

Pozavarovalnica Sava, d.d., na podlagi 300. člena Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1) in na podlagi Pravil Ljubljanske borze d.d., objavlja nasprotni predlog k 2. točki dnevnega reda 26. skupščine družbe, ki ga 4.12.2012 prejela od delničarja Blaža Vodopivca.

NASPROTNI PREDLOG

Zadeva: Nasprotni predlog k 2. točki dnevnega reda skupščine Pozavarovalnica Sava, d.d., sklicane za 11.1. 2013

Spoštovani,

podpisani Blaž Vodopivec, delničar Pozavarovalnice Sava d.d., v skladu s 300. členom ZGD-1 dajem naslednji nasprotni predlog k 2. točki dnevnega reda skupščine Pozavarovalnica Sava, d.d., sklicane za 11.1. 2013. Pri tem sporočam, da bom na skupščini ugovarjal predlogu uprave in da bom druge delničarje pripravil do tega, da bodo glasovali za moj predlog.

Nasprotni predlog se glasi:

2. Povečanje osnovnega kapitala z denarnimi vložki

2.1. Osnovni kapital Pozavarovalnice Sava, d.d., ki na dan sprejema tega sklepa znaša 39.069.099,48 EUR in je razdeljen na 9.362.519 rednih imenskih prosto prenosljivih kosovnih delnic (v nadaljevanju: "obstoječe delnice", "delnice POSR"), se poveča z denarnimi vložki za največ 17.000.813,72 EUR, in sicer z izdajo največ 4.074.075 novih rednih imenskih prosto prenosljivih kosovnih delnic (v nadaljevanju: "novo izdane delnice"), ki tvorijo isti razred z obstoječimi delnicami, tako da osnovni kapital Pozavarovalnice Sava, d.d. po povečanju znaša največ 56.069.913,20 EUR.

2.2. Emisijski znesek (prodajna cena) ene novo izdane delnice znaša najmanj 13,50 EUR in največ 14,50 EUR. Emisijski znesek ene novo izdane delnice določi uprava Pozavarovalnice Sava, d.d. s soglasjem nadzornega sveta, pri čemer je maksimalna skupna emisijska vrednost vseh novo izdanih delnic po tem sklepu 55.000.001,00 EUR, v skladu s čimer se prilagodi končno število novo izdanih delnic. Končni znesek povečanja osnovnega kapitala je enak številu novo izdanih delnic, ki bodo vpisane in vplačane, pomnoženemu s pripadajočim zneskom ene delnice v osnovnem kapitalu.

V alineah 2.3 do 2.9 je nasprotni predlog enak predlogu uprave.

Utemeljitev:

Predlagatelj nasprotnega predloga ugotavlja, da je predlagana emisijska cena novih delnic POSR v popolnem nesorazmerju s predvideno ceno 51 % deleža Zavarovalnice Maribor (v nadaljevanju "ZM"), ki naj bi bila po navedbah medijev okrog 60 mio EUR. Po treh najpogosteje uporabljenih kazalnikih vrednotenja **je pri emisijski ceni novih delnic POSR 9 EUR povprečna premija za nakup deleža ZM 92 %, pri emisijski ceni novih delnic POSR 7 EUR pa je povprečna premija za nakup deleža ZM kar 148 % !!!**

(Uporabljeni kazalnikih vrednotenja so primerjava cene z bruto premijo, neto dobičkom in kapitalom; pri ZM je vrednost teh kazalnikov 0,44; 14,3; 1,35; pri POSR pri ceni 9 EUR je vrednost kazalnikov 0,31; 7,9; 0,53; pri POSR pri ceni 7 EUR je vrednost kazalnikov 0,24; 6,1; 0,41; vsi kazalniki so izračunani na planirane rezultate 2012.)

Predlagatelj ugotavlja, da transakcija, kot jo predlaga uprava, ne zvišuje vrednosti delnic POSR, kot v obrazložitvi trdi uprava, ampak jo znižuje. Vrednost delnic POSR bi transakcija lahko potencialno povišala, če bi bila premija ob prevzemu preostalega deleža ZM v okvirih tržnih povprečij. V tej situaciji, ko je Pozavarovalnica Sava že imetnik polovičnega deleža ZM, je po oceni predlagatelja lahko ta premija največ 30 %. To pa pomeni, da mora biti pri ceni 60 mio EUR za 51 % delež ZM emisijska cena novih delnic POSR najmanj 13,5 EUR.

