



Ubezpieczenia

Polska

Marta Jeżewska
(48 22) 697 47 37
marta.jezewska@dibre.com.pl

PZU

Atrakcyjna oferta

Przedział cenowy 289,5 PLN — 312,5 PLN

Uważamy, że maksymalna cena emisyjna akcji PZU na poziomie 312,5 PLN/akcję jest atrakcyjna. Przeprowadzone przez nas wstępne porównanie wyceny PZU na tle innych ubezpieczycieli notowanych na europejskich rynkach wskazuje na dyskonta (ok. 10%). Naszym zdaniem uzasadniona może być premia w wycenie. Będzie to m.in. wynikało z faktu, że PZU stanie się jedną z największych spółek na warszawskim parkiecie, największym ubezpieczycielem notowanym w regionie oraz znajdzie się w grupie średniej wielkości ubezpieczycieli notowanych na europejskich parkietach. Naszym zdaniem PZU spełni kryteria rewizji nadzwyczajnej indeksu WIG20. Jeśli tak, termin wejścia do WIG20 zostanie podany przez giełdę. PZU zastąpi spółkę, która w poprzednim rankingu znalazła się na ostatnim miejscu. Obecnie widzimy dwa scenariusze: (i) wejście przed zapadnięciem czerwcowych kontraktów, bądź (ii) wejście w trybie rewizji okresowej. Docelowy udział PZU szacujemy na 7—9% (w zależności od liczby akcji uwzględnionych we free float oraz ostatecznej wielkości oferty). Jednocześnie zmiana składu indeksu spowoduje obniżenie udziałów pozostałych spółek w indeksie ze względu na wielkość ubezpieczyciela. Region Europy Środkowo — Wschodniej jest postrzegany jako atrakcyjny, ze względu na niskie nasycenie produktami ubezpieczeniowymi. W Polsce udział składki przypisanej brutto w PKB wynosi 4,6%, podczas gdy dla innych krajów europejskich jest to 7,5%. Daje to potencjał wzrostu szybszego niż gospodarka krajowa. Dodatkowo PZU ma ekspozycję na jeden z największych rynków regionu, obsługując ok. 16 mln klientów (około połowa dorosłej populacji Polski), co naszym zdaniem zabezpiecza go w dużym stopniu przed wahaniami poziomu składki przypisanej brutto. Jednak ze względu na pozycję lidera na polskim rynku, należy liczyć się z brakiem potencjału do dalszego zwiększania udziałów rynkowych i nasilającej się konkurencji ze strony mniejszych graczy. PZU odznacza się ponad przeciętną rentownością prowadzonej działalności. Podczas gdy udział w składce przypisanej brutto sięgał 33% w ubezpieczeniach na życie i 37% w ubezpieczeniach majątkowych, to udział w całkowitym zysku netto sektora szacujemy na 75%.

Krótki opis działalności i struktury grupy kapitałowej PZU

Grupa kapitałowa PZU jest liderem rynku ubezpieczeń na polskim rynku, zarówno w obszarze ubezpieczeń majątkowych (37% rynku wg składki przypisanej brutto w 2009 roku) jak i życiowych (33% rynku). Na koniec 2009 roku obsługiwała 16 mln klientów (ok. 50% dorosłej populacji w Polsce), z czego w ubezpieczeniach majątkowych 7,8 mln, a w ubezpieczeniach życiowych około 11 mln. Działalność grupy PZU skupia się na rynku polskim, gdzie generowane jest przeszło 98% składki. Spółka ma swoje jednostki zależne na Litwie i Ukrainie, które są źródłem mniej niż 2% składki. Najważniejszymi spółkami w grupie są: PZU SA (działające w segmencie ubezpieczeń majątkowych, podmiot dominujący w stosunku do pozostałych jednostek), PZU Życie (działające w segmencie ubezpieczeń na życie), PTE PZU (segment otwartych funduszy emerytalnych). Poza nimi w grupie działa również TFI PZU oraz PZU AM, które zajmują się zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi i zarządzaniem aktywami. W grupie są również jednostki ubezpieczeniowe działające na rynku ukraińskim i litewskim zarówno w obszarze ubezpieczeń majątkowych jak i życiowych. Poza nimi w skład grupy wchodzi szereg mniejszych podmiotów, które w większości przypadków stanowią spółki usługowe wobec podmiotów z grupy.

Skonsolidowany rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2005	2006	2007	2008	2009
Składki przypisane brutto, w tym:	13120	13664	14077	14563	14363
ubezpieczenia majątkowe	7652	7863	8193	8433	8022
ubezpieczenia życiowe	5468	5801	5884	6130	6341
Składki przypisane netto	12712	13497	13897	14433	14200
Składki zarobione netto	12582	13309	13650	14286	14485
Wynik na działalności lokacyjnej	3375	3466	2646	580	3469
Pozostałe przychody	360	431	475	530	601
Przychody ogółem	16317	17206	16771	15396	18555
Odszkodowania i świadczenia na udziale własnym	-9202	-8829	-8409	-8592	-9436
Koszty akwizycji	-1261	-1423	-1490	-1668	-1840
Koszty administracyjne	-1601	-1767	-1696	-1775	-1809
Pozostałe koszty	-283	-645	-631	-430	-869
Koszty ogółem	-12346	-12664	-12226	-12465	-13953
Wynik na działalności operacyjnej	3970	4542	4545	2931	4602
Zysk brutto	3885	4440	4422	2931	4566
Podatek	-765	-889	-862	-601	-803
Zysk netto	3120	3551	3560	2330	3763

