

analityk: Adam Maćkowiak

2017-11-15

**Podstawowe dane o spółce**

Cena	<b>44,49</b>
Kapitalizacja (mln zł)	<b>38 418,1</b>
Free float	<b>65,8%</b>
Obroty (mln PLN)	<b>43,5</b>
P/E	<b>13,7</b>
P/BV	<b>2,76</b>

Grupa PZU to jedna z największych instytucji finansowych w Polsce, a także w Europie Środkowo-Wschodniej. Spółka matka - Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A. to regionalny lider segmentu ubezpieczeniowego. W skład Grupy wchodzi także: Alior Bank, Bank Pekao, Link4 TU S.A., otwarte fundusze emerytalne, towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz inne instytucje finansowe.

**Notowania PZU za ostatnie 12 miesięcy**

**Wyniki finansowe za III. kwartał 2017 roku**

mln PLN	1Q '16	2Q '16	3Q '16	4Q '16	1Q '17	2Q '17	3Q '17	r/r	Kons.	różnica	LTM
Składki przypisane brutto	4 801	5 061	4 844	5 513	5 768	5 838	5 327	10,0%	5 388	-1,1%	22 446
<b>Składki zarobione netto</b>	<b>4 317</b>	<b>4 668</b>	<b>4 798</b>	<b>4 841</b>	<b>5 072</b>	<b>5 275</b>	<b>5 502</b>	<b>14,7%</b>			<b>20 690</b>
Przychody netto z inwestycji	1 057	473	1 230	952	1 659	1 373	2 801	127,7%	2 312	21,1%	6 785
<b>Odszkodowania netto</b>	<b>-3 066</b>	<b>-3 098</b>	<b>-3 606</b>	<b>-2 961</b>	<b>-3 710</b>	<b>-3 504</b>	<b>-4 038</b>	<b>12,0%</b>	<b>-3 957</b>	<b>2,1%</b>	<b>-14 213</b>
Koszty operacyjne	-1 247	-1 271	-1 307	-1 614	-1 555	-1 882	-2 334	78,6%	-2 387	-2,2%	-7 385
<b>Zysk brutto</b>	<b>716</b>	<b>333</b>	<b>909</b>	<b>1 073</b>	<b>1 259</b>	<b>939</b>	<b>1 707</b>	<b>87,8%</b>			<b>4 978</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>492</b>	<b>166</b>	<b>649</b>	<b>638</b>	<b>940</b>	<b>506</b>	<b>700</b>	<b>7,9%</b>	<b>672</b>	<b>4,2%</b>	<b>2 784</b>
ROE	14,1%	14,3%	14,7%	15,4%	17,5%	21,2%	20,4%				

**Komentarz do wyników**

W dniu dzisiejszym wyniki kwartalne podała Grupa PZU. Osiągnięte wyniki były zgodne z konsensusem rynkowym na wszystkich poziomach rachunku zysków i strat. Składki przypisane brutto wyniosły 5 327 mln PLN (+10,0% rdr i -1,1% vs. Kons.). Składki zarobione netto (składki brutto skorygowane o udział reasekuratorów w składce brutto oraz zmianę stanu rezerwy składki ubezpieczeniowej netto) sięgnęły 5 502 mln PLN (+14,7% rdr). Pozytywnie na wyniki spółki wpłynął wynik z działalności inwestycyjnej, który zwiększył się ze względu na konsolidację wyników Pekao w pełnej wysokości. Łączny udział działalności inwestycyjnej przypadającej na Pekao wyniósł 1 434 mln PLN, w porównaniu do 458 mln PLN w 2Q'17. Wyłączając Pekao wynik inwestycyjny Grupy PZU wzrósł rok do roku o 11,1%. Ten sam efekt - konsolidacja Pekao przez pełny okres 3 miesięcy od lipca do września - wpłynął na zwiększenie poziomu kosztów operacyjnych. Po wyłączeniu Pekao wskaźnik kosztów zmienił się w ujęciu rok do roku o 17,9%. Zysk brutto Grupy wyniósł ponad 1 700 mld PLN i był wyższy rok do roku o 87,8%. Po wyłączeniu Pekao wynik brutto wyniósł 1 005 mln PLN i był wyższy rok do roku o 10,5%. Na poziomie netto wynik nominalny wyniósł 700 mln PLN (+7,9% rdr, jest to wynik przypisany do akcjonariuszy jednostki dominującej). Niewielkiemu zmniejszeniu uległa rentowność kapitałów własnych spółki, która wynosi obecnie 20,4%.