Pozavarovalnica Sava svojim delničarjem kljub pozitivnemu poslovanju že tri leta ni izplačala dividend. To pomeni, da se družba sooča s pomanjkanjem kapitala. V taki situaciji ni primerno, da družba načrtuje tako obsežen prevzem. To bi bilo primerno samo, če družba lahko dobi kapital za transakcijo po primerni ceni, torej, da lahko doseže emisijsko ceno novih delnic v razponu, kot je predlagan v tem nasprotnem predlogu. V nasprotnem primeru predlagana transakcija ni odraz skrbi za vrednost delničarjev, ampak predvsem odraz iracionalne želje uprave po pospešeni eksterni rasti poslovanja, ki se v strokovni literaturi navaja kot največji grobar vrednosti delničarjev. Ob tem bi predlagatelj pričakoval, da bo za tako obsežno transakcijo, ki bi skoraj

podvojila število delnic družbe in temu ustrezno razvodenila deleže obstoječih delničarjev, ki ne bodo sodelovali pri povečanju kapitala, utemeljila z natančnimi izračuni in projekcijami, ne z nekaj pavšalnimi floskulami.

Lep pozdrav,

Blaž Vodopivec

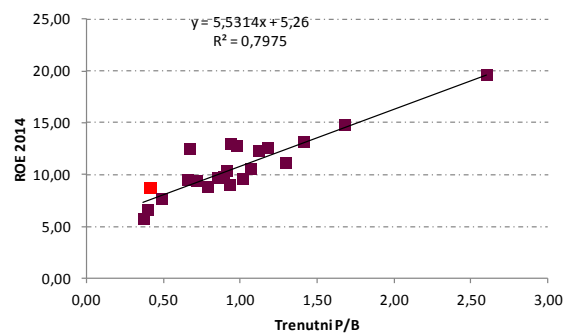
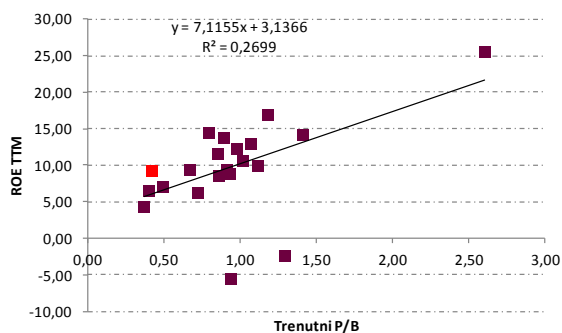
STALIŠČE UPRAVE O NASPRTONEM PREDLOGU

Obrazložitev stališča uprave v zvezi z nasprotnim predlogom delničarja:

Uprava Pozavarovalnice Sava je pri določanju dokapitalizacijske cene upoštevala številne kriterije, s katerimi smo zasledovali dva cilja: povečati verjetnost za uspešno izvedbo javne ponudbe delnic in ob tem zaščititi vrednost naložbe obstoječih delničarjev. Verjamemo, da je nakup Zavarovalnice Maribor strateško pomemben za našo prihodnjo rast in utrditev konkurenčnega položaja, zato smo z določitvijo razpona želeli k vpisu delnic v javni ponudbi pritegniti kar najširši krog vlagateljev – prvo pa obstoječe delničarje, ki našo zgodbo že dobro poznajo in bodo v javni ponudbi lahko uveljavljali predkupno pravico in bodo na ta način soudeleženi pri naši prihodnji rasti.

Tržna cena naših delnic se je v zadnjih 12 mesecih oblikovala med 4,5 in 7,44 EUR, pri čemer je bilo preko borze v tem obdobju sklenjenih le za 2,27 milijonov evrov poslov. S postopkom javne ponudbe nameravamo zbrati 55 milijonov evrov, po predlagani ceni, ki je blizu najvišji ceni po kateri so bili sklenjeni borzni posli v zadnjem letu. Želja uprave Pozavarovalnice Sava pri tem sicer je, da bi bila dosežena cena v javni prodaji še višja, a podatki s trga kažejo, da povpraševanja po naših delnicah v tem trenutku na bistveno višjih ravneh ni; sicer bi se tudi tržna cena oblikovala na ustrezno višji ravni.