Źródło: prospekt emisyjny PZU, DI BRE Banku

Bilans

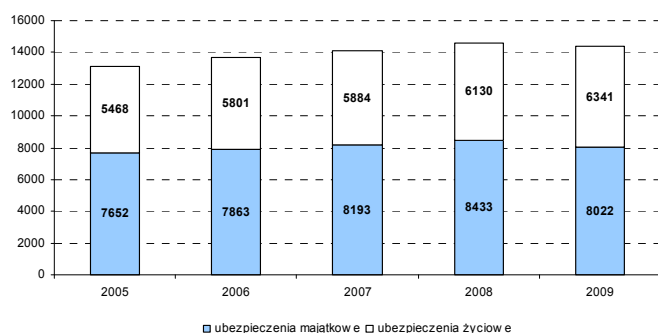
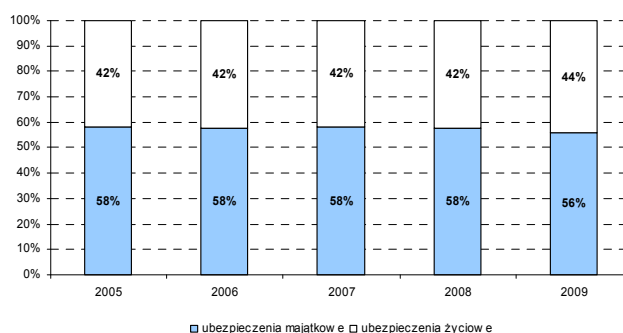
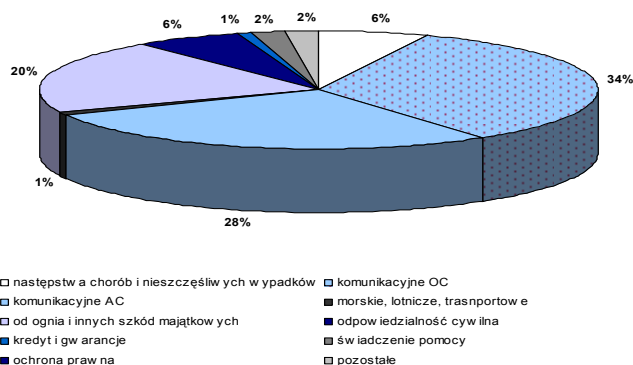
(mln PLN)	2005	2006	2007	2008	2009
Aktywa finansowe	39545	46007	49366	54221	48238
Należności z tytułu kontraktów ubezpieczeniowych	1266	1361	1273	1412	1384
Udział reasekuratorów w rezerwach	1345	1201	1030	885	748
Wartości niematerialne	45	102	123	70	85
Wartość firmy	5	26	23	20	20
Rzeczowe aktywa trwałe	1280	1215	1218	1086	1044
Środki pieniężne	295	343	573	533	367
Pozostałe aktywa	1022	1074	1075	1132	1291
AKTYWA RAZEM	44805	51329	54682	59359	53176
Kapitały własne	12015	14326	17836	20052	11267
Kapitały udziałowców mniejszościowych	0	0	0	0	0
Rezerwy techniczno - ubezpieczeniowe	29739	30748	30867	30767	30482
Kontrakty inwestycyjne	704	2355	3097	5991	3727
Pozostałe zobowiązania	2347	3900	2883	2548	7701
PASYWA RAZEM	44805	51329	54682	59359	53176

Źródło: prospekt emisyjny PZU, DI BRE Banku

W bilansie na koniec 2009 roku zaksięgowane były transakcje typu reverse repo na łączną kwotę 4,8 mld PLN. Transakcje te zwarto w związku z wypłatą dużej dywidendy pod koniec ub.r. Transakcje te zapadają w kwietniu br. Uważamy, że suma bilansowa PZU, obniży się z tego powodu w 2010 roku.

Segmenty działalności

Spółka działa we wszystkich obszarach ubezpieczeń majątkowych i życiowych. W ubezpieczeniach majątkowych głównym podmiotem jest PZU SA, w życiowych PZU Życie. W 2009 roku segment ubezpieczeń majątkowych wygenerował 56% składki przypisanej brutto (58% w 2008r.). Kluczowym produktem w tej grupie są ubezpieczenia komunikacyjne, OC i AC (62% składek w segmencie majątkowym). Jednocześnie ubezpieczenia komunikacyjne są jedną z największych grup produktów w całej grupie PZU, generując 35% składki przypisanej brutto ogółem. Segment majątkowy wygenerował 1,1 mld PLN zysku netto w 2009 roku, co stanowiło 28,5% zysku netto grupy (wg MSR). Segment ubezpieczeń na życie wygenerował 44% składki przypisanej brutto (42% w 2008r. wg MSR). Podstawową grupą produktów w tym obszarze są grupowe i indywidualne ubezpieczenia na życie, gdzie spółka PZU Życie wygenerowała 6,3 mld PLN składki przypisanej brutto, co odpowiadało za 44% składki wygenerowanej w Polsce. Zysk netto sięgnął w tym obszarze 2,6 mld PLN w 2009 r. (68% zysku grupy), wobec 1,49 mld PLN w 2008 roku (63% zysku grupy). Segment emerytalny wygenerował 3% zysku netto w 2009 roku (4,6% w 2008r.). Przychody segmentu emerytalnego skupione są wokół przychodów prowizyjnych z tytułu zarządzania aktywami i opłat manipulacyjnych.

