



Biuro maklerskie

mBank.pl

czwartek, 3 grudnia 2020 | aktualizacja raportu

PZU: kupuj (podtrzymana)

PZU PW; PZU.WA | Ubezpieczenia, Polska

Zaszczepiony na COVID-19

Pozostawiamy bez zmian naszą rekomendację kupuj. Lekko podnosimy prognozy dywidendy na 2021 rok oraz zysk netto na 2022 rok ze względu na normalizację szkodowości. W 2020 roku PZU zaskakuje oczyszczonymi wynikami, a w samym 3Q'20 ubezpieczyciel przebił konsensus aż o 23%. Pomimo ostatniego wzrostu śmiertelności uważamy, że 4Q'20 może być znowu rekordowy z uwagi na niższą szkodowość segmentu majątkowego wspieraną przez kolejne rządowe obostrzenia. Statystyki policyjne wskazują, że liczba wypadków spadła do poziomów notowanych podczas wiosennej kwarantanny, a okres przed Świętami Bożego Narodzenia zwykle obfitował w ich sezonowy wzrost. Dodatkowo obostrzenia wprowadzone na ferie zimowe dają nadzieję na równie udany 1Q'21 (majątek powinien zrównoważyć gorszy segment życia, ergo brak zmian). Znowu podkreślamy, że rynek ubezpieczycieli w Polsce jest beneficjentem relatywnie niskiej penetracji składki na życie. W okresie pandemii skutkuje to niskimi odszkodowaniami (wzrost śmiertelności o 85% R/R przekłada się na wzrost odszkodowań o c.10%), a po jej zakończeniu oczekujemy wzrostu składki na życie co może nie być jeszcze ujęte w konsensusie. Dobre wyniki w 2020 roku powinny przełożyć się na dywidendę, którą na podstawie danych jednostkowych szacujemy obecnie na 2,1 mld PLN czyli 2,42 PLN/akcję. Ponieważ zysk jednostkowy będzie wyższy od skonsolidowanego oczekujemy, że wskaźnik wypłaty sięgnie 101%. Finalnie zwracamy uwagę na wycenę PZU gdzie ubezpieczyciel notowany jest z 14% premią do sektora vs 78% na 5-letniej średniej. PZU pozostaje jednym z najgorzej zachowujących się ubezpieczycieli w Europie pomimo niskiego wpływu pandemii na wyniki (obniżka stopy technicznej) czy nadal ponadprzeciętnemu ROE. Uważamy, że szansa na dobre wyniki w kolejnych dwóch kwartałach, wysoka dywidenda (DY na poziomie 9%-10%) oraz atrakcyjna wycena to wystarczające powody aby znowu zainwestować w akcje ubezpieczyciela.

Wysoki DPS pomimo odpisów

Zarząd PZU zapowiedział, że dywidenda w 2021 roku może być wyższa niż zysk skonsolidowany za 2020 rok. Po 9M'20 zysk jednostkowy PZU S.A. wyniósł 1,43 mld PLN i został wsparty dywidendą z PZU Życie w wysokości 1,33 mld PLN. Oczekujemy, że po dobrym 4Q'20 łączny jednostkowy zysk wyniesie 2,09 mld PLN z czego zostanie wypłacone 100% (historycznie około 90%). Przekłada się to na DPS na poziomie 2,42 PLN na akcję i DY na poziomie 9% (średnia dla sektora 5,6%).

Uważamy, że nie będzie kolejnych odpisów banków

W 2020 roku PZU odpisało wartości niematerialne związane z Alior Bankiem oraz 555 mln PLN wartości Pekao. Chociaż pozostały goodwill Pekao to aż 1 714 mln PLN to nie oczekujemy dalszych odpisów ze względu na brak prognozowanych przez nas kolejnych cięć stóp oraz lepsze od oczekiwań wyniki. Uważamy, że nadal jest bardzo prawdopodobne połączenie obu banków po wcześniejszym wezwaniu na akcje Alior Banku. Uważamy, że kluczowy będzie 1Q'21, czyli termin ogłoszenia nowej strategii PZU.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Składka przypisana brutto	23 470	24 191	23 880	24 434	25 091
Składka zarobiona netto	22 350	23 090	23 178	23 303	23 740
Odszkodowania i świadczenia	-14 563	-15 695	-15 219	-15 945	-15 960
Zysk brutto	7 086	7 080	4 295	5 789	6 758
Zysk netto	3 213	3 295	2 073	2 857	3 217
ROE (%)	21,8	21,2	12,0	15,6	17,1
P/E (x)	7,1	6,9	11,0	8,0	7,1
P/BV (x)	1,5	1,4	1,2	1,2	1,2
DPS (PLN)	2,50	2,80	0,00	2,42	2,65
Stopa dywidendy (%)	9,5	10,6	0,0	9,1	10,0

Cena bieżąca	26,45 PLN
Cena docelowa	39,33 PLN
Kapitalizacja	22,16 mld PLN
Free float	14,59 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	126,1 mln PLN

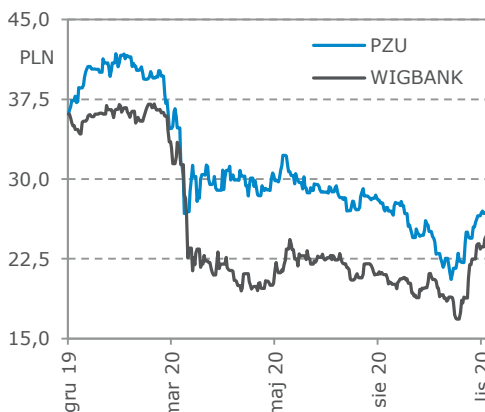
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	34,19%
Pozostali	65,81%

Profil spółki

PZU jest liderem polskiego rynku ubezpieczeń, zarówno w obszarze ubezpieczeń majątkowych jak i życiowych. Ponadto, w ramach grupy działalność prowadzi trzeci największy fundusz emerytalny. Chociaż działalność grupy PZU skupia się na rynku polskim, Spółka ma również jednostki zależne na Litwie, Łotwie, Estonii i Ukrainie. Ponadto, ubezpieczyciel na przestrzeni ostatnich lat mocno inwestował w polski sektor bankowy kupując kontrolne pakiety w Banku Pekao oraz Alior Banku.

Kurs akcji PZU na tle WIG Banki



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PZU	39,33	35,93	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PZU	26,45	39,33	+48,7%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
SBP	-1,1%	-0,9%	-0,9%
Odszkodowania	-1,8%	+0,9%	-1,6%
Zysk netto	-18,9%	+0,1%	+4,1%

Analitycy:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.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 księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – 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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 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 od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank 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.

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.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 3 grudnia 2020 o godzinie 08:15. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 3 grudnia 2020 o godzinie 08:15.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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 Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
PZU

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-04-28	2020-03-04	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	35,93	41,91	41,91	41,91
kurs z dnia rekomendacji	29,92	36,31	40,54	36,47

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl