

PGF

sektor / branża: Handel hurtowy

Ticker: **PGF**

ISIN: **PLMEDCS00015**

Kupuj

61,2 zł

Profil spółki

Polska Grupa Farmaceutyczna jest drugim największym graczem na rynku farmaceutycznym. Prowadzi działalność zarówno w segmencie dystrybucyjnym, jak również w handlu detalicznym poprzez sieć aptek "Dbam o zdrowie".

Poprzednie zalecenie	cena docelowa	data
KUPUJ	49,9 zł	24.08.2009

Dane podstawowe

Kurs (19/11/10)	52,0
Wycena DCF	71,4
Wycena porównawcza	63,4
Wycena dywidendowa	48,8
Liczba akcji (tys.)	12 230
Kapitalizacja (mln zł)	636,0
EV (mln zł)	1 119,0

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	54,0
min cena 52 tygodnie (zł)	33,1
Średni wolumen obrotów (tys.)	5,1

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Jacek Sz wajcowski	9,9%	30,4%
Artio Global Management	9,1%	5,8%
ING OFE	8,1%	5,1%
Aviva OFE	8,0%	5,0%
KIPF Sp. z o.o.	7,5%	4,8%
Zbigniew Molenda	5,8%	15,7%
Pozostali	51,7%	33,2%



Analizy:

Tomasz Manowicz

Makler Papierów Wartościowych

tel. 22 329 43 44

e-mail: tomasz.manowicz@bgz.pl

Trzeci kwartał 2010 r. i wyniki finansowe

Wartość rynku farmaceutycznego w samym trzecim kwartale 2010 r. wzrosła o 7,5% w stosunku do poprzedniego roku. Natomiast Grupa PGF zwiększyła w tym czasie swoje przychody o 9,5%, co świadczy o silnej pozycji i zdobywaniu coraz większego udziału w rynku (na koniec września wyniósł on ok. 19%). Narastająco po trzech kwartałach suma przychodów wynosi już ponad 4,2 mld zł, czyli 6% więcej r/r. Bardziej istotne jest jednak poprawianie rentowności sprzedaży w Grupie PGF, gdzie współczynnik marży brutto w ciągu trzech kwartałów wyniósł 12,7% wobec 12,5% w 2009 r. Wraz z tym postępuje tendencja zwiększania efektywności działalności dystrybucyjnej i detalicznej, co przejawia się spadkiem wskaźnika mierzącego stosunek kosztów sprzedaży i zarządu do przychodów poniżej 11% z 11,2% w ubiegłym roku.

Dzięki wspomnianym dwóm czynnikom poprawie uległa marża operacyjna Grupy, która utrzymuje się powyżej 2%. Po uwzględnieniu kosztów finansowych i podatków zysk netto za 9 miesięcy 2010 r. wyniósł 47 mln zł, czyli o ponad 60% więcej niż przed rokiem, co należy uznać za świetny wynik. Warto również zwrócić uwagę, że pod kontrolą utrzymywany jest poziom zadłużenia netto, który nie przekracza już 500 mln zł, a w stosunku do wyniku EBITDA oscyluje ok. 3. Pozwala to uznać sytuację finansową Grupy za stabilną i bezpieczną.

Perspektywy spółki i prognozy

Zmiany w systemie sprzedaży hurtowej przeprowadzone w 2008 i 2009 r. przyniosą obecnie oczekiwane rezultaty i powinny pozwolić utrzymać wysoką dynamikę zysków w kolejnych okresach. Przyszły rok może być bardzo dobry ze względu na obawy producentów i detalistów przed zmianami związanymi z nowymi regulacjami prawnymi, które wejdą w życie zapewne w 2012 r. Natomiast na dzień dzisiejszy trudno ocenić jednoznacznie, jaki wpływ na wyniki Grupy będzie mieć wejście w życie proponowanych zmian w systemie. Tegoroczne prognozy przedstawione przez zarząd zostaną prawdopodobnie wykonane tylko częściowo. Małe szanse są na wykonanie zakładanych 6 mld zł sprzedaży, jednak wypracowanie ok. 10% dynamiki zysku netto w stosunku do 2009 r. jest jak najbardziej realne. Z kolei przyszły rok powinien być znacznie lepszy ze względu na sprzyjający wzrost rynku oraz wyższą efektywność działalności operacyjnej.

Wycena i podsumowanie

Wycenę Grupy PGF sporządziliśmy za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych FCFF, metody porównawczej oraz metody dywidendowej, które wskazują na wartość akcji, odpowiednio, 71,4 zł, 63,4 zł i 48,8 zł. Na podstawie średniej z tych wartości ustaliśmy cenę docelową na poziomie 61,2 zł.