W trakcie cokwartalnej konferencji wynikowej przedstawiciele spółki wskazali następujące czynniki jako najważniejsze, z tych które miały wpływ na wyniki osiągnięte przez Grupę PZU w trzecim kwartale 2017 roku:

- Utrzymanie stabilnego poziomu rentowności w ubezpieczeniach pozostałych majątkowych, pomimo wzrostu szkodliwości spowodowanego nawałnicami, które przetoczyły się we wrześniu nad Polską. Na dzień 30 września wielkość roszczeń z tytułu szkód powstałych w trakcie tego okresu wyniosła 120 mln PLN.
- Poprawa rezultatów w segmencie ubezpieczeń komunikacyjnych, w szczególności w segmencie klienta masowego. Przedstawiciele spółki podkreślili, że mimo niewielkiego spadku (0,2 pp.) udziału rynkowego w tym segmencie (do 38,9% na koniec czerwca), spółka znacząco poprawiła marżowość segmentu.
- Wzrost rentowności w segmencie ubezpieczeń grupowych i kontynuowanych.
- Znacząca poprawa oraz odbudowa wyniku w segmencie życiowym. Zgodnie z zapowiedziami Grupa zamierza utrzymać marżowość tego segmentu na poziomie powyżej 20%.
- Istotnie wyższy wynik lokacyjny spowodowany wzrostem na portfelach akcyjnych.

9 stycznia Grupa przedstawi aktualizację strategii na lata 2016-2020, co spowodowane jest wcześniejszą realizacją niektórych celów rozwojowych przedstawionych 2 lata temu.

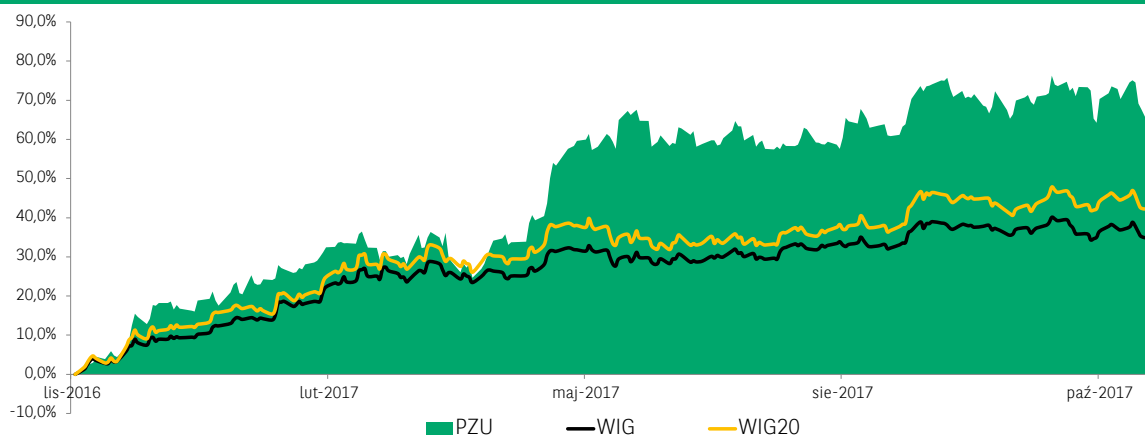
### Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki

Wyniki spółki oceniamy neutralnie. Wysokie dynamiki nominalne w ujęciu rok do roku spowodowane były głównie zdarzeniami związanymi ze strukturą grupy i pełną konsolidacją Banku Pekao przez cały okres 3Q'17. Osiągnięte rezultaty były również zgodne z konsensusem rynkowym.

