

Zyski i zyski godziwe

PZU Koktajl z wynikami

Zarządzanie ryzykiem w PZU

Składki zarobione netto grupy PZU zmniejszyły się z 3,614 mld w I kwartale 2009 do 3,445 mld w I kwartale 2010 – spadek o 4,7 proc. Przychody z tytułu prowizji i opłat także uległy zmniejszeniu z 79,9 mln do 62,6 mln – spadek o 21,6 proc.

Natomiast odszkodowania i świadczenia ubezpieczeniowe netto wzrosły z 1,693 mld w I kwartale 2009 do 2,459 mld w I kwartale 2010 r. – **wzrost o 45 proc!** Tak wysoki wzrost odszkodowań i świadczeń jest niepokojący, gdyż rodzi uzasadnione wątpliwości odnośnie zarządzania ryzykiem w PZU.

Firma ubezpieczeniowa powinna być w jak najniższym stopniu podatna na wzrost świadczeń w relacji do zainkasowanej składki i opłat. Naturą biznesu ubezpieczeniowego jest umiejętnie rozłożenie ryzyka, gdzie wysokie jednostkowe wypłaty (np. z tytułu wybuchu kotła w elektrociepłowni) lub zdarzenia skutkujące uruchomieniem dużej liczby odszkodowań (klasy żywiołowe) powinny być w znacznym stopniu reasekurowane. Przewidywalność ma w tym biznesie podstawowe znaczenie i stanowi wartość dla akcjonariuszy. Ubezpieczyciel zamienia nieprzewidywalne zdarzenia po stronie klienta na przewidywalne koszty odszkodowań z tytułu zawartych umów.

Zmniejszanie udziału reasekuracji jest pozornie oszczędnością – co wyraźnie widać podczas klasy żywiołowych. Przede wszystkim za reasekuracją polega na odstąpieniu od własnego ryzyka, a przyjmowaniu udziałów w ryzyku innych towarzystw. Reasekuracja czynna i bierna mają zagwarantowaną przewidywalność wyników ubezpieczyciela, czy tak jest w przypadku PZU?

Warto w tym miejscu zadać pytanie o działanie nadzoru ubezpieczeniowego, czy Komisja Nadzoru Finansowego wszczęła postępowanie w sprawie wysokiego wzrostu odszkodowań w grupie PZU i przeanalizowała prowadzone rachunki aktuarialne oraz poziom reasekuracji? Rzecz istotna dla całego sektora ubezpieczeniowego i bezpieczeństwa jego klientów.

Ważna regionalna klasa żywiołowa lub niesprzyjająca aura pogodowa nie powinna w istotny sposób wpływać na wyniki ubezpieczyciela, a wzrost szkodowości powinien być kompensowany umowami reasekuracji nieproporcjonalnej – w tym przypadku umowami reasekuracji nadwyżki szkodowości. Wyniki PZU za I kwartał 2010 budzą wątpliwości odnośnie procedur stosowanych przez ubezpieczyciela.

Należy podkreślić – przewidywalność wyniku ma w tej branży ogromne znaczenie i wpływa na wycenę ubezpieczyciela. Towarzystwa ubezpieczeniowe nie muszą mieć „dodatkowych” kapitałów własnych ponad te jakie są wymagane na pokrycie marginesu wypłacalności by być bezpieczne. To nie wysokie kapitały własne decydują o bezpieczeństwie ubezpieczyciela ale dobra praktyka ubezpieczeniowa. W przeciwnym przypadku kapitały własne ubezpieczyciela powinny być z uwagi na to kryterium wyceniane z dyskontem do niedniej dla branży.

Zyski i zyski godziwe

Sprawiedliwość społeczna jest czymś innym niż sprawiedliwość, podobnie jak zyski godziwe różnią się od zysków. Patrzcie na sprawozdanie PZU za I kwartał 2010 r. szczególnie interesujące jest ile jakich zysków wykazał zarząd spółki.

Wyniki zostały przedstawione całokształtowo oraz według segmentów. Niestety segmentom przyporządkowano zyski ze środków własnych spółki, gdzie każdy segment zawiera wynik

na działalność ubezpieczeniową (w tym wynik z inwestycji rodków pochodzących z rezerwy technicznej) oraz wynik jaki zarząd wykreował na rodkach własnych. Zatem nie sposób jest powiedzieć jakie wyniki pochodzą z działalności ubezpieczeniowej, a jakie z operacji na rodkach własnych PZU.

