

# Jutrzenka

# Nota informacyjna

sektor / branża: Przemysł spożywczy

ISIN: PLJTRZN00011

Ticker: JTZ

27 kwietnia 2011

## Profil

Jutrzenka jest jednym z największych w Polsce producentów wyrobów cukierniczych (marki Goplana, Jutrzenka). Poza stodczami spółka produkuje również napoje (Hellena) oraz przyprawy (Appetita).

## Dane podstawowe

Kurs (26/04/11)	3,57
Liczba akcji (mln)	143,4
Kapitalizacja (mln zł)	511,8
EV (mln zł)	544,0

## Notowania

max. cena 52 tygodnie (zł)	4,60
min. cena 52 tygodnie (zł)	3,26
Średnie obroty (3 m-ce / tys. zł)	203,5

Akcjonariat	% akcji	% głosów
Jan Kolański	63,3%	63,3%
Aviva OFE	6,8%	6,8%
Jutrzenka	1,6%	1,6%
Pozostali	28,3%	28,3%

## Wyniki finansowe

Ubiegły rok obrotowy zakończony został przez Jutrzenkę powyżej oczekiwań rynkowych dzięki bardzo dobrym результатам za czwarty kwartał. Wcześniej jednak oczekiwania te zostały znacząco przycięte po bardzo słabym pod względem wyników spółki drugim kwartale. Załamanie wyników w tym okresie wynikało z kosztów pośrednich i bezpośrednich związanych z próbą przejścia Wedla. Po nieudanej transakcji spółka nadrobiła zaległości i ostatecznie zakończyła rok z zyskiem netto przekraczającym 30 mln zł przy oczekiwaniach znacznie poniżej tego poziomu (27-28 mln zł).

Przyzwoita była również dynamika przychodów, która wyniosła ponad 7% w stosunku do 2009 r. Motorem wzrostu pozostaje tu segment napojowy, który wzrósł aż o 46%. Nadal jednak był on daleki od prognozy rentowności (na poziomie operacyjnym strata segmentu wyniosła 8 mln zł), co wynika ze sporych nakładów na zwiększanie sprzedaży i wejścia do kolejnych sieci handlowych. Przeszkodą w osiągnięciu lepszych wyników był też znaczący wzrost cen cukru i opakowań. Ze względu na słabe pierwsze półrocze zaledwie 1% dynamikę wzrostu pokazał z kolei segment słodczy, odpowiadający za ponad 2/3 przychodów. Również tutaj gwałtowne zwwyżki cen cukru i mąki w końcówce roku spowodowały, że zysk operacyjny segmentu pogorszył się w porównaniu z 2009 r. Ostatni z segmentów - kulinaria - osiągnął niezłą dynamikę wzrostu (+11%), jednak wynik roczny tu także był niższy niż rok wcześniej.

Mimo problemów z drożącymi surowcami, w skali roku Jutrzenka udało się utrzymać rentowność brutto na podobnym poziomie r/r. Nastąpił jednak spory wzrost kosztów sprzedaży, za co głównie odpowiedzialny był segment napojów. W efekcie zysk operacyjny zmniejszył się o 25% do 39 mln zł. W trakcie roku nastąpiło natomiast znaczące zmniejszenie zadłużenia (o 50 mln zł) dzięki bardzo dobremu przepływowi finansowemu z działalności operacyjnej i stosunkowo niskim nakładom inwestycyjnym. Skutkiem tego było ograniczenie kosztów finansowych oraz stworzenie dużej rezerwy pozyskania kapitału na ewentualne przejścia. Ostateczne rezultaty spółki można zatem ocenić pozytywnie na tle wydarzeń i sytuacji w otoczeniu makroekonomicznym z 2010 r.

