

# Neuca

# Nota informacyjna

sektor / branża: Handel hurtowy

ISIN: PLTRFRM00018

Ticker: NEU

5 maja 2011

## Profil

Podstawową działalnością Grupy Neuca jest dystrybucja leków do aptek - jej udział w rynku aptecznym przekracza 30%. Dodatkowo oferta poszerzana została ostatnio o własną markę leków oraz usługi marketingowe i informatyczne.

## Dane podstawowe

Kurs (4/05/11)	79,8
Liczba akcji (mln)	4,43
Kapitalizacja (mln zł)	353,7
EV (mln zł)	749,1

## Notowania

max. cena 52 tygodnie (zł)	83,0
min. cena 52 tygodnie (zł)	61,4
Średnie obroty (3 m-ce / tys. zł)	130,1

Akcjonariat	% akcji	% głosów
Kazimierz Herba	45,4%	45,4%
FPT Foundation	10,6%	10,6%
Pozostali	44,0%	44,0%

## Wyniki finansowe

W ubiegłym roku Grupa Neuca zrealizowała swoją prognozę pod względem zysku netto, który ostatecznie wyniósł 37,0 mln zł, mimo że wypracowana wartość sprzedaży była o 7% niższa od planowanej. Po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych Grupa Neuca osiągnęła bardzo wysokie dynamiki w stosunku do 2009 r. (EBIT +100%, zysk netto +200%), co wskazuje na dobre efekty integracji po połączeniu z Prosperem. Jednocześnie prowadzonych jest wiele projektów mających na celu ograniczenie kosztów działalności zarówno w obszarze kosztów finansowych, jak i kosztów operacyjnych. Nadal utrzymuje się jednak bardzo wysoki poziom zadłużenia w Grupie, który przekracza 4,5 krotność zysku EBITDA, choć poprawiła się jego struktura - większą część stanowi zadłużenie długoterminowe. Niezadowolające są także rezultaty segmentu marki własnej leków (-9 mln zł netto), choć sytuacja powinna się istotnie poprawić w tym roku.

## Perspektywy spółki - redukcja kosztów logistyki i wielkości zadłużenia grupy

Jednym z podstawowych celów zarządu na najbliższe lata jest optymalizacja części logistycznej spółki, której głównym aspektem ma być redukcja liczby magazynów. Ma się to odbyć poprzez zastąpienie mniejszych magazynów nowoczesnymi centrami logistycznymi, w których wykorzystywana będzie automatyka zarządzania zapasami i procesami. W efekcie docelowa powierzchnia pozostanie na podobnym poziomie do obecnego, jednak zamiast 28 magazynów, jak to było na koniec 2010 r., na koniec 2012 r. grupa będzie działać w oparciu o 12 lokalizacji. Jednocześnie postępować będzie redukcja zatrudnienia pracowników fizycznych, która ma sięgnąć aż 1000 etatów. Będzie to istotnie wpływać na obniżenie bazy kosztowej działalności Grupy Neuca.

Redukcja kosztów operacyjnych to jednak nie jedyny korzystny wpływ reorganizacji logistyki - zbędne magazyny w większości stanowią własność Grupy i będą wystawione na sprzedaż. Wartość księgowa wszystkich lokalizacji, które w ciągu najbliższych 3 lat mają znaleźć nowego właściciela wynosi ponad 100 mln zł, przy czym ich ostateczna cena może być wyższa lub niższa w zależności od koniunktury na rynku nieruchomości. Środki pozyskane ze sprzedaży majątku zostaną przeznaczone głównie na redukcję zadłużenia, co znacząco poprawi kondycję finansową Grupy Neuca. Dzięki tym transakcjom oraz przepływom operacyjnym dług netto w ciągu trzech lat może spaść w rejon 200-250 mln zł (w naszych prognozach zamieszczonych poniżej nie uwzględniamy sprzedaży majątku).

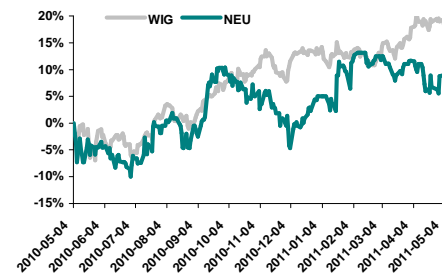
## Prognozy finansowe

Podobnie jak w ubiegłym roku, Zarząd przedstawił swoje szacunki wyników Grupy Neuca na 2011 r. Zakładają one, że przychody sięgną 6,44 mld zł, EBITDA 100 mln zł, EBIT 76 mln zł a zysk netto 44 mln zł. Nasze oczekiwania zbliżone są do tych poziomów, które mogą okazać się konserwatywnymi założeniami, ponieważ zakładają wzrost rynku farmaceutycznego jedynie o 5% r/r. Natomiast w 1Q bieżącego roku dynamika rynku wyniosła ok. 10%, przy czym kluczowy będzie tu 4Q i zachowanie odbiorców w przededniu wprowadzania zmian prawnych regulujących rynek leków. Prognoza nie uwzględnia też zdarzeń jednorazowych, które mogą ją poprawić (wykupienie udziałów niekontrolujących w Prosperze, zysk ze sprzedaży nieruchomości) lub pogorszyć (odprawy dla pracowników, możliwa strata na sprzedawanych nieruchomościach).