Składka przypisana brutto (mln PLN)

Struktura składki przypisanej brutto

Składka przypisana brutto w ubezpieczeniach majątkowych


Źródło: prospekt emisyjny PZU, DI BRE Banku

Przewagi konkurencyjne

PZU jako lider rynku posiada największą, stabilną bazę klientów. Stanowi to nie tylko element wpływający na przychody w grupie, ale również daje największą bazę informacyjną nt. klienta. Ma to kluczowe znaczenie przy tworzeniu produktów i szacowaniu ryzyk wiążących się z oferowaniem ubezpieczeń. Daje to również szanse na relatywnie niski koszt dotarcia do klientów, gdyż posiadając największą sieć dystrybucji w kraju, PZU jest obecny nie tylko w dużych miastach, ale również w najmniejszych miejscowościach. M.in. dzięki temu udział PZU w wyniku netto sektora jest znacznie wyższy niż udział w składkach przypisanych brutto. Pod względem zasięgu, PZU można porównywać z PKO BP, choć model działania jest zupełnie inny. Marka PZU jest najbardziej rozpoznawalną marką ubezpieczeniową w Polsce, nie tylko ze względu na obecne udziały rynkowe, ale również uwarunkowania historyczne.

Otoczenie rynkowe

Polski rynek jest rynkiem o największej gospodarce i liczbie ludności w regionie (38,1 mln na koniec 2009r.). Rynek ubezpieczeń charakteryzował się szybkim tempem wzrostu w poprzednich latach (w okresie 2000 – 2008 składka przypisana brutto wzrosła z 20,8 mld PLN do 59,3 mld PLN, o 184,5%, CAGR'08/00 14%). Mimo to udział składki przypisanej brutto w PKB sięgał 4,6% na koniec 2009, podczas gdy w krajach europejskich wskaźnik ten sięgał 7,5%. Zatem mimo bardzo dynamicznego wzrostu w latach poprzednich, w dalszym ciągu oczekiwany jest jego szybszy wzrost niż nominalne tempo wzrostu PKB. Uważamy, że istnieje tylko kilka obszarów, gdzie PZU ma szansę na zwiększenie udziałów rynkowych (w strategii spółka wymienia: indywidualne ubezpieczenia na życie, indywidualne ubezpieczenia mienia, dotowane ubezpieczenia rolne). Jako największy gracz na rynku będzie skupiał się na utrzymaniu udziałów w rynku, w kluczowych produktach. Pozytywnie postrzegamy potencjał rynku polskiego. Dla PZU oznacza to potencjał do wzrostu szybszego niż gospodarka, pomimo ograniczeń w obszarze dalszego pozyskiwania udziałów rynkowych.

Jednocześnie grupa PZU wygenerowała około 75% zysku netto całego sektora ubezpieczeń w Polsce. Wg danych KNF, PZU SA (1,1 mld PLN zysku netto w 2009 r.) wygenerowało 97,4% ogólnego zysku netto w sektorze ubezpieczeń majątkowych. Z kolei PZU Życie (2,6 mld PLN zysku netto) odpowiadało za 68,9% ogólnego zysku netto sektora ubezpieczeń na życie. Wyższy udział grupy PZU w wyniku sektora, aniżeli wskazywałby na to udział w składkach przypisanych brutto poszczególnych segmentów stanowi o lepszej niż w pozostałej grupie ubezpieczycieli działających na polskim rynku rentowności i efektywności. Jest to jednym z elementów przewagi konkurencyjnej PZU na polskim rynku.

Oferta i potencjalny udział w indeksach

W IPO PZU oferowanych będzie do 25,8 mln akcji PZU. W IPO, Kappa zamierza sprzedać wszystkie posiadane przez siebie akcje (12,9 mln sztuk). Eureko sprzeda łącznie 8,6 mln akcji (6 mln akcji według pierwotnego planu oraz 2,6 mln akcji, o których poinformowano 19 kwietnia). Na obecną chwilę zapadła decyzja o sprzedaży 21,5 mln akcji (24,9% udziałów). Dodatkowo w ofercie może zostać zaoferowanych 5% udziałów w spółce przez Skarb Państwa, o ile do dnia 26 kwietnia uzyska on zgodę Rady Ministrów. Zatem skala potencjalnej oferty sięga od 6,72 mld PLN (wartość akcji zaoferowanych na obecną chwilę) do 8,1 mld PLN (jeśli Skarb Państwa zdecyduje się na sprzedaż dodatkowych 5%). Minimalna pula akcji dla inwestorów indywidualnych wynosi 6 mln sztuk, maksymalna 7,75 mln sztuk (maksymalnie 30% ostatecznej wielkości oferty).

Struktura oferty

Akcjonariat:	przed ofertą		wariant 1 po ofercie*		wariant 2 po ofercie**	
	I-ba akcji	udział	I-ba akcji	udział	I-ba akcji	udział
Skarb Państwa	43,3	50,2%	43,3	50,2%	39,0	45,2%
Eureko	19,9	23,0%	11,2	13,0%	11,2	13,0%
Kappa	12,9	14,9%	0	0,0%	0	0,0%
Pozostali	10,3	11,9%	10,3	11,9%	10,3	11,9%
Nowi akcjonariusze			21,5	24,9%	25,8	29,9%
RAZEM	86,4	100,0%	86,4	100,0%	86,4	100,0%
wartość oferowanych akcji (mld PLN)			6,72		8,07	

Źródło: prospekt emisyjny PZU, Dł BRE Banku

* Skarb Państwa nie oferuje dodatkowych 5% akcji

** maksymalna potencjalna wielkość oferty, uwzględniająca dodatkowe 5% zaoferowane przez Skarb Państwa

Od ostatecznej wielkości oferty zależy przyszły udział PZU w głównych indeksach giełdowych, W przypadku gdy wartość oferty sięgnie maksymalnych 8,1 mld PLN, udział PZU w WIG 20 szacujemy nawet na ponad 9%. Zwracamy uwagę na fakt, że jako wartość akcji w wolnym obrocie od razu traktowane będzie 7,4% udziałów, które znajdują się obecnie w posiadaniu „pozostałych” akcjonariuszy. Są to akcje pracownicze, które od momentu ich przyznania stały się przedmiotem obrotu pozagiełdowego. Obecnie nie ma już żadnych ograniczeń w zakresie zbywania ich po debiucie. Część z tych akcji jest w posiadaniu JP Morgan (4,5 pp. z 11,9 pp.). Te udziały zostały objęte półrocznym ograniczeniem sprzedaży na GPW. Zakładamy, że nie będą one częścią free float z tego powodu.

