

Neuca

Kupuj

sektor / branża: Handel hurtowy

ISIN: PLTRFRM00018

Ticker: NEU

103,3 zł
Profil

Grupa Neuca jest dostawcą produktów i usług skierowanych do podmiotów działających na rynku zdrowia. Główne obszary działalności Grupy to przede wszystkim dystrybucja hurtowa leków do aptek, programy partnerskie dla aptek, usługi marketingowe i logistyczne oraz sprzedaż leków pod swoimi markami.

Dane podstawowe

Kurs (13/10/2011)	69,9
Liczba akcji (mln)	4,4
Wycena DCF	127,5
Wycena porównawcza	79,2
Kapitalizacja (mln zł)	310,4
EV	755,7

Notowania

max. cena 52 tygodnie (zł)	83,0
min. cena 52 tygodnie (zł)	50,3
Średnia obrotów (3 m-ce / tys. zł)	261,8

Akcjonariat

	% akcji	% głosów
Wiesława Herba	23,0%	23,0%
Kazimierz Herba	22,8%	22,8%
FPT Foundation	10,0%	10,0%
Pozostali	44,2%	44,2%


Analitik
Krzysztof Kozieł

Analitik Rynku Papierów Wartościowych

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: krzysztof.koziel@bgz.pl

Wyniki finansowe

Sprzedaż Grupy w 1H 2011 wzrosła r/r o ok.6,4% kształtując się na poziomie 3,3 mld zł. W wyniku wzmocnionej walki o klienta Neuca zmniejszyła udziały o 1pkt % w II kwartale, utrzymując jednocześnie pozycję lidera z 30,5% udziałem. Niestety, podwyższenie stawki VAT na leki z ceną urzędową i rosnący udział sprzedaży do aptek sieciowych wymagających wyższych rabatów wpłynął negatywnie na marżę brutto ze sprzedaży, która spadła z 8,95% do 8,33%. Jednocześnie w wyniku poprawy efektywności kosztowej i restrukturyzacji back office'u wskaźnik sumy kosztów zarządu i sprzedaży do przychodów zmniejszył się o 0,4 pkt proc. do 6,8%.

W efekcie wynik operacyjny wzrósł o 20% do 41,5 mln zł, a po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych dynamika wyniosła 30%. Dzięki renegocjacji umów kredytowych, pomimo znacznego wzrostu zobowiązań finansowych udało się poprawić wynik netto o 30% w stosunku do ubiegłego roku i po pierwszej połowie 2011 roku prognoza zakładająca 44 mln zł zysku netto została zrealizowana w 56%. Choć wskaźniki zadłużenia są na wysokim poziomie to według naszej opinii prawdopodobieństwo utracenia płynności w wyniku naruszenia umów kredytowych jest niskie. Warto wspomnieć, iż wzrost zadłużenia odsetkowego po pierwszym półroczu wynika przede wszystkim ze wzrostu wartości zapasów wskutek tzw. złotych strzałów oraz inwestycji w centralne magazyny poprzez leasing maszyn.

Perspektywy Spółki

W wyniku zmian w ustawie o refundacji leków obowiązującej od 1 stycznia 2012 roku, należy spodziewać się znaczących zmian na rynku dystrybucji farmaceutyków. W 2012 roku regulowana marża hurtowa ma wynieść 7%, by docelowo w 2014 roku osiągnąć poziom 5%. Według Zarządu Neucy, marża realizowana na lekach refundowanych jest niższa nawet od docelowego 5% poziomu rentowności, stąd można założyć, że głównymi beneficjentami zmian w ustawie będą hurtowi dystrybutorzy leków.

W związku z centralizacją logistyki, do końca 2012 roku Grupa planuje zamknąć 13 magazynów lokalnych. Przeniesienie znaczącej części powierzchni magazynowej do magazynów centralnych (Katowice, Ołtarzew, Gądk) pozwoli na roczne oszczędności rzędu 27 mln zł.

Perspektywy rynku

Zgodnie z raportem IMS Health wzrost rynku dystrybucji hurtowej leków w 1H 2011 zbliżył się do 6%. Po bardzo dobrym 1Q oraz fatalnym IIQ, rynek spadł w lipcu o 1,5% r/r by w sierpniu zyskać 4,9%. Według prognoz PharmaExpert z 23 września wartość rynku aptecznego na koniec 2011 wyniesie ok. 27,4 mld zł, co oznacza ok. 1% wzrost w porównaniu do poprzedniego roku. W 2012 roku spodziewamy się spowolnienia na rynku dystrybucji leków, jednak wierzymy, że długoterminowo roczna stopa wzrostu wyniesie ok. 5%.

Podsumowanie

Pomimo wielu niewiadomych wynikających ze zmian w ustawie o refundacji wydaje się, że Grupa Neuca może być oceniana lepiej niż jej giełdowi konkurenci. Dzięki skupieniu się wyłącznie na dystrybucji hurtowej i obecności w detalu wyłącznie poprzez programy partnerskie, Neuca jest mniej wystawiona na ryzyko związane z nowymi przepisami. Dotychczasowa agresywna konkurencja na rynku dystrybucji leków ściągała marżę na lekach refundowanych do poziomu ok. 4%, z czego przede wszystkim korzystały apteki. Pomysł współpracy z aptekami poprzez programy rynkowe i systematyczne zwiększanie liczby ich uczestników jest rozsądną odpowiedzią na zmiany zachodzące w otoczeniu spółki. Pozytywnie oceniamy także działania Grupy mające na celu dywersyfikację działalności poprzez wprowadzenie do aptek własnych, wysokomarżowych produktów pod markami Nursea i Apteo.

Przyjęte przez nas założenia do modelu wyceny DCF pozwoliły uzyskać cenę równą 127,5 zł, natomiast średnia wycena porównawcza wskazuje na wartość akcji na poziomie 72,7zł. Ostatecznie przyjmujemy za cenę docelową średnią z wyceny DCF oraz wycen porównawczych, co implikuje wartość akcji wynoszącą 103,30 zł.

(mln zł)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	3969,6	5626,6	6131,7	6450,8	6450,8	6579,8
zmiana r/r (%)	20,7%	41,7%	9,0%	5,2%	0,0%	2,0%
EBITDA	49,4	77,3	84,8	98,5	131,8	122,9
EBIT	37,9	57,0	63,5	77,3	109,4	99,0
marża EBIT (%)	1,0%	1,0%	1,0%	1,2%	1,7%	1,5%
Zysk netto	14,5	36,3	37,0	45,0	69,3	63,1
marża netto (%)	0,4%	0,6%	0,6%	0,7%	1,1%	1,0%
EPS (zł)	3,7	8,6	8,4	10,1	15,6	14,2
DPS (zł)	1,5	1,9	2,0	3,0	4,7	4,3
BVPS (zł)	44,4	52,9	55,1	62,6	75,2	84,7
P/E (x)	21,5	8,5	8,4	6,9	4,5	4,9
P/BV (x)	1,6	1,3	1,3	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA	15,3	9,8	8,9	7,7	5,7	6,1

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wyceny spółek wykonano za pomocą:

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

Wycena fundamentalna opiera się na prognozie przepływów pieniężnych sporządzonych metodą FCFF i zdyskontowanych ważonym kosztem kapitału. Metoda porównawcza przedstawia spółkę na tle grupy przedsiębiorstw porównywalnych, pod względem popularnych wskaźników giełdowych w tym konkurencji.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki Neuca w wysokości 566 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 127,50 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji;
- wzrost przychodów będzie następował wraz z rozwojem całego rynku powiększonym o przyrost udziału w rynku;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na poziomie 5,7%, natomiast premia za ryzyko rynkowe dla potrzeb oszacowania kosztu kapitału wyniosła 5,5%;
- współczynnik beta wynosi 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy w wysokości 2%;
- koszt kapitału obcego przyjęliśmy na stałym poziomie dla całego okresu prognozy (7%);
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany inwestycyjne spółki; dla ostatniego roku prognozy przyjmujemy wydatki inwestycyjne na poziomie amortyzacji z roku poprzedniego.
- długoterminowe kredyty zaciągnięte przez Neuca będą sukcesywnie spłacane, natomiast kredyt krótkoterminowy zależy od wielkości kapitału obrotowego netto;
- w prognozie przyjęto wypłatę dywidendy przez spółkę w wysokości 30% zysku netto do 2013 roku; po zakończeniu restrukturyzacji w 2014 roku współczynnik wypłaty dywidendy rośnie do 50%;
- zakładamy, że rotacja zapasów w długim terminie spadnie z 53 do 43 dni, rotacja należności wzrośnie z 47,5 do 58 a rotacja zobowiązań pozostanie na historycznym poziomie.
- nie zakładamy emisji nowych akcji ani skupu akcji własnych prowadzonych przez spółki;
- w prognozie uwzględniamy zdyskontowaną wartość aktywów nieoperacyjnych (nieruchomości) na poziomie 30 mln zł;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 13.10.2011 r.
- pomimo spowolnienia na rynku, marża na sprzedaży rośnie, co wynika z nowego prawa o refundacji leków. Zakładamy, że rentowność na lekach nierefundowanych utrzyma się na stałym poziomie.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2H 2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	3 161,7	6 450,8	6 579,8	6 711,4	7 047,0	7 399,4	7 769,3	8 157,8	8 565,7	8 737,0
EBIT	35,8	109,4	99,0	97,7	116,4	123,8	131,5	139,3	147,5	152,1
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek	6,8	20,8	18,8	18,6	22,1	23,5	25,0	26,5	28,0	28,9
NOPLAT	29,0	88,6	80,2	79,1	94,3	100,3	106,5	112,8	119,5	123,2
Amortyzacja	10,5	22,4	23,9	23,8	21,6	21,1	20,7	20,5	20,2	19,1
CAPEX	20,3	25,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	20,2
Inwestycje w kapitał obrotowy	11,4	8,8	6,7	6,9	17,5	18,3	19,3	20,2	21,2	8,9
FCFF	7,7	77,2	87,4	86,0	88,4	93,0	97,9	103,1	108,5	113,1
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta (lewarowana)	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	13,9%	13,5%	13,1%	12,7%	12,4%	12,1%	11,9%	11,7%	11,4%	11,4%
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	62,0%	66,2%	70,4%	74,8%	79,0%	82,9%	86,8%	90,8%	94,8%	96,5%
% długu	38,0%	33,8%	29,6%	25,2%	21,0%	17,1%	13,2%	9,2%	5,2%	3,5%
WACC	10,8%	10,8%	10,9%	10,9%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Suma DFCF	507,7									
Wartość rezydualna (TV)	1 261,2									
Zdyskontowana TV	482,0									
Wartość działalności operacyjnej	989,6									
Dług netto	443,2									
Aktywa nieoperacyjne	30,0									
Wartość kapitałów mniejszości	10,1									
Wartość kapitału własnego	566,3									
Liczba akcji (mln szt.)	4,44									
Wartość 1 akcji (13.10.2011)	127,53 zł									

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

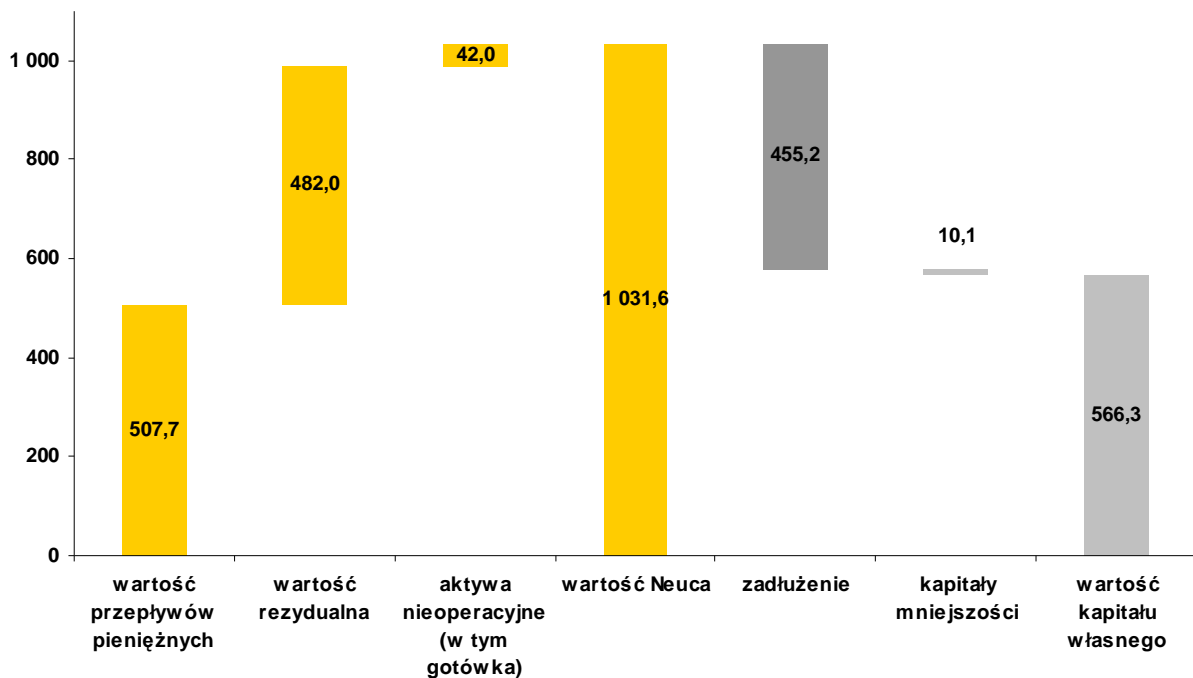
Poniższa tabela obrazuje wrażliwość wyceny Neuca na przyjęte założenia w modelu DCF. W przyjętym przez nas wariancie wartość jednej akcji Spółki szacujemy na 127,53 zł, jednak w przypadku zmiany ważonego kosztu kapitału lub poziomu wzrostu przepływów pieniężnych po okresie prognozy obserwuje się znaczące odchylenia od tej wartości.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	-1,0	134,25	140,86	148,22	156,50	165,86
	-0,5	121,97	127,70	134,06	141,16	149,14
	0	110,86	115,87	121,39	127,53	134,37
	+0,5	100,77	105,17	109,99	115,32	121,23
	+1,0	91,58	95,45	99,68	104,33	109,47

Źródło: BM BGŻ S.A.

Rys. Determinanty wartości Neuki w wycenie FCFF (mln zł.)



Źródło: obliczenia własne

Wycena porównawcza

Wartość spółek szacowaliśmy na podstawie wskaźników P/E (stosunek ceny do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa do zysku spółki przed opodatkowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa do zysku spółki przed opodatkowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację).

Wycena porównawcza Neuca została dokonana w oparciu o ww. wskaźniki dla PGF, Farmacolu oraz spółek zagranicznych, działających w branży dystrybucji hurtowej leków. Prognozy, na których bazowaliśmy przy ustaleniu poszczególnych wskaźników są konsensusem analityków, pochodzącym z systemu Reuters Knowledge.

Polska Grupa Farmaceutyczna jest jednym z trzech największych hurtowników leków w Polsce. Oprócz działalności hurtowej, Grupa PGF jest obecna w detalu poprzez sieć aptek zarządzanych przez spółkę zależną CEPD. Blisko 30% przychodów generowanych jest z części detalicznej biznesu PGF, stąd wyższe marże uzyskiwane przez tę spółkę. Grupa PGF jest obecnie najbardziej zadłużonym hurtownikiem farmaceutyków notowanym na GPW z długiem netto przekraczającym 545 mln zł. W przypadku PGF konsensus analityków został zweryfikowany pod względem wykonania prognozy zysku, która po pierwszym półroczu została zrealizowana jedynie w 28%.

Grupa Farmacol, podobnie jak PGF oprócz działalności hurtowej prowadzi działalność detaliczną odpowiedzialną za 10% przychodów Farmacolu. Farmacol zajmuje 2 miejsce na rynku hurtowej dystrybucji leków i dzięki niskiemu zadłużeniu uzyskuje marże netto na poziomie wyższym niż Neuca czy PGF.

Na podstawie wybranych wskaźników dla grupy spółek krajowych, którym nadaliśmy równe wagi, otrzymaliśmy wycenę jednej akcji Neuca na poziomie 64,82 zł.

Tab. Wycena porównawcza (grupa porównawcza spółek krajowych)

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
Farmacol	6,6	6,5	6,3	5,8	5,7	5,5	7,6	6,5	6,1
PGF	8,1	8,2	7,7	6,4	6,4	6,1	6,5	5,6	5,0
Średnia	7,4	7,4	7,0	6,1	6,0	5,8	7,1	6,0	5,6
Neuca	9,8	6,9	7,6	7,7	5,7	6,1	6,9	4,5	4,9
Implikowana cena 1 akcji Neuki	28,02	81,28	56,77	34,84	78,64	59,12	71,71	94,05	78,94
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
Wycena 1 akcji	64,82 zł								

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Ze względu na dość wysoki wzrost zadłużenia w ostatnim półroczu, wskaźniki oparte na wartości firmy (EV) na obecny rok nie prezentują się zbyt dobrze dla Neuki. W naszej ocenie, poprawa sytuacji przyjdzie już w następnym roku, kiedy zakończą się wymagające kapitału procesy restrukturyzacyjne. Dzięki poprawie wyniku z działalności operacyjnej i mniejszych inwestycji w kapitał obrotowy, spodziewamy się spłaty dużej części zadłużenia. W naszej ocenie, w kolejnych latach to PGF i Farmacol bardziej odczują zmiany wprowadzenie nowych przepisów dotyczących refundacji farmaceutyków.