Bardzo dobre wyniki PGFu po trzech kwartałach wskazują na stabilizację finansową przy jednoczesnym zdrowym wzroście skali działalności Grupy. Pomimo że prognoza przychodów w wysokości 6 mld zł w tym roku zapewne nie zostanie wykonana, to oczekiwany wzrost zysku netto o ok. 10% w stosunku do 2009 r. jest w zasięgu spółki. Również w odniesieniu do przyszłego roku pozostajemy optymistami i zakładamy dalszą poprawę wyników. W efekcie PGF notowany jest przy bardzo atrakcyjnych wskaźnikach P/E oraz EV/EBITDA, które jednocześnie są niższe niż w przypadku konkurentów, co w naszej opinii jest nieuzasadnione. Podtrzymujemy zatem swoją pozytywną ocenę spółki i rekomendację KUPUJ z nową ceną docelową w wysokości 61,2 zł, dostrzegając obecnie ok. 17% niedowartościowanie wartości akcji.

mln zł	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	4 410,5	5 095,0	5 427,4	5 739,3	6 254,2	6 609,5
zmiana r/r (%)	10,1%	15,5%	6,5%	5,7%	9,0%	5,7%
EBITDA	113,5	108,8	146,5	144,9	163,5	170,6
EBIT	92,8	82,7	114,9	115,1	133,8	140,9
marża EBIT (%)	2,1%	1,6%	2,1%	2,0%	2,1%	2,1%
Zysk netto	73,7	44,8	63,8	69,4	83,7	91,4
marża netto (%)	1,7%	0,9%	1,2%	1,2%	1,3%	1,4%
EPS (zł)	5,86	3,56	5,07	5,67	6,85	7,47
DPS (zł)	2,40	-	-	-	2,58	3,42
P / E	8,9	14,6	10,3	9,2	7,6	7,0
EV / EBITDA	9,9	10,3	7,6	7,7	6,8	6,6

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (FCFF),
- metody dywidendowej,
- metody porównawczej.

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda dywidendowa określa wartość akcji na podstawie bieżącej wartości przyszłych wypłat dla akcjonariuszy. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

Podsumowanie wyceny

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z trzech wartości – wyceny metodą FCFF, metodą porównawczą oraz metodą dywidendową, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji PGF wynosi 61,2 zł, co implikuje niedowartościowanie akcji na poziomie 17%. Ponieważ cena docelowa przewyższa bieżące notowania o więcej niż 10%, zdecydowaliśmy się podtrzymać rekomendację KUPUJ dla PGF z nową ceną docelową.

Tab. Podsumowanie wyceny

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	71,4	33%
metoda dywidendowa	48,8	33%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	63,4	33%
PGF		
wycena akcji	61,2 zł	
obecna cena akcji	52,0 zł	

Źródło: BM BGŻ S.A.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki w wysokości 873,1 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 71,4 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 5,9%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie lewarowanego współczynnika przy wartości wyjściowej dla spółki bez długu równej 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;

- szacunek nakładów inwestycyjnych na najbliższy okres został oparty o plany i założenia Spółki, natomiast w kolejnych latach prognozy – o wartość nakładów odtworzeniowych, które będą zbliżone do wartości odpisów amortyzacyjnych;
- zadłużenie długoterminowe będzie systematycznie spłacane, natomiast zadłużenie krótkoterminowe będzie wykorzystywane przez Spółkę do uzupełniania niedoborów finansowych;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata powiązany jest ze wzrostem wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5-6% w skali roku;
- w prognozie zakładamy powrót do wypłaty dywidendy od przyszłego roku, przyjmując wypłatę na poziomie 50% zysku netto;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności pozostaną na średnim poziomie z ostatnich dwóch lat (odpowiednio 72, 46 i 37 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji, uwzględniamy natomiast umorzenie akcji zarejestrowane w październiku;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 22.11.2010 r.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	4Q 2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	1 483,1	6 254,2	6 609,5	7 079,1	7 543,6	8 038,8	8 545,5	9 063,4	9 592,3	10 155,8
EBIT	33,1	133,8	140,9	151,3	162,3	174,9	188,8	202,9	214,8	227,5
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	26,8	108,4	114,1	122,5	131,5	141,7	152,9	164,3	174,0	184,3
Amortyzacja	7,2	29,6	29,7	29,8	29,9	30,0	30,1	30,4	33,3	36,4
CAPEX	12,0	30,0	30,0	29,7	29,8	29,9	30,0	30,1	30,4	36,4
Inwestycje w kapitał obrotowy	34,1	14,9	10,3	13,6	13,4	14,3	14,7	15,0	15,3	16,3
FCFF	-12,1	93,1	103,6	109,1	118,1	127,4	138,4	149,7	161,6	168,0
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,9	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
Koszt kapitału własnego	16,1%	14,1%	13,6%	13,3%	13,0%	12,7%	12,4%	12,2%	11,9%	11,7%
Koszt długu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
% kapitału własnego	48,6%	62,1%	66,1%	69,7%	73,4%	77,1%	80,9%	84,8%	88,9%	93,2%
% długu	51,4%	37,9%	33,9%	30,3%	26,6%	22,9%	19,1%	15,2%	11,1%	6,8%
WACC	10,5%	10,7%	10,8%	10,9%	10,9%	11,0%	11,0%	11,1%	11,2%	11,2%
Suma DFCF	657,2									
Wartość rezydualna (TV)	1 837,9									
Zdyskontowana TV	701,4									
Wartość działalności operacyjnej	1 358,6									
Gotówka netto	-485,5									
Wartość kapitału własnego	873,1									
Liczba akcji (mln szt.)	12,23									
Wartość 1 akcji	71,39 zł									

Źródło: BM BGZ S.A.

