



Ubezpieczyciele

Polska

PZU

PZU.PW; PZU.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Iza Rokicka  
(48 22) 697 47 37  
Iza.Rokicka@dibre.com.pl

Bardzo słaby wynik na działalności lokacyjnej  
powodem spadku zysku netto w 3Q 2011

Obecna cena: 334,0 PLN; Cena docelowa: 364,0 PLN

PZU zaraportowało zysk netto za 3Q 2011 na poziomie 305 mln PLN, -60% Q/Q oraz -57% R/R. Wynik okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami (304 mln PLN), ale 18% poniżej oczekiwań rynkowych (371 mln PLN). Powodem rozczarowaniem względem konsensusu była wyższa niż historyczna efektywna stopa opodatkowania oraz gorszy niż spodziewany wynik na działalności lokacyjnej. Z drugiej strony, zwracamy uwagę na lepszy niż oczekiwany wynik na działalności ubezpieczeniowej. Po dziewięciu miesiącach 2011 spółka wygenerował zysk netto na poziomie 1 857 mln PLN, -1% R/R. W konsekwencji uważamy, że zarówno nasza całoroczna prognoza zysku netto (2 493 mln PLN) jak i oczekiwania rynkowe (2 564 mln PLN) są zbyt optymistyczne rzędu ok. 10%. Z drugiej strony, Prezes Klesyk zapowiedział, że dywidenda za 2011 może być bliska 100% zysku netto, co oznaczałoby, że może ona być porównywalna z dywidendą za 2010. W takim przypadku, stopa dywidendy wyniosłaby ok. 8%, co w naszej opinii jest atrakcyjnym poziomem w porównaniu do oczekiwanej stopy dywidendy jaką oferuje Handlowy (7,5%) czy Pekao (5,5%).

### Zysk za 3Q11 pod znaczącą presją wyniku na działalności lokacyjnej

PZU zaraportowało zysk netto za 3Q 2011 na poziomie 305 mln PLN, -60% Q/Q oraz -57% R/R. Wynik okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami (304 mln PLN), ale 18% poniżej oczekiwań rynkowych (371 mln PLN). Zwracamy uwagę, że rozbieżność względem konsensusu częściowo wyjaśnia wysoka efektywna stopa podatkowa, która wyniosła 23,1% (względem 19,0% po dziewięciu miesiącach 2011). Według wyjaśnień Zarządu jest to efekt trwającego w spółce procesu ufunduszowania części aktywów finansowych należących do PZU Życie. Transakcje przeniesienia aktywów finansowych przechodzą efektywnie przez rynek, co oznacza że spółka zrealizuje część zysków. Wynik brutto wyniósł 396 mln PLN i był o 6% wyższy niż nasza prognoza (375 mln PLN) i tylko 6% poniżej oczekiwań rynkowych (422 mln PLN).

Powodem tak znacznego spadku wyniku netto zarówno R/R jak i Q/Q była strata w pozycji wynik na działalności lokacyjnej w wysokości 39 mln PLN względem 924 mln PLN zysku rok wcześniej i 605 mln PLN zysku kwartał wcześniej. Słabszy, nawet względem naszych oczekiwań, wynik na działalności lokacyjnej został zrekompensowany wyższym niż prognozowany wynikiem na działalności ubezpieczeniowej, w szczególności w segmencie życiowym.

### Wyniki PZU w 3Q 2011 vs. prognozy DI BRE oraz konsensusu rynkowy

(mln PLN)	3Q 2011	3Q 2010	R/R (%)	DI BRE	Różnica PAP konsensus (%)	Różnica (%)	9M 2010	9M 2011	R/R (%)
Składka przypisana brutto, w tym	3 753	3 509	7	3 710	1	3 740	10 801	11 426	6
Ubezpieczenia majątkowe	2 074	1 891	10	2 043	2	b.d.	5 955	6 414	8
Ubezpieczenia na życie	1 678	1 618	4	1 666	1	b.d.	4 846	5 012	3
Odszkodowania i świadczenia netto	-2 606	-2 783	-6	-2 707	-4	-2 691	-7 904	-7 624	-4
Koszty	-798	-817	-2	-782	2	b.d.	-2 481	-2 384	-4
Wynik techniczny	381	-22	+/-	219	74	b.d.	196	1 046	434
Wynik na działalności lokacyjnej	-39	924	+/-	161	+/-	160	2 186	1 040	-52
Zysk brutto	396	878	-55	375	6	422	2 322	2 293	-1
Zysk netto	305	704	-57	304	0	371	1 877	1 857	-1

Źródło: PZU, PAP, DI BRE

### Bardzo słaby wynik na działalności lokacyjnej

Wynik na działalności lokacyjnej okazał się rozczarowująco niski, wynosząc -39 mln PLN (względem naszych oczekiwań na poziomie 161 mln PLN). Choć przychody netto z inwestycji był na bardzo wysokim poziomie 580 mln PLN (+47% R/R oraz +19% Q/Q), wsparte przez dywidendę oraz pozytywne różnice kursowe, bardzo niski okazał się wynik na przecenie portfela akcji (w sumie na -646 mln PLN). Ponadto, spółka poniosła koszty finansowe w wysokości 33 mln PLN (wykazane w oddzielnej linii, poza wynikiem na działalności lokacyjnej), które naszym zdaniem ekonomicznie w znacznej części powiązane są z wynikiem na działalności lokacyjnej. W tej linii spółka wykazuje m.in. koszty związane z transakcjami repo.

Co ważniejsze PZU po raz pierwszy zaprezentowało podział tego wyniku na działalność lokacyjnej na wynik z portfela głównego (wynik, który efektywnie ma wpływ na poziom wyniku netto grupy) oraz wynik z działalności lokacyjnej na ryzyko ubezpieczającego (produkty segmentu życiowego takie jak: unit-linked, struktury oraz polisolokaty, których wycena jest neutralna na wynik netto grupy).

Produkty segmentu życiowego na ryzyko ubezpieczającego są wykazane na bilansie spółki po stronie aktywnej jako „aktywa finansowe” (na razie bliżej niezidentyfikowane), a po stronie pasywnej jako „rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe dla ubezpieczeń na życie, jeżeli ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający” oraz „kontakty inwestycyjne na rachunek i ryzyko klienta”. Należy zwrócić uwagę, że zmiana wyceny aktywnej i pasywnej nogi produktu odbywa się przez różne linie rachunku wyników. Aktywa wyceniane są w wyniku na działalności lokacyjnej, a pasywa przez zmianę stanu rezerw techniczno-ubezpieczeniowych oraz wycenę kontraktów inwestycyjnych na rachunek i ryzyko klienta.

W 3Q 2011 wynik działalności lokacyjnej z portfela głównego wyniósł +183 mln PLN (+1 171 mln PLN po dziewięciu miesiącach 2011), podczas gdy wynik na działalności na ryzyko ubezpieczającego -222 mln PLN (-131 mln PLN po dziewięciu miesiącach). Ten ostatni został zneutralizowany w rachunku wyników przez pozytywną wycenę kontraktów na poziomie ok. 118 mln PLN oraz przez rozwiązanie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w wysokości ok. 104 mln PLN.