Free float po emisji będzie składał się nie tylko z akcji sprzedawanych przez Skarb Państwa i Eureko, ale również z „pozostałych akcji”, które są akcjami przyznanymi pierwotnie pracownikom grupy ubezpieczeniowej. W momencie debiutu nie będzie ograniczeń dotyczących obrotu tymi akcjami. Zostaną one wliczone jako element free float. Czynnikiem ten jest kluczowy z punktu widzenia wyliczania udziałów w WIG 20. Uważamy, że PZU szybko wejdzie w skład indeksu WIG20. Jednocześnie podaż akcji ze strony tych inwestorów jest naszym zdaniem istotnym czynnikiem ryzyka dla wyceny rynkowej PZU.

Perspektywy wyników i strategia

2009 rok był rekordowy pod względem wyniku netto (niemal 3,8 mld PLN). Nie sporządziliśmy jeszcze prognoz wyników na kolejne lata, jednak uważamy, że takiego poziomu wyników nie uda się powtórzyć w najbliższym czasie. Przede wszystkim chodzi o rezerwy techniczne – ubezpieczeniowe w związku z konwersją umów długoterminowych na umowy jednoroczne w segmencie ubezpieczeń na życie. Spółka szacuje, że całkowity potencjał z dalszego rozwiązywania rezerw z tego tytułu to 1,54 mld PLN (szacowany wpływ na zyski netto 1,25 mld PLN). Nie wiemy w jakim okresie i w jakiej skali będzie następowała dalsza konwersja. W 2009 roku negatywny wpływ na wyniki miała rezerwa restrukturyzacyjna związana w związku z zapowiedzianymi zwolnieniami grupowymi (159 mln PLN na wynik brutto). W poprzednich latach z kolei, negatywny wpływ na wyniki miał spadek stopy dyskontującej przyszły wzrost rent. Szacujemy, że powtarzalny zysk netto w 2009 roku sięgnął ok. 2,8 mld PLN. Obok tych czynników, na wyniki 2010 roku i kolejnych lat wpłynie wypłacenie dywidendy na poziomie 12,75 mld PLN pod koniec ubiegłego roku. Ograniczy to skalę aktywów finansowych i obniży wynik na działalności lokacyjnej. Zatem wyłączenie wpływu zysków z 12,75 mld PLN wolnego kapitału, powinno zostać odjęte od wyników. Z kolei in plus może zadziałać rozwiązanie kolejnej części rezerwy w segmencie ubezpieczeń.

Obok zapotrzebowania na produkty ubezpieczeniowe i właściwej wyceny oferowanych produktów uwzględniającej ryzyko ubezpieczeniowe, grupa PZU narażona jest na wahania wyniku z tytułu zmiennej koniunktury na rynkach finansowych (wynik na działalności lokacyjnej).

Wpływ zdarzeń jednorazowych na zysk netto

(mln PLN)	2007	2008	2009
zysk netto	3560	2330	3763
rozwiązanie rezerw w ubezpieczeniach*	850	807	1085
rezerwa restrukturyzacyjna i inne*	-196	-237	-129
skorygowany zysk netto	2907	1760	2806

Źródło: prospekt emisyjny PZU, DI BRE Banku

* szacunki DI BRE na podstawie informacji z prospektu, założona stopa podatku 19%

Z informacji prasowych wynika, że konsensus prognoz wyniku netto 4 biur maklerskich, które już prognozy sporządziły sięga ok. 2,85 mld PLN. Naszym zdaniem uwzględnia to zarówno spadek wyniku na działalności lokacyjnej, jak również rozwiązanie części rezerw w ubezpieczeniach na życie.

Na podstawie danych opublikowanych w prasie sporządziliśmy konsensus prognoz dotyczący wyniku netto PZU w latach 2010 – 2012. Na podstawie konsensusu zysków, poziomu kapitałów własnych na koniec 2009 roku oraz założeń w zakresie potencjalnych dywidend oszacowaliśmy poziom kapitałów własnych w kolejnych latach. Na tej podstawie wyliczyliśmy ROE. Założyliśmy, że w 2010 roku PZU wypłaci jeszcze 942 mln PLN dywidendy z zysków za 2009 rok. Jest to rekomendacja zarządu przedstawiona w prospekcie. W kolejnych latach założyliśmy wypłatę na poziomie 45% skonsolidowanych zysków netto. Pomijamy wpływ zmian poziomu kapitału z aktualizacji wyceny na kapitały własne.

Prognoza wyników finansowych

(mln PLN)	2009	2010P	2011P	2012P
Zysk netto*	3763	2848	3160	3513
Skorygowany zysk netto	2806	b.d.	b.d.	b.d.
Kapitały własne**	11267	13172	15051	17141
ROE***	24,0%	23,3%	22,4%	21,8%
ROE****	18,8%	25,3%	24,0%	23,3%

Źródło: prospekt emisyjny PZU, DI BRE Banku, Puls Biznesu

* prognozy na lata 2010 – 2012 wyliczona jako średnia prognoz zysku netto opublikowanych przez Puls Biznesu 21 kwietnia 2010

** wyliczamy kapitał własny na koniec okresu jako sumę kapitałów własnych na początek okresu, zysk netto za bieżący rok pomniejszony o dywidendę z zysku za rok poprzedni. Założyliśmy stopę wypłaty na poziomie 45%. W 2010 roku uwzględniamy dodatkową dywidendę w wys. 942 mln PLN z zysku za 2009 rok. Uchwała w tej sprawie ma zostać podjęta na najbliższym ZWZA.