P - prognozy BM BGZ

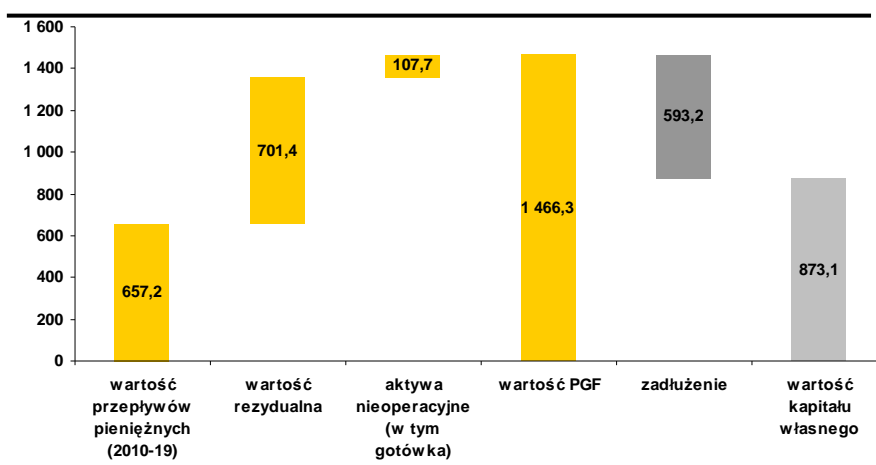
Poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości wyceny DCF na przyjęte do modelu założenia odnośnie wartości średniego ważonego kosztu kapitału oraz wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy. Wycena charakteryzuje się wysoką wrażliwością zarówno na zmianę tempa wzrostu przepływów w nieskończoność, jak również na zmianę wartości WACC. Przyjęte przez nas założenia pozwoliły wyznaczyć cenę na poziomie 71,4 zł, jednak skrajne wartości wahają się od 53 do 97 zł.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	-1,0	74,9	82,2	86,5	91,3	96,8
	-0,5	68,5	74,8	78,5	82,6	87,3
	0	62,7	68,2	71,4	74,9	78,9
	+0,5	57,4	62,3	65,0	68,1	71,5
	+1,0	52,6	56,9	59,3	62,0	64,9

Źródło: BM BGŻ S.A.

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



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 ubiegłorocznych wynikach oraz naszych prognozach na bieżący i przyszły rok obrotowy dla spółek będących bezpośrednimi konkurentami Grupy PGF – Farmacolu i Grupy Neuca.

Na podstawie wyceny porównawczej opartej o powyższe wskaźniki otrzymaliśmy cenę jednej akcji spółki PGF na poziomie 63,4 zł. Jest to wartość znacznie przewyższająca bieżące notowania tych walorów na giełdzie, co wskazuje na niedowartościowanie Grupy na tle konkurentów. Warto podkreślić, że wszystkie z uwzględnionych wskaźników wyznaczyły bieżącą wartość akcji PGF na poziomie przekraczającym cenę rynkową. Należy zaznaczyć, że przeprowadzone przez nas szacunki oparliśmy o skorygowane wyniki w przypadku Grupy PGF oraz Grupy Neuca, po wyłączeniu z wyników zdarzeń jednorazowych (sprzedaż majątku i konsolidacja ujemnej wartości firmy).

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P	2009	2010P	2011P
Farmacol	12,0	10,7	9,9	10,9	9,4	8,8	12,4	10,9	10,3
Neuca	23,9	11,2	10,1	14,5	8,7	7,6	20,2	8,2	7,6
Średnia	18,0	10,9	10,0	12,7	9,0	8,2	16,3	9,6	8,9
PGF									
wskaźniki dla PGF	14,2	9,8	8,5	10,1	7,8	6,9	18,1	9,3	7,7
Implikowana cena 1 akcji PGF	75,48	63,38	69,77	74,27	67,70	70,35	46,32	54,31	61,21
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
Wycena 1 akcji	63,38 zł								

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Wycena dywidendowa

Grupa PGF jest notowana na GPW od 1998 r. i w swojej historii bardzo często wypłacała dywidendę swoim akcjonariuszom, zazwyczaj przeznaczając na ten cel mniej więcej połowę zysku netto. W ostatnim czasie wypłaty zostały wstrzymane, jednak oczekujemy, że od przyszłego roku PGF powróci do zwyczaju dzielenia się zyskiem. Bardzo prawdopodobne jest, że dystrybucja środków do akcjonariuszy może odbywać się poprzez skup akcji, który ostatnio prowadzony jest dość intensywnie, jednak do wyceny przyjmujemy, że dystrybucja przyjmie formę płatności dywidendowych. W efekcie, dyskontując wartość przyszłych przepływów, otrzymaliśmy wartość bieżącą jednej akcji na poziomie 48,8 zł.

