

Nepentes

sektor / branża: Farmaceutyczny

 Ticker: **NEP**

 ISIN: **PLNPNTS00012**
Kupuj
30,59 zł
Profil spółki

Nepentes działa na rynku dermatologicznym oraz pediatrycznym i zajmuje się produkcją oraz dystrybucją dermokosmetyków i leków dostępnych bez recepty. Obecnie oferta jest poszerzana o leki na receptę. Sprzedaż kierowana jest głównie do Polski oraz innych państw Europy Środkowo-Wschodniej.

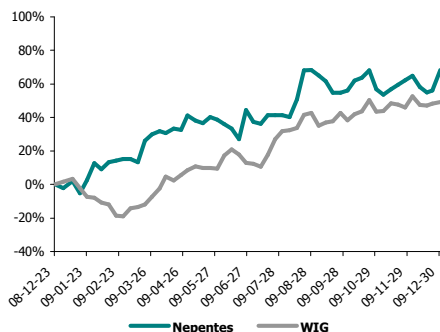
Dane podstawowe

Kurs (31/12/09)	25,0
Wycena DCF	29,4
Wycena porównawcza	31,7
Liczba akcji (tys.)	15 700
Kapitałacja (mln zł)	392,5
EV (mln zł)	386,4

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	26,0
min cena 52 tygodnie (zł)	13,9
Średni wolumen obrotów (tys.)	2,46

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Morluk Sp. z o.o.	31,1%	31,1%
Łukasz Butruk	16,0%	16,0%
Marek Orłowski	16,0%	16,0%
Aviva OFE	5,8%	5,8%
ING OFE	5,0%	5,0%
Pozostali	26,1%	26,1%



Analitik:

Tomasz Manowiec

Makler Papierów Wartościowych

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Wyniki za 1-3Q 2009 r.

Pierwsze trzy kwartały 2009 r. można potraktować jako udane dla Nepentesu. Spółka osiągnęła prawie 100 mln zł przychodów, co oznacza ponad 23% dynamikę w stosunku do roku poprzedniego, natomiast na poziomie zysku operacyjnego oraz EBITDA wynik był zbliżony do uzyskanego w 2008 r. Brak dynamiki zysków wynikał z dwóch czynników. Po pierwsze była to niższa marża na towarach importowanych z zagranicy, będąca efektem osłabienia złotego, a po drugie koszty związane z przygotowaniem i rozruchem nowej fabryki w Chociwiu, do której zostanie przeniesiona całość produkcji już w pierwszym kwartale 2010 r. Po uwzględnieniu dodatniego salda finansowego, zysk netto wyniósł 15,8 mln zł, czyli o ponad 8% więcej niż rok wcześniej.

Prognoza na 4Q i cały 2009 r.

Czwarty kwartał 2009 r. będzie prawdopodobnie słaby ze względu na czynnik podatkowy - Spółka posiada zwolnienie podatkowe od 2010 r. i w związku z tym poniesie więcej kosztów jeszcze w 2009 r. oraz zaksięguje więcej przychodów w 2010 r. tak, by zoptymalizować płatności podatkowe. W związku z tym szacujemy, że ostatni okres ubiegłego roku zakończył się z zyskiem netto na poziomie 2,3 mln zł, co daje całoroczną prognozę zysku w wysokości 18,1 mln zł. Oznacza to niewielką dynamikę r/r, ale należy pamiętać o czynnikach obciążających wynik w tym okresie.

Perspektywy Spółki

Branża, w której działa Nepentes, należy do bardzo stabilnych a zarazem do bardzo perspektywicznych. Wysoka dynamika rynku nawet w czasie kryzysu dobrze wróży na kolejne lata. Natomiast czynnikami, które będą decydować o dalszym rozwoju Spółki jest nowy zakład produkcyjny i związane z nim rozpoczęcie produkcji leków na receptę oraz zwiększanie sprzedaży eksportowej poprzez wchodzenie na nowe rynki zagraniczne. Szczególnie produkcja leków powinna w znacznej mierze przyczynić się do poprawy marż i zysków, ponieważ charakteryzuje się wysoką rentownością oraz niższymi niż w przypadku dermokosmetyków nakładami na reklamę. Podobnie wzrost sprzedaży eksportowej będzie w dużym stopniu poprawiał wyniki, ponieważ nie wymaga znaczących nakładów na marketing i wsparcie sprzedaży. W efekcie najbliższe lata mogą być okresem dynamicznej poprawy wyników Nepentesu.

Wycena i podsumowanie

Wycena Spółki została sporządzona za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metody porównawczej. Przyjęte przez nas założenia do modelu DCF pozwoliły uzyskać cenę jednej akcji Nepentesu na poziomie 29,4 zł, natomiast z wyceny porównawczej wartość jednego waloru wynosi 31,7 zł.

Bieżące wyniki oraz bardzo dobre perspektywy dla Spółki w najbliższych latach pozwalają optymistycznie ocenić przyszłość Nepentesu. Dynamiczny wzrost sprzedaży własnych produktów, rozwój eksportu w dotychczasowych oraz do nowych rynków, a także rozpoczęcie produkcji leków na receptę od 1Q 2010 r. pozwolą na kontynuowanie szybkiego tempa wzrostu przy jednoczesnym utrzymaniu wysokiej rentowności sprzedaży. Duże znaczenie dla tegorocznego wyniku będzie miało również zwolnienie podatkowe związane z działalnością w Łódzkiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej. Powyższe czynniki skłaniają nas do wydania rekomendacji KUPUJ dla Nepentesu z ceną docelową na poziomie 30,59 zł, jako średnią ze wszystkich wykorzystanych metod wyceny.

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	86,8	109,5	132,6	170,6	210,6	245,5
zmiana r/r (%)	29,9%	26,2%	21,1%	28,6%	23,5%	16,6%
EBITDA	19,8	24,7	23,2	33,5	40,0	46,7
EBIT	17,0	21,2	21,1	28,8	34,6	41,0
marża EBIT (%)	19,6%	19,4%	15,9%	16,9%	16,4%	16,7%
Zysk netto	13,1	16,6	18,1	29,1	35,3	37,0
marża netto (%)	15,1%	15,2%	13,7%	17,1%	16,8%	15,1%
EPS (zł)	0,83	1,06	1,15	1,85	2,25	2,35
DPS (zł)	0,14	0,26	0,19	0,38	0,61	1,12
P / E	30,0	23,6	21,7	13,5	11,1	10,6
EV / EBITDA	19,5	15,6	16,6	11,5	9,7	8,3

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych;
- metody porównawczej.

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki Nepentes w wysokości 462 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 29,43 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając ewentualnych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6,2%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- ze względu na brak zadłużenia w Spółce oraz wysoką stabilność branży w której działa, współczynnik beta przyjęliśmy na stałym poziomie równym 0,9 dla całego okresu prognozy;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 3% w skali roku;
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%, uwzględniono natomiast zwolnienie podatkowe w kwocie 15 mln zł związane z inwestycją w ŁSSE;
- szacunek nakładów inwestycyjnych na najbliższy okres został oparty o plany i założenia Spółki, natomiast w kolejnych latach prognozy o wartość nakładów odtworzeniowych, które będą równe połowie odpisów amortyzacyjnych;
- zadłużenie długoterminowe ani krótkoterminowe nie będzie wykorzystywane przez Spółkę;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata powiązany jest ze wzrostem wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5% w skali roku;
- rotacje zobowiązań handlowych, zapasów i należności pozostaną na poziomie 2008 r. (odpowiednio 41, 51 i 80 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 4.01.2010 r.