Z vidika pričakovanj trga, vrednotenja zavarovalnic in diskonta zaradi manjše likvidnosti delnic ocenjujemo, da javne prodaje ne bo moč izpeljati po ceni, ki bi bistveno odstopala od tržne. Vrednotenje primerljivih zavarovalnic kaže, da trenutno razmerje med ceno in knjigovodsko vrednostjo precej bolje odraža prihodnja pričakovanja donosnosti na kapital (eden od ključnih dejavnikov za utemeljevanje vrednotenja finančnih družb), kot pa trenutno poslovanje. V spodnjih grafih lahko vidimo, da regresija med trenutnim P/B in donosnostjo na kapital kaže bistveno močnejšo povezavo za pričakovanja o poslovanju v 2014, kot npr. v zadnjem poročanem obdobju. Pri tem višja pričakovana donosnost na kapital opravičuje višje razmerje med ceno in knjigovodsko vrednostjo ter obratno.



	P/B	ROE 2012	ROE 2013	ROE 2014
Sava Re	0,42	8,70	8,70	8,70
Zavarovalnica Triglav	0,67	13,40	13,70	12,50

Posledično lahko sklepamo, da določitev dokapitalizacijske cene na bistveno višji ravni od tržne, ne bo prinesla ugodnejših pogojev za obstoječe delničarje, ampak bo onemogočila družbo, da zbere kapital, potreben za prevzem Zavarovalnice Maribor. To še posebej velja v trenutnih tržnih razmerah, ko je na primerljivih trgih zelo majhno število uspešnih prvih javnih prodaj (v Sloveniji in Avstriji letos ni bilo nobene, na Poljskem pa le devet, od tega le ena večja od naše transakcije).

Poleg tega se je potrebno zavedati, da trenutne ocene o poslovanju Skupine Sava Re temeljijo na predpostavki o lastništvu polovičnega deleža v Zavarovalnici Maribor. Morebiten neuspehi prevzem in prilagoditve pričakovanj bi seveda vplivala tudi na pričakovanja vlagateljev (vpliv prodaje ZM na donosnost na kapital).

Z vidika poslovanja in pričakovanj glede premije pri prevzemu Zavarovalnice Maribor je slednje potrebno gledati v kontekstu vrednotenja zavarovalnic in prevzemnih premij. V prihodnje naj bi Zavarovalnica Maribor poslovala z donosnostjo na kapital okoli 8%, kar bi na trgu pomenilo trgovanje pri razmerju P/B med 0,7 in 0,9. Na drugi strani prevzemne transakcije v zadnjih nekaj letih kažejo, da je bila vrednost mediane P/B okoli 1,33, pri čemer je bilo poslovanje večine teh zavarovalnic negativno. Posledično lahko sklepamo, da je bila prevzemna premija oz. vrednotenje prevzema, ki jo navaja vlagatelj (P/B = 1,35), v skladu s poslovanjem Zavarovalnice Maribor in primerljiva s prevzemi na trgu.

Predlagatelj nasprotnega predloga navaja, da bi morala prevzemna premija biti nižja, saj ima Sava Re že polovični delež Zavarovalnice Maribor. Argument glede nižanja prevzemne premije bi veljal v primeru, da bi Sava Re lastniško že obvladovala Zavarovalnico Maribor. Ker je bil ta delež nižji od 50%, uprava ni bila v položaju, ki bi omogočal pritisk na nižanje prevzemne premije.

Nakup Zavarovalnice Maribor in finančno konstrukcijo transakcije je tako potrebno gledati v celotnem kontekstu. Povečanje kapitala Skupine Sava Re je mogoče izvesti le po ceni, ki je blizu vrednotenja na trgu. P drugi strani pa bodo novo izdane delnice uporabljene za financiranje naložbe, ki bo z optimizacijo poslovanja ZM ter izkoriščanjem sinergij prinesla koristi tako novim kot obstoječim delničarjem. Postavljanje visoke dokapitalizacijske cene delnic, bi po drugi strani onemogočila nakup ZM in s tem družbi in njenim delničarjem preprečila izkoriščanje enkratne priložnosti za povečanje vrednosti naložbe.

Krepitev stabilnega zavarovalnega dela in konsolidacija ter posledično optimizacija zavarovalnih družb v Sloveniji bo pripomoglo tudi k začetku izplačevanja dividend. Trditev predlagatelja o šibki kapitalski ustreznosti namreč ne drži, saj tako Skupina kot matična družba močno presegata trenutne kapitalске zahteve, interni izračuni pa kažejo, da bo solventnost presegala tudi nivoje določene s Solventnostjo II.

Uprava Pozavarovalnice Sava, d.d.