*** ROE wyliczone jako relacja zysku netto do średniego poziomu kapitałów własnych w okresie

**** ROE wyliczone jako relacja zysku netto do kapitałów na początek okresu (metodologia stosowana przez PZU w prospekcie emisyjnym)

Analiza wskaźnikowa

	2007	2008	2009
ubezpieczenia majątkowe			
wskaźnik szkodowości brutto	63,2%	61,2%	68,4%
wskaźnik kosztów	28,7%	27,7%	29,2%
wskaźnik mieszany	91,9%	88,9%	97,6%
ubezpieczenia na życie			
wskaźnik kosztów	15,6%	15,6%	16,0%
pozostałe wskaźniki			
wskaźnik kosztów akwizycji	10,6%	11,5%	12,8%
wskaźnik kosztów administracyjnych	12,1%	12,2%	12,6%
wskaźnik kosztów	22,6%	23,6%	25,4%
stopa z inwestycji	5,5%	1,1%	6,8%
ROE*	22,1%	12,3%	24,0%
ROE**	24,9%	13,1%	18,8%
ROA	6,7%	4,1%	6,7%
wskaźnik wypłacalności	573%	581%	327%

Źródło: prospekt emisyjny PZU, DI BRE Banku

* zysk netto podzielony przez średnia arytmetyczną kapitałów własnych na początek i koniec okresu

** raportowane przez PZU, relacja zysku netto do kapitałów własnych na początek okresu

Strategia PZU zakłada utrzymanie pozycji lidera rynku zarówno w obszarze ubezpieczeń majątkowych jak i w ubezpieczeniach na życie. Ze względu na wysokie udziały w rynku, trudno oczekiwać dalszego mocnego wzrostu tych udziałów. Poprawie mogą ulec udziały tylko w wybranych obszarach tj. indywidualne ubezpieczenia na życie, dotowane ubezpieczenia rolne czy indywidualne ubezpieczenia mienia. PZU dążyć będzie również do poprawy rentowności, w obszarach gdzie istnieje potencjał do jego poprawy (przede wszystkim w ubezpieczeniach komunikacyjnych segmentu korporacyjnego). Dalszej poprawie i optymalizacji podlegać będzie model operacyjny, co ma doprowadzić do poprawy wskaźników kosztów administracyjnych. W tym celu podjęto m.in. decyzję o redukcji zatrudnienia o 2079 osób w 2010 roku. Do 2012 roku zatrudnienie ma zostać zredukowane o 4 tys. W planach jest również optymalizacja i restrukturyzacja sieci dystrybucji. W strategii jest również mowa o wykorzystaniu nadarzających się szans ekspansji międzynarodowej szczególnie w Europie Środkowo – Wschodniej. Kryterium dla takich ruchów ma być zwrot na kapitale.

Dywidenda

Długoterminowa polityka dywidendy zakłada, że spółka będzie wypłacała między 25% a 45% skonsolidowanych zysków netto w formie dywidendy, przy założeniu że współczynnik wypłacalności utrzyma się powyżej 250%. Na koniec 2009 roku, po uwzględnieniu dywidendy uchwalonej pod koniec ub.r. sięgał 327%. 1 października ub.r. zarząd uchwalił wypłatę 12,75 mld PLN (147,65 PLN/akcję) w formie dywidendy za lata ubiegłe (12 mld PLN) oraz zaliczki na poczet dywidendy z zysków za 2009 rok (0,75 mld PLN). Dywidenda została wypłacona 26 listopada. 26 marca zarząd podjął uchwałę, która zakłada, że z zysków za 2009 rok zostanie wypłaconych dodatkowo 942 mln PLN (10,91 PLN/akcję) w formie dywidendy. W prospekcie podano, że planowane jest zwołanie ZWZA na 10 czerwca. Łącznie z dywidendą zaliczkową, PZU wypłaci 1,69 mld PLN dywidendy z zysków za 2009 rok, czyli prawie 45% skonsolidowanego zysku netto za 2009 rok.

Analiza wskaźnikowa

Analizę wskaźnikową PZU na bazie ustalonej ceny maksymalnej (312,5 PLN/akcję) dokonujemy w oparciu o porównanie do spółek ubezpieczeniowych notowanych na europejskich giełdach.