## Perspektywy spółki - ceny surowców i akwizycje

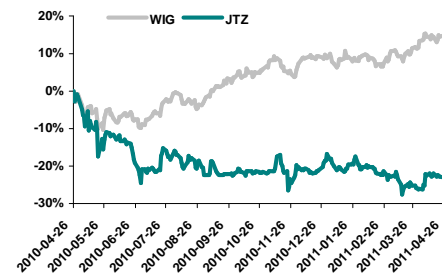
Największym problemem producentów słodczy są z pewnością wysokie ceny surowców. Niemniej jednak sytuacja zaczyna się ostatnio stabilizować i poprawiać. Cukier od kilku tygodni już nie drożeje, a nawet tanieje, choć spółki i tak w większości korzystają z kontraktów długoterminowych na korzystnych cenach. Kakao jest już prawie 20% poniżej szczytu z początku roku i jednocześnie na podobnym poziomie jak rok temu. Ceny zbóż, a zatem i mąki, również się ustabilizowały, choć na wysokich pułapach. Odpowiedzią na to były podwyżki cen produktów, które będą kontynuowane w trakcie roku. Wydaje się zatem, że producenci poradzą sobie z problemem drogich surowców bez znaczącego uszczerbku dla rentowności i osiągniętych zysków.

Czynnikami, który może przyspieszyć rozwój Jutrzenki, są natomiast akwizycje. Obecnie podejmowane są próby przejścia kontroli nad producentem wyrobów cukierniczych (chałwa, cukierki) Odra z Brzegu. Trudno powiedzieć, czy Jutrzenka uda się wykupić pakiet większościowy tej spółki, gdyż przeciwny jest temu zarząd oraz istnieje konkurencja ze strony ZPC Otmuchów. Pozytywne dla Jutrzenki zakończenie tej sprawy byłoby impulsem dla notowań spółki, gdyż między Odrą a Jutrzenką można wskazać wiele efektów synergii. Natomiast w razie niepowodzenia Jutrzenka pewnie będzie szukać kolejnego celu, ponieważ obecne zdolności finansowe pozwalają przeznaczyć nawet 200 mln zł na przejścia. Docięcie większego zakupu przyczyniłoby się do skokowej poprawy raportowanych zysków grupy. W naszej opinii prawdopodobieństwo wykupu Odry można szacować na 30-40%.

## Podsumowanie

Jutrzenka prowadzi obecnie zdywersyfikowaną działalność, opartą o trzy linie biznesowe. Niestety, otoczenie makro w zasadzie w każdym segmencie jest trudne, dlatego oczekiwana poprawa wyników będzie ograniczona z tego powodu. Niemniej jednak w 2011 r. spodziewamy się sporej dynamiki zysków w stosunku do roku ubiegłego, głównie za sprawą segmentu napojów oraz słodczowego. Z drugiej strony obecna cena wydaje się już uwzględniać ten czynnik, gdyż wskaźniki na bieżący rok są już zbliżone do średniej dla branży, jak również dla całego rynku. Wydarzeniem, które może zmienić ten stan będzie przeprowadzenie ewentualnej akwizycji, która w tym roku wydaje się być realna - może to być Odra lub inny podmiot. Pozwoliłoby to na przyspieszenie rozwoju i zapewne na osiągnięcie większych zysków. Bez tego trudno oczekiwać od notowań Jutrzenki znaczących zwwyżek, chyba że sytuacja na rynku surowcowym poprawi się na tyle, że dynamika zysku przekroczy nasze oczekiwania. Ze spółki płyną również sygnały, że w tym roku znów nie będzie dywidendy, natomiast kontynuowany będzie skup akcji własnych.

## Wykres siły relatywnej



## Analitik

**Tomasz Manowiec**

Makler Papierów Wartościowych

tel. 22 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

(mln zł)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	535,9	580,4	621,6	691,9	755,6	819,7
zmiana r/r (%)	9,4%	8,3%	7,1%	11,3%	9,2%	8,5%
EBITDA	-4,3	78,7	63,8	71,4	78,7	86,0
EBIT	-26,9	52,6	39,3	48,0	54,0	61,0
marża EBIT (%)	-5,0%	9,1%	6,3%	6,9%	7,1%	7,4%
Wynik netto	-34,6	32,8	30,7	37,2	43,3	50,0
marża netto (%)	-6,5%	5,6%	4,9%	5,4%	5,7%	6,1%
EPS (zł)	-0,24	0,23	0,21	0,26	0,30	0,35
BVPS (zł)	3,69	3,88	4,10	4,36	4,60	4,79
DPS (zł)	-	0,03	-	-	0,06	0,15
P/E (x)	-14,8	15,6	16,7	13,8	11,8	10,2
P/BV (x)	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (x)	-126,5	6,9	8,5	7,6	6,9	6,3

