

# RatingsDirect®

---

## Grupa PZU

**Główny analityk kredytowy:**

Anvar Gabidullin | CFA, London | (44) 20-7176-7047 | anvar.gabidullin@standardandpoors.com

**Druga osoba do kontaktu:**

Johannes Bender | Frankfurt | (49) 69-33-999-196 | johannes.bender@standardandpoors.com

---

### Spis treści

Uzasadnienie

Perspektywy

Scenariusz bazowy

Opis przedsiębiorstwa: Wiodąca grupa ubezpieczeniowa w Polsce

Ocena ratingowa powyżej oceny kraju: Test warunków skrajnych

Profil ryzyka działalności

Profil ryzyka finansowego

Inne oceny

Powiązane kryteria i badania

# Grupa PZU

Ocena JPK*		JPK*	Wsparcie	Ocena
Profil bazowy	<b>a</b>	<b>a</b>	<b>0</b>	Ocena sytuacji finansowej
Ryzyko działalności		Płynność	Wsparcie grupy	<b>A/Stabilna/-</b>
Ocena dobra		Ryzyko krajowe	Wsparcie rządowe	
Ryzyko finansowe				
Ocena bardzo dobra				

\*Jednostkowy profil kredytowy.  
W tabeli uieto liste ocen i ratingów omawianych w raporcie.

## Uzasadnienie

### Profil ryzyka działalności: Ocena dobra

- Powszechny Zakład Ubezpieczeń (PZU) to największa grupa ubezpieczeniowa w Polsce i lider zarówno na rynku ubezpieczeń na życie, jak i ubezpieczeń innych niż na życie, z udziałem w poszczególnych rynkach sięgającym odpowiednio 43% i 33% w 2014 roku.
- Pozycja konkurencyjna grupy jest bardzo silna dzięki znacznemu udziałowi w rynku i osiągnięciu lepszych rezultatów niż pozostali gracze.
- Ryzyko krajowe i branżowe związane jest przede wszystkim z faktem prowadzenia działalności w Polsce; ryzyko oceniamy na umiarkowane, przede wszystkim z uwagi na podwyższone ryzyko polskiego systemu finansowego.

### Profil ryzyka finansowego: Ocena bardzo dobra

- Zasoby kapitałowe i zysk z dużym prawdopodobieństwem utrzymywają się będą na wysokim poziomie choć przewidujemy, że znaczna część zysków zostanie rozdystrybuowana przez firmę w formie dywidend.
- Konserwatywna strategia inwestycyjna PZU i zabezpieczenie reasekuracyjne wobec znacznej ekspozycji Grupy na konsekwencje katastrof naturalnych w Polsce wspierają naszą ocenę ryzyka na poziomie umiarkowanym.
- Zdolność grupy do generowania zysku, doświadczenie na rynkach finansowych i niski poziom zadłużenia bilansowego pozwalają nam ocenić elastyczność finansową grupy jako dobrą.

### Inne czynniki

- Na podstawie powyższych czynników uzyskaliśmy ocenę bazową 'a' dla PZU.
- Jej wysokość ograniczona jest faktem znacznej zależności od polskich rządowych papierów dłużnych, ocenianych na 'A'-- i stanowiących około 60% łącznych inwestycji grupy w roku 2014. Nie bez wpływu jest tu również stała presja ze strony konkurencji pragnącej osłabić obecnie bardzo silną pozycję PZU na polskim rynku.

- Oceny struktur zarządzania i nadzoru oraz systemów zarządzania ryzykiem pozostają w zgodzie z przyznaną przez nas oceną ratingową.
- Przyjęcie przez PZU wykonalnego planu ograniczenia ryzyka oznacza, że grupa z powodzeniem przechodzi nasz hipotetyczny test warunków skrajnych w odniesieniu do zadłużenia krajowego w walucie obcej zgodnie z przyjętymi kryteriami oceny ratingowej przedsiębiorstwa powyżej oceny kraju; tym samym, podnosimy ocenę PZU o jeden stopień w stosunku do oceny ratingowej Polski w walucie obcej.

## Perspektywa: Stabilna

Stabilna ocena perspektywy rozwoju dla Polskiego Zakładu Ubezpieczeń (PZU) odzwierciedla silną i ugruntowaną pozycję przedsiębiorstwa na rynku krajowym, uwzględniając jednocześnie obecność nacisków konkurencyjnych ze strony innych graczy na rynku. W naszej opinii grupa z dużym prawdopodobieństwem zachowa swą silną pozycję lidera na rynku krajowym, co powinno pozwolić jej na uzyskanie przyjętych przez nas w scenariuszu bazowym wyników i utrzymanie wysokiego poziomu zasobów kapitałowych i generowanych zysków.