Tab. Wycena dywidendowa

(PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Dywidenda na akcję	2,58	3,42	3,74	4,17	4,62	5,14	5,72	6,32	6,87	7,46
Mnożnik dyskonta	0,88	0,77	0,68	0,60	0,53	0,48	0,42	0,38	0,34	0,30
Wartość bieżąca	2,26	2,64	2,54	2,51	2,47	2,45	2,43	2,40	2,33	2,27
Suma bieżących wartości wypłat	24,3									
Wartość rezydualna (TV)	80,4									
Zdyskontowana TV	24,5									
Wartość 1 akcji	48,77 zł									

Źródło: BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Sytuacja w Grupie PGF

Wyniki finansowe

Wyniki Grupy PGF w ciągu pierwszych trzech kwartałów bieżącego roku były bardzo dobre i przekroczyły oczekiwania rynkowe. Przychody wzrosły o 6% r/r, co oznacza dynamikę większą od tempa wzrostu rynku, które wyniosło w tym okresie około 5%. Świadczy to o tym, że po trudnym okresie w 2009 r. PGF odzyskuje swoją pozycję rynkową i zwiększa swój udział, odbierając klientów konkurentom. Na koniec trzeciego kwartału część rynku dystrybucji należąca do Grupy wyniosła ok. 19%, czyli o 0,8 pkt. proc. więcej niż na koniec 2009 r. Natomiast w samej dystrybucji farmaceutyków do szpitali PGF pozostaje liderem z ok. 30% udziałem w rynku.

Tab. Wyniki finansowe Grupy PGF w pierwszym półroczu

(mln PLN)	1-3Q 2009	1-3Q 2010	zmiana r/r	4Q 2010P	2010P
przychody	4 014,3	4 256,2	6,0%	1 483,1	5 739,3
zysk brutto ze sprzedaży	501,1	542,5	8,3%	199,2	741,7
<i>rentowność brutto ze sprzedaży</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,7%</i>	<i>+0,2 p.p.</i>	<i>13,4%</i>	<i>12,9%</i>
zysk operacyjny	67,8	82,0	20,9%	33,1	115,1
<i>rentowność operacyjna</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,9%</i>	<i>+0,2 p.p.</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,0%</i>
EBITDA	91,1	104,6	14,8%	40,3	144,9
<i>rentowność EBITDA</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,5%</i>	<i>+0,2 p.p.</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,5%</i>
saldo finansowe	-19,3	-22,5	16,6%	-6,9	-29,4
zysk netto	28,9	47,1	62,8%	22,3	69,4
<i>rentowność netto</i>	<i>0,72%</i>	<i>1,11%</i>	<i>+0,4 p.p.</i>	<i>1,50%</i>	<i>1,21%</i>

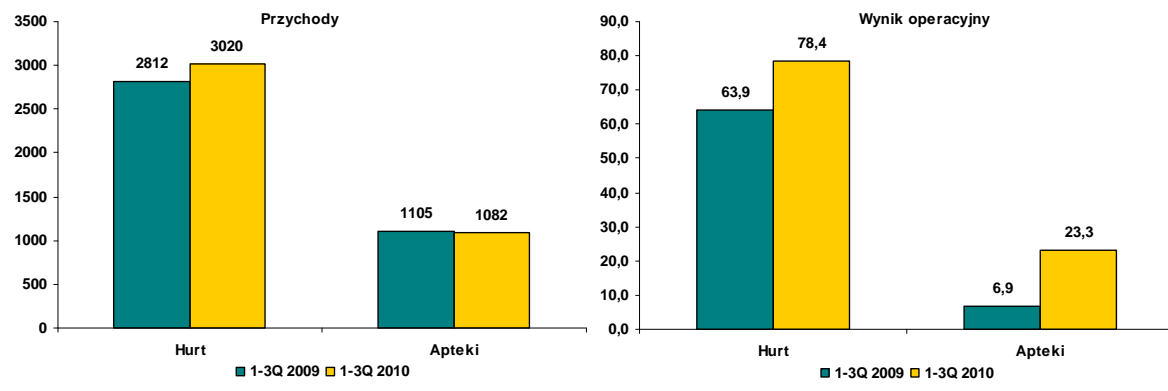
Źródło: sprawozdania Grupy, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Istotne jednak jest, że zdobywanie rynku nie odbywa się kosztem niższej marży. Wręcz przeciwnie, zrealizowana rentowność brutto sprzedaży w okresie pierwszych sześciu miesięcy była o 0,2 pkt. proc. wyższa niż w tym samym okresie w ubiegłym roku. Wyższy poziom marży w ostatnich kwartałach jest efektem nowego systemu sprzedażowego wprowadzonego na przełomie 2008 i 2009 r., którego celem było zatrzymanie większej części marży u dystrybutora oraz lepsze zarządzanie rabatami wobec aptek. Po prawie dwóch latach od wprowadzenia tego systemu można pozytywnie ocenić jego skutki. Głównie dzięki temu osiągnięty zysk ze sprzedaży rośnie w znacznie szybszym tempie niż sprzedaż. Wydaje się jednak, że obecny poziom marży brutto ze sprzedaży jest już mocno wyśrubowany i długoterminowo może obniżyć się do nieco niższych poziomów.