P - prognozy BM BGZ

## Porównanie branżowe Jutrzenki

Oprócz Jutrzenki, wśród spółek notowanych na GPW jest jeszcze trzech innych producentów słodczy – Mieszko, ZPC Otmuchów oraz Wawel. Poniżej znajduje się zestawienie wartości najpopularniejszych wskaźników wyceny wyznaczonych dla wspomnianych spółek. Przedstawiamy wskaźniki P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto spółki do zysku przed odsetkami i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto spółki do zysku przed odsetkami i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do obliczeń wykorzystano bieżącą cenę rynkową oraz stan zadłużenia na koniec 2010 r. Natomiast wartości zysków to raportowane wyniki za ubiegły rok oraz nasze prognozy na lata 2011-2012.

Komentarza wymagają wskaźniki dla spółki Mieszko. W przypadku wskaźników opartych na wartości przedsiębiorstwa (EV) do kapitalizacji i raportowanego na koniec roku długu dodaliśmy również rynkową wartość obligacji zamiennych wyemitowanych na przejęcie litewskiej spółki Vilniaus Pergale. Wartość tę wyznaczaliśmy jako sumę składnika zobowiązaniowego przy efektywnej stopie procentowej wynoszącej 6% oraz składnika opcyjnego, do wyliczenia którego przyjęliśmy następujące zmienne: cena wykonania 4 zł, liczba potencjalnych akcji 30,854 mln szt., stopa wolna od ryzyka 4%, zmienność stopy zwrotu 25% i czas do wygaśnięcia liczony do początku marca 2014 r. (2,87 roku). Z kolei prognozowane zyski uwzględniają już konsolidację litewskiej spółki. Należy też zaznaczyć, że przedstawiony poniżej wskaźnik P/E oparty jest o rozwodniony zysk na jedną akcję liczony zgodnie z MSR 33 *Zysk przypadający na jedną akcję*, co pozwala lepiej porównać wycenę poszczególnych spółek.

**Tab. Wskaźniki wyceny producentów słodczy**

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P
Mieszko	20,7	11,4	10,1	13,0	7,5	6,8	14,0	11,3	10,6
Otmuchów	12,2	11,5	8,9	9,3	7,2	5,5	14,9	14,5	11,0
Wawel	12,7	11,2	9,9	10,7	9,3	8,1	15,6	13,8	12,1
Średnia	15,2	11,4	9,6	11,0	8,0	6,8	14,8	13,2	11,3
Jutrzenka	13,8	11,3	10,1	8,5	7,6	6,9	16,7	13,8	11,8

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Z przedstawionego zestawienia wynika, że notowania spółek słodczowych są bardzo zbliżone pod względem wartości wskaźników, jedynie Mieszko jest notowany przy nieco niższych wskaźnikach. W oparciu o nasze prognozy otrzymujemy wskaźniki dla Jutrzenki, które w tym roku niemal idealnie odwzorowują średnią dla tego segmentu. Natomiast ich nominalne wartości nie odbiegają istotnie od poziomów dla szerokiego rynku, a w szczególności dla notowań małych i średnich spółek. Prognozy nie uwzględniają potencjalnych przejęć i dopiero ten czynnik może spowodować istotną zmianę warunków rynkowych w odniesieniu do notowań Jutrzenki.