## Scenariusz negatywny

Z dużym prawdopodobieństwem obniżylibyśmy naszą ocenę ratingową dla PZU jeśli działania kierownictwa groziłyby zwiększeniem ryzyka krajowego uniemożliwiając tym samym zaliczenie testu warunków skrajnych w walucie obcej, lub w przypadku obniżenia oceny ratingowej Polski w walucie krajowej (co obecnie wydaje się mało prawdopodobne z uwagi na pozytywne prognozy na przyszłość). Na obniżenie oceny ratingowej mogłaby również wpłynąć negatywna ocena ryzyka wykonawczego dla przyjętego planu ograniczenia ryzyka. Uzasadnieniem takiej oceny byłoby wystąpienie znacznego osłabienia kapitału, większa niż przewidywano zależność od polskich aktywów lub niezdolność do wdrożenia planu w warunkach pogorszenia krajowej zdolności kredytowej. Na obniżenie oceny ratingowej mogłaby również wpłynąć zmiana oceny grupowego profilu kredytowego poniżej poziomu 'a', co mogłoby być spowodowane obniżeniem współczynnika wypłacalności lub osłabieniem pozycji konkurencyjnej grupy w wyniku stałego spadku wyników finansowych w porównaniu do reszty rynku.

## Scenariusz pozytywny

O ile PZU będzie w stanie w dalszym ciągu zaliczać nasze testy warunków skrajnych w walucie obcej, ocena ratingowa może zostać podniesiona, jeśli:

- Podniesiona zostanie ocena krajowa w walucie obcej dla Polski; oraz
- Nasza ocena grupowego profilu kredytowego dla PZU podniesiona zostanie do 'a+'. Będzie to możliwe jeśli PZU zdoła utrzymać wysokie poziomy kapitału i zysku, wzmocnić swą pozycję na rynku oraz w dalszym ciągu wyprzedzać konkurencję pod względem rentowności.

## Scenariusz bazowy

### Założenia makroekonomiczne

- Realny wzrost PKB w Polsce wyniesie 3,0% w 2015 r. i 3,3% w 2016 roku.
- Zwroty z inwestycji pozostaną na stałym poziomie, ponieważ oczekuje się, że wpływy z polskich obligacji skarbowych pozostaną stabilne w kolejnych dwóch latach.

## Założenia szczegółowe

- PZU odnotuje wzrost składek przypisanych brutto o 2%-3% w latach 2015-2017, zgodnie z ogólnym trendem na polskim rynku.
- Oczekujemy, że spółka opublikuje wskaźniki zespolone (szkodowe-kosztowe) na poziomie 91%-95%, zaś wskaźnik rentowności kapitału własnego wyniesie od 18% do 22% w latach 2015-2017.
- Przewidywany dochód na kolejne trzy lata to od 2,8 do nawet 3,2 miliardów PLN.

Główne miary							
Główne miary	2016f	2015f	2014	2013	2012	2011	2010
Składki przypisane brutto	ok. 17 700	ok. 17 300	16 885	16 480	16 243	15 279	14 544
Zmiana poziomu składek przypisanych brutto (%)	2,0-3,0	2,0-3,0	2,5	1,5	6,3	5,1	1,3
Przychód netto (przypadający wszystkim akcjonariuszom)	2 800 - 3 200	2 800- 3 200	2 968	3 295	3 254	2 344	2 439
Rentowność netto (%)	15,0-20,0	15,0-20,0	15	19	13,9	18,4	13,1
Rentowność kapitału udziałowców (%)	18,0-22,0	18,0-22,0	22,6	24,1	24	18,3	20,3
P/C: zespolony wskaźnik netto (%)	91,0-95,0	91,0-95,0	94,7	87,8	92,3	95,2	103,3
Współczynnik wypłacalności S&P	Co najmniej bardzo dobry	Co najmniej bardzo dobry	Doskonały	Doskonały	Doskonały	Doskonały	Doskonały

f –Prognoza

## Opis przedsiębiorstwa: Wiodąca grupa ubezpieczeniowa w Polsce

PZU jest największą grupą ubezpieczeniową w Polsce przodującą na rynkach ubezpieczeń na życie oraz innych niż na życie. W roku 2014 firma odnotowała 33% udział w rynku ubezpieczeń innych niż na życie, wzrost z poziomu 31% w roku 2013 dzięki przejęciu Link4; odpowiada to 54% składek przypisanych brutto (SPB) o wartości 16,9 miliardów PLN. W normalnych warunkach udział w rynku utrzymywany był w roku 2014 na poziomie 43%, co stanowi 46% SPB. PZU zajmuje również trzecią pozycję na rynku emerytalnym a dzięki niedawnemu zakupowi od RSA weszła również na rynek usług ubezpieczeniowych w krajach bałtyckich i na Ukrainie (w każdym przypadku poniżej 1% SPB).

Głównym udziałowcem PZU jest polski Skarb Państwa posiadający 35,2% udziałów. Choć ministerstwo stopniowo obniża poziom swych udziałów w PZU, oczekujemy, że w najbliższym czasie pozostanie ono głównym udziałowcem i zachowa pakiet kontrolny. Grupa PZU weszła na Warszawską Giełdę Papierów Wartościowych 12 maja 2010 roku.

Uznajemy PZU za podmiot powiązany ze sferą rządową, głównie z uwagi na fakt, że polski Skarb Państwa jest głównym udziałowcem grupy. Uważamy, że występuje umiarkowanie wysokie prawdopodobieństwo, iż w przypadku kryzysu finansowego rząd Polski udzieliłby PZU nadzwyczajnego wsparcia, w odpowiednich ramach

czasowych i stosownym zakresie. Założenie to opieramy na naszej ocenie znaczenia i zakresu rozwiązań pomiędzy PZU a polskim rządem. Jednakże fakt ten nie pozwala na podwyższenie oceny ratingowej PZU, ponieważ jej górną granicę wyznacza w dalszym ciągu ocena ratingowa w walucie krajowej dla Polski.

## **Ocena ratingowa powyżej oceny kraju: Test warunków skrajnych**

Oceny ratingowe dla PZU są podwyższane o jeden stopień w stosunku do oceny krajowej w walucie obcej utrzymującej się na poziomie 'A-'. Przemawia za tym fakt, że grupa PZU zaliczyła pozytywnie nasz hipotetyczny test warunków skrajnych w walucie obcej, zgodnie z przyjętymi kryteriami oceny przedsiębiorstw powyżej oceny krajowej. PZU nie zalicza naszego testu warunków skrajnych w walucie krajowej, przez co jej ogólna ocena ratingowa ograniczana jest przez ocenę w walucie lokalnej dla Polski, określoną na poziomie 'A/Pozytywna'.

Potencjalny wpływ hipotetycznej sytuacji utraty wypłacalności przez Polskę na skonsolidowane wartości bilansowe PZU oceniamy zależnie od scenariusza testowego. W teście warunków skrajnych w walucie obcej założyliśmy, że w przypadku zagrożenia zdolności kredytowej Polski, PZU wdrożyłoby swój plan ograniczenia ryzyka, który uznajemy za wykonalny, zachowując tym samym dodatni kapitał regulacyjny. Oczekujemy również, że w warunkach scenariusza warunków skrajnych PZU utrzyma współczynnik płynności na poziomie przekraczającym 100%. Zgodnie z przyjętymi przez nas kryteriami, pozytywne zaliczenie testu warunków skrajnych w walucie obcej wskazuje na niskie prawdopodobieństwo niewypłacalności PZU w odniesieniu do zobowiązań ubezpieczeniowych w przypadku utraty wypłacalności przez Polskę.

W planie ograniczenia ryzyka uwzględniono przesunięcie aktywów na inwestycje zagraniczne oraz ograniczenie inwestycji krajowych do poziomu 76% aktywów inwestycyjnych PZU S.A. i PZU na Życie S.A. (z wyłączeniem aktywów obejmujących produkty inwestycyjne i nienotowane inwestycje własne) w przypadku znacznego obniżenia oceny krajowej dla Polski. Oczekujemy, że PZU wdrażać będzie opisany plan ograniczenia ryzyka w sposób stopniowy, stosowanie do ewentualnych pogarszających się krajowych uwarunkowań kredytowych.

## **Profil ryzyka działalności: Ocena dobra**

Profil prowadzenia działalności przyjęty przez PZU oceniamy jako dobry, uwzględniając bardzo silną pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa i umiarkowaną ocenę ryzyka krajowego i ubezpieczeniowego.

## **Ryzyko krajowe i ryzyko branży ubezpieczeniowej: Umiarkowane**

Podwyższone poziomy ryzyka dla polskiego systemu finansowego wpływają na naszą ocenę ryzyka krajowego, na jakie narażona jest firma PZU. Naszą ocenę opieramy na średnim ryzyku branżowym dla Polski, ogólnie dobrymi perspektywami wzrostu poziomu składek wraz ze wzrostem PKB, dobrej rentowności ubezpieczeń, umiarkowanych poziomach ryzyka związanego z produktem oraz naszej umiarkowanej pozytywnej ocenie struktury instytucjonalnej w tym sektorze gospodarki. Nie przewidujemy zmian naszej ogólnej oceny ryzyka branżowego i krajowego w latach 2015-2017 z uwagi na znaczną krajową ekspozycję PZU. W naszej opinii PZU nie będzie miało znaczących możliwości realizacji swych planów dywersyfikacji geograficznej w drodze przejść w krajach Europy Środkowej i Wschodniej.

Uważamy natomiast, że polski rynek ubezpieczeniowy wciąż oferuje znaczny potencjał wzrostu, zwłaszcza w sektorze ubezpieczeń na życie, z uwagi na stale rosnący popyt na usługi ubezpieczeniowe oraz stosunkowo słabo rozwinięty sektor indywidualnych ubezpieczeń zdrowotnych i majątkowych w porównaniu z poziomami obserwowanymi na analogicznych rynkach zachodnich. Uważamy również, że PZU znajduje się w dobrej pozycji wyjściowej, aby wykorzystać ten potencjał i, jak przewidujemy, zabezpieczyć swą dominację również na tym rynku.

## Pozycja konkurencyjna: Ocena bardzo dobra

PZU cieszy się obecnie niezagrożoną pozycją lidera na rynku ubezpieczeń w Polsce zdobytą dzięki daleko wyprzedzającym konkurencję zdolnościom dystrybucyjnym, odpowiedniej dywersyfikacji oferty oraz dobrej rozpoznawalności marki wśród polskich klientów. Firma posiada również największą i najbardziej rozbudowaną sieć dystrybucji w Polsce, obejmującą ponad 400 punktów sprzedaży i zatrudniającą ponad 9100 agentów. Rozbudowana sieć agentów pozwala PZU na utrzymanie silnej obecności w mniejszych miastach i na obszarach wiejskich, w czym znacznie wyprzedza swych konkurentów. Dystrybucja bankowa, tzw. bancassurance, staje się coraz popularniejsza na polskim rynku, zaś PZU prowadzi aktywną sprzedaż swych produktów we współpracy z kilkoma bankami.