Podsumowanie wskaźników

(mln EUR)	Mcap	P/E				P/BV				ROE%			
		2009	2010P	2011P	2012P	2009	2010P	2011P	2012P	2009	2010P	2011P	2012P
Turcja													
ANADOLU HE	577	13,7	14,2	11,5	10,8	2,9	2,6	2,5	2,4	19,9	19,2	19,0	29,0
YAPI KREDI SIGORTA AS	482	35,4	41,0	63,4	b.d.	3,3	b.d.	b.d.	b.d.	10,8	7,2	11,0	b.d.
AKSIGORTA	321	13,0	21,0	19,4	12,2	0,3	1,7	1,6	1,3	2,4	3,2	7,3	14,3
GUNES SIGORTA	169	66,1	32,1	28,1	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
ANADOLU SIGORTA	302	9,5	13,2	10,9	b.d.	0,7	0,6	0,6	b.d.	7,7	8,4	9,8	10,3
mediana		13,7	21,0	19,4	11,5	1,8	1,7	1,6	1,9	9,3	7,8	10,4	14,3
Austria													
VIG	4954	14,1	12,8	11,0	10,3	1,2	1,1	1,0	1,0	9,0	9,3	10,0	9,6
UNIQA	1873	28,5	14,5	11,9	10,7	1,3	1,2	1,2	b.d.	4,2	7,7	9,1	b.d.
mediana		21,3	13,6	11,5	10,5	1,3	1,2	1,1	1,0	6,6	8,5	9,6	9,6
Szwajcaria													
ZURICH FINANCIAL S.	26070	10,7	8,3	7,6	7,2	1,3	1,1	1,1	1,0	13,1	13,9	14,1	13,5
SWISS REINSURANCE	13101	27,1	9,7	7,7	6,8	0,8	0,7	0,7	0,7	2,2	8,3	9,3	10,2
SWISS LIFE HOLDING	3115	15,1	9,8	8,0	7,1	0,6	0,6	0,6	0,6	4,9	6,3	7,4	7,5
BALOISE-HOLDING	3271	10,2	9,4	8,5	7,5	1,1	1,0	0,9	0,8	12,0	11,3	11,3	12,5
HELVETIA HOLDING	2111	10,3	8,7	8,0	7,8	1,1	0,9	0,9	0,9	11,5	11,8	11,9	11,7
mediana		10,7	9,4	8,0	7,2	1,1	0,9	0,9	0,8	11,5	11,3	11,3	11,7
Holandia													
AEGON	9243	b.d.	12,6	7,8	6,2	0,8	0,8	0,7	0,6	0,0	8,4	10,2	11,0
FORTIS	6785	7,8	10,8	12,8	11,4	0,9	0,8	0,8	0,8	14,4	5,2	6,1	6,9
ING GROEP	28813	28,1	8,5	6,1	6,0	0,8	0,7	0,7	0,7	1,3	10,3	11,9	10,8
DELTA LLOYD	2964	b.d.	8,6	7,5	6,9	0,8	0,8	0,7	0,8	-2,7	9,5	10,4	10,7
mediana		17,9	9,7	7,7	6,6	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	8,9	10,3	10,7
Wielka Brytania													
PRUDENTIAL	17052	10,4	13,0	11,7	12,6	2,3	1,9	1,9	b.d.	16,0	17,0	20,1	20,6
AVIVA	12141	6,9	7,2	6,0	5,6	1,0	1,0	0,9	0,8	13,4	15,6	16,6	19,4
OLD MUTUAL	7389	9,9	8,4	7,1	6,8	1,0	0,9	0,8	1,3	7,0	9,5	10,5	11,8
LEGAL & GENERAL	6198	11,0	8,6	7,7	6,7	2,4	1,8	1,6	1,6	7,4	14,5	13,3	12,7
STANDARD LIFE	5267	15,1	12,8	11,7	10,3	0,7	b.d.	b.d.	b.d.	5,5	8,2	10,1	11,5
RSA INSURANCE GROUP	4973	9,8	9,5	8,9	8,9	1,3	1,3	1,2	1,2	12,3	13,8	14,4	14,3
AMLIN	2270	5,3	7,6	6,6	6,5	1,4	1,2	1,1	1,0	28,6	15,6	16,5	15,0
BRIT INSURANCE	712	6,0	7,4	5,9	5,0	0,4	0,7	0,7	0,6	9,4	9,1	11,2	11,6
mediana		9,9	8,5	7,4	6,8	1,2	1,2	1,1	1,1	10,8	14,1	13,9	13,5
Włochy													
GENERALI	26467	16,7	11,9	10,5	9,9	1,6	1,4	1,3	1,2	9,9	11,9	12,7	12,1
MEDIOLANUM SPA	3040	13,5	14,8	12,3	10,9	3,1	2,9	2,6	2,3	27,0	23,4	23,7	25,0
UNIPOL	1739	63,4	13,3	10,6	8,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,0	2,5	4,2	4,7
mediana		16,7	13,3	10,6	9,9	1,6	1,4	1,3	1,2	9,9	11,9	12,7	12,1
Francja													
CNP ASSURANCES	10049	9,9	8,7	7,7	7,2	1,1	0,9	0,9	0,8	11,5	11,4	11,9	11,1
AXA SA	38907	11,4	9,0	7,9	7,1	0,9	0,8	0,8	0,7	8,7	9,8	10,4	10,5
SCOR SE	3456	10,4	9,1	7,9	7,6	0,9	0,8	0,8	0,8	8,9	9,7	10,5	10,1
mediana		10,4	9,0	7,9	7,2	0,9	0,8	0,8	0,8	8,9	9,8	10,5	10,5
Niemcy													
MUENCHENER RUECK.	23589	9,7	10,1	9,2	8,7	1,0	1,0	0,9	0,9	10,8	10,0	10,6	10,4
HANNOVER	4431	6,4	7,8	7,4	7,1	1,3	1,1	1,0	1,0	21,5	14,3	13,8	13,9
ALLIANZ SE-REG	41262	9,2	8,4	7,7	7,3	1,0	0,9	0,9	0,9	11,6	11,4	11,9	12,0
mediana		9,2	8,4	7,7	7,3	1,0	1,0	0,9	0,9	11,6	11,4	11,9	12,0
Pozostałe													
SAMPO OYJ-A	10200	12,7	11,0	9,7	8,7	1,5	1,3	1,2	1,3	10,3	11,8	13,2	15,1
MAPFRE	7999	8,4	8,8	8,4	8,3	1,3	1,1	1,1	1,0	16,7	14,6	14,6	15,0
TRYGVESTA	3047	11,8	15,2	11,0	9,8	2,3	2,5	2,1	1,9	21,4	15,2	20,2	21,2
STOREBRAND	2624	18,0	11,4	9,1	8,2	1,2	1,2	1,1	1,0	7,4	10,8	11,7	11,4
CATALANA OCCIDENTE	2002	16,5	9,9	8,2	6,6	1,3	1,3	1,2	0,8	9,3	12,9	14,7	12,8
mediana		12,7	11,0	9,1	8,3	1,3	1,3	1,2	1,0	10,3	12,9	14,6	15,0
MEDIANA		11,2	9,8	8,5	7,6	1,1	1,0	0,9	0,9	9,9	10,8	11,7	11,8
ŚREDNIA		16,2	12,1	11,2	8,3	1,3	1,2	1,1	1,0	10,4	11,2	12,3	13,1
PZU*	6917	9,6**	9,5	8,5	7,7	2,4	2,0	1,8	1,6	24,0	23,3	22,4	21,8
premia/dyskonto do mediany		-14%	-4%	1%	1%	122%	103%	91%	76%				
premia/dyskonto do średniej		-41%	-22%	-23%	-7%	87%	73%	63%	52%				