### Wynik na działalności lokacyjnej w układzie raportowanym

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	Q/Q (%)	R/R (%)	9M10	9M11	R/R (%)
Przychody netto z inwestycji	441	554	394	440	406	489	580	19	47	1 389	1 475	6
Przychody odsetkowe	449	499	396	429	412	442	477	8	20	1 344	1 331	-1
Przychody z dywidend	0	46	15	16	0	50	72	44	374	62	122	98
Przychody z tytułu nieruchomości inwestycyjnych	6	7	6	7	6	6	8	19	20	19	21	8
Różnice kursowe	-8	10	-15	-4	-4	1	38	2 631	-	-13	36	-
Pozostałe	-7	-8	-8	-8	-9	-11	-15	36	72	-23	-34	48
Wynik netto z realizacji	164	49	48	42	-100	101	31	-70	-36	261	32	-88
Odpisy z tytułu utraty wartości	-29	-24	-14	-37	-30	-39	-43	11	216	-66	-112	69
Zmiana netto wyceny godziwej aktywów i zobowiązań	334	-227	495	152	198	54	-607	-	-	602	-355	-
Kapitałowe	186	-243	307	101	97	-104	-646	522	-	250	-653	-
Dłużne	138	11	145	30	88	138	92	-34	-37	294	317	8
Pozostałe	10	5	44	21	13	20	-52	-	-	58	-19	-
<b>Wynik na działalności lokacyjnej</b>	<b>910</b>	<b>352</b>	<b>924</b>	<b>596</b>	<b>474</b>	<b>605</b>	<b>-39</b>	-	-	<b>2 186</b>	<b>1 040</b>	<b>-52</b>

Źródło: PZU, DI BRE

### Wynik na działalności lokacyjnej w podziale na wynik z portfela głównego oraz na ryzyko ubezpieczającego

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	Q/Q (%)	R/R (%)	9M10	9M11	R/R (%)
Wynik z portfela głównego	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	407	581	183	-1	b.d.	b.d.	1 171	b.d.
Wynik na ryzyko ubezpieczającego zneutralizowany przez:	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	67	24	-222	-	b.d.	b.d.	-131	b.d.
wycena kontraktów inwestycyjnych na ryzyko klienta	-41	16	-49	-40	-14	28	118	3	-	-74	132	-
implikowana zmiana rezerw techniczno-ubezpieczeniowych	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-53	-52	104	-	b.d.	b.d.	-1	b.d.
<b>Wynik na działalności lokacyjnej</b>	<b>910</b>	<b>352</b>	<b>924</b>	<b>596</b>	<b>474</b>	<b>605</b>	<b>-39</b>	-	-	<b>2 186</b>	<b>1 040</b>	<b>-1</b>

Źródło: PZU, DI BRE

### Zaskakująco silny wynik techniczny w segmencie życiowym

Wynik techniczny segmentu życiowego na poziomie 392 mln PLN (bez wyniku z lokat) był dla nas dużym pozytywnym zaskoczeniem. Okazał się on o 118% lepszy niż nasza prognoza (180 mln PLN) wzrastając o 163% R/R oraz 54% Q/Q. Był on możliwy dzięki bardzo niskiemu wskaźnikowi wypłat na poziomie 63,4%, najniższemu w 3-letniej historii wyników kwartalnych PZU. Niskie saldo odszkodowań, świadczeń oraz zmiana stanu rezerw to nie efekt znacznych rozwiązań rezerwy P (w 3Q 2011 PZU rozwiązano 51 mln PLN względem 65 mln PLN przez nas oczekiwanych), ale rozwiązań rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w ubezpieczeniach z funduszem kapitałowym (unit-linked). Szacujemy te ostatnie rozwiązania na ok. 104 mln PLN, co w znacznym stopniu wyjaśnia zaskoczenie na wyniku technicznym w segmencie życiowym.

Poza tym, składka przypisana brutto wzrosła w mocnym tempie 4% R/R (3% R/R po 9M 2011), dzięki 5% R/R przyroście składki w ubezpieczeniach grupowych (a w szczególności w ubezpieczeniach ochronnych typu P, czyli w ubezpieczeniach pracowników przez zakład pracy). Przypis składki w ubezpieczeniach indywidualnie kontynuowanych oraz indywidualnych pozostałych wyniósł po 2% R/R i był możliwy dzięki, odpowiednio dosprzedaży ubezpieczeń dodatkowych oraz sprzedaży produktów inwestycyjnych. Zwracamy uwagę, że w 3Q 2011 ubezpieczenia grupowe stanowiły aż 66% przypisu składki w segmencie życiowym.