Konkurencyjne korzyści związane z rynkiem polskim są do pewnego stopnia ograniczane przez zagęszczenie geograficzne; w tym kontekście, PZU aktywnie rozwija swoją obecność na rynkach w Krajach Bałtyckich i na Ukrainie. W roku 2014 PZU ukończyło proces przejęcia od RSA Group spółek zależnych na terenie Litwy, Łotwy i Estonii, uzyskując tym samym cenny przyróżek na tych rynkach. Jednakże, w naszej opinii, ewentualne znaczące korzyści płynące z opisanych działań dywersyfikacyjnych odczuwalne będą w dalszej perspektywie czasowej. PZU planuje rozszerzyć swą obecność na rynkach zagranicznych do poziomu 8% całkowitych wpływów ze składek do roku 2020, w porównaniu z 4% odnotowanymi w roku 2014.

Na chwilę obecną, PZU przerasta ponad dwukrotnie swoich najbliższych konkurentów na polskich rynkach ubezpieczeń na życie i innych niż na życie, co w naszym odczuciu dodatkowo podkreśla dominację rynkową firmy. Należy jednak zauważyć, że w wyniku aktywności konkurencyjnej, zwłaszcza ze strony lokalnych oddziałów międzynarodowych grup ubezpieczeniowych, nastąpiła zauważalna erozja udziału firmy w rynku, związana również z faktem położenia przez PZU szczególnego nacisku na rentowność, niejako kosztem udziału w rynku; rentowność przedsiębiorstwa niezmiennie przewyższa średnią branżową. Tym niemniej, w chwili obecnej grupa zaczyna pracować nad ponownym powiększeniem swego udziału w wybranych sektorach rynku. Określony w treści zaktualizowanej strategii PZU 3.0 cel to powiększenie do roku 2020 udziału w rynku ubezpieczeń innych niż na życie do poziomu powyżej 35%, zaś na rynku ubezpieczeń na życie powyżej 43%. W ramach nowej strategii PZU stara się aktywnie rozszerzać swą obecność na rynkach finansowych poszukując funduszy zewnętrznych i powiększając swój udział w rynku funduszy inwestycyjnych do poziomu ponad 11%.

PZU oferuje szeroko zdywersyfikowane usługi z zakresu ubezpieczeń innych niż na życie, w tym ubezpieczenia komunikacyjne OC (34% SPB za rok 2014), inne ubezpieczenia komunikacyjne (25%), majątkowe (23%), wypadkowe i zdrowotne (10%) oraz inne (8%). Firma wykazuje stosunkowo dużą koncentrację na rynku komunikacyjnym, lecz naszym zdaniem dzięki rozbudowanej sieci agentów PZU wciąż zapewnia sobie znaczącą przewagę konkurencyjną pod względem skali i rozkładu kosztów. Pozycja konkurencyjna PZU zależy również w dużym stopniu od jednej ze spółek zależnych, PZU Życie, posiadającej znaczący udział w rynku ubezpieczeń na życie w Polsce. Pozycja PZU Życie na niezwykle dochodowym rynku ubezpieczeń grupowych na życie jest znacznie silniejsza niż w przypadku ubezpieczeń indywidualnych; ubezpieczenia grupowe jawią się jako istotne źródło przewagi konkurencyjnej grupy PZU. W roku 2002, spółka PZU Życie rozpoczęła również sprzedaż ubezpieczeń zdrowotnych. Wskaźniki wzrostu w tym sektorze są zachęcające, lecz na chwilę obecną skala rzeczowych działań jest stosunkowo mała. Trzecim filarem strategii PZU 3.0 jest rozwój własnego działu opieki zdrowotnej, w tym potencjalnie zakup własnych szpitali i jednostek opieki zdrowotnej.

Naszym zdaniem PZU znajduje się w korzystnej pozycji pozwalającej na przekucie posiadanej obecnie silniej pozycji konkurencyjnej na ponadprzeciętne wyniki operacyjne na rynku ubezpieczeń w Polsce. Zgodnie ze scenariuszem bazowym przewidujemy, że PZU utrzyma swoją dominującą pozycję na polskim rynku oraz że SPB na poziomie całej grupy może rosnąć rokrocznie o nawet 2%-3% w okresie 2015-2017.

Tabela 1

Pozycja konkurencyjna Grupy PZU					
(mln PLN)	Rok obrotowy zakończony 31.12				
	2014	2013	2012	2011	2010
Składki przypisane brutto	16 885	16 480	16 243	15 279	14 544
Zmiana poziomu składek przypisanych brutto (%)	2,5	1,5	6,3	5,1	1,3
Składki przypisane netto	16 535	16 223	16 006	14 994	14 344
Zmiana poziomu składek przypisanych netto (%)	1,9	1,4	6,7	4,5	1,0
Składki zarobione netto	16 429	16 249	16 005	14 890	14 214
Całkowita wartość zarządzanych aktywów	60 018	57 740	51 736	48 314	46 923
Przyrost zarządzanych aktywów (%)	3,9	11,6	7,1	3,0	(5,8)
P/C: reasekuracja - składki zapisane (%)	3,8	2,9	2,7	3,3	2,5
<b>Segment działalności (% SPB)</b>					
Ubezpieczenia na życie	46,24	47,00	45,89	44,19	44,78
P/C	53,76	53,00	54,12	55,81	55,22

PLN – polski złoty.