## Prognozy finansowe (wybrane pozycje)

Tab. Sprawozdanie z sytuacji finansowej

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>AKTYWA</b>	<b>502,6</b>	<b>826,7</b>	<b>799,8</b>	<b>791,6</b>	<b>807,3</b>	<b>837,2</b>	<b>874,0</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>315,6</b>	<b>587,8</b>	<b>568,0</b>	<b>555,3</b>	<b>553,1</b>	<b>548,4</b>	<b>540,7</b>
Wartości niematerialne i prawne	129,8	270,8	272,4	270,7	270,1	269,0	267,5
Rzeczowe aktywa trwałe	177,8	272,1	255,8	240,9	248,0	244,5	238,2
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>186,9</b>	<b>238,8</b>	<b>231,9</b>	<b>236,3</b>	<b>254,2</b>	<b>288,8</b>	<b>333,3</b>
Zapasy	40,6	45,0	49,0	52,9	58,9	64,4	69,8
Należności krótkoterminowe	126,0	167,2	129,0	143,7	156,9	171,3	185,9
Inwestycje krótkoterminowe	2,5	10,6	39,2	24,8	23,5	38,2	62,8
<i>w tym środki pieniężne</i>	<i>2,5</i>	<i>5,1</i>	<i>26,5</i>	<i>11,2</i>	<i>10,0</i>	<i>24,7</i>	<i>49,2</i>
<b>PASYWA</b>	<b>502,6</b>	<b>826,7</b>	<b>799,8</b>	<b>791,6</b>	<b>807,3</b>	<b>837,2</b>	<b>874,0</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>240,5</b>	<b>529,6</b>	<b>555,9</b>	<b>587,7</b>	<b>624,9</b>	<b>659,0</b>	<b>687,3</b>
Kapitał zakładowy	9,3	23,0	22,9	22,9	22,9	22,9	22,9
Kapitał zapasowy	91,8	654,5	632,6	656,9	687,6	715,5	737,1
Zysk netto	77,4	-34,6	32,8	30,7	37,2	43,3	50,0
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>262,0</b>	<b>297,1</b>	<b>244,0</b>	<b>203,8</b>	<b>182,4</b>	<b>178,2</b>	<b>186,7</b>
Zobowiązania długoterminowe	10,3	26,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	205,9	207,4	168,8	125,9	104,4	100,2	108,7
<i>w tym dług odsetkowy razem</i>	<i>103,3</i>	<i>126,8</i>	<i>96,8</i>	<i>43,4</i>	<i>12,7</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Rachunek zysków i strat**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ogółem</b>	<b>489,6</b>	<b>535,9</b>	<b>580,4</b>	<b>621,6</b>	<b>691,9</b>	<b>755,6</b>	<b>819,7</b>
<i>zmiana r/r</i>	<i>12,2%</i>	<i>9,4%</i>	<i>8,3%</i>	<i>7,1%</i>	<i>11,3%</i>	<i>9,2%</i>	<i>8,5%</i>
<b>Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów</b>	<b>357,3</b>	<b>342,1</b>	<b>360,5</b>	<b>388,9</b>	<b>433,9</b>	<b>473,8</b>	<b>514,0</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>132,4</b>	<b>193,7</b>	<b>219,9</b>	<b>232,7</b>	<b>258,0</b>	<b>281,8</b>	<b>305,7</b>
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>27,0%</i>	<i>36,1%</i>	<i>37,9%</i>	<i>37,4%</i>	<i>37,3%</i>	<i>37,3%</i>	<i>37,3%</i>
Koszty sprzedaży	89,1	128,6	120,5	143,4	162,7	178,1	192,5
Koszty ogólnego zarządu	27,5	44,5	53,0	45,1	47,4	49,8	52,2
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>15,8</b>	<b>20,6</b>	<b>46,4</b>	<b>44,2</b>	<b>48,0</b>	<b>54,0</b>	<b>61,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>99,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>78,7</b>	<b>63,8</b>	<b>71,4</b>	<b>78,7</b>	<b>86,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>83,5</b>	<b>-26,9</b>	<b>52,6</b>	<b>39,3</b>	<b>48,0</b>	<b>54,0</b>	<b>61,0</b>
<i>marża operacyjna</i>	<i>17,1%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>9,1%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,4%</i>
Saldo z działalności finansowej	-4,4	-9,5	-3,3	0,0	-2,0	-0,5	0,7
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>79,1</b>	<b>-36,4</b>	<b>49,3</b>	<b>39,3</b>	<b>45,9</b>	<b>53,5</b>	<b>61,7</b>
<i>marża brutto</i>	<i>16,2%</i>	<i>-6,8%</i>	<i>8,5%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,5%</i>
Podatek dochodowy	1,9	-1,8	15,7	8,6	8,7	10,2	11,7
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>77,2</b>	<b>-34,6</b>	<b>32,8</b>	<b>30,7</b>	<b>37,2</b>	<b>43,3</b>	<b>50,0</b>
<i>marża netto</i>	<i>15,8%</i>	<i>-6,5%</i>	<i>5,6%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,1%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Sprawozdanie z przepływów pieniężnych**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>43,8</b>	<b>58,6</b>	<b>83,4</b>	<b>46,7</b>	<b>61,9</b>	<b>57,4</b>	<b>63,5</b>
Zysk netto	77,2	-34,6	32,8	30,7	37,2	43,3	50,0
Amortyzacja	15,5	22,6	26,1	24,5	23,4	24,7	25,0
Odsetki	3,6	7,2	4,3	1,2	2,4	0,8	0,0
Zmiana kapitału obrotowego	19,0	-59,0	-6,0	-7,7	-9,8	-11,4	-11,5
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-111,2</b>	<b>-41,4</b>	<b>-18,8</b>	<b>-8,6</b>	<b>-30,0</b>	<b>-20,0</b>	<b>-17,3</b>
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-69,3	-46,1	-18,7	-12,1	-30,0	-20,0	-17,3
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>62,9</b>	<b>-14,6</b>	<b>-42,4</b>	<b>-53,5</b>	<b>-33,1</b>	<b>-22,7</b>	<b>-21,7</b>
Odsetki	-2,9	-8,1	-4,7	-2,2	-2,4	-0,8	0,0
Kredyty netto	67,2	-7,1	-30,6	-76,4	-30,7	-12,7	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	-4,3	0,0	0,0	-9,3	-21,7
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-4,5</b>	<b>2,6</b>	<b>22,2</b>	<b>-15,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>14,7</b>	<b>24,5</b>
<b>Środki pieniężne:</b>							
<b>na początek okresu</b>	<b>6,9</b>	<b>2,5</b>	<b>5,1</b>	<b>26,5</b>	<b>11,2</b>	<b>10,0</b>	<b>24,7</b>
<b>na koniec okresu</b>	<b>2,5</b>	<b>5,1</b>	<b>26,5</b>	<b>11,2</b>	<b>10,0</b>	<b>24,7</b>	<b>49,2</b>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Wskaźniki finansowe**