Źródło: prospekt emisyjny PZU, DI BRE Banku, Bloomberg

* cena 312,5 PLN/akcję

** w oparciu o zysk skorygowany

W regionie CEE nie są notowane duże spółki ubezpieczeniowe. Jedynym rynkiem, na którym notowani są ubezpieczyciele jest Turcja. Jednak ich kapitalizacja jest znacznie mniejsza w relacji do PZU. Średni MCap dla 5 tureckich spółek ubezpieczeniowych sięga 370 mln EUR, podczas gdy MCap PZU wyliczony na bazie ceny maksymalnej i kursu EUR/PLN 3,9 wynosi ponad 6,9 mld EUR (prawie 27 mld PLN). PZU będzie największym ubezpieczycielem notowanym w regionie. Za najbardziej zbliżone spółki uważamy Vienna Insurance Group oraz Uniqa, austriackiego ubezpieczyciela ze względu na obszar geograficzny ich działalności. Dodatkowo MCap VIG sięga prawie 5 mld EUR. Wskaźniki dla PZU wyliczyliśmy na podstawie konsensusu prognoz dla zysku netto przedstawionym we wcześniejszej części opracowania.

Wskaźnik P/E

Biorąc pod uwagę średnie wskaźniki P/E dla innych ubezpieczycieli uważamy, że maksymalna cena emisyjna nie prezentuje istotnych premii w stosunku do wyceny innych spółek. Jednocześnie widzimy istotne dyskonta w relacji do średnich poziomów wskaźników. Średnia arytmetyczna uzyskana z wycen na bazie mediany wskaźników na lata 2010 – 2012 daje 314,3 PLN/akcję, na bazie średnich 380,8 PLN/akcję. Średnia z obu wycen sięga 347,6 PLN/akcję (11% powyżej ustalonej ceny maksymalnej).

Wycena PZU na bazie P/E

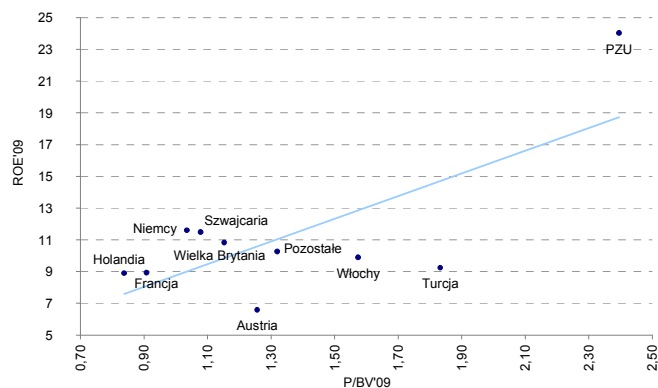
	2009	2010P	2011P	2012P
Mediana	11,2	9,8	8,5	7,6
Średnia	16,2	12,1	11,2	8,3
Wycena PZU w oparciu o medianę	364,4	324,6	310,0	308,3
Wycena PZU w oparciu o średnią	525,4	398,2	408,1	336,2

Źródło: prospekt emisyjny PZU, DI BRE Banku, Bloomberg

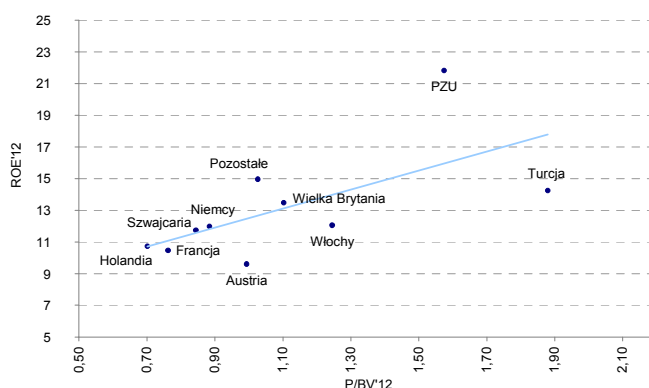
Wskaźnik P/BV oraz ROE

PZU wykazuje istotną premię w wycenie, jeśli weźmiemy pod uwagę wskaźnik P/BV (80 – 100% w relacji do mediany na lata 2010 – 2012 pozostałych spółek). Zwracamy uwagę, że PZU wyróżnia się na tle innych spółek europejskich poziomem rentowności kapitałów własnych. ROE za 2009 rok zrealizowane przez PZU sięga 24%, podczas gdy mediana dla porównywanych podmiotów sięga 10%. Na bazie konsensusu prognoz dla wyniku netto w kolejnych latach i na tej podstawie sporządzonych prognoz poziomu kapitałów własnych uważamy, że PZU w dalszym ciągu będzie utrzymywało wysoki poziom rentowności kapitałów własnych. Naszym zdaniem uzasadnia to premię w wycenie, co wskazujemy na poniższych wykresach.