## Profil ryzyka finansowego: Ocena bardzo dobra

### Kapitał i zysk: Ocena bardzo dobra

Współczynnik wypłacalności PZU oceniany w roku 2014 przekroczył poziom przyjęty w naszym modelu kapitałowym dla oceny 'AAA'. Oczekujemy jednak, że w wyniku wypłaty wysokich dywidend na poziomie 50%-100% odnotowanego zysku, w połączeniu z planowanymi inwestycjami zagranicznymi, bufor wypłacalności grupy zostanie częściowo uszczuplony. Choć planowane są dalsze przejęcia na innych rynkach Europy Środkowo-Wschodniej, nie przewidujemy dokonywania przez grupę znaczących przejęć w okresie najbliższych dwóch lub trzech lat, z uwagi na brak potencjalnie odpowiednich celów przejęcia. Tym samym oczekujemy, że współczynnik wypłacalności Grupy PZU utrzyma się w latach 2015-2017 na wysokim poziomie przekraczającym nasze kryteria dla oceny 'AA'. Przewidujemy również, że pozostający do dyspozycji grupy kapitał pozwoli na zaliczenie kolejnych testów dla krajowych warunków skrajnych w walutach obcych, szczególnie zważywszy na wdrożenie planu ograniczenia ryzyka.

Tabela 2

Statystyki kapitalizacji dla Grupy PZU 1					
(mln PLN)	Rok obrotowy zakończony 31.12				
	2014	2013	2012	2011	2010
Kapitał własny akcjonariuszy	13 168	13 128	14 269	12 870	12 800
Zmiana kapitału własnego akcjonariuszy (%)	0,3	(8,0)	10,9	0,5	13,6

PLN--polski złoty.

Tabela 3

Statystyki przychodów Grupy PZU					
(mln PLN)	Rok obrotowy zakończony 31.12				
	2014	2013	2012	2011	2010
Przychód całkowity	18 963	18 883	18 913	18 003	16 489
Skorygowany zysk operacyjny	2 838	3 594	2 635	3 305	2 152
Przychód netto (przypadający wszystkim akcjonariuszom)	2 968	3 295	3 254	2 344	2 439

Tabela 3

Statystyki przychodów Grupy PZU (cd.)					
Rentowność netto (%)	15,0	19,0	13,9	18,4	13,1
Rentowność kapitału udziałowców (publikowana)(%)	22,6	24,1	24,0	18,3	20,3
P/C: wskaźnik kosztów netto (%)	28,9	26,4	26,6	27,5	29,3
P/C: wskaźnik strat netto (%)	65,8	61,3	65,8	67,7	73,9
P/C: zespolony wskaźnik netto (%)	94,7	87,8	92,3	95,2	103,3
Ubezpieczenia na życie: Wskaźnik kosztów netto (%)	15,2	14,9	16,1	18,9	18,9

PLN – polski złoty



## Pozycja ryzyka: Ocena średnia

W naszej opinii, pozycja ryzyka Grupy PZU odpowiada obserwowanym obecnie średnim poziomom ryzyka dzięki stosunkowo konserwatywnej strategii inwestycyjnej i zapewnieniu ochrony reasekuracyjnej wobec znacznej ekspozycji Grupy na konsekwencje katastrof naturalnych w Polsce. Około 73% inwestycji dokonywanych jest w instrumenty o stałym dochodzie (w tym pożyczki). Uśredniona ocena ratingowa dla portfela inwestycyjnego to 'A' z uwagi na znaczną zależność od polskich rządowych papierów wartościowych. Przewidujemy, że w kolejnych latach PZU w dalszym ciągu ograniczać będzie swą zależność od rządowych papierów wartościowych, choć w latach 2015-2017 poziom tych inwestycji pozostanie wysoki.

Poziom ryzyka rynkowego oceniamy na możliwy do opanowania. Firma PZU narażona jest na skutki zmian stóp procentowych i wahań wartości rynkowej aktywów. W scenariuszu warunków skrajnych, wzrost stóp procentowych o 100 punktów bazowych powodował spadek w pozycji aktywów o 279 milionów złotych, zaś 20% zmniejszenie wartości rynkowej aktywów generowało stratę w wysokości 561 milionów złotych, w oparciu o ujawnione poziomy wrażliwości. W naszej ocenie świadczy to o stosunkowo dobrej kontroli poziomu ryzyka, uwzględniając potencjał PZU w odniesieniu do poziomu aktywów i generowanego zysku.