## Podsumowanie

Notowania dystrybutorów leków są ostatnio poniżej oczekiwań, co wiąże się z obawami o kondycję tych spółek po wejściu w życie nowych regulacji prawnych (od 2012 r.). Bardzo niskie wskaźniki wyceny wskazują na duże dyskonto w stosunku do średniej rynkowej, co w pewnym momencie może okazać się nieuzasadnione. Zmiany dotyczyć będą bowiem jedynie leków refundowanych, czyli mniej więcej 1/3 sprzedaży. Pozostała część działalności pozostanie nienaruszona, a niektóre opinie wskazują nawet, że zmiany będą korzystne dla dystrybutorów i nie wpłyną negatywnie na ich wyniki. Może się wtedy okazać, że spółki te są skrajnie niedowartościowane. Istnieje jednak duże prawdopodobieństwo, że obawy będą na tyle silne, że do czasu uzyskania prawdziwego obrazu sytuacji (czyli publikacji wyników za 1Q w maju 2012 r.) dystrybutorzy leków pójdą w zapomnienie i dopiero później wycena dostosuje się do nowych realiów. Natomiast długoterminowe perspektywy dystrybutorów leków oceniamy pozytywnie i nie zakładamy istotnego negatywnego wpływu otoczenia na ich wyniki finansowe. W szczególności dobrej sytuacji znajduje się Grupa Neuca, ponieważ nie posiada własnych aptek, które wskazywane są jako najbardziej narażone na pogorszenie sytuacji.

## 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	3 969,6	5 626,6	6 131,7	6 461,0	6 873,4	7 312,2
zmiana r/r (%)	20,7%	41,7%	9,0%	5,4%	6,4%	6,4%
EBITDA	49,4	77,3	84,8	100,9	109,1	128,1
EBIT	37,9	57,0	63,5	80,6	86,2	103,2
marża EBIT (%)	1,0%	1,0%	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%
Wynik netto	14,5	36,3	37,0	46,3	52,7	67,1
marża netto (%)	0,4%	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%
EPS (zł)	3,66	8,59	8,38	10,46	11,89	15,14
BVPS (zł)	44,42	52,87	55,09	63,24	72,60	84,83
DPS (zł)	1,48	1,85	2,00	2,30	2,53	2,91
P/E (x)	21,8	9,3	9,5	7,6	6,7	5,3
P/BV (x)	1,8	1,5	1,4	1,3	1,1	0,9
EV/EBITDA (x)	15,2	9,7	8,8	7,4	6,9	5,8

P - prognozy BM BGZ

## Porównanie branżowe Grupy Neuca

Oprócz Grupy Neuca, wśród spółek notowanych na GPW jest jeszcze dwóch innych dystrybutorów leków – Polska Grupa Farmaceutyczna oraz Farmacol. 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.

**Tab. Wskaźniki wyceny dystrybutorów leków**

Spółka	kurs bieżący	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
		2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P
Farmacol	32,26	10,3	9,3	7,3	8,9	7,7	6,2	10,7	9,2	7,2
PGF	53,65	10,2	9,3	8,6	8,0	7,6	7,1	9,3	8,4	7,8
Średnia	-	10,3	9,3	8,0	8,5	7,6	6,6	10,0	8,8	7,5
Neuca	79,80	11,8	9,3	8,7	8,8	7,4	6,9	9,5	7,6	6,7

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Z przedstawionego zestawienia wynika, że dystrybutorzy leków notowani są przy podobnych wskaźnikach, przy czym ich nominalne wartości należą do najniższych na rynku – wszystkie spółki notowane są przy wskaźniku P/E poniżej 10, co uważane jest za bardzo atrakcyjne poziomy. Dyskonto wiąże się zapewne ze wspomnianą wcześniej niepewnością odnośnie konsekwencji zmian w regulacji rynku leków, gdyż kondycję finansową i perspektywę rozwoju tych spółek oceniamy pozytywnie. Powyższa tabela wskazuje również, że wskaźniki Grupy Neuca na bieżący i przyszły rok obrotowy charakteryzują się niższymi wartościami niż w przypadku spółek porównywalnych.