Wycena porównawcza uwzględniająca wskaźniki spółek europejskich została oparta o grupę przedsiębiorstw porównywalnych pod względem rozmiaru (kapitalizacja poniżej 700 mln euro z wyjątkiem Celesio AG) oraz profilu działalności (działalność hurtowa i detaliczna oraz usługi transportowe dla logistyki).

Z zestawienia wycen porównawczych wynika, że cały sektor dystrybucji farmaceutyków w Polsce jest niedowartościowany w stosunku do spółek notowanych oraz działających na terenie państw europejskich.

Tab. Wycena porównawcza (grupa porównawcza spółek europejskich)

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
MediqNV	7,6	6,9	6,5	5,9	5,4	5,2	8,7	7,6	7,1
Celesio AG	8,1	6,9	6,6	5,8	5,6	5,2	8,2	7,2	6,6
Andreae Noris	8,6	9,9	9,2	7,1	7,9	7,4	15,2	19,0	----
United Drug PLC	10,5	9,3	8,4	7,2	6,7	6,2	11,0	9,5	8,5
Oriola KD	13,3	7,6	5,9	8,6	5,5	4,5	28,9	9,8	7,2
Średnia	9,6	8,1	7,3	6,9	6,2	5,7	14,4	10,6	7,4
Neuca	9,8	6,9	7,6	7,7	5,7	6,1	6,9	4,5	4,9
Implikowana cena 1 akcji Neuki	67,75	99,79	62,46	53,20	84,31	57,56	146,09	165,81	104,42
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
Wycena 1 akcji	93,49 zł								

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Na podstawie wybranych wskaźników dla grupy spółek zagranicznych, którym nadaliśmy równe wagi, otrzymaliśmy wycenę jednej akcji Neuca na poziomie 93,49 zł.

Podsumowanie wyceny

Ostateczną wycenę spółek otrzymaliśmy, obliczając średnią z wyceny DCF oraz średniej z wycen porównawczych dla spółek krajowych i zagranicznych. W ten sposób teoretyczna wartość jednej akcji Neuca wynosi 103,30 zł.

Tab. Wycena końcowa.

	wycena	waga
metoda DCF	127,53	50%
metoda porównawcza (średnia)	79,15	50%
Neuca		
wycena akcji	103,3 zł	
obecna cena akcji	69,90 zł	
różnica %	47,8%	

Źródło: BM BGŻ S.A.

Charakterystyka spółki

Wyniki finansowe

Pierwsze półrocze 2011 roku Neuca z pewnością zaliczy do udanych. Przychody Grupy, które wzrosły bardziej niż rynek, ukształtowały się na poziomie 3,3 mld zł. W wyniku agresywnej walki o marże Neuca zmniejszyła swój udział rynkowy o 1 punkt procentowy, do 30,5%, co w dalszym ciągu daje dużą 10% przewagę nad giełdowymi konkurentami. Solidny wzrost wyników w pierwszym półroczu to głównie efekt bardzo wysokiej dynamiki wzrostu rynku leków w pierwszym kwartale, który wyniósł 10%. Połowa wzrostu w 1Q przypadła na segment aptek sieciowych, których udział w przychodach przekracza 25%. O ile zwiększenie przychodów może cieszyć, to warto zauważyć, że wzrost znaczenia aptek sieciowych w sprzedaży będzie oznaczał niższe marże uzyskiwane na sprzedaży, o czym Grupa przekonała się już w 2Q 2011r. Oprócz niższych marż wynikających ze zwiększenia udziału aptek sieciowych, na rentowność ze sprzedaży miała wpływ podwyżka VAT na leki z ceną urzędową.

Kontynuacja działań restrukturyzacyjnych rozpoczętych w 2009 roku zaczyna przynosić wymierne korzyści w postaci oszczędności kosztowych na poziomie kosztów logistyki magazynowej i transportowej oraz back office'u. W 1Q br obniżono stosunek kosztów sprzedaży i zarządu do przychodów o 0,49 p.p., natomiast 2Q przyniósł oszczędności rzędu 0,27 p.p r/r.

Pomimo znaczących oszczędności wynikających z działań restrukturyzacyjnych i spadku kosztów działalności 2% r/r, wynik operacyjny w 2Q br. zarówno przed, jak i po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych okazał się niższy, odpowiednio o 2% i 3%. W wyniku uzyskania lepszego wyniku na działalności finansowej zysk netto wzrósł w 2Q o 28%. W całym pierwszym półroczu wzrost EBIT-u i zysku netto dzięki bardzo dobrym dynamikom w 1Q wyniósł odpowiednio 19% i 30% (po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych 29% i 51%).

Restrukturyzacja w Grupie zachodzi na trzech płaszczyznach: wspomnianej logistyki magazynowej i transportowej, telemarketingu oraz sprzedaży. Dzięki zmniejszeniu liczby magazynów o 12 do czerwca br. i

zamknięciu kolejnych 13 w perspektywie następnego roku, Neuca zamierza zaoszczędzić ok. 27,5 mln zł rocznie w stosunku do kosztów poniesionych w 2009 roku. Głównym źródłem oszczędności będzie ograniczenie liczby zatrudnionych z 2700 do 1410 osób oraz niższe koszty utrzymywania mniejszych powierzchni magazynowych. W dłuższym terminie należy oczekiwać optymalizacji rotacji zapasów związanej z ograniczeniem powierzchni magazynowych, co przyczyni się do bardziej efektywnej polityki zarządzania kapitałem pracującym i mniejszego zadłużenia. Koszty restrukturyzacji magazynów już w 2010 roku przyniosły oszczędności na poziomie 8 mln zł, jednak w wyniku oddania do użytkowania magazynów w Ołtarzewie i w Gądkach koszty logistyki w tym roku wzrosną (powierzchnie magazynowe się dublują).

Na płaszczyźnie telemarketingu, w wyniku konsolidacji i centralizacji ograniczono liczbę centrów telemarketingu do 24 (spadek z 41) by docelowo w 2012 roku dysponować jedynie 13 lokalizacjami. Pełne wdrożenie nowej architektury call center, które usprawni działanie pionu telesprzedaży zostało zaplanowane na koniec 3Q br a wymierne korzyści szacowane na 5 mln zł rocznie w stosunku do 2010 r. będą uwzględnione w rachunku zysków i strat już za dwa lata. W wyniku uwspólnienia struktur sprzedaży oraz zarządzania kategorią i negocjacjami w poszczególnych pionach operacyjnych Grupy, począwszy od 2013 roku Neuca zamierza zaoszczędzić 10 mln zł rocznie.

Tab. Wyniki finansowe

	1H 2009	2009	1H 2010	2010	1H 2011	2011 P
przychody	2545,3	5626,6	3092,2	6131,7	3289,2	6450,8
<i>zmiana r/r</i>	<i>26,5%</i>	<i>41,7%</i>	<i>21,5%</i>	<i>7,6%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,6%</i>
zysk ze sprzedaży	199,1	436,5	262,7	515,0	268,1	525,8
EBITDA	35,8	77,3	46,0	84,8	52,2	98,5
EBIT	27,3	57,0	34,9	63,5	41,5	77,3
zysk netto	18,1	36,3	17,5	37,6	23,1	45,0
marża brutto na sprzedaży	7,8%	7,8%	8,5%	8,4%	8,2%	8,2%
marża operacyjna	1,07%	1,01%	1,13%	1,04%	1,26%	1,20%
marża netto	0,71%	0,65%	0,57%	0,61%	0,70%	0,70%
przepływy z działalności operacyjnej	0,0	-46,8	-24,2	6,4	-2,1	28,8
przepływy z działalności inwestycyjnej	-35,4	10,5	1,2	-31,2	-3,1	-30,0
przepływy z działalności finansowej	67,7	12,7	16,1	-10,7	2,1	11,6
dług / EBITDA		4,8		4,8		4,6

Źródło: Notoria, BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

W wyniku wysokiego zadłużenia netto Grupy, które pod koniec pierwszego półrocza osiągnęło poziom ok. 435 mln zł, saldo przychodów i kosztów finansowych spadło w 1H r/r z -11,5 mln zł do -12,2 mln zł. Wzrost zadłużenia odsetkowego wynika głównie ze zwiększenia leasingu finansowego, którym spółka finansuje automatykę w nowym centralnym magazynie w Gądkach. Ponadto, w wyniku czterech podwyżek stóp procentowych wzrosła stopa WIBOR będąca podstawą określania kosztów finansowania dłużnego. Z drugiej strony, w wyniku renegotjacji warunków na całym portfelu kredytów, Grupa spodziewa się rocznie ok. 3 mln zł oszczędności.