Posiadane przez PZU rezerwy oceniamy jako adekwatne. Spółka korzysta z usług niezależnych aktuariuszów w toku okresowej oceny poziomu rezerw w ramach działalności na rynku ubezpieczeń innych niż na życie. Pula aktywów przeznaczonych na pokrycie zobowiązań związanych z tą działalnością wydaje się odpowiednio dopasowana. Jednakże w ramach działalności na rynku ubezpieczeń na życie obserwuje się znaczne ryzyko reinwestycji w odniesieniu do zobowiązań z okresem powyżej 10 lat z uwagi na większą ekspozycję na ryzyko niezgodności.

Tabela 4

<b>Pozycja ryzyka Grupy PZU</b>					
<b>(mln PLN)</b>	<b>Rok obrotowy zakończony</b>				
	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
łącznie kwota zainwestowanych aktywów	60 018	57 740	51 736	48 314	46 923
Przychód z inwestycji netto	1 645	1 867	2 083	1 942	1 830
Zysk z inwestycji netto (%)	2,8	3,4	4,2	4,1	3,8
Zysk z inwestycji netto z uwzględnieniem zrealizowanych zysków (/strat) kapitałowych (%)	3,7	3,6	5,3	4,0	4,4
<b>Struktura portfela (% zainwestowanych aktywów)</b>					
Gotówka i inwestycje krótkoterminowe (%)	10,8	13,8	9,0	3,7	7,1
Obligacje (%)	63,3	62,7	69,3	72,6	75,0
Inwestycje kapitałowe (%)	10,8	10,9	12,3	10,7	12,2
Nieruchomości (%)	5,1	4,0	2,6	2,9	2,7
Pożyczki (%)	9,3	8,5	6,7	10,2	3,0
Inne inwestycje (%)	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0

PLN – polski złoty

## Elastyczność finansowa

W naszej ocenie PZU wykazuje znaczną elastyczność finansową, ponieważ finansowanie rozwoju operacyjnego grupy pochłania jedynie część posiadanego kapitału. Grupa wykazuje również znaczny potencjał w zakresie generowania zysku, niski poziom zadłużenia bilansowego i odpowiednią reasekurację działalności.

W naszej opinii wejście PZU na Warszawską Giełdę Papierów Wartościowych w roku 2010 i związane z tym rozszerzenie puli udziałowców pozwoliło na znaczną poprawę świadomości inwestorów na temat PZU. W roku 2014 PZU przeprowadziła udaną inauguracyjną emisję 5-letnich uprzywilejowanych obligacji niezabezpieczonych na łączną kwotę 500 milionów EUR (około 2 miliardów PLN) sprawdzając zainteresowanie inwestorów. W naszej ocenie, jeśli grupa kontynuować będzie działania nakierowane na uzyskanie kapitału podporządkowanego na polskim rynku papierów dłużnych, spodziewać się można dużego zainteresowania inwestorów emisjami zważywszy na stosunkowo niewielką liczbę wysokiej jakości emisji obligacji korporacyjnych na tym rynku.

Tabela 5

	Elastyczność finansowa Grupy PZU				
	Rok obrotowy zakończony 31.12				
	2014	2013	2012	2011	2010
Pokrycie opłat stałych z EBITDA (x)	12,91	58,28	63,50	67,23	36,69
Dźwignia finansowa, w tym deficyt emerytalny jako zadłużenie (%)	5,36	2,41	0,91	16,11	3,13

## Inne oceny

Stosowany przez PZU system zarządzania ryzykiem oraz praktyki zarządzania i nadzoru są czynnikami neutralnymi z punktu widzenia bieżącej oceny.

## Zarządzanie ryzykiem przedsiębiorstwa: Adekwatne

Nasza ocena systemu zarządzania ryzykiem (ERM) jako adekwatnego odzwierciedla neutralną ocenę przyjętej w przedsiębiorstwie kultury zarządzania ryzykiem i stosowanych narzędzi kontroli w głównych jego obszarach: ryzyka ubezpieczeniowego, rynkowego, związanego z zarządzaniem aktywami i pasywami, kredytowego i operacyjnego. W naszej ocenie system strategicznego zarządzania ryzykiem w ramach grupy został znacząco usprawniony w ostatnich latach, choć jest on wciąż stosunkowo ograniczony i znajduje się na etapie ciągłego rozwoju do bardziej holistycznej perspektywy i filozofii zarządzania profilem ryzyka grupy jako całości. Choć stosowany wewnętrznie model wciąż nie jest pełny, w ciągu ostatnich 12 miesięcy zaobserwować można było znaczne postępy, zwłaszcza w zakresie zarządzania ryzykiem rynkowym. Grupie udaje się również nadążać z wdrażaniem poszczególnych wymogów dyrektywy Solvency II. Oczekujemy, że w przyszłości firma dysponować będzie skutecznym systemem zarządzania działalnością w oparciu o zintegrowane rozwiązania z zakresu zarządzania ryzykiem. Znaczenie systemu zarządzania ryzykiem dla niniejszej oceny jest znikome, może on jedynie służyć jako odzwierciedlenie silnej pozycji kapitałowej i dochodowej PZU oraz jej silnej pozycji na polskim rynku.

## Zarządzanie i nadzór: Satysfakcjonujące

W naszej opinii poziom zarządzania i nadzoru w ramach Grupy PZU jest satysfakcjonujący. Ocena ta odzwierciedla obecność strategicznego planowania i udokumentowaną historię skutecznego wdrażania przyjętych strategii, zwłaszcza od czasu powołania obecnego zarządu w roku 2007, oraz konserwatywne zarządzanie zasobami finansowymi, szczególnie w postaci skutecznego zarządzania bilansem i dobrej rentowności.