Pozytywne tendencje widoczne są nie tylko po stronie przychodowej ale również po stronie kosztów. Mimo rosnącego znaczenia segmentu detalicznego, który charakteryzuje się znacznie wyższym wskaźnikiem kosztów niż sprzedaż hurtowa, udało się obniżyć stosunek kosztów sprzedaży i zarządu poniżej poziomu 11%. Jest to efekt bardziej efektywnego zarządzania personelem w sieci aptek (zredukowano zatrudnienie w tym segmencie o ok. 400 osób w ciągu ostatnich 17 miesięcy) oraz zamknięcia najsłabszych lokalizacji. Dzięki tym czynnikom oraz wyższej marży brutto zwiększyła się marża na poziomie operacyjnym do 1,9%, a zysk operacyjny powiększył się do 82 mln zł. Należy również podkreślić, że w tym roku nie pojawiły się żadne istotne zdarzenia jednorazowe i cały raportowany zysk jest efektem działalności operacyjnej. Istotna poprawa wyników jest w znacznym stopniu skutkiem lepszych rezultatów w części detalicznej, mimo niższych przychodów spowodowanych przede wszystkim pogorszeniem koniunktury na Litwie. Widoczne na wykresie dane wskazują, że działalność hurtowa również poprawiła wyniki, jednak wyraźny wzrost widoczny jest w aptekach, które wygenerowały 16,4 mln zł więcej zysku operacyjnego.

Rys. Wyniki segmentów operacyjnych Grupy PGF (mln zł)



Źródło: Sprawozdanie Grupy, BM BGŻ.

Po uwzględnieniu kosztów finansowych, które w przypadku Grupy PGF są stosunkowo wysokie i wyniosły netto ponad 22 mln zł, zysk netto wyniósł 47 mln zł, czyli o ponad 60% więcej niż w ciągu trzech kwartałów 2009 r. Przyczyniła się do tego, oprócz znacznej poprawy operacyjnej, również niższa efektywna stawka podatkowa w ciągu pierwszego półrocza, zawdzięczana transakcji zwolnienia z długu spółek z Grupy z segmentu Apteki, co przyniosło 3,5 mln zł oszczędności podatkowych, nie mając innego istotnego wpływu na wynik i pozycję finansową Grupy. Ostateczny wynik należy uznać za spory sukces i pozwala to optymistycznie spojrzeć na ostatni kwartał bieżącego roku.

Inwestycje

W ostatnich kwartałach Grupa PGF znacząco ograniczyła inwestycje w majątek rzeczowy ze względu na konieczność sfinansowania transakcji odkupu udziałów mniejszościowych oraz redukcję zadłużenia. W efekcie tegoroczny „capex” powinien wynieść ok. 30 mln zł, z czego znaczna większość wiązać się będzie z nakładami na modernizację magazynu w Łodzi. Również perspektywa najbliższych miesięcy nie wiąże się z dużymi planami inwestycyjnymi spółki.

Istotne w ostatnich miesiącach są jednak inwestycje finansowe. W pierwszej połowie roku została wykonana opcja odkupu akcji spółki UAB stanowiących prawie 50% kapitału tej spółki, w skutek czego PGF stał się właścicielem całej spółki. Całkowita suma transakcji wyniosła prawie 100 mln zł, jednak dzięki temu cały wynik litewskiej spółki będzie konsolidowany przez PGF już od drugiego półrocza, co pozytywnie wpływa na raportowany zysk. Zwiększono również zaangażowanie w spółce Aptekarz – dokupiony pakiet 17% zwiększa udział PGF-u do prawie 96%.

Przeprowadzone w pierwszym półroczu transakcje spowodowały wypływ ze spółki kwoty rzędu 130 mln zł, do czego PGF przygotowywał się w poprzednich kwartałach. W efekcie transakcje te nie przyczyniły się do pogorszenia pozycji finansowej Grupy. Natomiast ich wpływ na przyszłość jest o tyle istotny, że od drugiego półrocza pełne wyniki tych spółek będą konsolidowane do wyniku Grupy.