Grupa Neuca odnotowała negatywne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w pierwszym półroczu, co w głównej mierze było skutkiem śródrocznych zmian w kapitale obrotowym wynikających z zakupów większej ilości leków, po niższej niż zwykle cenie oraz spłaty zobowiązań. Należy pamiętać, że działalność dystrybutorów farmaceutyków cechuje się sezonowością ze szczytem aktywności przypadającym na

miesiące zimowe. W porównaniu z końcem grudnia 2010 roku wartość zapasów w bilansie skonsolidowanym była niższa o niemal 151 mln zł. Niestety wraz ze spadkiem zapasów rosną również należności, które wraz ze spadającymi zobowiązaniami mają negatywny wpływ na przepływy z działalności operacyjnej. Przepływy z działalności inwestycyjnej są w głównej mierze uwarunkowane wydatkami na inwestycje w magazyny, które w 1H br wyniosły ok. 9 mln zł, podczas gdy ich przewidywalna wartość w drugim półroczu to ok. 20 mln zł. Działalność finansowa jest uzależniona od zmian w przepływach operacyjnych i inwestycyjnych – w czasie sporych inwestycji oraz przebudowy systemu logistyczno-magazynowego dług odsetkowy wzrastał w dynamicznym tempie.

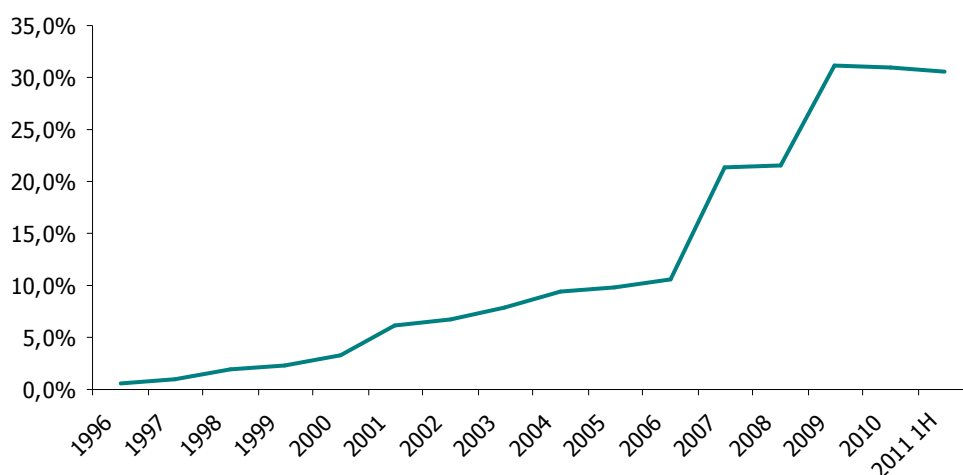
Trzeci i czwarty kwartał w naszej ocenie mogą wypaść trochę gorzej od pierwszego półrocza ze względu na negatywne tendencje na rynku. Słoneczny i ciepły wrzesień odłożył w czasie początek sezonu zachorowań na gripę i przeziębień a brak list refundacyjnych na przyszły rok powstrzymuje apteki przed większymi zakupami. Według ostatniej prognozy PharmaExpert opublikowanej 23 IX 2011 r. w drugim półroczu można spodziewać się wzrostu rynku od 1% do 3%. Zakładamy, że wzrost przychodów Neuca w drugim półroczu wyniesie ok. 4% (3Q wypadnie raczej słabo) a w całym roku odnotowane przychody osiągną poziom 6,45 mld zł.

Warto wspomnieć, że Neuca wypłaca dywidendę, która w latach 2009 i 2010 wyniosła 2 i 2,3 na akcję, (24%, 27% zysku odpowiednio) Z ostatnich doniesień prasowych wynika, że Spółka chce, aby wskaźnik wypłaty dywidendy stopniowo wzrastał w perspektywie kolejnych kilku lat.

Działalność operacyjna

Podstawową działalnością Grupy Neuca jest dystrybucja hurtowa do aptek. W wyniku przejęcia giełdowego Prospera, Neuca stała się niekwestionowanym liderem na rynku dystrybucji hurtowej leków z 30,5% udziałem w rynku. Wskaźnik ten od połowy lat 90 wzrósł od 0 do niemal 30 p.p. Tak znaczący przyrost udziałów Neuca zawdzięcza zarówno rozwojowi organicznemu jak również licznym przejęciom, których ukoronowaniem było połączenie z giełdowym Prosperem.

Rys. Udział Neuki w rynku aptecznym



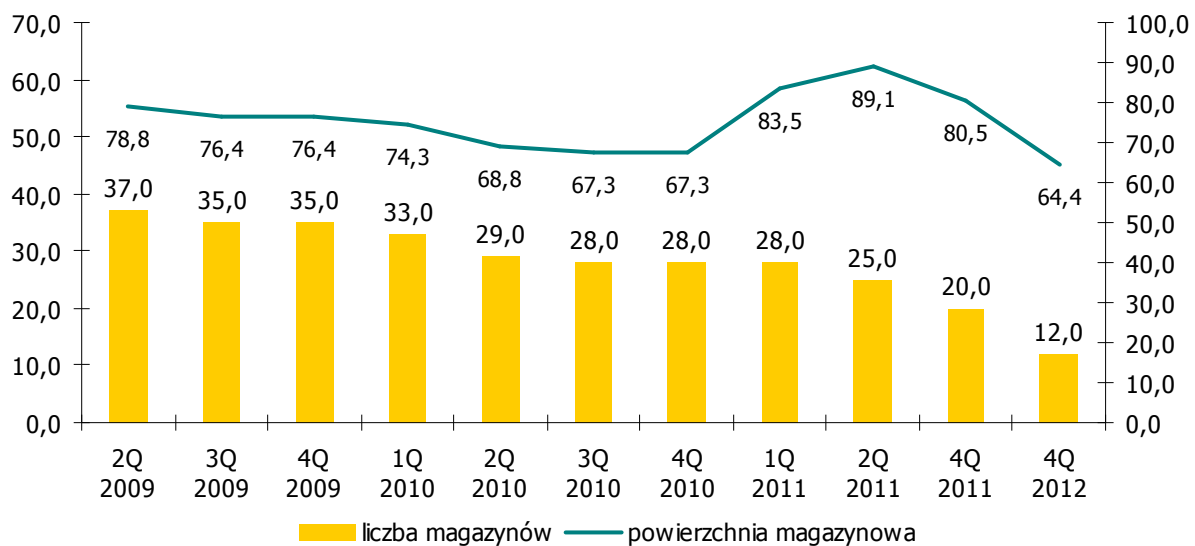
Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Do 2006 roku rozwój Grupy Torfarm bazował wynikał głównie z rozwoju organicznego, choć w ciągu pierwszych dziesięciu lat działalności przejęto 7 mniejszych hurtowni. W 2007 roku nastąpiło przejęcie czterech podmiotów o łącznym 9% udziale w rynku dystrybucji farmaceutyków (Galenics-Silfarm, Optima, Radix,

Panaceum, Itero). W 2009 roku Torfarm przejął giełdową Grupę Prospera, co pozwoliło zwiększyć udziały do ok. 30% i stać się liderem na rynku dystrybucji hurtowej leków. Większość przychodów Neuca pochodzi z hurtu aptecznego, podczas gdy hurt do szpitali zapewnia rocznie ok.100 mln zł przychodów. Grupa zrezygnowała z obsługi mało opłacalnego segmentu przedhurtowego odpowiadającego za 100 mln zł obrotu w 2010 roku.

Po drugim kwartale br Grupa posiadała 25 magazynów o łącznej powierzchni 89,1 tys. metrów kwadratowych (dla porównania: PGF posiada 13 magazynów o powierzchni 70 tys. m kwadratowych), z których do końca 2012 roku zostanie 12, w tym trzy magazyny centralne. Od połowy 2009 roku, po połączeniu Torfarmu z Prosperem rozpoczęto proces restrukturyzacji logistyki w Grupie, co skutkowało zmniejszeniem liczby magazynów o 12.

Wyk. Ilość magazynów na koniec kwartału



Źródło: Spółka.

Działalność dystrybucyjna Grupy Neuca ogranicza się wyłącznie do hurtu, a obecność w detalu odbywa się wyłącznie poprzez programy partnerskie dla aptek. Od początku 2010 roku liczba aptek we wszystkich programach Neuca wzrosła o 2 tysiące a do końca tego roku Zarząd oczekuje kolejnych 500.

Poza rozwijaniem hurtu oraz programów lojalnościowych, Neuca stawia na sprzedaż własnych produktów oraz świadczenie usług na rzecz innych podmiotów działających w branży medycznej. Oferując produkty pod marką Nursea oraz Apteo, Grupa Neuca wchodzi w wysokomarżowy segment mając wsparcie ponad 3 tysiące aptek będących członkami programów lojalnościowych. Obecnie asortyment pod marką Apteo (ekonomiczna) i Nursea obejmuje odpowiednio 17 i 6 produktów, natomiast do końca br. Spółka zakłada wprowadzenie do aptek przynajmniej 20 produktów marki ekonomicznej. Działalność reklamowa przyniosła w pierwszym półroczu 4,7 mln zł choć trzeba zaznaczyć, że 90% obrotu generowały spółki z Grupy Neuca.

