

wtorek, 18 lipca 2017 | aktualizacja raportu

PZU: kupuj (podtrzymana)

PZU PW; PZU.WA | Ubezpieczenia, Polska

Nadal z potencjałem do wzrostu

Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla PZU jednocześnie podwyższając 9-miesięczną cenę docelową do 51,83 PLN/akcję. Od początku roku kurs akcji PZU wzrósł o 33%. Pozytywny sentyment odzwierciedla akwizycję pakietu akcji w Banku Pekao oraz bardzo dobre wyniki w 1Q'17. Oczekujemy, że po słabym 2016 roku dynamika wyników znacząco przyspieszy w 2017, a następnie ulegnie normalizacji przez kolejne dwa lata. Uważamy, że poprawiające się wyniki grupy PZU znajdują także odzwierciedlenie we wskaźniku DYield, który oczekujemy że wzrośnie do 6-7% w latach 2018-19 przy 80% wskaźniku wypłaty. Ze względu na ponadprzeciętne ROE, dywidendę oraz brak istotnego ryzyka operacyjnego, PZU przedstawia się nadal jako atrakcyjna alternatywa dla sektora bankowego, który w znaczący sposób będzie w przyszłości penalizowany za swoją ekspozycję na kredyty CHF.

Dobre perspektywy wyników

Ze względu na bardzo dobre wyniki Spółki w 1Q'17 podwyższamy nasze prognozy dla PZU na 2017 rok. Jednocześnie oczekujemy, że segment bankowy wspomogł zysk netto ubezpieczyciela kwotą 352,1 mln PLN w 2017 oraz 741,8 mln PLN w 2018 roku. Nasze prognozy przekładają się na ROE na poziomie ~17% w latach 2017-19 co oznacza, że ROE ubezpieczyciela w porównaniu z sektorem bankowym pozostanie bezkonkurencyjne. Nasze prognozy są zgodne na 2017, ale 7,9% powyżej na 2018 i 1,8% na 2019 rok.

Bezkonkurencyjna dywidenda

Oczekujemy, że po przejęciu Banku Pekao dywidenda z PZU ponownie wzrośnie do poziomu 80% w latach 2018-19, a wskaźnik DYield będzie się kształtował na poziomie 6-7% w latach 2018-19. Dywidenda oferowana przez PZU jest bezkonkurencyjna wobec polskiego sektora bankowego (DYield na poziomie 2,5%), szczególnie w świetle ograniczeń jakie KNF nałożył na banki w zeszłym roku.

Wzrost składki przypisanej brutto

Oczekujemy wzrostu składki przypisanej brutto (SPB) w PZU na poziomie 5,2% w 2017 roku, a następnie 2,6% i 2,7% w latach 2018-19. Wzrost składki jest głównie napędzany przez segment majątkowy, gdzie oczekujemy wzrostu na poziomie 7,7% w 2017 (podwyżki cen polis komunikacyjnych) oraz 3% w latach 2018-19. Jednocześnie oczekujemy wzrostu dynamiki SPB w segmencie Życie z 0,3% w 2016 roku przez 0,9%-1,6% w latach 2017-18 do 2,0% w 2019 roku. Głównym motorem napędzającym wzrost będą polisy związane z bancassurance po przejęciu kontroli nad Pekao.

Wycena jest nadal atrakcyjna

Na wskaźniku 2018P P/E 11,7x PZU notowane jest z 13% dyskontem do polskiego sektora bankowego wobec 11% historycznie (5-letnia średnia). Podobnie, PZU notowane jest z 16% premią do spółek porównawczych wobec 24% premii historycznej. Uważamy, że obecne dyskonto do polskich banków powinno się całkowicie zamknąć ze względu na nieporównywalnie wyższe ROE, dywidendy i znacznie niższe ryzyko operacyjne.

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Składka przypisana brutto	18 359	20 219	21 266	21 813	22 412
Składka zarobiona netto	17 385	18 625	19 723	20 452	20 990
Odszkodowania i świadczenia	-11 857	-12 732	-13 255	-13 577	-13 934
Zysk brutto	2 939	3 031	4 989	7 431	8 428
Zysk netto	2 342	1 947	2 701	3 264	3 506
ROE (%)	18,0	15,0	16,9	16,7	17,1
P/E (x)	16,3	19,6	14,1	11,7	10,9
P/BV (x)	3,0	2,9	2,0	1,9	1,8
DPS (PLN)	3,00	2,08	1,40	2,50	3,02
Stopa dywidendy (%)	6,8	4,7	3,2	5,7	6,8

Cena bieżąca	44,19 PLN
Cena docelowa	51,83 PLN
Kapitalizacja	35,85 mld PLN
Free float	25,11 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	199,39 mln PLN

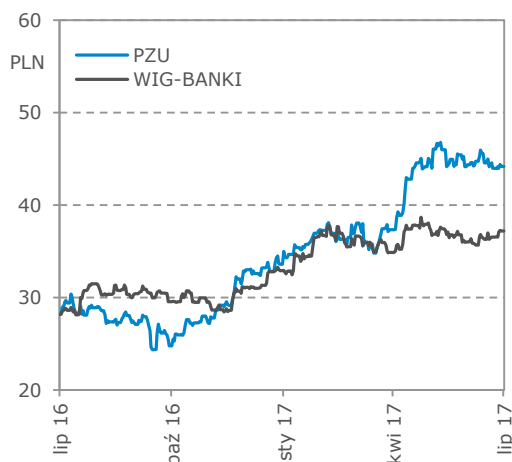
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	34,19%
Aviva	5,00%
Pozostali	60,81%

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 dwóch 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	51,83	44,63	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PZU	44,19	51,83	+17,3%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2017P	2018P
SBP	+1,90%	+1,34%
Odszkodowania	-3,02%	-3,28%
Zysk netto	+15,30%	-2,19%

Analitik:

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@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 Domu Maklerskiego mBanku:

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 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. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 18 lipca 2017 o godzinie 8:35.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 18 lipca 2017 o godzinie 8:35.

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 Domu Maklerskiego mBanku.

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 Domu 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.

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 PZU wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	35,50
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

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

Anna Łagowska
+48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 49 61
magdalena.bernacik@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Mariusz Adamski
+48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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