Koszty na poziomie 225 mln PLN (+2% R/R, ale -1% Q/Q) były bliskie naszym prognozom. Wskaźnik kosztów wyniósł 13,4%, z czego 4,8% to koszt akwizycji (+15p.b. R/R), a 8,5% to koszty administracyjne (-40p.b. R/R).

**Podsumowanie wyników kwartalnych w segmencie życiowym**

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	Q/Q (%)	R/R (%)	9M10	9M11	R/R (%)
<b>Składka przypisana brutto</b>	<b>1 605</b>	<b>1 623</b>	<b>1 618</b>	<b>1 667</b>	<b>1 660</b>	<b>1 673</b>	<b>1 678</b>	0	4	4 846	5 012	3
Udział reasekuratorów	-1	-1	-1	-1	-2	0	0	-58	-86	-3	-2	-16
<b>Składka przypisana netto</b>	<b>1 605</b>	<b>1 621</b>	<b>1 617</b>	<b>1 666</b>	<b>1 659</b>	<b>1 673</b>	<b>1 678</b>	0	4	4 843	5 010	3
Zmiana stanu rezerwy składki	2	0	7	-4	3	1	3	480	-52	8	7	-17
<b>Składka zarobiona netto</b>	<b>1 607</b>	<b>1 621</b>	<b>1 623</b>	<b>1 663</b>	<b>1 662</b>	<b>1 673</b>	<b>1 681</b>	0	4	4 852	5 017	3
Odszkodowania i świadczenia oraz zmiana stanu rezerw	-1 096	-1 068	-1 254	-1 189	-1 210	-1 192	-1 065	-11	-15	-3 418	-3 467	1
Udział reasekuratorów	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	0	+/-
<b>Odszkodowania i świadczenia, netto</b>	<b>-1 096</b>	<b>-1 068</b>	<b>-1 254</b>	<b>-1 189</b>	<b>-1 210</b>	<b>-1 192</b>	<b>-1 065</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-3 418</b>	<b>-3 467</b>	<b>1</b>
Koszty akwizycji	-77	-67	-76	-141	-73	-84	-81	-3	7	-220	-238	8
Koszty administracyjne	-168	-158	-145	-131	-152	-144	-143	0	-1	-470	-440	-6
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-245</b>	<b>-225</b>	<b>-221</b>	<b>-272</b>	<b>-226</b>	<b>-228</b>	<b>-225</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>-690</b>	<b>-678</b>	<b>-2</b>
<b>Wynik techniczny netto</b>	<b>266</b>	<b>329</b>	<b>149</b>	<b>201</b>	<b>226</b>	<b>254</b>	<b>392</b>	<b>54</b>	<b>163</b>	<b>744</b>	<b>872</b>	<b>17</b>
Wynik na działalności lokacyjnej	525	108	569	371	306	357	-110	+/-	+/-	1 202	554	-54
Przychody prowizyjne	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	0	+/-
Pozostałe przychody/koszty operacyjne, netto	-11	3	-11	-34	-13	-15	-17	13	56	-18	-44	140
Świadczenia oraz zmiana wyceny kontraktów inwestycyjnych	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	0	+/-
Koszty finansowe	0	0	0	0	0	-2	-9	355	+/-	0	-10	+/-
<b>Zysk brutto</b>	<b>780</b>	<b>440</b>	<b>707</b>	<b>538</b>	<b>520</b>	<b>595</b>	<b>257</b>	<b>-57</b>	<b>-64</b>	<b>1 927</b>	<b>1 371</b>	<b>-29</b>
Podatek dochodowy	-144	-83	-136	-104	-98	-109	-49	-55	-64	-363	-256	-29
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	0	+/-
<b>Zysk netto</b>	<b>636</b>	<b>357</b>	<b>571</b>	<b>434</b>	<b>422</b>	<b>486</b>	<b>207</b>	<b>-57</b>	<b>-64</b>	<b>1 564</b>	<b>1 115</b>	<b>-29</b>
Wskaźnik zatrzymania składki	100,0	99,9	99,9	100,0	99,9	100,0	100,0			99,9	100,0	
Zmiana stanu rezerw jako % SPB	-0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,2	0,0	-0,2			-0,2	-0,1	
Udział reasekuratorów w odszkodowaniach jako % odszkodowań	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			0,0	0,0	
Wskaźnik szkodowości, brutto	68,3	65,8	77,5	71,3	72,9	71,2	63,4			70,5	69,2	
Wskaźnik kosztów akwizycji, brutto	4,8	4,1	4,7	8,4	4,4	5,0	4,8			4,5	4,8	
Wskaźnik kosztów administracyjnych, brutto	10,4	9,7	8,9	7,9	9,2	8,6	8,5			9,7	8,8	
Wskaźnik kosztów, brutto	15,2	13,8	13,6	16,3	13,6	13,6	13,4			14,2	13,5	
Wskaźnik mieszany, brutto	83,5	79,7	91,2	87,7	86,5	84,8	76,8			84,8	82,7	
Efektywna stopa podatkowa	18,4	18,8	19,2	19,3	18,8	18,3	19,2			18,8	18,7	