Zmiana ustawy o refundacji leków

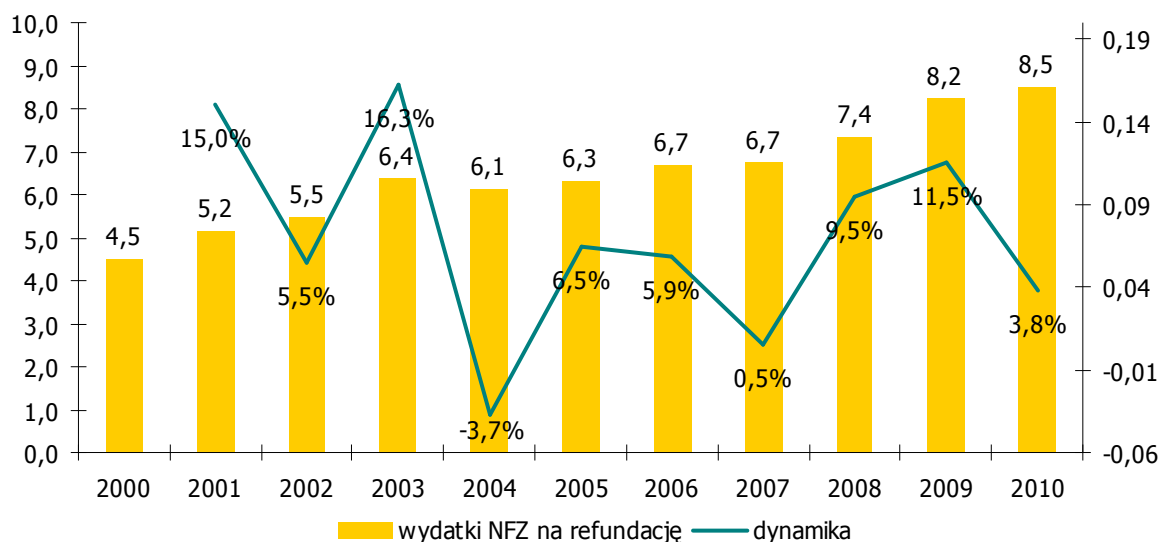
Od 1 stycznia 2012 roku wejdzie w życie Ustawa z dnia 12 maja 2011 roku o refundacji leków, środków spożywczych specjalnego przeznaczenia oraz wyrobów medycznych, wchodząca w skład pakietu ustaw zdrowotnych przygotowanych przez rząd. Według uzasadnienia do projektu ustawy, wprowadzane regulacje mają na celu przede wszystkim „zagwarantowanie dostępu do leków i wyrobów medycznych z kontrolą ich

skuteczności i bezpieczeństwa na etapie dopuszczenia do obrotu”, „zapewnienie jakości produktów leczniczych i wyrobów medycznych będących przedmiotem obrotu na rynku w sensie ich jakości i bezpieczeństwa wytwarzania, obrotu i stosowania”, „zwiększanie dostępności farmakoterapii, środków spożywczych specjalnego przeznaczenia żywieniowego i wyrobów medycznych przez system refundacyjny mający na celu zmniejszenie udziału pacjentów w kosztach leczenia”. Uzasadnienie do projektu wskazuje szereg „zjawisk patologicznych”, jakie mają miejsce w obecnym systemie prawnym. Wśród nich znajdują się m. in. nabywanie/oferowanie leków za 1 grosz, wynagradzanie pacjentów za dostarczenie recepty na lek refundowanym „turystyka refundacyjna”, marnotrawienie leków i niejednolite systemy rabatowania.

W związku z dość wysokim (4 miejsce w 2009 roku), nawet jak na kraje Unii Europejskie współczynnikiem wydatków na leki ogółem do PKB, Ministerstwo Zdrowia zdecydowało się na powiązanie wydatków publicznych na farmaceutyki z budżetem NFZ. Od nowego roku refundacja farmaceutyków ma stanowić maksymalnie 17% łącznych wydatków NFZ na finansowanie świadczeń gwarantowanych. Pomysł ograniczenia wydatków na farmaceutyki z pewnością nie jest dobrą wieścią dla pacjentów, których interes według uzasadnienia nowej ustawy ma być lepiej chroniony.

Dość znacząca zmianą wzbudzającą chyba najwięcej kontrowersji jest całkowity zakaz stosowania zachęt w stosunku do produktów refundowanych oraz całkowity zakaz reklamy aptek. O ile Neuca, która nie prowadzi działalności detalicznej nie będzie bezpośrednio narażona na skutki tych zapisów, to w szczególności PGF, którego sprzedaż apteczna generuje znaczącą część przychodów może ponieść poważne konsekwencje. W odpowiedzi na zapytanie redakcji rynekapteki.pl o legalność stosowania programów lojalnościowych w kontekście przepisów nowej ustawy, Ministerstwo Zdrowia stwierdza, że zgodnie z wyrokami Wojewódzkich Sądów Administracyjnych (wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 6 marca 2008 r. sygn. akt VII SA/Wa 1985/07), każde działanie polegające na informowaniu i zachęcaniu, mające na celu zwiększenie sprzedaży jest reklamą apteki. W świetle powyższego uzasadnienia, zasadność działań Polskiej Grupy Farmaceutycznej w zakresie wzmożonej akcji pozyskiwania klientów poprzez systemy lojalnościowe adresowane do klienta 60+ staje pod znakiem zapytania.

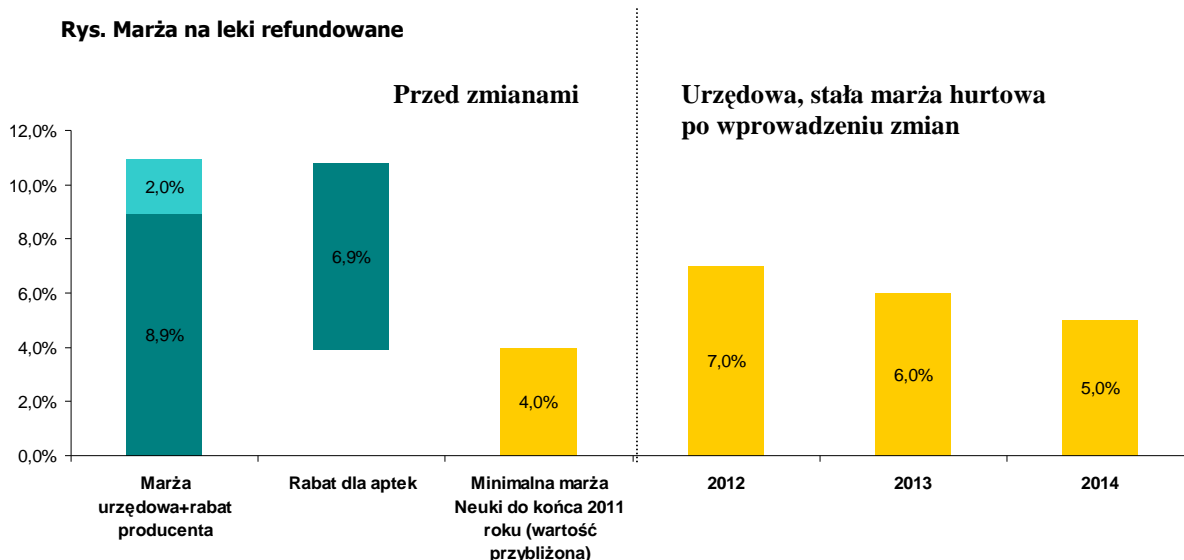
Rys. Wydatki na refundację leków z budżetu NFZ w mld zł.



Źródło: Ministerstwo Zdrowia, NFZ

Kluczowym zagadnieniem, które w znaczący sposób dotyczy grupy Neuca jest wprowadzenie urzędowych cen zbytu oraz usztywnienie i obniżenie marż hurtowych i marż detalicznych. Według zapisów ustawy marża hurtowa liczona od urzędowej ceny zbytu wyniesie 5% w 2014 roku, przy czym dochodzenie do

tego poziomu będzie realizowane w sposób stopniowy: w 2012 roku marża wyniesie 7%, by w kolejnym roku spaść o kolejny punkt procentowy a w 2014 ustabilizuje się na poziomie 5%