Prognozy finansowe

Perspektywy rozwoju Grupy wspierane są przez stabilny wzrost rynku farmaceutycznego, który powinien zwiększać swoją wartość o 6-7% w każdym roku. Wyższy wzrost może nastąpić w przyszłym roku, co będzie się wiązać ze zwiększoną sprzedażą przed wprowadzeniem nowych regulacji prawnych, których można oczekiwać od 2012 r. Zakładamy, że dynamika przychodów Grupy w najbliższych latach będzie zbliżona do poziomu

rozwoju rynku, ewentualnie nieznacznie może go przekraczać, co będzie efektem zdobywania większej części rynku. Bardziej istotny jest jednak czynnik rentowności działalności Grupy. Tu zakładamy, iż bieżący poziom marży brutto na sprzedaży jest stosunkowo wysoki i w dłuższym terminie może się obniżyć, do czego mogą również przyczynić się nowe regulacje prawne. Pozytywnie za to wpływać będzie coraz większy udział w przychodach sprzedaży usług. Niemniej jednak rosnąca efektywność prowadzonej działalności, będąca efektem zwiększania automatyzacji procesów logistycznych oraz skutecznego zarządzania siecią aptek, oraz wzrost skali działalności powinny przyczynić się do utrzymania poziomu kosztów sprzedaży i zarządu w stosunku do przychodów na zbliżonym lub nawet trochę niższym poziomie. Stąd oczekujemy marży operacyjnej w kolejnych latach w wysokości powyżej 2%. Natomiast zakładana przez nas redukcja zadłużenia, która powinna postępować w kolejnych latach, przyczyni się do zmniejszenia obciążenia kosztami finansowymi. W efekcie zysk netto powinien systematycznie rosnąć z każdym rokiem.

Zarząd PGF przedstawił prognozy dotyczące tegorocznych wyników finansowych w odniesieniu do przychodów oraz zysku netto. Zakładany wzrost sprzedaży do 6 mld zł jest obecnie niemożliwy do wykonania i ostateczna wartość przychodów powinna zmieścić się w przedziale 5,7-5,8 mld zł. Natomiast założenie o zwiększeniu zysku netto w stosunku do ubiegłego roku o ok. 10% uważamy za realne i nasza prognoza jest zbieżna z oczekiwaniami zarządu.

Tab. Prognozy wybranych pozycji finansowych Grupy PGF

mln zł	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	5 095,0	5 427,4	5 739,3	6 254,2	6 609,5
EBITDA	108,8	146,5	144,9	163,5	170,6
EBIT	82,7	114,9	115,1	133,8	140,9
Zysk netto	44,8	63,8	69,4	83,7	91,4
Kapitał własny	348,7	414,6	484,0	536,2	585,8
Dług netto	683,2	498,1	482,2	445,2	406,2
CF operacyjny	133,1	235,0	90,1	140,0	150,0
CF inwestycyjny	-205,4	10,7	48,4	-30,0	-30,0
CF finansowy	15,9	-181,6	-189,2	-110,0	-120,0

Źródło: spółka, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Czynniki ryzyka

Biorąc pod uwagę inwestycję w akcje Grupy PGF, należy mieć na uwadze dwa najważniejsze czynniki ryzyka. Pierwszy z nich dotyczy sytuacji wewnętrznej w Grupie, a konkretnie poziomu jej zadłużenia. Był to istotny aspekt w 2008 i 2009 r., kiedy gwałtowne załamanie rynków finansowych doprowadziło do niemal całkowitego zamrożenia finansowania przedsiębiorstw przez banki. Ryzyko było bardzo duże, ponieważ poziom długu Grupy, zarówno nominalnie jak i w odniesieniu do zysków, był niepokojąco wysoki. Od ponad roku postępuje stała poprawa wskaźników zadłużenia, będąca efektem redukcji poziomu zadłużenia z jednej strony, a z drugiej strony znacznej poprawy wyników w ostatnich kwartałach.

Przedstawiona tabela zawiera prezentację wielkości nominalnego zadłużenia oraz wskaźników zadłużenia w Grupie PGF. Nominalny poziom długu netto znacząco zmniejszył się przede wszystkim w drugiej połowie 2009 r., kiedy przeprowadzono transakcję sprzedaży majątku oraz poprawiono przepływy z działalności operacyjnej. W efekcie dług netto spadł poniżej progu 500 mln, co w połączeniu ze wzrostem wartości zysku

EBITDA spowodowało, że najważniejszy wskaźnik mierzący ryzyko związane z zadłużeniem (dług netto/EBITDA) spadł do bezpiecznych poziomów w okolicach 3 i taka wartość powinna utrzymywać się również w kolejnych okresach. Celem zarządu jest utrzymanie wartości długu netto poniżej 500 mln zł w tym roku i nie wydaje się to zagrożone. W kolejnych latach spadek zadłużenia powinien postępować.

Tab. Wskaźniki zadłużenia Grupy PGF

	2008	3Q 2009	2009	1H 2010	3Q 2010	2010P	2011P
zadłużenie całkowite	787,0	746,5	628,8	582,2	593,2	562,2	525,2
dług netto	720,5	690,5	498,1	483,8	485,5	482,2	445,2
dług netto / kapitał własny	2,1	1,7	1,2	1,1	1,1	1,0	0,8
dług netto / EBITDA	6,6	5,3	3,4	3,1	3,0	3,3	2,7
kapitał długoterminowy / aktywa trwałe	1,29	1,07	0,91	1,00	1,07	1,06	1,09

Źródło: spółka, BM BGŻ.