Źródło: PZU, DI BRE

**Wynik techniczny segmentu majątkowego pod presją szkodowości w OC**

Wynik techniczny w segmencie majątkowym na poziomie 24 mln PLN (względem 124 mln PLN straty w 3Q 2010, ale -69% Q/Q) okazał się poniżej naszych oczekiwań (82 mln PLN) z powodu wyższej niż prognozowana szkodowości.

Przypis składki brutto przyspieszył do 10% R/R (z 5% w 1Q 2011 i 9% R/R w 2Q 2011) dzięki silnemu przyrostowi w ubezpieczeniach poza-komunikacyjnych (w tym od ognia i innych szkód majątkowych, +15% R/R) na poziomie +13% R/R. Tempo wzrostu w ubezpieczeniach komunikacyjnych spowolniło do 8% R/R (z 12% R/R w 2Q 2011) z powodu jedynie płaskiego wyniku R/R w ubezpieczeniach AC. Według Zarządu PZU, dynamika przyrostu składki w ubezpieczeniach AC jest nawet jeszcze niższa dla szerokiego rynku i jest to spowodowane niechęcią klienta masowego do wykupowania pełnego zakresu ubezpieczenia. Przypis w ubezpieczeniach komunikacyjnych OC na poziomie 14% R/R to nadal efekt serii podwyżek cen przeprowadzonych w trakcie 2010 i na początku 2011. W ocenie Zarządu efekt ten będzie widoczny jeszcze w wynikach za 4Q 2011 oraz przynajmniej częściowo w 1Q 2012. Później dynamika składki może zacząć się wypłaszczać.

Wskaźnik mieszany w 3Q 2011 ukształtował się na poziomie 98,9%% i poprawił się o 7,5p.p. względem 3Q 2010. PZU nie tylko utrzymało koszty płasko R/R (wzrost kosztów akwizycji został rekompensowany przez spadek kosztów administracyjnych w wyniku przeprowadzonej restrukturyzacji zatrudnienia), ale również wzrost salda odszkodowań i świadczeń, netto ukształtował się na marginalnym poziomie +1% R/R. Rozbicie wyniku na działalności operacyjnej dowodzi, że rentowość poprawiła się we wszystkich głównym kategoriach produktowych chociaż na szczególne podkreślenie zasługują ubezpieczenia komunikacyjne AC, zarówno indywidualne jak i korporacyjne (łącznie wskaźnik mieszany poprawił się o 22,2p.p. do 84,2%).