Tab. Wycena metodą DCF

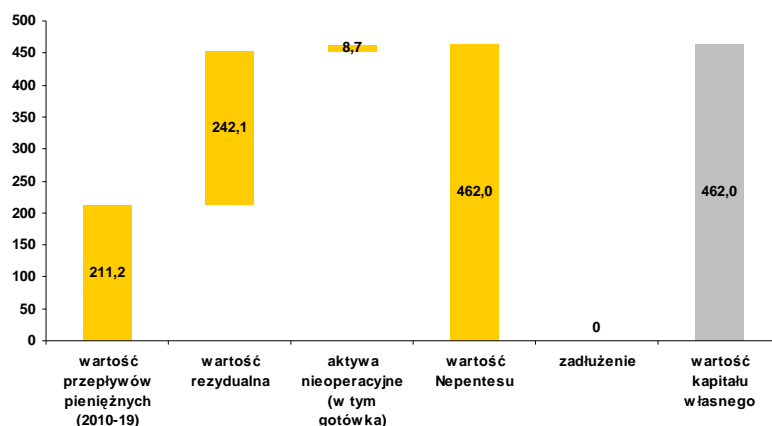
(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	170,6	210,6	245,5	276,3	303,7	328,8	353,0	375,6	396,9	413,9
EBIT	28,8	34,6	41,0	46,8	51,6	55,8	59,7	65,4	70,1	73,2
Efektywna stopa podatkowa	0%	0%	12%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	28,8	34,6	36,2	37,9	41,8	45,2	48,3	53,0	56,7	59,3
Amortyzacja	4,7	5,3	5,7	5,6	5,8	6,1	6,4	4,6	3,7	3,4
CAPEX	5,0	2,3	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,2	2,3	3,4
Inwestycje w kapitał obrotowy	9,3	9,8	8,5	7,5	6,7	6,1	5,9	5,5	5,2	4,2
FCFF	19,3	27,8	30,6	33,2	38,1	42,2	45,8	48,9	52,9	55,1
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
% kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
% długu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Suma DCF	211,2									
Wartość rezydualna (TV)	696,8									
Zdyskontowana TV	242,1									
Wartość działalności operacyjnej	453,3									
Gotówka netto	8,7									
Wartość kapitału własnego	462,0									
Liczba akcji (mln szt.)	15,70									
Wartość 1 akcji (4.01.2010)	29,43 zł									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Zdyskontowana wartość prognozowanych przez nas wolnych przepływów pieniężnych w latach 2010-2019 wynosi ponad 211 mln zł. Natomiast wartość rezydualna, odzwierciedlająca wartość przepływów po okresie prognozy wynosi ponad 242 mln. Dodatkowo Nepentes posiada aktywa nieoperacyjne o wartości 8,7 mln, co w sumie składa się na wartość całej Spółki w wysokości 462 mln zł. Ponieważ Nepentes nie posiada zadłużenia, jest to zarazem wartość kapitałów własnych Spółki.

Rys. Składowe wartości Nepentesu z wyceny metodą DCF



Źródło: BM BGŻ.

Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wyceny DCF na przyjęte do modelu założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy. Wycena charakteryzuje się niewielką wrażliwością zarówno na zmianę tempa wzrostu przepływów w nieskończoność, jak również na zmianę wartości WACC. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie 29,43 zł.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	-1,0%	27,85	28,72	29,69	30,79	32,04
	-0,5%	27,73	28,59	29,56	30,65	31,90
	0,0%	27,61	28,47	29,43	30,52	31,76
	0,5%	27,49	28,34	29,30	30,38	31,62
	1,0%	27,37	28,22	29,17	30,25	31,48

Źródło: BM BGŻ.

Wycena porównawcza

Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników 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 oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych i długu netto spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na wynikach oraz prognozach z lat 2008-2010 dla zagranicznych spółek działających w segmencie kosmetyków zbliżonym do Nepentesu – Estee Lauder, Chattem Inc. oraz L’Oreal. Poniżej znajduje się krótka charakterystyka porównywanych spółek.

Estee Lauder jest producentem środków do pielęgnacji skóry i włosów, działa również w segmencie kosmetyków i perfum, a także jest właścicielem producenta składników kosmetyków. Produkty są sprzedawane na całym świecie pod wieloma markami.

Chattem Inc. zajmuje się produkcją leków OTC i suplementów diety, m.in. w segmencie dermatologicznym. Produkty spółki dystrybuowane są do prawie 100 państw, głównie poprzez apteki. Chattem został przejęty przez Sanofi-Aventis, globalnego producenta farmaceutycznego.

L’Oreal Group jest największym na świecie producentem kosmetyków, przy czym zajmuje się głównie wytwarzaniem środków do pielęgnacji włosów i skóry, posiada również dywizję perfum. W segmencie dermokosmetyków reprezentowana jest w Polsce i w innych krajach pod markami Vichy oraz LaRoche, przy czym druga z nich pozycjonowana jest wyżej cenowo i jakościowo.

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P	2009P	2010P	2011P
Estee Lauder	19,3	13,6	11,4	12,9	10,0	8,7	34,0	21,4	18,1
Chattem Inc.	13,3	12,7	11,9	12,5	11,9	11,3	20,3	18,5	16,6
l'Oreal	19,5	18,1	17,0	15,3	14,5	13,5	25,1	22,2	20,4
Średnia	17,4	14,8	13,4	13,6	12,1	11,2	26,5	20,7	18,4
Nepentes									
wskaźniki dla Nepentes	18,3	13,4	11,2	16,6	11,5	9,7	21,7	13,5	11,1
Implikowana cena 1 akcji Nepentes	23,7	27,6	30,0	20,5	26,3	28,8	30,5	38,4	41,4
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
Wycena 1 akcji	29,65 zł								

Źródło: BM BGŻ S.A.

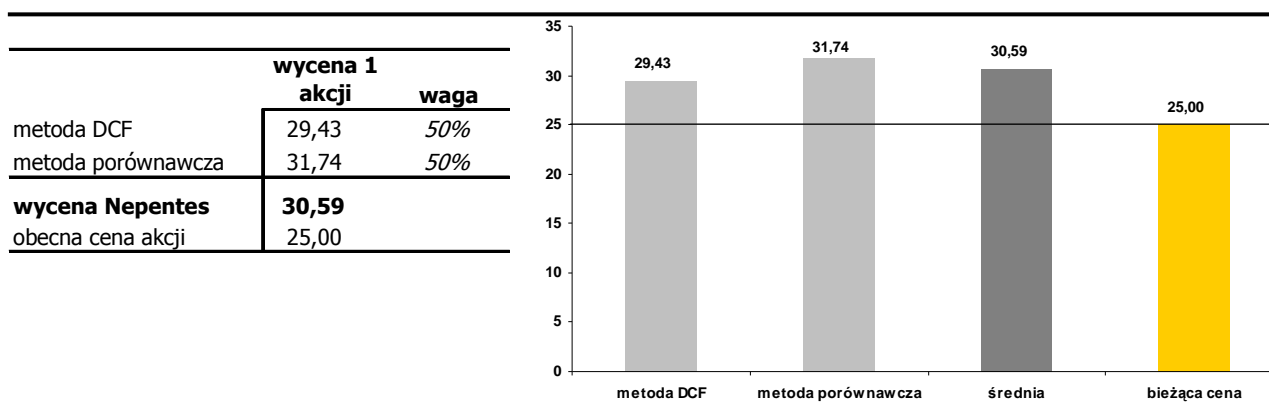
P - prognoza Reuters i BM BGŻ

Na podstawie wyceny porównawczej opartej o powyższe wskaźniki otrzymaliśmy cenę jednej akcji spółki Nepentes na poziomie 29,65 zł. Jest to wartość znacząco przewyższająca bieżące notowania tych walorów na giełdzie. Najkorzystniej wypada wycena oparta o wskaźnik P/E, głównie dzięki zwolnieniu podatkowemu w kolejnych latach. Jednak pozostałe wskaźniki odzwierciedlające wyniki Spółki w kolejnych latach również wskazują na niedowartościowanie Nepentesu.