## Prognozy finansowe (wybrane pozycje)

**Tab. Sprawozdanie z sytuacji finansowej**

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>AKTYWA</b>	<b>1 350,9</b>	<b>2 008,3</b>	<b>2 079,3</b>	<b>2 176,2</b>	<b>2 296,4</b>	<b>2 414,7</b>	<b>2 541,3</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>256,1</b>	<b>365,0</b>	<b>363,8</b>	<b>378,4</b>	<b>385,5</b>	<b>383,5</b>	<b>382,2</b>
Wartości niematerialne i prawne	10,2	18,8	17,4	17,1	16,0	14,3	12,3
Rzeczowe aktywa trwałe	130,3	218,7	228,0	243,0	251,1	250,8	251,5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1 094,7</b>	<b>1 643,4</b>	<b>1 715,5</b>	<b>1 797,8</b>	<b>1 910,9</b>	<b>2 031,2</b>	<b>2 159,1</b>
Zapasy	698,5	903,9	891,7	939,6	999,5	1 063,3	1 131,2
Należności krótkoterminowe	360,2	711,1	799,4	833,8	886,9	943,4	1 003,4
Środki pieniężne	10,1	22,7	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
<b>PASYWA</b>	<b>1 350,9</b>	<b>2 008,3</b>	<b>2 079,3</b>	<b>2 176,2</b>	<b>2 296,4</b>	<b>2 414,7</b>	<b>2 541,3</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>175,3</b>	<b>223,7</b>	<b>243,4</b>	<b>279,5</b>	<b>321,0</b>	<b>375,2</b>	<b>443,5</b>
Kapitał zakładowy	3,9	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Kapitał zapasowy	103,5	126,4	127,5	127,5	127,5	127,5	127,5
Zyski z lat ubiegłych	-6,5	-25,2	4,7	32,1	67,2	107,0	158,6
Zysk netto	14,1	36,3	37,0	46,3	52,7	67,1	83,7
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>1 175,6</b>	<b>1 784,7</b>	<b>1 835,9</b>	<b>1 896,7</b>	<b>1 975,4</b>	<b>2 039,5</b>	<b>2 097,9</b>
Zobowiązania długoterminowe	66,4	103,3	165,5	139,1	150,7	149,2	145,2
Zobowiązania krótkoterminowe	1 109,3	1 681,3	1 670,4	1 757,6	1 824,7	1 890,2	1 952,6
w tym zobowiązania finansowe	209,6	360,0	397,3	393,4	378,3	342,6	294,8

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Rachunek zysków i strat**

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Przychody ogółem</b>	<b>3 969,6</b>	<b>5 626,6</b>	<b>6 131,7</b>	<b>6 461,0</b>	<b>6 873,4</b>	<b>7 312,2</b>	<b>7 778,8</b>
<i>zmiana r/r</i>	20,7%	41,7%	9,0%	5,4%	6,4%	6,4%	6,4%
<b>Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów</b>	<b>3 668,0</b>	<b>5 190,1</b>	<b>5 616,7</b>	<b>5 919,3</b>	<b>6 293,6</b>	<b>6 691,5</b>	<b>7 118,5</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>301,6</b>	<b>436,5</b>	<b>515,0</b>	<b>541,7</b>	<b>579,9</b>	<b>620,7</b>	<b>660,3</b>
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	7,6%	7,8%	8,4%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%
Koszty sprzedaży	88,8	220,5	260,0	268,3	288,0	301,5	311,7
Koszty ogólnego zarządu	169,5	175,5	183,4	192,6	202,2	212,3	222,9
<b>Zysk (strata) ze sprzedaży</b>	<b>43,3</b>	<b>40,6</b>	<b>71,7</b>	<b>80,8</b>	<b>89,6</b>	<b>106,8</b>	<b>125,6</b>
<b>EBITDA</b>	<b>49,4</b>	<b>77,3</b>	<b>84,8</b>	<b>100,9</b>	<b>109,1</b>	<b>128,1</b>	<b>148,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>37,9</b>	<b>57,0</b>	<b>63,5</b>	<b>80,6</b>	<b>86,2</b>	<b>103,2</b>	<b>121,7</b>
<i>marża operacyjna</i>	1,0%	1,0%	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%	1,6%
Saldo z działalności finansowej	-16,5	-13,6	-17,7	-23,4	-21,2	-20,3	-18,4
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>19,8</b>	<b>43,3</b>	<b>45,8</b>	<b>57,2</b>	<b>65,0</b>	<b>82,8</b>	<b>103,4</b>
<i>marża brutto</i>	0,5%	0,8%	0,7%	0,9%	0,9%	1,1%	1,3%
Podatek dochodowy	5,3	5,1	8,8	10,9	12,4	15,7	19,6
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>14,5</b>	<b>36,3</b>	<b>37,0</b>	<b>46,3</b>	<b>52,7</b>	<b>67,1</b>	<b>83,7</b>
<i>marża netto</i>	0,4%	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,1%