## Podsumowanie wyników kwartalnych w segmencie majątkowym

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	Q/Q (%)	R/R (%)	9M10	9M11	R/R (%)
<b>Składka przypisana brutto</b>	2 199	1 865	1 891	2 077	2 317	2 023	2 074	3	10	5 955	6 414	8
Udział reasekuratorów	-86	-28	-28	-55	-111	-38	-19	-49	-31	-142	-168	18
<b>Składka przypisana netto</b>	2 113	1 837	1 863	2 021	2 206	1 985	2 055	4	10	5 813	6 246	7
Zmiana stanu rezerwy składki	-275	101	92	-52	-296	39	48	23	-47	-83	-208	151
<b>Składka zarobiona netto</b>	1 838	1 937	1 955	1 969	1 910	2 024	2 103	4	8	5 730	6 038	5
Odszkodowania i świadczenia oraz zmiana stanu rezerw	-1 356	-2 004	-1 550	-1 336	-1 194	-1 483	-1 602	8	3	-4 910	-4 279	-13
Udział reasekuratorów	-22	425	21	131	3	55	62	13	189	425	119	-72
<b>Odszkodowania i świadczenia, netto</b>	-1 379	-1 578	-1 529	-1 205	-1 191	-1 429	-1 541	8	1	-4 486	-4 160	-7
<b>Składka - odszkodowania</b>	459	359	426	764	720	596	562	-6	32	1 244	1 878	51
Koszty akwizycji	-336	-365	-381	-304	-368	-378	-390	3	2	-1 082	-1 135	5
Koszty administracyjne	-176	-218	-169	-405	-151	-141	-149	6	-12	-563	-441	-22
<b>Koszty ogółem</b>	-511	-582	-551	-709	-519	-518	-539	4	-2	-1 644	-1 577	-4
<b>Wynik techniczny netto</b>	-52	-223	-124	56	200	77	24	-69	+/-	-400	301	+/-
Wynik na działalności lokacyjnej	273	236	277	184	134	110	165	50	-40	786	410	-48
Przychody prowizyjne	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	0	+/-
Pozostałe przychody/koszty operacyjne, netto	-48	9	-20	-75	-29	-11	-43	289	112	-59	-83	40
Świadczenia oraz zmiana wyceny kontraktów inwestycyjnych	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	0	+/-
Koszty finansowe	-47	-12	0	0	1	-3	-22	599	+/-	-59	-25	-58
<b>Zysk brutto</b>	126	10	132	164	306	173	124	-28	-6	268	604	125
Podatek dochodowy	-27	-6	-30	-36	-64	-61	-33	-46	9	-64	-158	148
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	+/-	+/-	0	0	+/-
<b>Zysk netto</b>	99	4	102	129	242	113	91	-19	-10	205	446	118
Wskaźnik zatrzymania składki	96,1	98,5	98,5	97,3	95,2	98,1	99,1			97,6	97,4	
Zmiana stanu rezerw jako % SPB	12,5	-5,4	-4,9	2,5	12,8	-1,9	-2,3			1,4	3,2	
Udział reasekuratorów w odszkodowaniach jako % odszkodowań	1,6	-21,2	-1,4	-9,8	-0,3	-3,7	-3,8			-8,6	-2,8	
Wskaźnik szkodowości, netto	75,0	81,5	78,2	61,2	62,3	70,6	73,3			78,3	68,9	
Wskaźnik kosztów akwizycji, netto	18,3	18,8	19,5	15,4	19,3	18,7	18,5			18,9	18,8	
Wskaźnik kosztów administracyjnych, netto	9,6	11,2	8,7	20,5	7,9	7,0	7,1			9,8	7,3	
Wskaźnik kosztów, netto	27,8	30,1	28,2	36,0	27,2	25,6	25,6			28,7	26,1	
Wskaźnik mieszany, netto	102,8	111,5	106,4	97,2	89,5	96,2	98,9			107,0	95,0	
Efektywna stopa podatkowa	21,5	63,6	22,9	21,8	20,9	35,0	26,6			23,7	26,1	

Źródło: PZU, DI BRE

## Wynik segmentu emerytalnego pod presją zmian regulacyjnych z 1H 2011

Wynik netto segmentu emerytalnego spadł o 37% R/R do 18 mln PLN (płasko Q/Q) w wyniku zmian regulacyjnych przyjętych w 1H 2011. Spółka zanotowała nie tylko spadek przychodów (-25% R/R) które są pod presją zmniejszonych napływów (-64% R/R), ale również wzrost kosztów akwizycji (+33% R/R) z powodu szybszego rozpoznania odroczonej kosztów akwizycji.