Podsumowanie wyceny

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z powyższych wartości – wyceny metodą DCF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Spółki wynosi 30,59 zł. Ponieważ cena docelowa przewyższa bieżące notowania o więcej niż 10%, zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla Nepentesu.

Tab. Podsumowanie wyceny



Źródło: BM BGŻ.

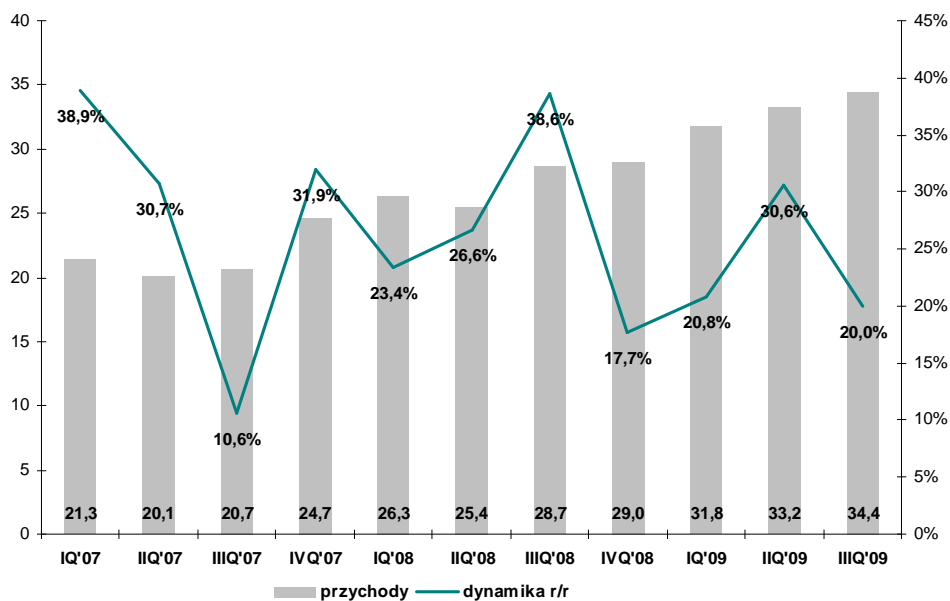
Charakterystyka Spółki

Wyniki finansowe

Nepentes osiągał w ostatnich latach bardzo dobre wyniki finansowe. Uwagę zwraca wysokie tempo wzrostu przychodów ze sprzedaży, które dotychczas w każdym kwartale wykazywało dwucyfrową dynamikę. Tak szybki rozwój był możliwy, dzięki pracy nad własnymi innowacyjnymi produktami, które są ciągle wprowadzane do sprzedaży i cieszą się dużym zainteresowaniem klientów. Kolejnym motorem wzrostu przychodów, oprócz rozwoju organicznego, jest eksport kierowany do kilkunastu państw, głównie do Rumunii, Bułgarii, Litwy oraz od niedawna do Rosji.

Również w kolejnych kwartałach przyrosty sprzedaży powinny być znaczące, co w dużej mierze będzie efektem tego, że w 2010 r. Nepentes intensywnie wejdzie w produkcję leków dermatologicznych. Będzie to odbywać się równoległe z poszerzaniem sieci zagranicznej (głównie Rosja) oraz kolejnymi wdrożeniami w Polsce i w innych krajach. Wszystkie te działania powinny pozwolić na utrzymanie dotychczasowego tempa wzrostu jeszcze przez kilka kolejnych lat. Warto również dodać, że ciągle poszerzanie asortymentu oferowanych produktów powoduje coraz bardziej wyrównany rozkład przychodów w ciągu roku w stosunku do dużej przewagi sprzedaży w czwartym kwartale jeszcze dwa-trzy lata wcześniej.

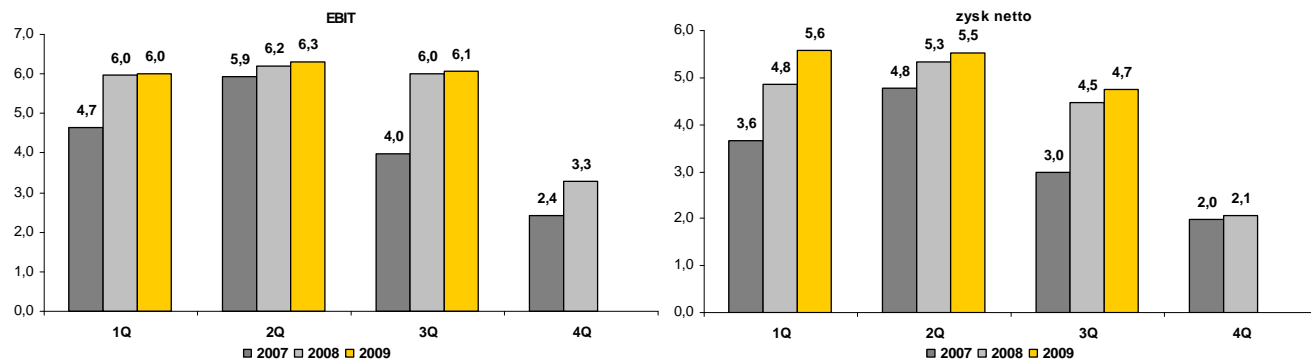
Rys. Wartość (mln zł) oraz dynamika przychodów Nepentesu



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Stały wzrost przychodów pociąga za sobą poprawę osiąganych wyników operacyjnych. W ostatnich trzech latach każdy kolejny kwartał kończył się zyskiem operacyjnym oraz zyskiem netto wyższym niż w roku poprzedzającym, co w najlepszy sposób dowodzi, że sytuacja finansowa Spółki jest korzystna i nawet w obliczu panującego kryzysu gospodarczego osiąga ona bardzo dobre rezultaty. W ubiegłym roku przyrosty zysków były dość niewielkie, jednak wynika to z dużego obciążenia kosztami rozwoju Spółki. Inwestycje związane z rozpoczęciem produkcji leków, która ruszy w pierwszym kwartale bieżącego roku, oraz wzrost kosztów administracyjnych związanych z rozruchem nowej fabryki w Chociwiu w znaczącym stopniu pogorszyły wyniki Nepentesu, a mimo to są one lepsze niż w 2008 r.

Rys. Zysk operacyjny i zysk netto Nepentesu

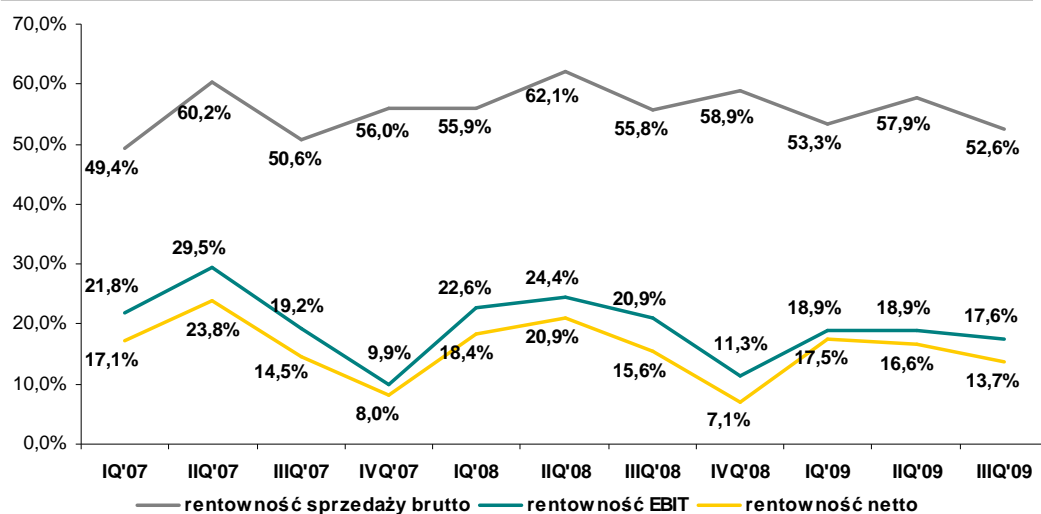


Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Nepentes osiąga wysoką rentowność ze sprzedaży, która wynika z dużego udziału w przychodach produktów własnych Spółki, generujących najwyższą marżę. Natomiast wahania kwartalne tej wielkości oraz słaby wynik za ostatni okres są efektem zmian na rynku walutowym, ponieważ znaczny udział w przychodach mają importowane produkty producentów zagranicznych, za które trzeba więcej płacić w przypadku osłabienia złotego. Warto dodać w tym miejscu, że między Klosterfrau (jeden z najważniejszych kontrahentów Nepentesu) a Spółką zawarte zostało porozumienie ograniczające niekorzystne dla obu stron zmiany walutowe. Na podstawie tego porozumienia podmioty te stosują swego rodzaju wyrównanie wobec drugiej ze stron w przypadku przekroczenia umówionych poziomów kursu i osiągnięcia nieplanowanych zysków przez jedną ze stron. Kompensacje te wykazywane są w przychodach i kosztach finansowych, co powoduje, że marża netto tylko w niewielkim stopniu jest wrażliwa na zmiany walutowe.

W ubiegłych latach rentowność operacyjna Nepentesu charakteryzowała się dużą sezonowością, polegającą na wysokich wartościach na początku roku i dużo niższych w drugiej połowie roku. Wiązało się to z systemem współpracy z aptekami, które właśnie na koniec roku otrzymywały premie i inne rozliczenia związane ze sprzedażą osiągniętą w kończącym się roku. Od ubiegłego roku system ten zamieniono na bardziej proporcjonalny w poszczególnych okresach, dzięki czemu koszty z tym związane rozkładają się bardziej równomiernie na wszystkie kwartały, co skutkuje bardziej stabilną marżą operacyjną.

Rys. Rentowność Nepentesu w poszczególnych kwartałach



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

Patrząc na wyniki dotyczące całego roku, można wyciągnąć podobne wnioski, jak z wyników kwartalnych. Spółka charakteryzuje się wysoką dynamiką przychodów oraz stabilnym poziomem marży operacyjnej. Gorszy wynik w bieżącym roku wynika ze wspomnianych już czynników – zmian walutowych obniżających marżę na towarach importowanych oraz kosztów przygotowania produkcji leków w Chociwiu. Bardzo dużym atutem Nepentesu jest całkowity brak zadłużenia. Spółka charakteryzuje się wręcz nadpłynnością finansową, co w obecnych czasach jest ważnym aspektem.

Tab. Wyniki finansowe i wybrane wskaźniki Nepentesu

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P
Przychody ogółem	86,8	109,5	132,6	170,6
<i>zmiana r/r</i>	<i>29,9%</i>	<i>26,1%</i>	<i>21,1%</i>	<i>28,6%</i>
EBIT	17,0	21,2	21,1	28,8
<i>marża operacyjna</i>	<i>19,6%</i>	<i>19,4%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,9%</i>
EBITDA	19,8	24,7	23,2	33,5
Zysk brutto	16,3	21,1	22,4	29,1
Zysk netto	13,1	16,6	18,1	29,1
<i>marża netto</i>	<i>15,1%</i>	<i>15,2%</i>	<i>13,7%</i>	<i>17,1%</i>
Dług/kapitał własny	0,1	0,0	0,0	0,0
Dług/EBITDA	0,2	0,0	0,0	0,0
Odsetki/EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności operacyjnej	5,6	7,5	11,5	26,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,3	-12,5	-15,3	-5,0
Przepływy z działalności finansowej	-2,8	18,4	-4,2	-7,1

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Warto zwrócić uwagę na bardzo dobrą strukturę przepływów pieniężnych Spółki. Wysokie zyski oraz niewielkie nakłady na kapitał obrotowy powodują, że Nepentes osiąga wysokie dodatnie przepływy z działalności operacyjnej. Znaczące nakłady inwestycyjne ponoszone w latach 2008-2010 wiążą się głównie z zakupem oraz modernizacją fabryki w Chociwiu (całkowite nakłady na tę inwestycję wyniosą ok. 25 mln zł). Natomiast na przepływy z działalności finansowej składają się niemal wyłącznie dywidenda oraz płatności leasingowe.

Prognoza na czwarty kwartał i cały 2009 r.

Tradycyjnie czwarty kwartał był najsłabszym okresem dla Spółki. W 2009 r. będzie zapewne podobnie, choć wynikać to będzie z innych czynników niż w poprzednich latach. Do 2009 r. ostatni kwartał był okresem rozliczeń z aptekami i przyznawania premii za zrealizowaną sprzedaż. W ubiegłym roku rozliczenia te były dokonywane bardziej równomiernie w trakcie roku, w związku z czym wpływ tego czynnika w ostatnich miesiącach będzie znacznie mniejszy. Natomiast Spółka powinna wykorzystać ten czas do poniesienia części kosztów zwykle ponoszonych na początku roku (np. premie dla pracowników), by zostały one zaksięgowane jeszcze w 2009 r. Ma to znaczenie ze względu na fakt, że w tym roku Nepentes będzie zwolniony z podatku i wykazanie wyższego wyniku w 2010 r. będzie optymalne pod względem podatkowym. Zwolnienie powyższe wiąże się z inwestycją w Łódzkiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej i polega ono na możliwości pomniejszenia kwoty podatku o 60% wartości inwestycji (ok. 15 mln zł).

Tab. Wyniki finansowe Nepentesu w 2009 r.

(mln PLN)	1-3Q 2008	1-3Q 2009	zmiana r/r	4Q 2008	4Q 2009 P	zmiana r/r	2009 P
przychody	80,5	99,5	23,6%	29,0	33,1	14,0%	132,6
zysk brutto ze sprzedaży	46,5	54,3	16,8%	17,1	18,6	8,7%	72,9
<i>rentowność brutto ze sprzedaży</i>	<i>57,8%</i>	<i>54,6%</i>	<i>-3,2 p.p.</i>	<i>58,9%</i>	<i>56,2%</i>	<i>-2,7 p.p.</i>	<i>55,0%</i>
zysk operacyjny	18,2	18,4	1,2%	3,3	2,7	-16,4%	21,1
<i>rentowność operacyjna</i>	<i>22,6%</i>	<i>18,5%</i>	<i>-4,1 p.p.</i>	<i>11,3%</i>	<i>8,3%</i>	<i>-3,0 p.p.</i>	<i>15,9%</i>
EBITDA	20,4	20,0	-2,2%	4,1	3,3	-19,6%	23,2
<i>rentowność EBITDA</i>	<i>25,4%</i>	<i>20,1%</i>	<i>-5,3 p.p.</i>	<i>14,1%</i>	<i>9,9%</i>	<i>-4,1 p.p.</i>	<i>17,5%</i>
saldo finansowe	0,2	1,2	480,2%	-0,5	0,1	-	1,3
zysk netto	14,6	15,8	8,2%	2,1	2,3	10,8%	18,1
<i>rentowność netto</i>	<i>18,2%</i>	<i>15,9%</i>	<i>-2,3 p.p.</i>	<i>7,1%</i>	<i>6,9%</i>	<i>-0,2 p.p.</i>	<i>13,7%</i>

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.
P - prognoza BM BGŻ

Nie będzie również presji na znaczne zwiększanie sprzedaży tak, by przesunąć przychody na 2010 r., dlatego dynamika przychodów w stosunku do poprzedniego roku będzie niższa niż we wcześniejszych kwartałach. Zakładamy, że wyniesie ona ok. 14%. Uzyskana marża brutto prawdopodobnie będzie zbliżona do średniej z całego roku, co pozwoli osiągnąć zysk brutto ze sprzedaży w wysokości ok. 18 mln zł. Wpływ kosztów przesuniętych z 2010 r. oraz wysokich kosztów administracyjnych związanych z Chociwem spowoduje, że zysk operacyjny będzie niższy niż w 2008 r. i szacujemy go na 2,7 mln zł. Ze względu na brak kosztów finansowych i stabilność na rynku walutowym zysk netto będzie miał podobną wielkość jak przed rokiem (prognozujemy 2,3 mln zł).

Wynik całego roku powinien być bardzo udany. Przychody w wysokości ponad 130 mln zł, przy wysokiej marży brutto powinny wygenerować ok. 21 mln zł zysku operacyjnego. Po uwzględnieniu dodatniego salda finansowego oraz podatku, całoroczny zysk netto szacujemy na ok. 18 mln zł. Jest to wynik wyższy od ubiegłorocznego o 1,5 mln zł, przy czym należy pamiętać o wysokich kosztach związanych z fabryką w Chociwiu, obciążających wynik w ciągu całego roku, oraz o kosztach przerwanych z 2010 r. na czwarty kwartał.

Działalność operacyjna

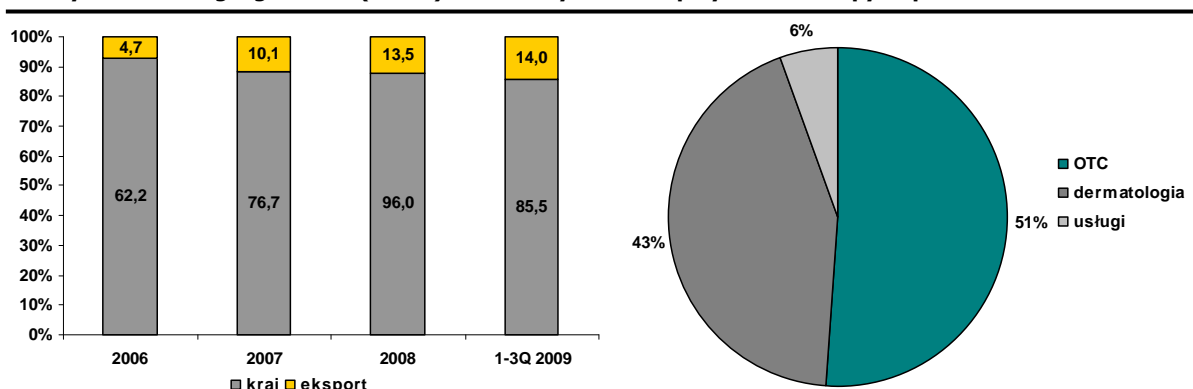
Nepentes działa na rynku farmaceutycznym od 1991 r., a na giełdzie notowany jest od grudnia 2007 r. Spółka zajmuje się tworzeniem oraz produkcją wielu znanych marek leków i dermokosmetyków, takich jak Iwostin, Emolium, Elixine, Propodia, ApiPanten czy Propolki. Są one dystrybuowane do aptek i innych odbiorców w całej Polsce oraz w 15 państwach Europy. Jednocześnie Spółka importuje i sprzedaje produkty różnych producentów zagranicznych, wprowadzając do Polski m.in. Sudocrem, Neo-angin i Marimer.

Struktura Grupy Kapitałowej Nepentes tworzona jest przez Nepentes, spółkę dominującą działającą na terenie Polski, oraz przez kilka podmiotów zależnych obejmujących swym zasięgiem terytoria poszczególnych państw (m.in. Bułgaria, Rumunia, Słowacja). Mimo dynamicznego rozwoju zagranicznych kanałów dystrybucji, nadal dominującą pozycję w strukturze geograficznej stanowi sprzedaż krajowa. Znaczenie eksportu jednak stale rośnie (obecnie stanowi ok. 14% przychodów) i będzie nadal zwiększać się w kolejnych latach ze względu na zdobywanie większej części rynku, nowe wdrożenia produktowe za granicą oraz ekspansję do kolejnych krajów. Już w ubiegłym roku rozpoczęła się współpraca z odbiorcami w Rosji, która daje szansę na skokowy wzrost przychodów.

Jeżeli chodzi o strukturę asortymentową, to Nepentes generuje przychody głównie z dwóch grup produktowych – preparatów nabywanych bez recepty (tzw. OTC) oraz dermokosmetyków wytwarzanych przez Spółkę lub jej partnerów. Nieznaczną część przychodów stanowią usługi marketingowe oferowane

zagranicznym producentom, przy czym jest to sprzedaż bezmarżowa. Struktura ta zmieni się w tym roku, kiedy przychody znacznie generować produkcja leków na receptę, stanowiąca nową kategorię w portfolio Grupy. Początkowo nie będzie to znacząca pozycja, jednak docelowo powinna stanowić ok. 20-25% sprzedaży. Poszerzenie asortymentu oferowanego przez Nepentes przyczynia się zarazem do bardziej równomiernego rozkładu przychodów w ciągu roku, co korzystnie wpływa na wyniki i przepływy pieniężne.

Rys. Struktura geograficzna (mln zł) oraz asortymentowa przychodów Grupy Nepentes



Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGZ.

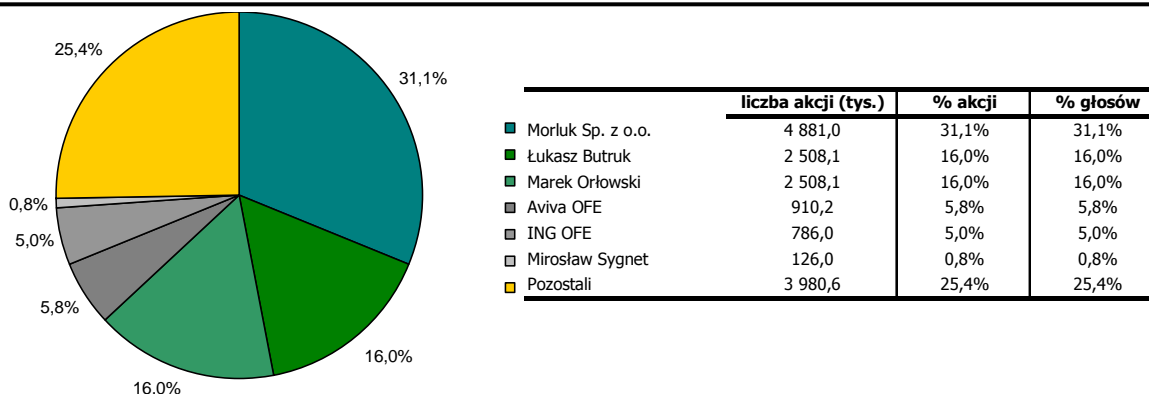
Istotnym wydarzeniem w Spółce w ostatnich kwartałach był zakup fabryki w Chociwiu oraz jej przystosowanie do wytwarzania produktów Nepentesu. Dotychczasowe nakłady inwestycyjne związane z tym zakładem wyniosły już ponad 20 mln zł, a w bieżącym roku wzrosną o kolejnych kilka milionów. O nowy zakład opiera się plan rozpoczęcia produkcji i sprzedaży leków dermatologicznych dostępnych na receptę, co zostanie zrealizowane w pierwszym kwartale bieżącego roku. Produkcja leków będzie silnym motorem wzrostu Spółki w kolejnych latach, przy czym rozwój produktów kosmetycznych nadal będzie podtrzymywany. Warto dodać w tym miejscu, że produkty Nepentesu charakteryzują się wysoką innowacyjnością, czego dowodem jest wprowadzenie wielu produktów niedostępnych wcześniej na krajowym rynku. Laboratorium Iwostin, należące do Nepentesu, w każdym roku przeprowadza kilkanaście wdrożeń nowych produktów. Jednocześnie rozwijane są odpowiedniki zagranicznych produktów, które oferowane są w korzystniejszej cenie.

