

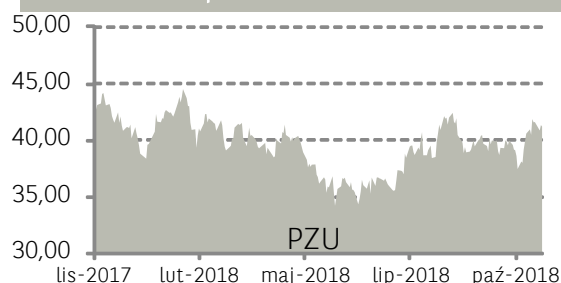


PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	41,23
Kapitalizacja (mln zł)	35 603,1
Free float	65,8%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	75,8
P/E	11,1
EV/EBITDA	-

Notowania spółki



WYNIKI 3Q18

PLNm	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	r/r	konsensus	różnica
Składki przypisane brutto	5 327	5 914	5 831	6 050	5 377	1%	5 456	-1%
Składki zarobione netto	5 502	5 505	5 458	5 596	5 667	3%	-	-
Dochód z działalności lokacyjnej	2 351	2 188	1 994	2 270	2 222	-5%	2 243	-1%
Odszkodowania netto	-4 038	-3 689	-3 626	-3 719	-3 639	-10%	-3 702	-2%
Koszty operacyjne	-2 322	-2 479	-2 366	-2 495	-2 374	2%	-2 407	-1%
Zysk brutto	1 620	1 621	1 413	1 734	2 005	24%	-	-
Zysk netto j.d.	683	764	643	782	1 007	47%	939	7%

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Pomimo mniejszych r/r dochodów z działalności lokacyjnej, zysk netto Grupy PZU S.A. za III kw. 2018 r. okazał się wyższy niż konsensus rynkowy, co wydaje się być pochodną spadku ujemnego wyniku odszkodowań netto (-3 639 mln zł vs. -4 038 w III kw. 2018 r.) oraz braku negatywnych zdarzeń jednorazowych. Wynik netto był wyższy o 47% r/r. Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) jednostki dominującej wyniósł po 3 kwartałach 2018 r. 22,9% i był wyższy od celu założonego w obecnie obowiązującej strategii rozwoju grupy. W związku z powyższym jesteśmy nadal pozytywnie nastawieni odnośnie grupy i jej wyników za bieżący rok obrotowy.

Wynik netto wyższy od konsensusu

Po 3 kwartałach bieżącego roku uwagę zwraca zwykły (3,8% r/r) trend przypisu składki brutto ubezpieczeń majątkowych i osobowych Grupy w Polsce, jednak odczyt za III kw. 2018 r. (2,9% r/r) był poniżej średniej. Wzrost składki w segmencie ubezpieczeń masowych ma miejsce przy malejącym r/r wskaźniku mieszanym (85,5% w III kw. 2018 r. vs. 89,6% w III kw. 2017 r.), co może świadczyć o poprawie szkodowości w tym obszarze. Spadek (o 2,7% r/r) przypisu składki brutto odnotowano w Polsce zakresie ubezpieczeń na życie, głównie za sprawą spadku przypisu w odniesieniu do ubezpieczeń indywidualnych (o prawie 19% r/r). W segmencie zdrowotnym, od 3 lat, grupa notuje dwucyfrowy (30% CAGR) wzrost przychodów stawiając na szerszą dystrybucję usług w spółkach Grupy PZU i rosnące uproduktowanie klientów. Wyższy niż w poprzednim kwartale (371 mln zł vs. 260 mln zł) wynik inwestycyjny PZU został zaburzony min. ujemną kontrybucją portfela polskich akcji. W segmencie zarządzania aktywami III kwartał odznaczał się spadkiem aktywów klientów zewnętrznych (z 31 mld zł do 27,9 mld zł r/r) TFI i OFE PZU spowodowany jednak wysoką zmiennością ich wycen, a nie znaczącym odpływem klientów. Odpowiedzią na zwiększony poziom ryzyka są bezpieczne produkty, takie jak np. Sejf+. Wg. Zarządu spółki cele sprzedażowe nowej platformy inPZU zostały osiągnięte. Lekka poprawa wskaźnika kosztów administracyjnych

Narastający wzrost przypisu składki brutto ubezpieczeń majątkowych i osobowych, przy spadku w zakresie ubezpieczeń na życie





(6,0% vs. 6,1% przed rokiem) była możliwa min. dzięki zmianie modelu wynagrodzeń oraz automatyzacji procesów biznesowych. Zarząd podtrzymuje wolę realizacji założeń strategii rozwoju grupy do 2020 r. zwracając uwagę na niezadawalające wyniki w zakresie udziałów rynkowych w ubezpieczeniach majątkowych (35,4% udziału na koniec półrocza 2018 r. vs. 38% udziału założonego w strategii).

Nadal aktualne cele strategiczne

Na konferencji wynikowej Zarząd spółki zwrócił uwagę min. na:

- **NISKI ODCZYT WSKAŹNIKA MIESZANEGO:** poziom 84% nie będzie raczej powtarzalny w przyszłych okresach. Taka wielkość ma jedynie charakter jednorazowy z uwagi na niski poziom szkodowości w okresie sprawozdawczym (pozytywny efekt pogodowy), a celem jest nadal wskaźnik na poziomie 92%.
- **AKCJE PEKAO:** w przypadku propozycji sprzedaży przez PFR pakietu akcji banku, Spółka będzie zainteresowana jej zakupem. W tym celu nie wykluczono emisji instrumentów dłużnych, tak aby nie dopuścić do spadku wskaźnika SOLVENCY poniżej 200%.
- **PRZEJĘCIA:** Zarząd spółki nie pracuje obecnie nad transakcjami, które miałyby istotnie zmienić obecny skład grupy kapitałowej.

Niski odczyt wskaźnika mieszanego ma charakter jednorazowy

Niewykluczone nabycie akcji PEKAO od PFR





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.sotdaj@bgzbnpparibas.pl

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
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





NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18 (dalej: BM) prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów BM.

Raport jest udostępniany klientom bezpłatnie, 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. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy (w szczególności dotyczące cen akcji, wyników finansowych przedsiębiorstw, wskaźników finansowych) są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM. i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BM 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 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 w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia jego sporządzenia 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. jest zabronione.

BM 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 (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana jest strata z inwestycji.

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 a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w art. 5 i 6 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku.

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 BGŻ BNP PARIBAS S.A

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

W celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym sporządzania rekomendacji, BM stosuje rozwiązania organizacyjne, administracyjne oraz bariery informacyjne polegające na fizycznym wydzieleniu pomieszczeń BM od pozostałych pomieszczeń Banku oraz kontrolowaniu dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane są rekomendacje. Analityków sporządzających rekomendacje obowiązuje dochowanie tajemnicy zawodowej oraz nieujawnianie informacji poufnych. Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w wysokości przekraczającej 5% wyemitowanego kapitału podstawowego ogółem oraz na jej rzecz nie są świadczone usługi inwestycyjne, a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie zostały udostępnione emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Rekomendacja nie podlega ograniczeniom w zakresie rozpowszechniania, jest przekazywana klientom BM poprzez pocztę elektroniczną oraz jest zamieszczona na stronie internetowej Banku BGŻ BNP Paribas. Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

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