Źródło: obliczenia własne, Spółka

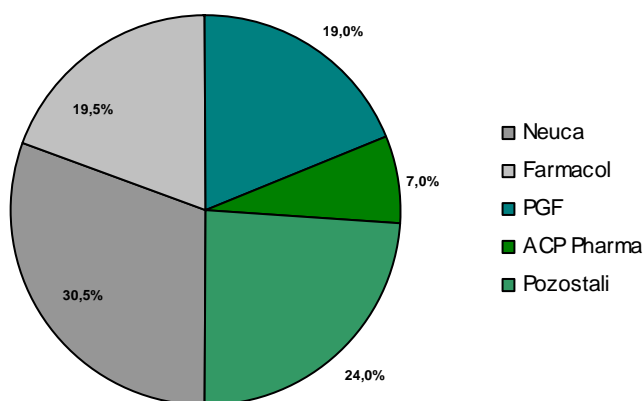
Uwzględniona w ustawie tabela degresywnych marż aptecznych nie różni się w znaczący sposób od tej obowiązującej dziś. Jednak usztywnienie marży hurtowej i brak możliwości przekazywania rabatu aptekom w znaczący sposób może pogorszyć ich kondycję finansową. W uzasadnieniu do projektu ustawy przedstawiono (bez podania sposobu obliczenia) szacunki dotyczące wpływu nowych przepisów na podmioty działające w systemie dystrybucji leków w Polsce. I tak producenci, którzy w pierwotnej wersji ustawy byli zobowiązani płacić 3% podatek od przychodów, tracą 250 mln zł, hurtownicy ok. 450 mln zł natomiast apteki 180 mln zł. W rzeczywistości, rozkład strat poniesionych przez poszczególne ogniwa systemu dystrybucji leków najprawdopodobniej będzie wyglądał inaczej, a obliczenia Resorту Zdrowia nie uwzględniają rzeczywistej sytuacji na rynku. Obecnie, hurtownik handlujący lekami refundowanymi może uzyskać maksymalną marżę w wysokości 8,91%, wyznaczoną przez ustawodawcę. Oprócz tego, ma do dyspozycji ok. 2% rabat, który oferuje producent leku wpisanego na listę refundacyjną. Ponieważ marża hurtownika nie jest sztywna (jedynie ograniczona od góry), a polityka rabatowania przez producentów jest ze wszech miar dozwolona, hurtownik dysponuje 11% marżą, z której mniej niż 7% trafia do aptek w postaci rabatu. W ten sposób, w łańcuchu dystrybucji krąży ok. 850 mln zł w postaci rabatów i upustów dla aptek, które wraz z początkiem obowiązywania nowej ustawy znikną. Dla Grupy Neuca, która zajmuje się wyłącznie dystrybucją hurtową, a która na lekach refundowanych zarabiała do tej pory ok. 4-4,5% marży, zmiany które niesie ze sobą nowa ustawa już w przyszłym roku pozytywnie wpłyną na wynik brutto ze sprzedaży. Przy założeniu, że dystrybutorzy hurtowi nie rozpoczną wojny cenowej w segmentach nieuregulowanych ustawą, czyli OTC oraz leki nier refundowane na receptę, należy spodziewać się znaczącej poprawy wyników w części hurtowej w przyszłym roku. Naszym zdaniem, zakładając że poziom przychodów oraz marża na OTC i lekach nier refundowanych na receptę się nie zmienia, zmiana przepisów o refundacji może zapewnić Neuce dodatkowe 75 mln zł na poziomie marży brutto ze sprzedaży. Część z tych środków na pewno trafi do aptek w postaci programów lojalnościowych, category management i wsparcia klienta. W prognozie przyjmujemy, że w 2012 roku dodatkowe środki przeznaczone na działania mające na celu podjęcie walki konkurencyjnej w obszarach innych niż agresywna walka cenowa będą wynosiły 30 mln zł. Zakładamy, że budżet na walkę konkurencyjną w przyszłych latach będzie się stopniowo zmniejszał.

Otoczenie konkurencyjne

Rynek hurtowej dystrybucji farmaceutyków jest zdominowany przez pięciu dystrybutorów kontrolujących razem ponad 82% rynku. Do największych dystrybutorów należą Neuca, PGF, Farmacol, ACP Pharma oraz Hurtap. Od kilku lat obserwuje się postępujący proces konsolidacji, który przejawia się w malejącej liczbie podmiotów prowadzącej działalność hurtową w zakresie dystrybucji leków. Według danych Głównego Inspektoratu Farmaceutycznego liczba podmiotów zarejestrowanych w Urzędowym Rejestrze Hurtowni spadła w przeciągu 5 lat o 35 do 633. Tak duża liczba hurtowni może dziwić, ale wiele z nich prowadzi działalność specjalizując się w dystrybucji wąskiego asortymentu leków na niewielką skalę.

Naszym zdaniem, proces postępującej konsolidacji rynku straci impet w wyniku zmian w ustawie z dnia 12 maja 2011 o refundacji leków. Wskutek zmian w przepisach prawa dotyczących refundacji leków niskie marże hurtowników podyktowane wysokim stopniem konkurencji na rynku dystrybucji leków zostaną urzędowo podwyższone. O ile najwięksi gracze nie zdecydują się na walkę cenową w segmencie OTC oraz leków nier refundowanych na receptę, to mniejsze podmioty balansujące na progu rentowności czeka poprawa sytuacji.

Rys. Struktura udziału w rynku dystrybutorów leków do aptek w Polsce



Źródło: BM BGZ S.A.

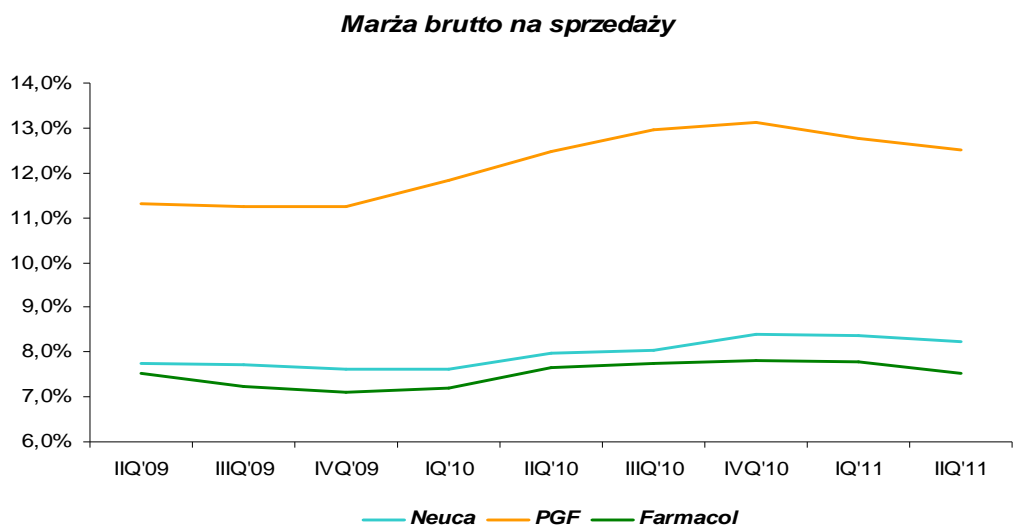
Trzech największych hurtowych dystrybutorów farmaceutyków jest notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych. Analizując i porównując ich wyniki finansowe i rentowności należy mieć na uwadze fakt, że tylko Neuca uzyskuje ok.99% swoich przychodów z działalności hurtowej. W przypadku zarówno Grupy PGF, której 30% przychodów pochodzi z segmentu detalicznego, jak i Farmacolu (10% sprzedaży z aptek) należy się spodziewać wyższych rentowności na poziomie zysku ze sprzedaży. Choć Farmacol do 2008 roku utrzymywał marżę brutto ze sprzedaży na poziomie wyższym od Grupy Neuca (dawniej Torfarm), to po przejściu Prospera w 2009 roku, w wyniku działań restrukturyzacyjnych Grupie Neuca udało się zdystansować rywala z Katowic. Pod względem rentowności na poziomie netto, w I półroczu 2011 roku bezkonkurencyjnie wypada Farmacol, którego koszty odsetkowe wynikające z niewielkiego zadłużenia są najniższe. Poziom zadłużenia w stosunku do wartości rocznej EBITDA w Grupach PGF i Neuca może niepokoić, jednak według Zarządów obu spółek banki są przychylnie dalszemu finansowaniu kapitałem obcym.

Tab. Porównanie wskaźników dla dystrybutorów farmaceutyków notowanych na GPW

	PGF			Neuca			Farmacol		
	2009	2010	2011 1H	2009	2010	2011 1H	2009	2010	2011 1H
Przychody (mln)	5 427,4	5 795,4	3 243,1	5 626,6	6 131,7	3 289,2	5 136,6	5 101,5	2 537,8
zmiana r/r	6,5%	6,8%	15,7%	41,7%	9,0%	6,4%	21,9%	-0,7%	-4,7%
marża brutto na sprzedaży	12,8%	13,1%	11,9%	7,8%	8,4%	8,2%	6,9%	7,7%	7,4%
marża operacyjna	2,1%	1,9%	1,4%	1,0%	1,0%	1,3%	1,8%	1,7%	1,7%
marża netto	1,2%	1,2%	0,7%	0,6%	0,6%	0,7%	1,4%	1,4%	1,4%
ROA	3,0%	3,2%	-	2,7%	1,9%	-	4,5%	4,0%	-
ROE	18,7%	17,6%	-	23,9%	18,4%	-	11,8%	10,4%	-
Dług/kapitał własny									
rotacja zapasów	43,0	50,0	-	58,3	53,0	-	47,9	47,6	-
rotacja należności	39,4	37,4	-	45,0	46,8	-	40,3	46,8	-
rotacja zobowiązań	102,1	87,9	-	108,4	99,2	-	71,1	71,1	-
cykl rotacji gotówki	-19,7	-0,5	-	-5,1	0,6	-	17,1	23,3	-

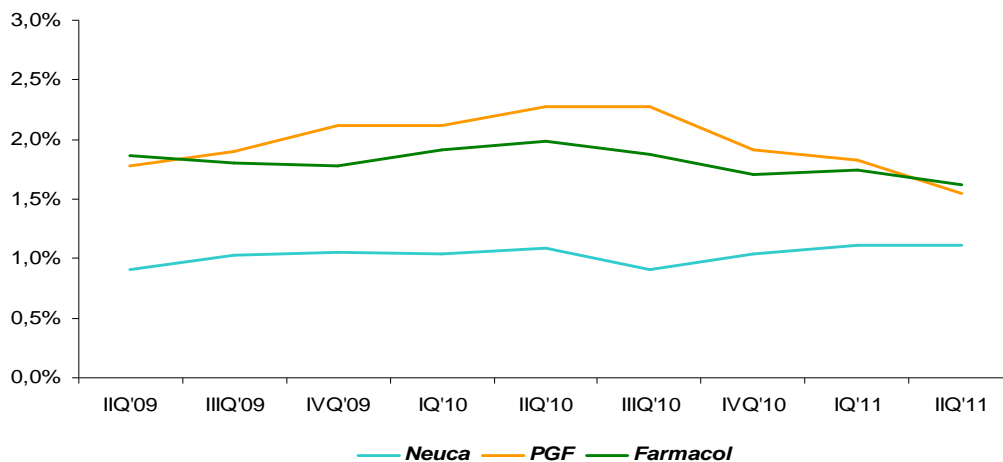
Porównywanie rotacji zapasów i należności nie wypada korzystnie dla Grupy Neuca. Na wyższe od konkurencji rotacje trzeba patrzeć z perspektywy wielu przejęć oraz działań restrukturyzacyjnych mających na celu zmniejszenie liczby magazynów, których zasięg terytorialny w wielu przypadkach się pokrywa. Pod względem zarządzania ryzykiem należności prym wiodzie Polska Grupa Farmaceutyczna, której rotacja należności w przeciągu kilku lat spadła z 90 do 40 dni. Z drugiej strony może niepokoić fakt, spadających rentowności PGF na wszystkich poziomach zilustrowanych powyższymi wykresami. Spadki marży Grupy PGF wynikają z podjęcia kosztownych działań mających na celu przejęcie jak największej części rynku w segmencie detalicznym, przed wejściem w życie zmian w ustawie refundacyjnej. Wyższe rabaty związane z programami lojalnościowymi obecnymi w sieci aptek „Dbam o Zdrowie” („60+” oraz „ePruf Senior”), wprowadzonymi w celu pozyskania nowych klientów, doprowadziły do kanibalizacji części marży na starych klientach. Oprócz programu rabatów, decydujący wpływ na marże w grupie PGF miały wydatki reklamowe poniesione w szczególności w IIQ 2011 roku. Ze względu na najniższe zadłużenie, Grupa Farmacol notuje najwyższą marżę na poziomie netto, która utrzymuje się na stabilnym poziomie.

Rys. Porównanie marż dystrybutorów farmaceutyków (narastająco dla czterech kolejnych kwartałów)



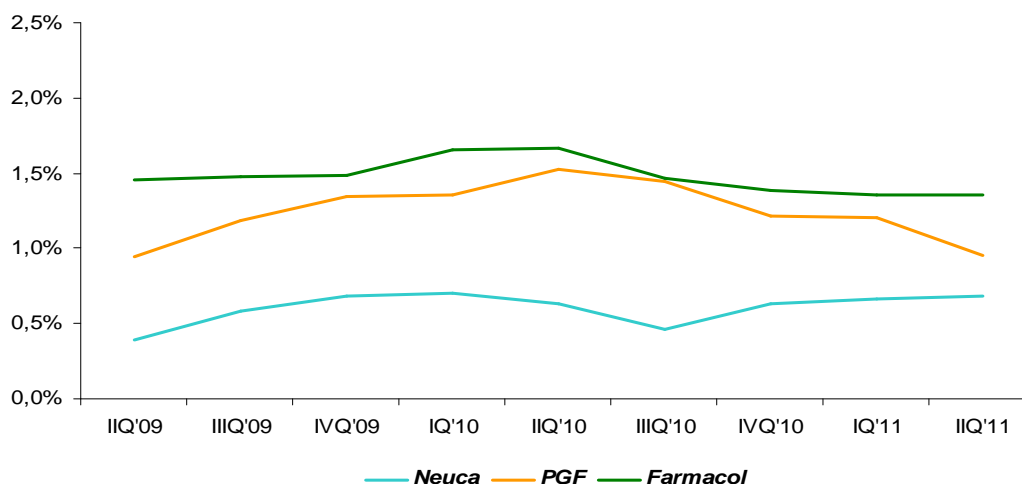
Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ.

Marża operacyjna



Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ.

Marża netto



Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ.

Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

Spółki funkcjonujące w branży farmaceutycznej są postrzegane jako defensywne i niewrażliwe na wahania koniunktury. Popyt na produkty farmaceutyczne ocenia się jako stabilny i mało elastyczny, dlatego nawet w trudnych czasach wielkość wydatków na leki utrzymuje się na stałym poziomie. Inną kategorią produktów są preparaty i suplementy diety (leki OTC) nabywane bez recepty, których udział w rynku leków wynosi ponad 20%. Można przyjąć, że leki wydawane bez recepty będą bardziej wrażliwe na zmiany dochodu do dyspozycji konsumentów.

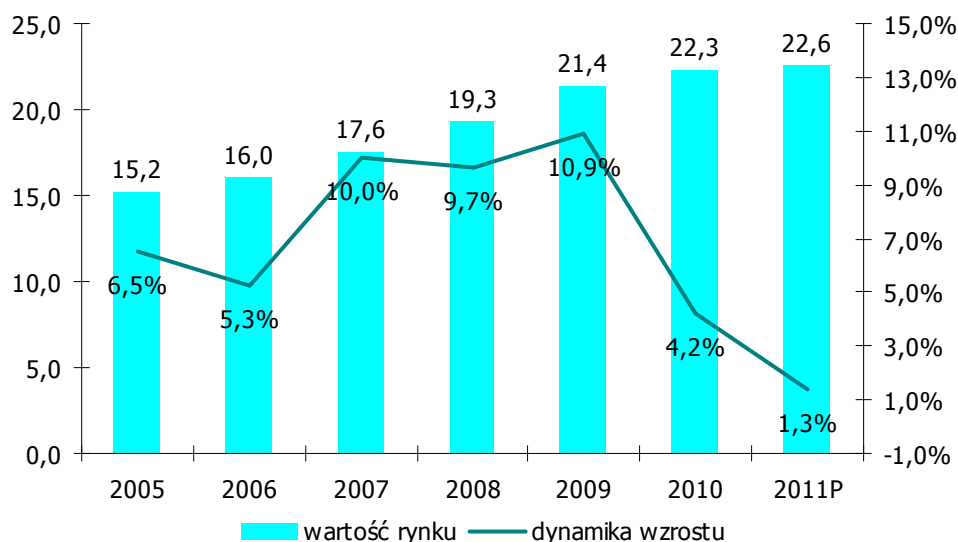
Pod względem sprzedaży polski rynek farmaceutyczny jest szósty w Europie, natomiast pod względem dynamiki wzrostu plasuje się na czwartej pozycji. W porównaniu do Hiszpanii, (której liczba ludności jest

nieznacznie wyższa) polski rynek leków jest ponad dwukrotnie mniejszy, co w dużej mierze wynika z niższej średniej ceny leku, uwarunkowanej wysokim udziałem leków generycznych w sprzedaży. Szacujemy, że CAGR dla rynku hurtowej dystrybucji leków w latach 2004-2010 wyniósł ok. 6,1% i takie tempo wzrostu w długim terminie może zostać utrzymane, wyłączając obecny rok.

Najważniejszym czynnikiem, który przyczynia się do wzrostu rynku leków farmaceutycznych jest starzenie się społeczeństwa. Liczba recept wystawionych na osoby należące do grupy wiekowej 45+ stanowi ok. 80% wszystkich wystawianych recept w Polsce. W związku z prognozami dotyczącymi tendencji do starzenia się naszego społeczeństwa, Polska została zakwalifikowana przez IMS Health do grupy 17 krajów, w których rozwój rynku leków może okazać się najbardziej dynamiczny.

Innym pozytywnym sygnałem, świadczącym o potencjale rynku farmaceutyków jest wzrost świadomości zdrowotnej w odpowiedzi na coraz większą liczbę zgonów spowodowanych chorobami cywilizacyjnymi. Zmiana wzorców zachowań konsumentów może także przyczynić się do wzrostu zainteresowania produktami dietetycznymi oraz wysokomarżowymi lekami OTC.