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
marża brutto na sprzedaży	27,0%	36,1%	37,9%	37,4%	37,3%	37,3%	37,3%
marża EBITDA	20,2%	-0,8%	13,6%	10,3%	10,3%	10,4%	10,5%
marża EBIT	17,1%	-5,0%	9,1%	6,3%	6,9%	7,1%	7,4%
marża netto	15,8%	-6,5%	5,6%	4,9%	5,4%	5,7%	6,1%
dynamika przychodów	12,2%	9,4%	8,3%	7,1%	11,3%	9,2%	8,5%
dynamika EBITDA	156,8%	-	-	-18,8%	11,8%	10,2%	9,3%
dynamika EBIT	223,7%	-	-	-25,3%	22,1%	12,5%	13,0%
dynamika EPS	286,0%	-	-	-6,5%	21,3%	16,5%	15,3%
dług/aktywa	20,6%	15,3%	12,1%	5,5%	1,6%	0,0%	0,0%
dług/kapitał własny	43,0%	23,9%	17,4%	7,4%	2,0%	0,0%	0,0%
dług/EBITDA	1,0	-	1,2	0,7	0,2	0,0	0,0
EBIT/odsetki	23,0	-	10,4	15,7	20,1	-	-
płynność bieżąca	0,9	1,2	1,4	1,9	2,4	2,9	3,1
płynność szybka	0,7	0,9	1,1	1,5	1,9	2,2	2,4
płynność gotówkowa	0,01	0,02	0,16	0,09	0,10	0,25	0,45
rotacja zapasów (dni)	30,2	30,6	30,8	31,1	31,1	31,1	31,1
rotacja należności (dni)	93,9	113,9	81,1	84,4	82,8	82,8	82,8
rotacja zobowiązań (dni)	84,1	72,9	45,2	48,4	48,4	48,4	48,4
cykl rotacji gotówki (dni)	40,1	71,6	66,7	67,1	65,4	65,4	65,4
ROA	20,4%	-4,2%	4,5%	4,1%	4,9%	5,3%	5,8%
ROE	38,3%	-9,0%	6,0%	5,4%	6,1%	6,8%	7,4%
ROIC	3,7%	2,5%	6,5%	5,0%	6,1%	6,6%	7,2%
WACC	10,2%	11,2%	10,3%	10,8%	11,6%	11,8%	11,9%
EVA (mln zł)	-22,3	-56,6	-24,6	-36,1	-35,4	-34,3	-32,4
FCFF (mln zł)	-63,9	-61,1	43,8	40,1	22,5	37,0	45,6

