

PZU

Grupa PZU jest niekwestionowanym liderem polskiego rynku ubezpieczeń, z udziałami wynoszącymi ok. 35% w wybranych segmentach (ubezpieczenia osobowe i majątkowe) oraz istotną pozycją w zakresie produktów emerytalnych i inwestycyjnych. Silną pozycję rynkową spółka zawdzięcza rozbudowanym kanałom dystrybucji, wspieranym bardzo wysoką rozpoznawalnością marki. Wg szacunków zarządu PZU, baza klientów Grupy stanowi ponad połowę dorosłej populacji Polski. Tak duży dostęp do konsumentów daje Grupie duże korzyści płynące z cross-sellingu. Kompletna oferta produktowa pozwala spółce korzystać na pozytywnych trendach rynkowych (szybki wzrost polskiego rynku). Warto jednak pamiętać również o rosnącej konkurencji, w wyniku której udziały rynkowe spółki w długim okresie zapewne będą się kurczyć.

Perspektywy wzrostu wartości

Grupa PZU, pomimo pozycji lidera, konkuruje z coraz większą liczbą podmiotów usiłujących skorzystać na szybkim wzroście polskiego rynku ubezpieczeń. Nieuchronny w tej sytuacji w długim terminie wydaje się spadek udziałów rynkowych, który zarząd PZU zamierza rekompensować wzrostem gromadzonej składki (tzw. składki przypisanej brutto) per capita. Złożenie obu czynników można uznać za neutralne z punktu widzenia długiego horyzontu inwestycyjnego.

Pewna szansą jest restrukturyzacja kosztowa Grupy. Spółka świadomie „oddaje” konkurencji niektóre mniej zyskowne segmenty rynku (np. ubezpieczenia komunikacyjne), jednocześnie redukując lub reorganizując związaną z tymi segmentami infrastrukturę. Wg różnych oszacowań działania mogą przynieść ok. 200 mln PLN oszczędności, co bezpośrednio przełoży się na wzrost wyniku finansowego.

Mniej realistycznie należy ocenić powszechnie rozważane plany ekspansji zagranicznej PZU. Wskazują na to zarówno dotychczasowe doświadczenia, silna konkurencja na rynkach, które mogłyby być przedmiotem ekspansji, jak i fakt, że na liście strategicznych programów realizowanych obecnie przez zarząd PZU, brak obecnie jakichkolwiek formalnych potwierdzeń o takim kierunku rozwoju.

PZU posiada silną pozycję kapitałową. Fundusze własne znacząco przewyższają wymogi kapitałowe, stawiane przed ubezpieczycielami. Z jednej strony pozwala to na utrzymanie wysokiego ratingu wiarygodności (S&P – ocena A), z drugiej daje szansę na systematyczne wypłaty dywidend, co może być zachętą dla inwestorów postrzegających ten aspekt jako miarę atrakcyjności akcji spółki.

Wycena

Ogłoszona cena akcji PZU w ofercie publicznej (312,5 PLN za walor) zawiera premię (jest wyższa) w stosunku do notowań dużych grup ubezpieczeniowych na rynku europejskim (AXA, Generali, Allianz, itp.) Premia ta wynosi ok. 15% i podobnie jak w przypadku polskich banków jest usprawiedliwiona wyższą efektywnością biznesową jak i wyższym potencjałem wzrostu, niż to ma miejsce na rynkach rozwiniętych.

Nieformalne informacje o transakcjach dokonywanych na akcjach pracowniczych wskazują na akceptowane poziomy cenowe w przedziale 350-390 PLN. „Powtórzenie” takiego poziomu wyceny w notowaniach giełdowych oznaczałoby dla uczestników oferty publicznej 15-20% przebicie w stosunku do ceny z emisji.

Doświadczenie wielkich prywatyzacji prowadzonych przez Skarb Państwa za pośrednictwem GPW wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo takiego scenariusza. Przeciętny debiut spółki sprzedawanej przez Skarb Państwa na przestrzeni ostatnich 15 lat przyniósł 14% zysku w pierwszym dniu notowań i kolejne 3% w drugim tygodniu.

Struktura oferty

Oferta kierowana do inwestorów indywidualnych zawiera istotne ograniczenia w zakresie możliwości nabywania akcji spółki. Maksymalny zapis jest limitowany do liczby 30 akcji (w przypadku dystrybutorów i agentów - 80). Uwzględniając planowaną wielkość puli przeznaczonej dla inwestorów indywidualnych, może to oznaczać redukcję nawet tak skromnego zapisu o 30-50%.

Zapewne podobnie zostanie dokonany przydział akcji w transzy kierowanej do inwestorów instytucjonalnych. Celem kierujących ofertą będzie zapewne pozostawienie „niedosytu” akcji w gronie wszelkiego rodzaju funduszy, które nabywając akcje kierują się tzw. udziałami benchmarkowymi, tak by byli oni zmuszeni do zakupów na pierwszych sesjach na rynku wtórnym.

Kształt oferty został tak określony, by inwestorzy indywidualni (których liczbę szacuje się na ok. 300 tys.) uzyskali satysfakcjonujący zysk z inwestycji w akcje PZU. Czynnikiem ten ma ogromne znaczenie dla popularyzacji rynku kapitałowego w Polsce, jak również skutecznie zachęci zapewne liczne grono inwestorów indywidualnych do udziału w kolejnych ofertach Skarbu Państwa, których na najbliższy czas zaplanowano rekordowo dużo.

Wnioski

Oferta PZU jest atrakcyjną propozycją dla inwestorów krótkoterminowych. Ryzyko inwestycyjne za sprawą tzw. opcji stabilizacyjnej jest ograniczone niemal do zera, a potencjał wzrostu ceny na pierwszych sesjach na tyle atrakcyjny, że trudno wobec oferty pozostać obojętnym.

Ograniczenie maksymalnego zapisu w transzy inwestorów indywidualnych, skłania jednak do rozważenia inwestycji alternatywnej dokonanej równoległe do zapisu na akcje PZU. Zainteresowanie ofertą spółki będzie na tyle duże, że z pewnością przełoży się to na wzrost całego rynku. Już dziś zarząd spółki ujawnił, że w trakcie road-show dla inwestorów zagranicznych zainteresowanie ponad dwukrotnie przewyższa pierwotne oceny (ponad 3000 instytucji wyraziło zainteresowanie materiałami informacyjnymi). W połączeniu z doskonałym odbiorem zarządu PZU przez inwestorów (w szczególności prezesa Klesyka) oraz eksponowaną w prezentacji spółki atrakcyjnością Polski jako miejscem do inwestowania, można liczyć na znaczący napływ kapitałów zagranicznych na polski rynek. Beneficjentem takiej sytuacji powinny stać się fundusze inwestycyjne lokujące na GPW. Nabywanie ich jednostek nie jest w żaden sposób ograniczone.

autor: Adam Dakowicz – Członek Zarządu AgioFunds TFI SA