Inwestycje jakich dokonuje każdy zakład ubezpieczeń z kapitałów rezerwy technicznej (składki) podlegają rygorom ostrożnym i generalnie są to bezpieczne lokaty. Natomiast wynik jaki zarząd spółki wykazuje na rodkach własnych to zupełnie inna historia.

Zarząd spółki ubezpieczeniowej nie ma dużego pola manewru by retuszować wynik na działalności ubezpieczeniowej, w tym wynik z inwestycji rezerw technicznych – co ma swoje główne źródło w rodzaju wykorzystywanych instrumentów finansowych, w większości bonów i obligacji skarbowych oraz lokat bankowych. Zupełnie inaczej jest tam gdzie spółka inwestuje rodki własne – możliwości kreowania wyniku diametralnie wzrasta.

Gdyby PZU przedstawił oddzielnie wynik na działalności ubezpieczeniowej i wynik z operacji na funduszach własnych spółka byłaby znacznie bardziej transparentna. Wielu inwestorów oceniłoby core biznes i dodało rodki własne (lub ich część) do wyceny. Wynik jaki zarząd spółki prezentuje na inwestycjach rodków własnych byłby dla nich bez większego znaczenia – bo dla inwestorów w biznes ubezpieczeniowy, a nie zdolności managementu do zarządzania funduszem inwestycyjnym. W takiej sytuacji zysk z inwestycji rodków własnych znacznie wyższy od rynkowej stopy (wolnej od ryzyka) mógłby zostać nawet bardzo krytycznie oceniony.

Jak PZU zrobił wynik w I kwartale 2010?

Powyższe zastrzeżenia wskazują na potrzebę prezentacji wyniku w rozbiciu na core biznes i inwestycje rodków własnych nabierają znaczenia gdy przyjrzymy się jak PZU ujął swoją działalność w sprawozdaniu za I kwartał 2010. Wynik z inwestycji i przeszacowana zrekompensował straty techniczne.

w tys. zł	1 stycznia – 31 marca 2010	1 stycznia – 31 marca 2009
Przychody netto z inwestycji	442 309	678 427
Wynik netto z realizacji i odpisy z tytułu utraty wartości inwestycji	135 274	(108 614)
Zmiana netto wartości godziwej aktywów i zobowiązań wycenianych w wartości godziwej	333 831	(153 094)

Wyniki łączne wypracowane ze rodków rezerwy technicznej i z funduszy własnych PZU (wyniki łączne – niestety, o czym mowa powyżej).

Jedynie pierwsza pozycja nie budzi zastrzeżeń – spadek przychodów odpowiada zmniejszeniu się kapitałów własnych PZU, związany z wypłatą olbrzymiej dywidendy. Natomiast dwie kolejne pozycje są zaskakujące, gdzie wynik osiągnięty w I kwartale 2010 w relacji do wyniku za I kwartał 2009 PZU tłumaczy „głównie wzrostem wartości instrumentów kapitałowych w I kwartale 2010 w porównaniu do spadków ich wartości I kwartale 2009.”

Trzeba zauważyć, że w obu pozycjach zawarte są także długie papiery wartościowe; i te składowe także odnotowały niebywały przyrost wartości.

22 CZERWCA, 2010

Najistotniejsze z punktu widzenia specyfiki wyniku jest porównanie rezultatów na instrumentach kapitałowych zawartych w obu pozycjach:

w tys. zł	1 stycznia – 31 marca 2010	1 stycznia – 31 marca 2009
Instrumenty kapitałowe zawarte w pozycji: Wynik netto z realizacji i odpisy z tytułu utraty wartości inwestycji	102 845	(69 868)
Instrumenty kapitałowe zawarte w pozycji: Zmiana netto wartości godziwej aktywów i zobowiązań wycenianych w wartości godziwej	185 762	(161 877)
Razem:	288 607	(231 745)

Natomiast wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy – zakwalifikowane do tej kategorii w momencie pierwszego rozpoznania” otrzymujemy:

w tys. zł	1 stycznia – 31 marca 2010	1 stycznia – 31 marca 2009
Instrumenty kapitałowe razem wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy - zakwalifikowane do tej kategorii w momencie pierwszego rozpoznania	268 025	(211 827)

Przy spadku indeksu WIG20 w I kwartale 2009 o 15,5 proc. zmniejszenie wartości na wskazanych w tej pozycji instrumentach kapitałowych wyniosło 211,8 mln zł, natomiast w I kwartale 2010 przy wzroście WIG20 zaledwie o 4,5 proc. ta sama pozycja wykazuje wzrost wartości o 268 mln (zachowując analogię zmian procentowych pozycja wzrosłaby w I kwartale 2010 tylko o 60 mln.).

