konklusjon

Formålet med denne bacheloroppgaven har vært å estimere den virkelige verdien av aksjekursen til Protector Forsikring per 01.03.2022. For å verdsette Protector har vi brukt to verdsettelsesmetoder, hvorav én fundamental analyse og én markedsbasert verdsettelse. Hovedverdsettelsesmetoden har vært en fundamental verdsettelse, nærmere bestemt en kontantstrømsanalyse basert på den strategiske analysen. Det er benyttet en rekke antagelser ved gjennomføringen av kontantstrømsanalyse og vi har derfor gjennomført en markedsbasert analyse som et supplement. For å skape troverdighet til det endelige kursmålet har vi gjort det vi anser som en fornuftig vektning mellom de to metodene, der vi har vektet fundamental verdsettelse $\frac{2}{3}$ og markedsbasert $\frac{1}{3}$. Dette ga oss en aksjeverdi lik 142,56 per 01.03.2022. Aksjen er etter våre beregning derfor underpriset og vi anbefaler å kjøpe.

Estimatene i oppgaven er basert på subjektive antagelser fra funnene vi har avdekket i den strategiske og finansielle analysen. Selv om vi har brukt anerkjente kilder for å predikere verdsettingen, vil det likevel knyttes stor usikkerhet til prognosene. For finansielle foretak kan man ikke unngå å ta hensyn til kapitalstrategi og kapitalkravet. Grunnen er at kontantstrømmen beregnes som årsresultat fratrukket nødvendige reinvesteringer for å oppnå tilfredsstillende kapitaldekning. Nye kapitalkrav og usikre kapitalmarkeder gjør det derfor svært vanskelig å forutse eksakte fremtidige kontantstrømmer. Vi har fulgt anbefalte retningslinjer og studert litteratur for å implementere dette til beste evne. I midlertidig forstår vi at forenklinger fører til svakheter.

Referanseliste

AksjeNorge (2022) *Avkastning*. Tilgjengelig fra:

<https://aksjenorge.no/aksjesparing/risiko-og-avkastning/avkastning/>

(Hentet 5. april 2022)

Altinn (2021). *Obligatoriske og frivillige forsikringer*. Tilgjengelig fra:

<https://www.altinn.no/starte-og-drive/arbeidsforhold/ansettelse/obligatoriske-og-frivillige-forsikringer/>

(Hentet 22. april 2022)

Arbeiderpartiet (2022) *Skatt*. Tilgjengelig fra:

<https://www.arbeiderpartiet.no/politikken/skatt/>

(Hentet 09. mars 2022)

Corporate Finance Institute (2022₁) *Pestel Analysis*. Tilgjengelig fra:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/pestel-analysis/>

(Hentet 08. mars 2022).

Corporate Finance Institute (2022₂). *SWOT Analysis*. Tilgjengelig fra:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/swot-analysis/>

(Hentet 07. april 2022)

Corporate Finance Institute (2022₃). *Fundamental analysis*. Tilgjengelig fra:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/fundamental-analysis/>

(Hentet 23. april 2022)

Damodaran Online (2022₁). *PE Ratios, PEG Ratios and Expected Growth Rates by Industry Sector*, Tilgjengelig fra:

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/peEurope.xls>

(Hentet 4. april 2022)

Damodaran Online (2022₂). *Price and Value to Book Ratios and ROE by Industry Sector*, Tilgjengelig:

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/pbvEurope.xls>

(Hentet 4. april 2022)

Døving, I., Loen, R. (2021). *Forsikring*. Tilgjengelig fra:

<https://snl.no/forsikring>

(Hentet 5. april 2022)

Eurostat (2020). *Population projections in the EU*. Tilgjengelig fra:

https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Population_projections_in_the_EU

(Hentet 6. april 2022)

Eurostat (2022). *Real GDP growth rate*. Tilgjengelig fra:

<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00115/default/line?lang=en>

(Hentet 6. april 2022)

Finans Norge (2020). *Klimarapport 2020*. Tilgjengelig fra:

<https://www.finansnorge.no/siteassets/statistikk/artikkel/2020/lansering-klimarapport/finans-norges-klimarapport-2020.pdf>

(Hentet 5. april 2022)

Finans Norge (2022). *Markedsandeler skadeforsikring*. Tilgjengelig fra:

<https://www.finansnorge.no/statistikk/skadeforsikring/markedsandeler/>

(Hentet 5. april 2022)

Finanstilsynet (2020). *Mer om solvensregelverk forsikring*. Tilgjengelig fra:

<https://www.finanstilsynet.no/tema/solvens-ii/solvensregelverk-forsikring/>

(Hentet 6. april 2022)

Finanstilsynet (2022₁) *Solvensregelverk Forsikring*. Tilgjengelig fra:

<https://www.finanstilsynet.no/tema/solvens-ii/>

(Hentet 14 mars 2022)

Finanstilsynet (2022₂) *Bedre lønnsomhet i norske finansforetak i 2021*. Tilgjengelig fra:

<https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/pressemeldinger/2022/bedret-lonnsomhet-i-norske-finansforetak-i-2021/>

(Hentet 17. mars 2022)

Finanstilsynet (2022₃) *forsikringsagentforetak*. Tilgjengelig fra:

<https://www.finanstilsynet.no/tema/forsikringsformidling-og--distribusjon/forsikringsagentforetak/>

(Hentet 09. mars 2022)

IF (2022). *Om oss*. Tilgjengelig fra:

<https://www.if.no/om-if/om-oss>

(Hentet 6. april 2022)

Jonathan Berk & Peter Demarzo (2020) *Corporate Finance*(Third edition)

Julia Kagan (2021)*Premium Income*. Tilgjengelig fra:

<https://www.investopedia.com/terms/p/premium-income.asp>

(Hentet 14 mars 2022)

Kaldestad, Y., Møller, B., & Den Norske revisorforening (2011). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper (3 edition)*.