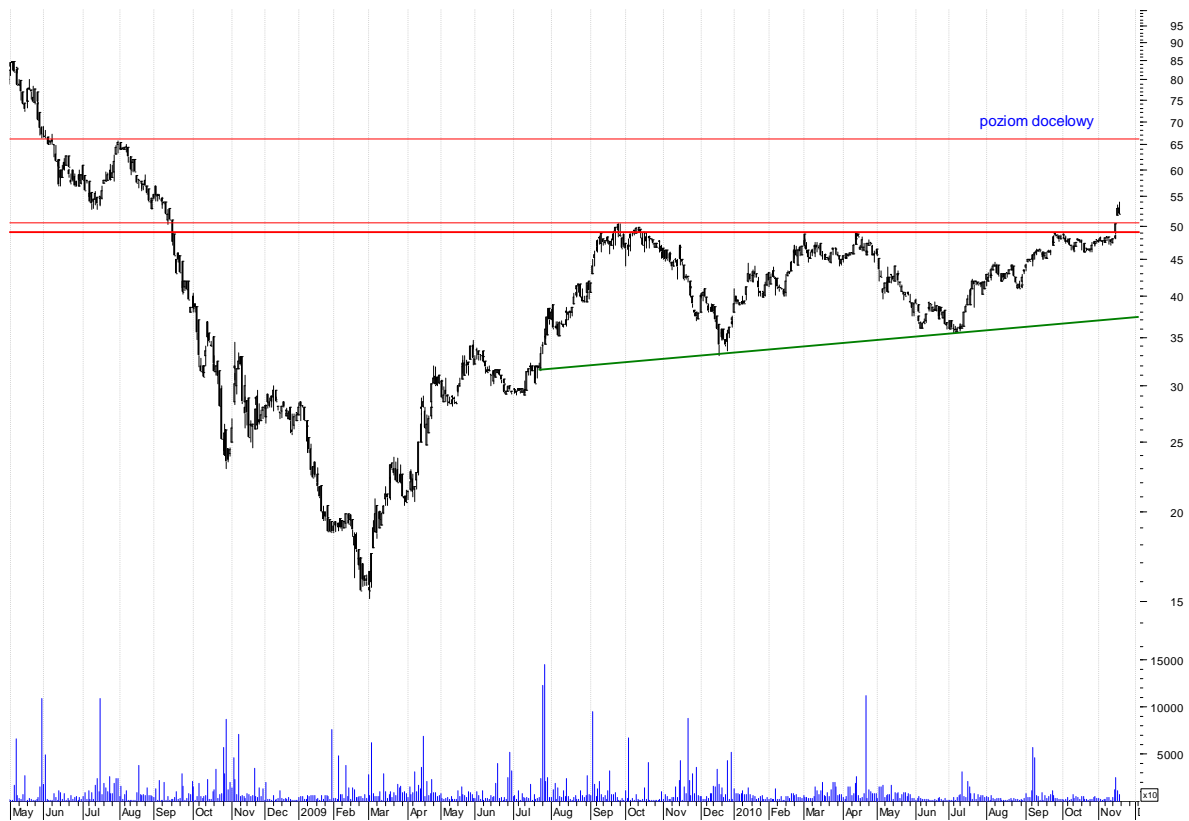
P - prognoza BM BGŻ

Również stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych PGF zbliżył się ostatnio do 1, co można interpretować jako potwierdzenie pozytywnych tendencji w sytuacji finansowej Grupy. Warto także zwrócić uwagę na wskaźnik badający jakość finansowania pod względem terminu jego zapadalności. Stosunek kapitału długoterminowego (liczonego jako suma kapitałów własnych oraz zobowiązań długoterminowych) do aktywów trwałych powinien wskazywać wartość powyżej 1. Po chwilowym zejściu poniżej tego poziomu na koniec 2009 r. z powodu bliskiego terminu wykupu opcji dla akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach Grupy, obecnie wskaźnik ten przyjmuje wartości przekraczające 1, stąd w najbliższym terminie ryzyko utraty wypłacalności i płynności spółki nie jest wysokie. Dodatkowym czynnikiem sprzyjającym bezpieczeństwu finansowemu jest dywersyfikacja źródeł kredytowania (umowy zawarte są z kilkoma bankami i żaden z nich nie ma pozycji dominującej).

Drugim czynnikiem ryzyka, którym ostatnio często się nagłaśnia, jest zmiana regulacji prawnych dotyczących dystrybucji i sprzedaży leków. Na obecnym etapie trudno jest przewidzieć, jak pomysł sztywnego regulowania przez administrację państwową marż dystrybutorów i aptek wpłynie na kondycję finansową hurtowni. Projekt ustawy podlega jeszcze zmianom i nieznaną jest jego ostateczna wersja. Istnieje duże zagrożenie, że ustalony poziom marż będzie niższy od obecnie realizowanych, jednak jednocześnie zabronione będzie rabatowanie aptek. W efekcie realizowany wynik dystrybutorów nie koniecznie musi się pogorszyć. Negatywnym aspektem będzie natomiast ograniczona konkurencja między dostawcami, przez co istniał będzie mniejszy potencjał zdobywania rynku kosztem mniejszych podmiotów. Pogorszyć może się z kolei kondycja aptek, co może doprowadzić do większej liczby ich upadłości i spowoduje znaczne odpisy z tytułu nieściągalnych należności.