Okazuje się zatem, że w I kwartale 2010 zarząd PZU może pochwalić się nadzwyczajnie dobrymi wynikami osiągniętymi na instrumentach kapitałowych, jednak mimo tego wyniku zostało wypracowane w postaci ...przeszacowana do wartości godziwej.

Równocześnie nie zasadniczy wpływ na wynik za I kwartał 2010 roku miała zmiana pozycji „Aktywa finansowe i instrumenty finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy - zakwalifikowane do tej kategorii w momencie pierwszego rozpoznania”:

w tys. zł	1 stycznia – 31 marca 2010	1 stycznia – 31 marca 2009
Aktywa finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy - zakwalifikowane do tej kategorii w momencie pierwszego rozpoznania, w tym instrumenty kapitałowe i dłużne papiery wartościowe	20 657	1 362
Instrumenty finansowe wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy - zakwalifikowane do tej kategorii w momencie pierwszego rozpoznania, w tym instrumenty kapitałowe i dłużne papiery wartościowe	112 852	(21 333)
Razem:	133 509	(19 971)

Pozycje wymienione powyżej to kolejne których wartość zależy od wyceny do wartości godziwej. Inną specyficzną pozycją w sprawozdaniu PZU są wartości niematerialne, okazuje się że pozycja ta wzrosła z 62 462 tys. na koniec I kwartału 2009 do 92 154 tys. na koniec I kwartału 2010 – 45 proc. r/r.

Zarzadzający funduszami w PZU

Wyniki PZU za I kwartał 2010 zostały uratowane nadzwyczajnie dobrymi rezultatami z działalności inwestycyjnej. Byłoby kierownictwo PZU marnuje się na swoich stanowiskach i znacznie lepsze osiągnięcia uzyskałoby w ramach prowadzenia funduszy inwestycyjnych?

By jednak móc odpowiedzieć na pytanie o kwalifikacje zarządu PZU spółka powinna otworzyć czarną teczkę i pokazać z czego składa się portfel inwestycyjny oraz jak przeprowadzono szacunki do wartości godziwej.

Działalność strictly operacyjna grupy PZU nie prezentuje się już tak dobrze, podsumowując tym kryterium w tym przypadku przepływy pieniężne. W I kwartale 2009 przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły minus 623 mln, natomiast w **I kwartale 2010 ujemna wartość przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej wyniosła już minus 1 254 mln**. Zarówno wartość (w tym z 2009 roku) jak i tendencja są bardzo niepokojące.

Tym większego znaczenia nabierają umiejętności zarządu PZU do generowania zysku na działalności inwestycyjnej. Miejmy nadzieję, że PZU uchyli rękawicę tajemnicy i odsłoni magiczne zasłony by inwestorzy mogli z podziwem przyjrzeć się dokonanym operacjom.

Eureko vs. TFI i OFE

Zagranica zakupiła zaledwie ułamek oferty PZU (zwłaszcza w relacji do zasobów kapitałowych jakimi dysponuje), czy rzeczywiście zagraniczne fundusze były zainteresowane ofertą PZU, czy może komu zależało na wykreowaniu takiego wizerunku na rynku polskiego?

Relacje prasowe z pierwszych notowań mówiły o sprzedaży akcji PZU przez zagranicznych inwestorów. Obecnie według opinii prezentowanych w mediach aż 70 proc. indywidualnych inwestorów nie sprzedało akcji PZU zakupionych w ofercie. Byłoby w niedalekiej przyszłości wiemy o strukturze akcjonariatu PZU, jest bardzo prawdopodobne, że z akcjami została głównie polska publiczność plus rodzime fundusze inwestycyjne.

Należy pogratulować Eureko i skarbowi państwa pod przewodnictwem ministra Aleksandra Grada argumentacji jak zastosowali wobec zarządzających funduszami i ogromnej kampanii oferty sprzedaży akcji PZU skierowanej do publiczności, która przyniosła oczekiwane efekty w postaci przepływu akcji i gotówki – w przeciwnych kierunkach.

Jarosław Supłacz

www.Polandsecurities.com

Na temat PZU i oferty sprzedaży akcji PZU więcej informacji na podanej stronie.