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Sprawozdanie z przepływów pieniężnych**

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>35,6</b>	<b>49,0</b>	<b>14,1</b>	<b>71,0</b>	<b>77,9</b>	<b>92,3</b>	<b>107,0</b>
Zysk netto	14,5	36,3	37,0	46,3	52,7	67,1	83,7
Amortyzacja	11,5	20,3	21,2	20,3	22,9	25,0	26,3
Odsetki	11,8	15,8	21,3	21,9	21,6	20,8	18,8
Zmiana kapitału obrotowego	-0,6	3,5	-64,7	-17,6	-19,3	-20,5	-21,8
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>3,9</b>	<b>-46,8</b>	<b>6,4</b>	<b>-35,0</b>	<b>-30,0</b>	<b>-22,9</b>	<b>-25,0</b>
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-25,0	-93,3	-20,0	-35,0	-30,0	-22,9	-25,0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-41,8</b>	<b>10,5</b>	<b>-31,2</b>	<b>-36,0</b>	<b>-47,9</b>	<b>-69,4</b>	<b>-82,0</b>
Odsetki	-17,6	-20,4	-25,1	-21,9	-21,6	-20,8	-18,8
Kredyty netto	-18,2	23,3	19,1	2,9	-8,3	-28,9	-40,9
Dywidenda	-5,8	-7,3	-8,8	-10,2	-11,2	-12,9	-15,5
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-2,2</b>	<b>12,6</b>	<b>-10,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Środki pieniężne:</b>							
na początek okresu	12,3	10,1	22,7	12,0	12,0	12,0	12,0
na koniec okresu	10,1	22,7	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Wskaźniki finansowe**

	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
rentowność brutto na sprzedaży	7,6%	7,8%	8,4%	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%
rentowność EBITDA	1,2%	1,4%	1,4%	1,6%	1,6%	1,8%	1,9%
rentowność EBIT	1,0%	1,0%	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%	1,6%
rentowność netto	0,4%	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,1%
ROA	2,6%	3,4%	3,1%	3,2%	3,3%	3,7%	4,1%
ROE	8,6%	19,5%	17,2%	18,4%	18,2%	19,9%	21,0%
dynamika przychodów	20,7%	41,7%	9,0%	5,4%	6,4%	6,4%	6,4%
dynamika EBITDA	47,2%	56,5%	9,7%	19,0%	8,1%	17,4%	15,5%
dynamika EBIT	53,4%	50,4%	11,6%	26,8%	7,0%	19,7%	18,0%
dynamika EPS	-5,2%	134,5%	-2,4%	24,8%	13,7%	27,4%	24,8%
dług/aktywa	15,5%	17,9%	19,1%	18,1%	16,5%	14,2%	11,6%
dług/kapitał własny	119,6%	161,0%	163,2%	140,7%	117,8%	91,3%	66,5%
dług/EBITDA	4,2	4,7	4,7	3,9	3,5	2,7	2,0
EBIT/odsetki	2,0	2,8	2,4	3,7	4,0	5,0	6,5
płynność bieżąca	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
płynność szybka	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
płynność gotówkowa	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
rotacja zapasów (dni)	64,2	58,6	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1
rotacja należności (dni)	33,9	46,1	47,6	47,1	47,1	47,1	47,1
rotacja zobowiązań (dni)	87,5	91,3	84,6	84,0	84,0	84,0	84,0
cykl rotacji gotówki (dni)	10,6	13,4	16,1	16,2	16,2	16,2	16,2
WACC	10,1%	9,6%	9,7%	10,1%	10,4%	10,4%	10,5%
ROIC	8,0%	12,0%	8,8%	10,2%	10,4%	12,0%	13,7%
EVA (mln)	-6,9	10,5	-5,1	0,6	0,2	10,9	23,6
FCFF (mln)	16,6	-23,3	-12,0	33,0	43,4	65,1	78,1

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

**Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej**

(PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
EPS	3,66	8,59	8,38	10,46	11,89	15,14	18,89
DPS	1,48	1,85	2,00	2,30	2,53	2,91	3,49
Dividend yield	1,9%	2,3%	2,5%	2,9%	3,2%	3,6%	4,4%
BVPS	44,42	52,87	55,09	63,07	72,43	84,66	100,06
P/E	21,8	9,3	9,5	7,6	6,7	5,3	4,2
P/BV	1,8	1,5	1,4	1,3	1,1	0,9	0,8
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
P/CE	13,6	6,2	6,1	5,3	4,7	3,8	3,2
EV/EBIT	19,8	13,2	11,8	9,3	8,7	7,3	6,2
EV/EBITDA	15,2	9,7	8,8	7,4	6,9	5,8	5,1
EV/S	0,19	0,13	0,12	0,12	0,11	0,10	0,10

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.