Mario Massari & Gianfranco Gianfrate & Laura Zanetti (2014) *The valuation of financial Companies* (First edition)

Marshall E. Blume (2011)*Betas and their regression tendencies*. Tilgjengelig fra:

http://www.stat.ucla.edu/~nchristo/statistics_c183_c283/blume_betas.pdf

(Hentet 6 mars 2022)

Murphy, C. Investopedia (2022). *Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)*. Tilgjengelig fra:

<https://www.investopedia.com/terms/e/ebit.asp>

(Hentet 4. april 2022)

Norges Bank (2020) *Pengepolitikkenes rolle i en koronatid*. Tilgjengelig fra:

<https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Foredrag-og-taler/2020/2020-10-06-cme/>

(Hentet 14 mars 2022)

Norges Bank (2021) *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Tilgjengelig fra:

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

(Hentet 3 mars 2022)

Norges Bank (2022₁) *Styringsrenten*. Tilgjengelig fra:

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

(Hentet 17. mars 2022)

Norges Bank (2022₂) *Valutakurser*. Tilgjengelig fra:

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=EUR>

(Hentet 4. april 2022)

OECD (2017). *Technology and innovation in the insurance sector*. Tilgjengelig fra:

<https://www.oecd.org/finance/Technology-and-innovation-in-the-insurance-sector.pdf>

(Hentet 05. mars 2022)

Our world in data (2021). *Natural disasters*. Tilgjengelig fra:

<https://ourworldindata.org/natural-disasters>

(Hentet 5. april 2022)

PWC (2021) *Risikopremien i det norske markedet*. Tilgjengelig fra:

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

(Hentet 3 mars 2022)

Pwc (2022) *Taxes on corporate income*. Tilgjengelig fra:

<https://taxsummaries.pwc.com/denmark/corporate/taxes-on-corporate-income>

(Hentet 09. mars 2022)

Protector Forsikring årsrapport 2020 (2021). Tilgjengelig fra:

<https://protectorforsikring.no/getfile.php/131668->

[1622109378/Documents/Investor%20Relation/Annual%20Reports/NO/2020%20%C3%85rsrapport.pdf](https://protectorforsikring.no/getfile.php/131668-1622109378/Documents/Investor%20Relation/Annual%20Reports/NO/2020%20%C3%85rsrapport.pdf)

(Hentet 5. april 2022)

Protector Forsikring (2022₁). *Årsrapport 2021*. Tilgjengelig fra:

<https://protectorforsikring.no/getfile.php/131668->

[1622109378/Documents/Investor%20Relation/Annual%20Reports/NO/2020%20Årsrapport.pdf](https://protectorforsikring.no/getfile.php/131668-1622109378/Documents/Investor%20Relation/Annual%20Reports/NO/2020%20Årsrapport.pdf)

(Hentet 9. mars 2022)

Protector Forsikring (2022₂) *Historien*. Tilgjengelig fra:

<https://protectorforsikring.no/om-oss/historien/>

(Hentet 6. april 2022)

Protector Forsikring (2022₃) *Investor*. Tilgjengelig fra:

<https://protectorforsikring.no/investor/>

(Hentet 6. april 2022)

Protector Forsikring (2022₄) *Historielinje*. Tilgjengelig fra:

<https://protectorforsikring.no/om-oss/historien/historielinje/>

(Hentet 6. april 2022)

Protector Forsikring (2022₅) *Muligheter*. Tilgjengelig fra:

<https://protectorforsikring.no/karriere/muligheter/>

(Hentet 6. april 2022)

Regjeringen (2021). *Skattesatser 2021*. Tilgjengelig fra:

<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458/>

(Hentet 6 mars 2022)

SSB (2022₁) *Hva er egentlig BNP?* Tilgjengelig fra:

<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nasjonalregnskap/statistikk/nasjonalregnskap/artikler/hva-er-egentlig-bnp>

(Hentet 17. mars 2022)

SSB(2022₂) *Sterk gjenhenting i norsk økonomi i 2021*. Tilgjengelig fra:

<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nasjonalregnskap/statistikk/nasjonalregnskap/artikler/sterk-gjeninnhenting-i-norsk-okonomi-i-2021>

(Hentet 18 mars 2022)

SSB (2022₃) *Virksomheter*. Tilgjengelig fra:

<https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/virksomheter-og-foretak/statistikk/virksomheter>

(Hentet 2. mai 2022)

Stranden, A. L. (2014). Prestasjonsklima på jobb svekker arbeidsinnsatsen, *forskning.no*.

Tilgjengelig fra:

<https://forskning.no/ledelse-og-organisasjon-naeringsliv-arbeid/prestasjonsklima-pa-jobben-svekker-arbeidsinnsatsen/524043>

(Hentet 21. april 2022)

The World Bank (2021). *Population growth (annual%)*. Tilgjengelig fra:

https://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.GROW?contextual=default&end=2020&locations=NO-DK-FI-SE-GB&name_desc=true&start=2000&view=chart

(Hentet 6. april 2022)

Tryg (2022). *Om oss*. Tilgjengelig fra:

<https://www.tryg.no/om-tryg/fakta-om-tryg/index.html>

(Hentet 6. april 2022)

Yngve Kaldestad (2017) *Typiske fallgruver i verdsettelse*. Tilgjengelig fra:

<https://www.magma.no/typiske-fallgruver-i-verdsettelse1>

(Hentet 20 mars 2022)