## Podsumowanie wyników kwartalnych w segmencie emerytalnym

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	Q/Q (%)	R/R (%)	9M10	9M11	R/R (%)
<b>Przychody z prowizji</b>	55	61	67	64	66	63	50	-20	-25	183	179	-2
Wynik na działalności lokacyjnej	5	4	3	3	3	3	3	-7	-16	13	9	-26
Pozostałe przychody/koszty, netto	0	1	0	0	0	0	1	+/-	303	1	0	-
<b>Przychody ogółem</b>	60	66	71	67	69	66	54	-18	-24	197	189	-4
Koszty akwizycji	-12	-13	-13	-11	-11	-25	-17	-33	33	-38	-53	41
Koszty administracyjne	-21	-20	-21	-31	-20	-19	-15	-22	-30	-62	-54	-13
<b>Koszty ogółem</b>	-33	-33	-34	-42	-31	-44	-32	-28	-6	-100	-107	7
<b>Wynik na działalności operacyjnej</b>	27	33	37	25	38	22	22	3	-40	98	82	-16
<b>Zysk brutto</b>	27	33	37	25	38	22	22	3	-40	98	82	-16
Podatek dochodowy	-5	-5	-9	-4	-7	-4	-4	10	-52	-19	-15	-19
<b>Zysk netto</b>	22	28	29	21	31	18	18	1	-37	79	67	-16

Źródło: PZU, DI BRE

## Margines wypłacalności wysoki, co daje nadzieję na wysoką dywidendę za 2011

Grupa PZU niezmiennie utrzymuje wysoki poziom marginesu wypłacalności. Na koniec 3Q 2011 wyniósł on 349%. Oszacowaliśmy, że obecnie PZU posiada 3,0 mld PLN kapitału nadwyżkowego (nadwyżka kapitału ponad margines wypłacalności na poziomie 250%), czyli 34,7 PLN na akcję. Ponadto Prezes poinformował, że Zarząd najprawdopodobniej będzie rekomendował dywidendę za 2011 bliższą górnej granicy oficjalnej polityki dywidendowej 50-100% skonsolidowanego zysku netto.