Posiadanie nowego zakładu produkcyjnego pozwala znacząco zwiększyć moce produkcyjne Nepentesu, w związku z czym w najbliższym czasie nie będzie konieczności przeprowadzania kolejnych inwestycji. Natomiast stary zakład w Łodzi będzie wykorzystywany do przyjmowania zleceń podwykonawstwa dla innych producentów tak, by nie generować kosztów. W przyszłości moce produkcyjne starego zakładu mogą być znów przydatne dla dalszego rozwoju i zwiększania produkcji.

Struktura akcjonariatu

Nepentes kontrolowany jest przez Łukasza Butruka, pełniącego funkcję Prezesa Zarządu Spółki, oraz Marka Orłowskiego, będącego Wiceprezesem Zarządu Spółki. W ich posiadaniu znajduje się bezpośrednio po 16% akcji, a dodatkowo są oni właścicielami spółki Morluk, do której wniesiono ponad 31% akcji. W akcjonariacie ujawniają się również dwa fundusze emerytalne – Aviva OFE i ING OFE z udziałem nieznacznie przekraczającym 5%. Niespełna 1% akcji należy do drugiego Wiceprezesa Zarządu – Mirosława Sygneta. W wolnym obrocie znajduje się ok. 25% akcji Spółki, jednak płynność tych walorów nie jest zbyt duża, osiągając średnie dzienne obroty w granicach kilku tysięcy sztuk. Żadne akcje Nepentesu nie posiadają uprzywilejowania.

Rys. Struktura akcjonariatu Grupy Nepentes

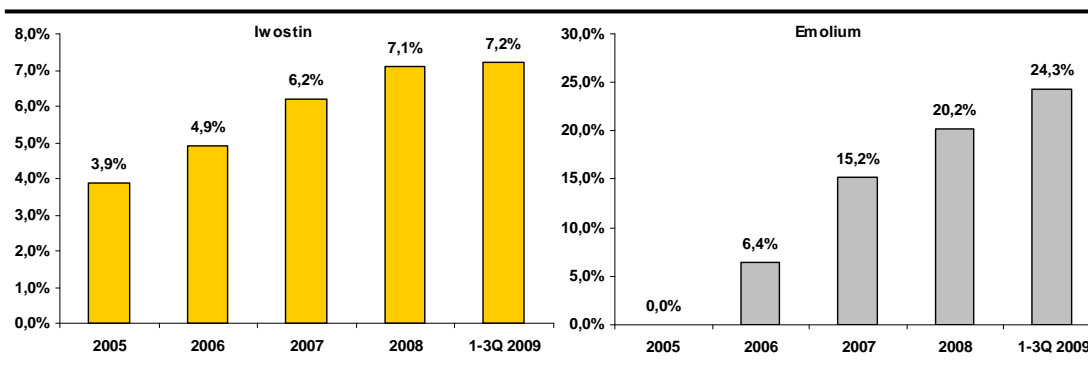


Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Otoczenie konkurencyjne

Marki Nepentesu mają silną pozycję na rynku wśród swoich grup asortymentowych. Najbardziej spektakularnym sukcesem okazała się być marka Emolium, która została wprowadzona cztery lata temu, a obecnie zdobyła już prawie 1/4 rynku emolientów. Będzie ona nadal rozwijana nie tylko w Polsce, ale również w innych krajach. Równie silną pozycję ma marka Marimer wśród preparatów do nawilżania nosa (24% udział w rynku). Znaczące miejsca w swoich kategoriach zajmują także Iwostin (ponad 7% udział w rynku dermokosmetyków) czy Propodia (ponad 4% udział w rynku preparatów do pielęgnacji stóp).

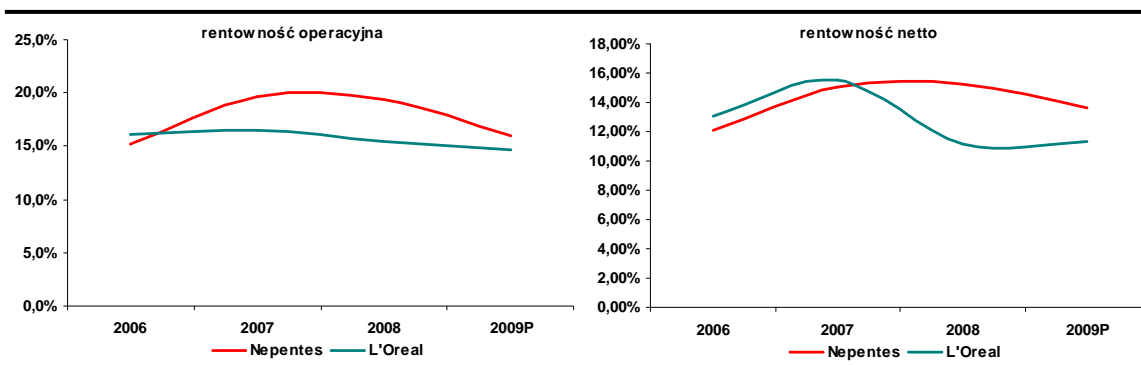
Rys. Udział rynkowy marki Iwostin w rynku dermokosmetyków oraz marki Emolium w rynku emolientów (udziały wartościowe)



Źródło: IMS Consumer Health, BM BGŻ.

Jeżeli chodzi o całkowite przychody z rynku kosmetyków aptecznych w Polsce, to Nepentes zajmuje drugą pozycję w rankingu po globalnym koncernie L'Oréal, który w naszym kraju reprezentowany jest przez dwie marki – Vichy i LaRoche. L'Oréal dotychczas deklasuje swoich konkurentów (ponad 30% udział w rynku), jednak Nepentes stale poprawia swoją pozycję, zwiększając przychody w tempie szybszym niż rynek. Warto dodać, że na rynku tym funkcjonuje kilkaset marek należących do kilkudziesięciu producentów z całego świata, przez co występuje tu duże rozdrobnienie. Dzięki temu zdobywanie większych udziałów w przyszłości może być w zasięgu Nepentesu, zarówno w segmencie kosmetyków jak i leków.