ROE vs. P/BV'09



ROE vs. P/BV'12



Źródło: prospekt emisyjny PZU, DI BRE Banku, Bloomberg

PBV/ROE

	2009	2010P	2011P	2012P
PBV/ROE*	10,9	9,4	8,0	7,6
PBV/ROE PZU	10,0	8,8	8,0	7,2
premia/dyskonto	-8,5%	-6,4%	-0,1%	-5,2%

Źródło: prospekt emisyjny PZU, Bloomberg

* wyliczony na bazie mediany P/BV i ROE porównywanych spółek

Dywidenda

Jako że PZU jest największym graczem rynkowym, z ograniczonym potencjałem do wykazywania tempa wzrostu znacznie szybszego niż rynek, można postrzegać ją jako spółkę dywidendową. Tak jak pisaliśmy wcześniej i co zgodne jest z polityką dywidendową zawartą w prospekcie, przyjęliśmy 45% stopy wypłaty ze skonsolidowanych zysków netto w naszych szacunkach przyszłego poziomu kapitałów własnych. W 2010 roku ma zostać wypłacona dywidenda na poziomie 10,91 PLN/akcję. W kolejnych latach szacujemy DPS na 14,8 PLN i 16,5 PLN odpowiednio za 2010 i 2011 rok. Mediana stopy dywidendy brutto dla porównywanych spółek wynosi 4,4%, 4,8% i 5,4% odpowiednio dla 2010, 2011 i 2012 roku. W przypadku PZU wielkości te kształtują się na poziomie 3,5%, 4,7% i 5,3%. Szacowana stopa dywidendy brutto jest zbliżona z poziomami jakie prezentują inne spółki. Jednocześnie odpowiada ona, atrakcyjnych w ostatnim czasie lokat terminowych w bankach.

Wycena European Embedded Value

Kolejnym podejściem do wyceny ubezpieczycieli może być wycena w oparciu o EEV (European Embedded Value). Jest to wartość obrazująca wartość przyszłych zysków, które powstaną z portfela PZU Życie i PTE PZU z tytułu zawartych już umów. Dla obu tych spółek EEV na koniec 2009 roku wynosiło 22,106 mld PLN (24,744 mld PLN na koniec 2008 roku). Jednak PZU prezentuje również szacowany poziom EEV dla całej grupy PZU (włączając aktywa nieżyciowe). Na koniec 2009 roku EEV dla grupy wynosiło 23,907 mld PLN (33,024 mld PLN na koniec 2008 roku). Istotny wpływ na wielkość EEV dla grupy miało 12,75 mld PLN wypłaconej dywidendy. Przesuwając wartość podanego przez spółkę EEV na koniec kwietnia 2010 roku, stosując stopę dyskonta na poziomie 10,555% (premia za ryzyko 5% oraz stopa wolna od ryzyka 5,555% - rentowność obligacji dziesięcioletnich na zamknięcie sesji 19 kwietnia) otrzymujemy EEV na poziomie 24,7 mld PLN. Wartość EEV pomija aspekt zawierania nowych umów w przyszłości i wzrostu skali biznesu. Jest zatem bardzo konserwatywnym podejściem do wyceny. Jednocześnie EEV podane dla grupy bardzo konserwatywnie podchodzi do uwzględnienia PZU SA (majątkowe), pozostałych podmiotów w grupie oraz korekt konsolidacyjnych. Wartość wyznaczona jest w oparciu o aktywa netto na koniec 2009 roku (3,556 mld PLN). Uważamy, że wartość aktywów netto w tej części biznesu będzie rosła, ze względu na perspektywy realizacji zysków w przyszłości.

Skonfrontowaliśmy wycenę innych spółek europejskich na tle raportowanego przez nie EEV. Wartość wskaźnika jest bardzo zróżnicowana. Zwracamy uwagę, że im większy udział składki z ubezpieczeń życiowych w całkowitej składce przypisanej ubezpieczyciela tym mniejsza wartość P/EEV. Udział składki życiowej w grupie PZU wynosił 44%. Ze względu na dużą wartość składki majątkowej w składce przypisanej brutto, uzasadniona jest wycena grupy PZU powyżej 1xEEV. Uważamy, że wycena PZU prezentuje dyskonto około 8% w stosunku do mediany wycen porównywanych spółek.

Podsumowanie wskaźników P/EEV

	EEV (mln EUR)	P/EEV	skł. życiowa /skł. ogółem
ASSICURAZIONI GENERALI	22507	1,18	69%
ZURICH FINANCIAL SERVICES	10100	2,58	25%
MUENCHENER RUECKVER	11899	1,98	53%
SWISS REINSURANCE	12112	1,08	43%
AVIVA	16903	0,72	70%
AEGON NV	10440	0,89	87%
CNP ASSURANCES	21694	0,46	74%
VIENNA INSURANCE GROUP	4551	1,09	52%
ALLIANZ	12545	3,29	37%
AXA	30422	1,28	66%
STOREBRAND	1766	1,49	0%
HELVETIA HOLDING	1366	1,55	61%
mediana		1,23	
PZU	6128	1,13	44%

Źródło: prospekt emisyjny PZU, DI BRE Banku, Bloomberg

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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 księgową**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**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**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - 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**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

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 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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.

DI BRE Banku 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.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.