Grupa PZU opublikowała zaktualizowaną strategię rozwoju 3.0 obowiązującą do roku 2020, która obejmuje plany zwiększenia udziału w krajowym rynku ubezpieczeniowym, jak również uzyskania pozycji lidera na rynkach zarządzania aktywami i prywatnej opieki zdrowotnej. W naszej ocenie jakość zarządzania przedsiębiorstwem poprawiła się od czasu jego udanego debiutu giełdowego w roku 2010. Oceniamy kierownictwo operacyjne PZU jako efektywne, na co wskazuje stała optymalizacja kosztów administracyjnych. PZU koncentruje się na poprawie rentowności, zaś działania rozwojowe wprowadzone są jedynie jeśli nie wpływają one negatywnie na osiągnięte wyniki finansowe.

## Płynność: Doskonała

W naszej ocenie PZU zawdzięcza swą doskonałą płynność finansową posiadaniu wpływów ze składek oraz portfela aktywów płynnych. PZU nie posiada linii kredytowych i nie korzysta z komercyjnych papierów dłużnych. W naszej ocenie konieczność stosowania tego rodzaju narzędzi przez PZU jest znikoma z uwagi na wystarczającą samodzielną płynność finansową przedsiębiorstwa i odpowiednie zabezpieczenie reasekuracyjne na wypadek poniesienia znacznych strat.

## Powiązane kryteria i badania

### Powiązane kryteria

- Metodologia ocen ratingowych dla grupy, 19 listopada 2013 r.
- Ocena ratingowa powyżej oceny kraju - Oceny ratingowe dla państw i przedsiębiorstw: Metodologia i założenia, 19 listopada 2013 r.
- Ubezpieczyciele: Metodologia oceny ratingowej, 7 maja 2013 r.
- Zarządzanie ryzykiem przedsiębiorstwa, 7 maja 2013 r.
- Zarządzanie i nadzór, czynniki kredytowe dla przedsiębiorstw i ubezpieczycieli, 13 listopada 2012 r.
- Kryteria ogólne: Ocena jednostek rządowych: Metodologia i założenia, 25 marca 2015
- Udoskonalona metodologia i założenia na potrzeby analizy współczynnika wypłacalności ubezpieczyciela z zastosowaniem opartego na ryzyku modelu kapitału ubezpieczeniowego, 7 czerwca 2010
- Wykorzystanie usługi monitoringu kredytowego CreditWatch i Prognoz, 14 września 2009 r.

## Szczegóły oceny ratingowej (27 kwietnia 2015 r.)

Przedsiębiorstwa objęte niniejszą oceną

Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A.

Ocena sytuacji finansowej

*Waluta krajowa*

A/Stabilna/--

Ocena kredytowa kontrahenta

A/Stabilna/--

Długoterminowa niezabezpieczona

A-

Powszechny Zakład Ubezpieczeń na Życie S.A.

Ocena sytuacji finansowej

*Waluta krajowa*

A/Stabilna/--

Ocena kredytowa emitenta

*Waluta krajowa*

A/Stabilna/--

Domicyl

Polska

\*O ile nie oznaczono inaczej, wszystkie oceny ujęte w niniejszym raporcie są ocenami w skali globalnej. Oceny kredytowe Standard & Poor's przedstawione w skali globalnej pozwalają na porównania w kontekstach międzynarodowych. Oceny kredytowe Standard & Poor's przedstawione w skali krajowej są względne dla dłużników i zadłużeń w kontekście określonego kraju. Oceny emisji i zadłużeń mogą obejmować zadłużenie poręczone przez inny podmiot oraz oceniane zadłużenie za poręczeniem jakiegokolwiek podmiotu.

### **Dodatkowy kontakt:**

Insurance Ratings Europe; [InsuranceInteractive\\_Europe@standardandpoors.com](mailto:InsuranceInteractive_Europe@standardandpoors.com)