Rys. Porównanie rentowności Nepentesu i L'Oreal



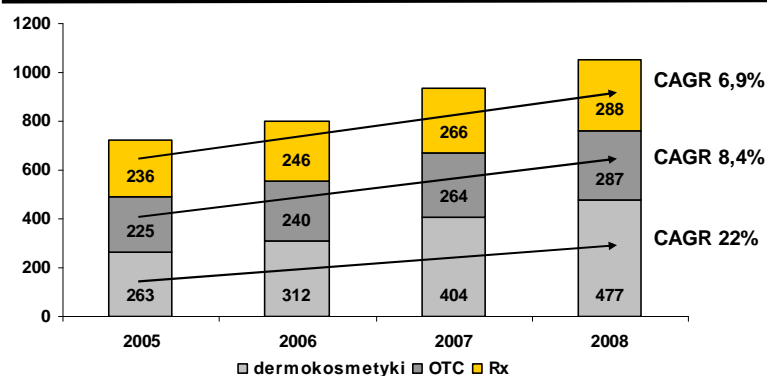
Źródło: Reuters, BM BGŻ.

Patrząc na uzyskiwaną przez konkurujących ze sobą producentów rentowność operacyjną oraz rentowność netto, widać, że wyniki Nepentesu są zbliżone do koncernu L'Oreal, przy czym jego działalność jest znacznie bardziej zdywersyfikowana na różne segmenty rynku kosmetyków. Można jednak wnioskować, że rezultaty Nepentesu nie odbiegają w dużym stopniu od większego konkurenta, a wzrost udziału w przychodach wysokomarżowej produkcji leków oraz sprzedaży zagranicznej generującej znacznie niższe koszty pozwolą na poprawę, a przynajmniej na utrzymanie, bieżących wskaźników w kolejnych latach.

Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

Rynek dermatologiczny w Polsce szacowany jest obecnie na ponad 1 mld zł, przy czym na tę kwotę składają się trzy segmenty. Są to dermokosmetyki i leki dostępne głównie w aptekach bez recepty oraz leki wydawane pacjentom wyłącznie na receptę. Największą część tego rynku stanowią właśnie dermokosmetyki, odpowiadające za prawie połowę wartości rynku. Wartość segmentu leków dzieli się mniej więcej po równo między leki dostępne bez recepty i te dostępne tylko na receptę. Zróżnicowane jest również tempo wzrostu poszczególnych segmentów, gdzie najszybciej w ostatnich czterech latach rozwijała się część dermokosmetyków, choć pozostałe segmenty także charakteryzują się sporą dynamiką.

Rys. Wartość rynku dermatologicznego w Polsce w latach 2005-2008



Źródło: IMS Consumer Health, BM BGŻ.

Nepentes dotychczas funkcjonował w dwóch z powyższych segmentów, czyli w dermokosmetykach i lekach OTC, natomiast od przyszłego roku będzie również obecny w trzecim – lekach na receptę. Jednak wyłączenie tych obszarów, których Spółka nie pokrywa swoimi produktami, powoduje, że docelowy rynek ma obecnie rozmiar ok. 230 mln zł. Z szacunków Zarządu Spółki opartych na danych IMS Consumer Health wynika, że w ciągu trzech lat docelowy rynek zwiększy się do prawie 1 mld zł, co będzie wynikało zarówno z rozwoju rynku, jak również z wdrożeń nowych produktów i penetracji przez Nepentes kolejnych obszarów rynku.

Zachowanie rynku dermokosmetycznego oraz całego rynku farmaceutycznego w ostatnich kwartałach dowodzą, że jest to branża odporna na kryzys. Przy znacznym spowolnieniu gospodarczym i spadku dynamiki wydatków konsumpcyjnych produkty farmaceutyczne i dermatologiczne sprzedają się bardzo dobrze, wykazując się dwucyfrowym tempem wzrostu (w listopadzie dynamika wyniosła ponad 18%). Pozwala to optymistycznie patrzeć również na kolejne lata, w których powinno nastąpić ożywienie gospodarcze i zwiększanie wydatków konsumpcyjnych.

Warto tu również wspomnieć o daleko idących planach Spółki, która zamierza wchodzić ze swoimi produktami do kolejnych krajów w zasadzie na całym świecie (głównie brane są pod uwagę kraje rozwijające się). Otwiera to przed Nepentesem możliwości dalszego rozwoju w szybkim tempie przez kolejnych kilka lat, w czym pomocna będzie silna już marka i doświadczenie zdobyte podczas zdobywania rynków Europy Południowej.

Czynniki ryzyka

Czynnikiem ryzyka związanym z działalnością Spółki w najbliższych miesiącach będzie rozpoczęcie działalności związanej z produkcją leków na receptę. Łączy się on z przenosinami całej produkcji do nowego zakładu w Chociwiu, co będzie miało miejsce w pierwszym kwartale bieżącego roku. Te dwa wydarzenia pociągną za sobą pewne koszty, które mogą w pewnym stopniu negatywnie wpłynąć na wynik pierwszego kwartału.

Bardziej istotnym czynnikiem ryzyka jest jednak silna konkurencja na rynku dermokosmetyków wynikająca z dużego rozdrobnienia rynku i dużej ilości producentów. Może ona powodować nacisk na redukcję uzyskiwanych marż, a receptą na to będzie stałe utrzymywanie wysokiej innowacyjności i wdrażanie nowych produktów. Nie ma pewności, czy Spółka w dalszym ciągu utrzyma swoją zdolność do tworzenia nowych wyrobów o wysokiej jakości i utrzyma swoją pozycję rynkową, nie ponosząc przy tym zbyt wysokich kosztów na badania i marketing.

Ryzyko wiąże się również z inicjatywą wchodzenia na rynki innych państw, w tym krajów z innych rejonów świata, co może wiązać się ze stratami wynikającymi z nieprzyjęcia produktu przez rynek lub ze współpracy z nierzetelnymi kontrahentami. Jednak w dotychczasowych doświadczeniach na rynkach innych państw Nepentes radził sobie dobrze, co pozwala z większym spokojem odnosić się do tych planów Spółki.

Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

Tab. Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	75,6	85,3	100,6	126,9	156,0	179,3	203,4
Aktywa trwałe	17,0	27,1	37,6	37,9	34,9	31,9	29,1
Wartości niematerialne i prawne	0,2	0,1	2,0	1,7	1,1	0,6	0,4
Rzeczowe aktywa trwałe	16,0	25,9	34,8	35,4	33,0	30,6	28,0
Aktywa obrotowe	58,6	58,2	63,0	89,0	121,1	147,4	174,3
Zapasy	11,7	15,1	18,3	23,6	29,1	33,9	38,2
Należności krótkoterminowe	13,8	23,9	28,9	37,2	45,9	53,5	60,3
Środki pieniężne	3,4	16,8	8,7	23,2	41,0	54,8	70,8
PASYWA	75,6	85,3	100,6	126,9	156,0	179,3	203,4
Kapitał własny	54,9	67,3	82,3	105,4	131,1	150,4	171,2
Kapitał zakładowy	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Kapitał zapasowy	27,3	27,2	27,2	27,2	27,2	27,2	27,2
Pozostałe kapitały	13,8	22,7	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Zysk netto	13,1	16,6	18,1	29,1	35,3	37,0	39,2
Zobowiązania i rezerwy	20,7	18,0	18,3	21,5	24,9	28,8	32,3
Zobowiązania długoterminowe	1,0	1,1	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	18,4	16,0	16,7	20,4	24,3	28,2	31,7
<i>w tym zobowiązania odsetkowe</i>	<i>5,5</i>	<i>1,1</i>	<i>1,0</i>	<i>0,5</i>	<i>0,0</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	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	86,8	109,5	132,6	170,6	210,6	245,5	276,3
<i>zmiana r/r</i>	<i>29,9%</i>	<i>26,1%</i>	<i>21,1%</i>	<i>28,6%</i>	<i>23,5%</i>	<i>16,6%</i>	<i>12,5%</i>
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	39,9	45,9	59,7	72,9	86,6	98,8	110,0
Zysk brutto na sprzedaży	46,9	63,7	72,9	97,7	124,0	146,6	166,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>54,1%</i>	<i>58,1%</i>	<i>55,0%</i>	<i>57,3%</i>	<i>58,9%</i>	<i>59,7%</i>	<i>60,2%</i>
Koszty sprzedaży	26,1	34,0	41,0	56,0	75,9	91,7	105,1
Koszty ogólnego zarządu	5,2	8,4	11,7	12,9	13,5	13,9	14,3
Zysk (strata) ze sprzedaży	15,7	21,2	20,2	28,8	34,6	41,0	46,8
EBITDA	19,8	24,7	23,2	33,5	40,0	46,7	52,4
EBIT	17,0	21,2	21,1	28,8	34,6	41,0	46,8
<i>marża operacyjna</i>	<i>19,6%</i>	<i>19,4%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,9%</i>	<i>16,4%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,9%</i>
Saldo z działalności finansowej	-0,7	-0,1	1,3	0,3	0,7	1,2	1,6
Zysk (strata) brutto	16,3	21,1	22,4	29,1	35,3	42,2	48,4
<i>marża brutto</i>	<i>18,8%</i>	<i>19,3%</i>	<i>16,9%</i>	<i>17,1%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,2%</i>	<i>17,5%</i>
Podatek dochodowy	3,2	4,5	4,3	0,0	0,0	5,3	9,2
Zysk (strata) netto	13,1	16,6	18,1	29,1	35,3	37,0	39,2
<i>marża netto</i>	<i>15,1%</i>	<i>15,2%</i>	<i>13,7%</i>	<i>17,1%</i>	<i>16,8%</i>	<i>15,1%</i>	<i>14,2%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	5,6	7,5	11,5	26,5	30,9	34,1	37,3
Zysk netto	13,1	16,6	18,1	29,1	35,3	37,0	39,2
Amortyzacja	2,8	3,5	2,1	4,7	5,3	5,7	5,6
Odsetki	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana kapitału obrotowego	-10,7	-12,5	-7,1	-9,3	-9,8	-8,5	-7,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,3	-12,5	-15,3	-5,0	-2,3	-2,7	-2,8
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-1,4	-11,5	-10,7	-5,0	-2,3	-2,7	-2,8
Przepływy z działalności finansowej	-2,8	18,4	-4,2	-7,1	-10,7	-17,7	-18,5
Odsetki	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredyty netto	1,0	-4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-2,0	-4,1	-3,0	-6,0	-9,6	-17,7	-18,5
Zmiana stanu środków pieniężnych	1,5	13,4	-8,0	14,5	17,9	13,8	16,0
Środki pieniężne:							
na początek okresu	1,8	3,4	16,8	8,7	23,2	41,0	54,8
na koniec okresu	3,4	16,8	8,7	23,2	41,0	54,8	70,8

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki finansowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
marża brutto na sprzedaży	54,1%	58,1%	55,0%	57,3%	58,9%	59,7%	60,2%
marża EBIT	19,6%	19,4%	15,9%	16,9%	16,4%	16,7%	16,9%
marża EBITDA	22,8%	22,6%	17,5%	19,7%	19,0%	19,0%	19,0%
marża netto	15,1%	15,2%	13,7%	17,1%	16,8%	15,1%	14,2%
ROA	18,0%	19,8%	18,0%	22,9%	22,6%	20,6%	19,3%
ROE	23,9%	24,7%	22,0%	27,6%	26,9%	24,6%	22,9%
dług/aktywa	7,3%	1,3%	1,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
dług/kapitał własny	10,1%	1,7%	1,2%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
dług/EBITDA	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
odsetki/EBIT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
płynność bieżąca	3,2	3,6	3,8	4,4	5,0	5,2	5,5
płynność szybka	3,0	2,6	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3
płynność gotówkowa	0,18	1,05	0,52	1,14	1,69	1,94	2,24
rotacja zapasów (dni)	49,3	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5
rotacja należności (dni)	57,9	79,6	79,6	79,6	79,6	79,6	79,6
rotacja zobowiązań (dni)	49,0	44,4	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0
cykl rotacji gotówki (dni)	58,2	85,7	89,1	89,1	89,1	89,1	89,1

Źródło: BM BGŻ.
P - prognozy BM BGŻ
Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	0,93	1,06	1,15	1,85	2,25	2,35	2,50
DPS	0,14	0,26	0,19	0,38	0,61	1,12	1,18
Dividend yield	0,6%	1,0%	0,8%	1,5%	2,4%	4,5%	4,7%
BVPS	3,90	4,29	5,24	6,71	8,35	9,58	10,90
P/E	26,9	23,6	21,7	13,5	11,1	10,6	10,0
P/BV	6,4	5,8	4,8	3,7	3,0	2,6	2,3
P/S	4,5	3,6	3,0	2,3	1,9	1,6	1,4
P/CE	24,7	19,5	19,4	11,6	9,7	9,2	8,8
EV/EBIT	22,7	18,2	18,3	13,4	11,2	9,4	8,3
EV/EBITDA	19,5	15,6	16,6	11,5	9,7	8,3	7,4
EV/S	4,5	3,5	2,9	2,3	1,8	1,6	1,4

Źródło: BM BGŻ.
P - prognozy BM BGŻ

Nota prawna

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. 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 BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A.

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.



Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Doradztwo Inwestycyjne	telefon	adres email
Tomasz Dumala	(022) 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski	(022) 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Grzegorz Kujawski	(022) 329 43 46	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec	(022) 329 43 44	tomasz.manowiec@bgz.pl

Operacje Brokerskie	telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni (022) 329 43 23	jaroslaw.duszczyk@bgz.pl
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni (022) 329 43 26	marek.niewiadomski@bgz.pl
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni (022) 329 43 25	grzegorz.leszek@bgz.pl
Monika Dudek	Klienci detaliczni (022) 329 43 24/20	monika.dudek@bgz.pl
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni (022) 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgz.pl

Oferty Publiczne (IPO)	telefon	adres email
Marek Jaczewski	(022) 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk	(022) 329 43 42	boguslaw.baczuk@bgz.pl

Internetowe serwisy transakcyjne	strona www
 Zlecenia na GPW i New Connect	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html
 Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html

Oddziały	adres	telefon	adres	telefon
Białystok	ul. Suraska 3a	(085) 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25 (077) 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	(023) 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9 (029) 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	(074) 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d (024) 264 17 17
Elk	ul. Armii Krajowej 24	(087) 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17 (061) 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	(095) 721 63 29	Przemyśl	ul. Kamienny Most 6 (016) 675 05 86
Inowrocław	ul. Dworcowa 52/54	(052) 353 37 00	Radom	ul. Traugutta 29 (048) 361 22 70
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	(075) 753 30 98	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9 (017) 852 05 21
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	(041) 366 02 15	Siedlce	ul. Joselewicza 3 (025) 640 90 04
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	(094) 354 74 63	Sieradz	ul. Sarańska 5 (043) 822 61 34
Kraków	ul. Pawia 5	(012) 632 70 11	Szczecin	ul. Jagiellońska 97 (091) 480 02 07
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	(081) 531 91 44	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5 (015) 822 39 50
Łomża	ul. Dworna 12	(086) 215 41 99	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c (014) 629 11 98
Łódź	ul. Piotrkowska 57	(042) 670 20 70	Warszawa	ul. Zielna 41/43 (022) 322 90 50
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	(095) 742 15 13	Warszawa	ul. Żurawia 6/12 (022) 329 44 17
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	(018) 443 53 91	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a (084) 638 54 03
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	(089) 527 27 10		