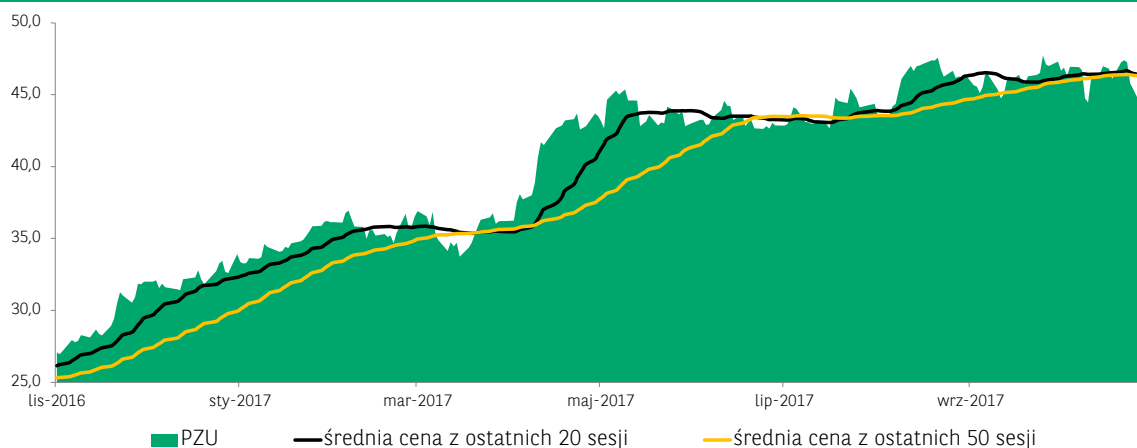
Pozytywnym czynnikiem który wpłynął na rezultaty spółki było znaczące zwiększenie wyniku netto z tytułu inwestycji, którego przyczyną było wspomniane wyżej wydarzenie. Z drugiej strony Grupa PZU odnotowała wzrost efektywnej stawki podatkowej, co związane było ze znacząco większą kontrybucją podatku bankowego w ujęciu kwartał do kwartału.

W najbliższym czasie istotna z punktu widzenia spółki będzie również kwestia połączenia ostatnio przejętego Banku Pekao i Alior Banku. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Zarząd Grupy PZU, wszelkie działania oraz zgody, które PZU pozyskiwała od różnych instytucji przed transakcją były oparte na modelu zakładającym utrzymanie obu instytucji jako dwóch odrębnych podmiotów. Nie można jednak wykluczyć, iż tego typu przedsięwzięcie będzie miało miejsce w przyszłości. Przedstawiciele spółki zapowiedzieli, że swoją opinię na temat potencjalnego połączenia przedstawią dopiero po zakończeniu prac analitycznych prowadzonych przez banki.

### Notowania PZU w porównaniu do indeksów WIG i WIG20



### Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach



ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa  
 tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29  
 e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl  
 www.bgzbnpparibas.pl

**Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego**

	telefon	adres e-mail
<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	<b>22 507 52 91</b>	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	<a href="mailto:adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl">adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego**

	telefon	adres e-mail
<b>Damian Zemlik</b>	<b>22 507 52 72</b>	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 566 97 04	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego**

	telefon	adres e-mail
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Internetowe serwisy transakcyjne**
**SIDOMA WEB**

nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

**SIDOMA PROFESSIONAL**

dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
 EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
 EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
 ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
 ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
 NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)  
 P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
 EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
 P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
 P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgową) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
 EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
 DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
 BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
 BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
 Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży  
 Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
 NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
 NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług

ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa  
tel. (22) 566 97 00, fax (22) 566 97 29  
e-mail: [biuro.maklerskie@bmbgz.pl](mailto:biuro.maklerskie@bmbgz.pl)  
[www.bgzbnpparibas.pl](http://www.bgzbnpparibas.pl)

### **Disclaimer**

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;  
Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);  
Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

Numer ewidencyjny:

**KW/2017/11/15/PZU/1**