Copyright © 2015 Standard & Poor's Financial Services LLC, podmiot McGraw Hill Financial. Wszelkie prawa zastrzeżone. Żadne treści (włącznie z ratingami, analizami i danymi kredytowymi, ocenami, modelami, oprogramowaniem i ich aplikacjami czy pochodnymi), ani też którakolwiek część takich Treści nie może być modyfikowana, odtwarzana za pomocą inżynierii wstecznej, powielana lub rozpowszechniana w jakiegokolwiek formie i w jakikolwiek sposób, przechowywana w bazach danych czy systemach odzyskiwania danych, bez wcześniejszej pisemnej zgody Standard & Poor's Financial Services LLC lub jego podmiotów stowarzyszonych (zwanych łącznie S&P). Treść nie może być wykorzystywana dla nieupoważnionych lub niezgodnych z prawem celów. S&P oraz dostawcy zewnętrzni S&P, jak również dyrektorzy, funkcjonariusze organów, udziałowcy, pracownicy lub agenci (zwani łącznie Podmioty S&P) nie gwarantują dokładności, kompletności, terminowości czy dostępności Treści. Podmioty S&P nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek błędy czy pominięcia (umyślne lub inne), bez względu na ich przyczynę, w odniesieniu do rezultatów uzyskanych na podstawie Treści, ani też w odniesieniu do bezpieczeństwa lub zachowania danych wprowadzonych przez użytkownika. Treści podawane są bez gwarancji. **PODMIOTY S&P WYŁĄCZAJĄ WSZELKĄ WYRAŻNĄ LUB DOROZUMIANĄ GWARANCJĘ, W TYM, MIĘDZY INNYMI, WSZELKĄ GWARANCJĘ PRZYDATNOŚCI HANDLOWEJ LUB PRZYDATNOŚCI DLA KONKRETNEGO CELU LUB WYKORZYSTANIA, GWARANCJĘ BRAKU WIRUSÓW, BŁĘDÓW LUB WAD OPROGRAMOWANIA, JAK RÓWNIEŻ GWARANCJĘ, ŻE TREŚCI BĘDĄ DZIAŁAŁY W SPOSÓB CIĄGŁY LUB PRZY WYKORZYSTANIU JAKIEJKOLWIEK KONFIGURACJI SPRZĘTU I OPROGRAMOWANIA.** Podmioty S&P nie ponoszą żadnej odpowiedzialności wobec jakiegokolwiek strony za szkody bezpośrednie, pośrednie, wtórne, domniemane, szkody z nawiązką lub szkody specjalne oraz jakiegokolwiek koszty, wydatki, koszty obsługi prawnej czy straty (w tym, bez ograniczenia, utratę zysków i koszty przypadkowe lub straty wynikające z zaniedbania) w związku z wykorzystaniem Treści, nawet w przypadku powiadomienia o możliwości wystąpienia takich szkód.

Analizy kredytowe i inne analizy, w tym ratingi, jak również oświadczenia w Treści są oświadczeniami opartymi na opinii S&P w chwili składania danego oświadczenia; nie są to stwierdzenia faktów. Decyzje S&P w zakresie zatwierdzenia opinii, analiz i ocen (zgodnie z poniższym opisem) nie stanowią rekomendacji zakupu, posiadania czy sprzedaży jakiegokolwiek papierów wartościowych, ani podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnych, ani też nie odnoszą się do przydatności jakiegokolwiek papieru wartościowego. S&P nie przyjmuje na siebie odpowiedzialności za aktualizację Treści po jej opublikowaniu w jakiegokolwiek formie czy formacie. Użytkownik nie może polegać na Treści, która nie zastępuje umiejętności, osądu czy doświadczenia użytkownika, jego zarządu, pracowników, doradców oraz/lub klientów w trakcie podejmowania decyzji inwestycyjnych i innych decyzji biznesowych. S&P nie działa w charakterze doradcy powierniczego lub inwestycyjnego, chyba że taka działalność wynika z rejestracji w danej jurysdykcji. S&P uzyskał informacje ze źródeł, które uważa za godne zaufania, jednakże powyższe nie oznacza, że S&P sprawdza takie informacje, czy bierze na siebie odpowiedzialność należytego wykonania w zakresie sprawdzenia takich informacji lub jej niezależnej weryfikacji. W zakresie, w jakim organy regulacyjne zezwalają agencji ratingowej na zatwierdzenie oceny wydanej w innej jurysdykcji dla pewnych celów regulacyjnych, S&P zastrzega sobie prawo do przekazania, wycofania lub zawieszenia takiego zatwierdzenia w dowolnym czasie i wyłącznie według własnego uznania. Podmioty S&P zrzekają się wszelkiej odpowiedzialności, która może wynikać z przekazania, wycofania lub zawieszenia takiego zatwierdzenia, jak również odpowiedzialności za wszelkie domniemane szkody poniesione w skutek takiego działania.

S&P oddziela pewne działania w ramach swoich jednostek biznesowych w celu zachowania niezależności i obiektywizmu takich działań. W konsekwencji, informacje, które są w posiadaniu pewnych jednostek biznesowych S&P mogą być niedostępne dla innych jednostek. S&P wdrożył politykę i procedury w celu zachowania poufności pewnych informacji niedostępnych publicznie, które otrzymuje w związku z przeprowadzaniem procesu analizy.

S&P może pobierać wynagrodzenia za swoje oceny ratingowe i pewne analizy, zwykle od emitentów lub poręczycieli papierów wartościowych oraz od dłużników. S&P zastrzega sobie prawo do rozpowszechniania swoich opinii i analiz. Publiczne ratingi i analizy S&P są udostępniane za pośrednictwem naszych stron internetowych: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (nieodpłatnie), [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) i [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (na zasadzie subskrypcji) oraz [www.spcapitaliq.com](http://www.spcapitaliq.com) (na zasadzie subskrypcji). Wyniki i analizy mogą być rozpowszechniane w inny sposób, w tym za pośrednictwem publikacji S&P oraz publikacji osób trzecich. Dodatkowe informacje na temat opłat za nasze usługi ratingowe uzyskać można pod adresem [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

W razie rozbieżności między wersją niniejszego raportu w języku angielskim i w polskim przekładzie, moc wiążącą będzie mieć wersja angielska.