Rys. Rynek hurtu aptecznego w Polsce (w cenach hurtowych netto, mld zł) oraz dynamika jego wzrostu (r/r)



Źródło: Neuca, IMS, BM BGŻ S.A.

Ważnym aspektem świadczącym o niedojrzałości polskiego rynku farmaceutyków jest wysoki 67% udział współpłacenia pacjenta w ogólnych wydatkach na ochronę zdrowia w Polsce na tle innych krajów europejskich. Można przewidywać, że te proporcje w miarę wzrostu PKB będą zbliżały się do średniej unijnej.

Tabele i prognozy

Tab. Bilans

(mln PLN)

	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
AKTYWA	1 350,9	2 008,3	2 079,3	2 185,5	2 183,4	2 205,2	2 227,8
Aktywa trwałe	256,1	365,0	363,8	372,6	375,2	361,3	347,5
Wartości niematerialne i prawne	10,2	18,8	17,4	16,8	15,6	13,3	10,9
Rzeczowe aktywa trwałe	130,3	218,7	228,0	237,4	241,2	229,6	218,2
Aktywa obrotowe	1 094,7	1 643,4	1 715,5	1 812,9	1 808,2	1 843,9	1 880,3
Zapasy	698,5	903,9	891,7	813,0	760,0	775,2	790,7
Należności krótkoterminowe	360,2	711,1	799,4	965,0	1 026,9	1 047,4	1 068,3
Środki pieniężne	10,1	22,7	12,0	22,4	8,9	8,9	8,9
PASYWA	1 350,9	2 008,3	2 079,3	2 185,5	2 183,4	2 205,2	2 227,8
Kapitał własny	175,3	223,7	243,4	278,2	334,0	376,3	421,5
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	63,6	112,1	156,3
Zysk netto	14,1	36,3	37,0	45,0	69,3	63,1	64,2
Zobowiązania i rezerwy	1 175,6	1 784,7	1 835,9	1 907,3	1 849,4	1 828,9	1 806,3
Zobowiązania długoterminowe	66,4	103,3	165,5	119,2	126,8	114,4	100,0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 109,3	1 681,3	1 670,4	1 788,1	1 722,6	1 714,5	1 706,3
<i>w tym zobowiązania finansowe</i>	<i>209,6</i>	<i>360,0</i>	<i>397,3</i>	<i>426,5</i>	<i>368,6</i>	<i>319,5</i>	<i>267,7</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ogółem	3 969,6	5 626,6	6 131,7	6 450,8	6 450,8	6 579,8	6 711,4
<i>zmiana r/r</i>	<i>20,7%</i>	<i>41,7%</i>	<i>9,0%</i>	<i>5,2%</i>	<i>0,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	3 668,0	5 190,1	5 616,7	5 929,0	5 927,5	6 040,7	6 161,5
Zysk brutto na sprzedaży	301,6	436,5	515,0	525,8	605,0	586,1	573,4
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,4%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,5%</i>
Koszty sprzedaży	88,8	220,5	260,0	281,6	318,4	306,4	291,4
Koszty ogólnego zarządu	169,5	175,5	183,4	165,5	174,0	177,5	181,0
Zysk (strata) ze sprzedaży	43,3	40,6	71,7	78,8	112,6	102,3	101,0
EBITDA	49,4	77,3	84,8	98,5	131,8	122,9	121,4
EBIT	37,9	57,0	63,5	77,3	109,4	99,0	97,7
<i>marża operacyjna</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>
Saldo z działalności finansowej	-16,5	-13,6	-17,7	-21,7	-23,8	-21,1	-18,4
Zysk (strata) brutto	19,8	43,3	45,8	55,6	85,6	77,9	79,2
<i>marża brutto</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,9%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>
Podatek dochodowy	5,3	5,1	8,8	10,6	16,3	14,8	15,1
Zysk (strata) netto	14,5	36,3	37,0	45,0	69,3	63,1	64,2
<i>marża netto</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,0%</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
Przepływy z działalności operacyjnej	35,6	49,0	14,1	30,2	107,6	101,4	99,5
Zysk netto	14,5	36,3	37,0	45,0	69,3	63,1	64,2
Amortyzacja	11,5	20,3	21,2	21,2	22,4	23,9	23,8
Odsetki	11,8	15,8	21,3	22,3	24,7	21,5	18,8
Zmiana kapitału obrotowego	-0,6	3,5	-64,7	-59,9	-8,8	-7,1	-7,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	3,9	-46,8	6,4	-30,0	-25,0	-10,0	-10,0
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-25,0	-93,3	-20,0	-30,0	-25,0	-10,0	-10,0
Przepływy z działalności finansowej	-41,8	10,5	-31,2	10,2	-96,1	-91,4	-89,5
Odsetki	-17,6	-20,4	-25,1	-22,3	-24,7	-21,5	-18,8
Kredyty netto	-18,2	23,3	19,1	23,3	-51,1	-42,3	-45,0
Dywidenda	-5,8	-7,3	-8,8	-10,2	-13,5	-20,8	-18,9
Zmiana stanu środków pieniężnych	-2,2	12,6	-10,7	10,4	-13,5	0,0	0,0
Środki pieniężne:							
na początek okresu	12,3	10,1	22,7	12,0	22,4	8,9	8,9
na koniec okresu	10,1	22,7	12,0	22,4	8,9	8,9	8,9

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki finansowe.

(PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
EPS	3,66	8,59	8,38	10,14	15,62	14,21	14,45
DPS	1,48	1,85	2,00	2,30	3,04	4,69	4,26
Dividend yield	2,1%	2,6%	2,9%	3,3%	4,4%	6,7%	6,1%
BVPS	44,42	52,87	55,09	62,64	75,22	84,74	94,93
P/E	19,1	8,1	8,3	6,9	4,5	4,9	4,8
P/BV	1,6	1,3	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7
P/S	0,078	0,055	0,051	0,048	0,048	0,047	0,046
P/CE	12,0	5,5	5,3	4,7	3,4	3,6	3,5
EV/EBIT	20,0	13,3	11,9	9,8	6,9	7,6	7,7
EV/EBITDA	15,3	9,8	8,9	7,7	5,7	6,1	6,2
EV/S	0,19	0,13	0,12	0,12	0,12	0,11	0,11

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P
rentowność brutto na sprzedaży	7,6%	7,8%	8,4%	8,2%	9,4%	8,9%	8,5%
rentowność EBITDA	1,2%	1,4%	1,4%	1,5%	2,0%	1,9%	1,8%
rentowność EBIT	1,0%	1,0%	1,0%	1,2%	1,7%	1,5%	1,5%
rentowność netto	0,4%	0,6%	0,6%	0,7%	1,1%	1,0%	1,0%
ROA	2,6%	3,4%	3,1%	3,2%	4,3%	3,9%	3,7%
ROE	8,6%	19,5%	17,2%	18,0%	23,4%	18,3%	16,5%
dynamika przychodów	20,7%	41,7%	9,0%	5,2%	0,0%	2,0%	2,0%
dynamika EBITDA	47,2%	56,5%	9,7%	16,1%	33,8%	-6,7%	-1,2%
dynamika EBIT	53,4%	50,4%	11,6%	21,6%	41,6%	-9,5%	-1,4%
dynamika EPS	-5,2%	134,5%	-2,4%	21,0%	54,0%	-9,0%	1,7%
dług/aktywa	15,5%	17,9%	19,1%	19,5%	16,9%	14,5%	12,0%
dług/kapitał własny	119,6%	161,0%	163,2%	153,3%	110,4%	84,9%	63,5%
dług/EBITDA	4,2	4,7	4,7	4,3	2,8	2,6	2,2
EBIT/odsetki	2,0	2,8	2,4	3,5	4,4	4,6	5,2
płynność bieżąca	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
płynność szybka	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
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	46,0	43,0	43,0	43,0
rotacja należności (dni)	33,9	46,1	47,6	54,6	58,1	58,1	58,1
rotacja zobowiązań (dni)	87,5	91,3	84,6	82,0	82,0	82,0	82,0
cykl rotacji gotówki (dni)	10,6	13,4	16,1	18,6	19,1	19,1	19,1
WACC	0,0%	0,0%	0,0%	11,4%	10,8%	10,8%	10,9%
ROIC	8,0%	12,0%	8,8%	9,8%	12,6%	11,4%	11,4%
EVA (mln)	30,7	46,1	51,5	-10,4	12,6	4,1	3,4
FCFF (mln)	16,6	-23,3	-12,0	-6,1	77,2	87,0	85,7

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		22 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski		22 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Krzysztof Koziel		22 329 43 44	krzysztof.koziel@bgz.pl

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

Oferty Publiczne (IPO)		telefon	adres email
Marek Jaczewski	Główny specjalista	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk	Główny specjalista	22 329 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 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.