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej**

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
EPS	1,48	-0,24	0,23	0,21	0,26	0,30	0,35
DPS	-	-	0,03	-	-	0,06	0,15
Dividend yield	-	-	0,8%	-	-	1,8%	4,2%
BVPS	4,60	3,69	3,88	4,10	4,36	4,60	4,79
P/E	2,4	-	15,6	16,7	13,8	11,8	10,2
P/BV	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
P/S	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
P/CE (cash earnings)	5,5	-	8,7	9,3	8,4	7,5	6,8
EV/EBIT	6,5	-	10,3	13,8	11,3	10,1	8,9
EV/EBITDA	5,5	-	6,9	8,5	7,6	6,9	6,3
EV/S	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Doradztwo Inwestycyjne		telefon	adres email
------------------------	--	---------	-------------

Tomasz Dumala		22 329 43 40	<a href="mailto:tomasz.dumala@bgz.pl">tomasz.dumala@bgz.pl</a>
Marcin Lachowski		22 329 43 84	<a href="mailto:marcin.lachowski@bgz.pl">marcin.lachowski@bgz.pl</a>
Grzegorz Kujawski		22 329 43 46	<a href="mailto:grzegorz.kujawski@bgz.pl">grzegorz.kujawski@bgz.pl</a>
Tomasz Manowiec		22 329 43 44	<a href="mailto:tomasz.manowiec@bgz.pl">tomasz.manowiec@bgz.pl</a>


Operacje Brokerskie		telefon	adres email
---------------------	--	---------	-------------

Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	22 329 43 23	<a href="mailto:jaroslaw.duszczyk@bgz.pl">jaroslaw.duszczyk@bgz.pl</a>
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	22 329 43 26	<a href="mailto:marek.niewiadomski@bgz.pl">marek.niewiadomski@bgz.pl</a>
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 25	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgz.pl">grzegorz.leszek@bgz.pl</a>
Monika Dudek	Klienci detaliczni	22 329 43 24/20	<a href="mailto:monika.dudek@bgz.pl">monika.dudek@bgz.pl</a>
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	22 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgz.pl">przemyslaw.borycki@bgz.pl</a>

Oferty Publiczne (IPO)		telefon	adres email
------------------------	--	---------	-------------

Marek Jaczewski	Główny specjalista	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgz.pl">marek.jaczewski@bgz.pl</a>
Bogusław Bączyk	Główny specjalista	22 329 43 42	<a href="mailto:boguslaw.baczuk@bgz.pl">boguslaw.baczuk@bgz.pl</a>

Internetowe serwisy transakcyjne		strona www
----------------------------------	--	------------

	Zlecenia na GPW i New Connect	<a href="http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html">http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html</a>
	Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	<a href="http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html">http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html</a>

Oddziały		adres	telefon	adres	telefon
----------	--	-------	---------	-------	---------

Białystok	ul. Suraska 3 a	85 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25	77 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	23 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9	29 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	74 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d	24 264 17 17
Ełk	ul. Armii Krajowej 24	87 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17	61 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	95 721 63 29	Przemysł	ul. Kamienny Most 6	16 675 05 86
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	75 753 30 98	Radom	ul. Traugutta 29	48 361 22 70
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	41 366 02 15	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9	17 852 05 21
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	94 354 74 63	Siedlce	ul. Joselewicza 3	25 640 90 04
Kraków	ul. Pawia 5	12 632 70 11	Sieradz	ul. Sarańska 5	43 822 61 34
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	81 531 91 44	Szczecin	Plac Lotników 3 b	91 433 19 20
Łomża	ul. Dworna 12	86 215 41 99	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5	15 823 11 15
Łódź	ul. Piotrkowska 57	42 670 20 70	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c	14 629 11 98
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	95 742 15 13	Warszawa	ul. Grzybowska 4	22 581 54 51
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	18 443 53 91	Warszawa	ul. Żurawia 6/12	22 329 44 17
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	89 527 27 10	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a	84 638 54 03

Biuro Maklerskie Banku BGZ prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ i jest udostępniana klientom wyłącznie w celach informacyjnych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGZ za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGZ nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. W szczególności nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGZ jest zabronione.