### Podsumowanie skonsolidowanych wyników kwartalnych

(mln PLN)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	Q/Q (%)	R/R (%)	9M10	9M11	R/R (%)
<b>Składka przypisana brutto</b>	<b>3 805</b>	<b>3 487</b>	<b>3 509</b>	<b>3 744</b>	<b>3 977</b>	<b>3 696</b>	<b>3 753</b>	2	7	10 801	11 426	6
Udział reasekuratorów	-87	-29	-29	-56	-112	-38	-20	-49	-33	-145	-170	17
<b>Składka przypisana netto</b>	<b>3 718</b>	<b>3 458</b>	<b>3 480</b>	<b>3 688</b>	<b>3 865</b>	<b>3 658</b>	<b>3 733</b>	2	7	10 656	11 256	6
Zmiana stanu rezerwy składki	-273	100	98	-56	-293	40	52	31	-47	-75	-201	168
<b>Składka zarobiona netto</b>	<b>3 445</b>	<b>3 558</b>	<b>3 578</b>	<b>3 632</b>	<b>3 572</b>	<b>3 698</b>	<b>3 785</b>	2	6	10 581	11 054	4
Odszkodowania i świadczenia oraz zmiana stanu rezerw	-2 452	-3 072	-2 804	-2 526	-2 404	-2 672	-2 667	0	-5	-8 328	-7 743	-7
Udział reasekuratorów	-22	425	21	131	3	55	62	13	189	425	119	-72
<b>Odszkodowania i świadczenia, netto</b>	<b>-2 474</b>	<b>-2 647</b>	<b>-2 783</b>	<b>-2 396</b>	<b>-2 401</b>	<b>-2 617</b>	<b>-2 606</b>	0	-6	-7 904	-7 624	-4
Koszty akwizycji	-442	-454	-481	-474	-471	-483	-491	2	2	-1 378	-1 445	5
Koszty administracyjne	-363	-404	-336	-559	-329	-304	-307	1	-9	-1 104	-940	-15
<b>Koszty ogółem</b>	<b>-806</b>	<b>-859</b>	<b>-817</b>	<b>-1 033</b>	<b>-799</b>	<b>-787</b>	<b>-798</b>	1	-2	-2 481	-2 384	-4
<b>Wynik techniczny netto</b>	<b>165</b>	<b>53</b>	<b>-22</b>	<b>203</b>	<b>372</b>	<b>293</b>	<b>381</b>	30	+/-	196	1 046	434
Wynik na działalności lokacyjnej	910	352	924	596	474	605	-39	+/-	+/-	2 186	1 040	-52
Przychody prowizyjne	63	67	80	78	78	78	63	-19	-21	210	219	4
Pozostałe przychody/koszty operacyjne, netto	-45	-7	-43	-109	74	-35	-57	63	31	-95	-18	-81
Świadczenia oraz zmiana wyceny kontraktów inwestycyjnych	-63	8	-61	-61	-36	-1	81	+/-	+/-	-116	44	+/-
Koszty finansowe	-47	-12	0	0	0	-5	-33	498	+/-	-59	-39	-34
<b>Zysk brutto</b>	<b>982</b>	<b>462</b>	<b>878</b>	<b>707</b>	<b>962</b>	<b>935</b>	<b>396</b>	<b>-58</b>	<b>-55</b>	<b>2 322</b>	<b>2 293</b>	<b>-1</b>
Podatek dochodowy	-175	-97	-174	-145	-171	-174	-92	-47	-47	-445	-436	-2
Zysk mniejszości	0	0	0	0	1	1	0	+/-	+/-	0	1	-
<b>Zysk netto</b>	<b>807</b>	<b>365</b>	<b>704</b>	<b>562</b>	<b>791</b>	<b>761</b>	<b>305</b>	<b>-60</b>	<b>-57</b>	<b>1 877</b>	<b>1 857</b>	<b>-1</b>
Wskaźnik zatrzymania składki	97,7	99,2	99,2	98,5	97,2	99,0	99,5			98,7	98,5	
Zmiana stanu rezerw jako % SPB	7,2	-2,9	-2,8	1,5	7,4	-1,1	-1,4			0,7	1,8	
Udział reasekuratorów w odszkodowaniach jako % odszkodowań	-0,9	13,9	0,8	5,2	0,1	2,0	2,3			5,1	1,5	
Wskaźnik szkodowości, brutto	65,0	75,9	79,3	64,0	60,4	70,8	69,4			73,2	66,7	
Wskaźnik kosztów akwizycji, brutto	11,6	13,0	13,7	12,7	11,8	13,1	13,1			12,8	12,6	
Wskaźnik kosztów administracyjnych, brutto	9,5	11,6	9,6	14,9	8,3	8,2	8,2			10,2	8,2	
Wskaźnik kosztów, brutto	21,2	24,6	23,3	27,6	20,1	21,3	21,3			23,0	20,9	
Wskaźnik mieszany, brutto	86,2	100,5	102,6	91,6	80,5	92,1	90,7			96,2	87,6	
Efektywna stopa podatkowa	17,8	21,0	19,8	20,5	17,7	18,6	23,1			19,2	19,0	

Źródło: PZU, DI BRE





Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36  
[gabriela.borowska@dibre.com.pl](mailto:gabriela.borowska@dibre.com.pl)  
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczuk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczuk@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25  
[michal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:michal.stepkowski@dibre.com.pl)

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68  
[pawel.majewski@dibre.com.pl](mailto:pawel.majewski@dibre.com.pl)

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco BS, Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco BS, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, KRUK, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep, Warfama, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Action, Agora, Ambra, Bakalland, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Holding, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Intergroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, KRUK, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Netia, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Kruk, PA Nova.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.