Istnieją jednak również potencjalne pozytywne aspekty proponowanych zmian. Jednym z nich jest perspektywa wypadnięcia z rynku najsłabszych hurtowni, które mogą nie przetrwać przy zmienionych warunkach funkcjonowania w przypadku niższych zysków działalności dystrybucyjnej. Pozwoli to przejmować współpracę z aptekami będącymi ich klientami. Poza tym, w sytuacji ograniczania zysków hurtowni, będą one koncentrować się na dodatkowych usługach oferowanych producentom. Głównie chodzi tu o marketing i wsparcie sprzedaży. Podobna sytuacja może dotyczyć aptek, stąd podmioty o największej skali działalności, w tym PGF z bardzo dużą siecią aptek, osiągać będą znaczną część zysków z tego właśnie tytułu. Na chwilę obecną nie da się jednoznacznie ocenić konsekwencji nowych regulacji dla przyszłej działalności w dystrybucji leków. Niemniej jednak jest to istotny czynnik ryzyka, który może negatywnie wpłynąć na wyniki, a w efekcie również na notowania Grupy PGF.

Analiza techniczna



Nasza pozytywna ocena fundamentalna dla Grupy PGF znajduje swoje potwierdzenie również na wykresie pod kątem analizy technicznej. Ponad roczna konsolidacja, w której znajdował się kurs, dobiega właśnie końca, ponieważ nastąpiło wybicie powyżej górnego ograniczenia w przedziale 50-51 zł, co zostało potwierdzone wyższymi obrotami. Kształt konsolidacji można wpisać w formację trójką zwyżkującego, w związku z czym zasięg ruchu po wybiciu można szacować na nawet 15 zł, co wskazywałoby na cenę docelową w okolicach 65-66 zł, czyli nieco powyżej naszej wyceny fundamentalnej. Poziom ten pokrywa się z najbliższym oporem, wyznaczonym przez lokalny szczyt z lipca 2008 r. Zanegowanie tego pozytywnego sygnału nastąpiłoby w przypadku powrotu kursu poniżej wsparcia, czyli 50 zł.

Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

Tab. Sprawozdanie z sytuacji finansowej

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	2 011,7	2 149,2	2 205,1	2 230,9	2 347,9	2 428,6	2 535,0
Aktywa trwałe	619,4	737,0	756,4	758,6	758,9	759,2	759,1
Wartości niematerialne i prawne	403,6	451,4	541,7	540,0	538,0	535,7	533,1
Rzeczowe aktywa trwałe	179,7	225,2	164,0	167,8	170,2	172,8	175,2
Aktywa obrotowe	1 392,4	1 412,3	1 448,7	1 472,3	1 588,9	1 669,4	1 775,9
Zapasy	597,9	678,5	640,4	720,7	785,4	830,0	889,0
Należności krótkoterminowe	521,5	489,3	593,7	587,6	639,6	675,5	722,9
Środki pieniężne	116,3	66,6	130,7	80,0	80,0	80,0	80,0
PASYWA	2 011,7	2 149,2	2 205,1	2 230,9	2 347,9	2 428,6	2 535,0
Kapitał własny	406,6	348,7	414,6	484,0	536,2	585,8	642,0
Kapitał zakładowy	25,5	25,5	25,5	24,5	24,5	24,5	24,5
Kapitał zapasowy	272,7	320,7	333,5	390,8	428,6	470,5	516,2
Zysk netto	74,4	44,6	63,8	69,4	83,7	91,4	101,9
Zobowiązania i rezerwy	1 605,1	1 800,6	1 790,5	1 746,9	1 811,7	1 842,9	1 893,0
Zobowiązania długoterminowe	617,1	602,6	271,1	321,6	291,6	261,6	231,6
Zobowiązania krótkoterminowe	988,1	1 197,9	1 519,4	1 425,3	1 520,1	1 581,3	1 661,4
<i>w tym zobowiązania finansowe (łącznie)</i>	<i>698,3</i>	<i>749,8</i>	<i>628,8</i>	<i>562,2</i>	<i>525,2</i>	<i>486,2</i>	<i>443,5</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	4 410,5	5 095,0	5 427,4	5 739,3	6 254,2	6 609,5	7 079,1
<i>zmiana r/r</i>	10,1%	15,5%	6,5%	5,7%	9,0%	5,7%	7,1%
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	3 946,8	4 476,9	4 733,5	4 997,7	5 445,0	5 755,8	6 166,4
Zysk brutto na sprzedaży	463,7	618,1	693,9	741,7	809,2	853,6	912,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	10,5%	12,1%	12,8%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
Koszty sprzedaży	302,0	423,5	474,1	480,1	516,9	546,4	586,7
Koszty ogólnego zarządu	95,4	135,7	147,6	147,6	155,0	162,8	170,9
Zysk (strata) ze sprzedaży	66,3	58,9	72,2	113,9	137,2	144,4	155,1
EBITDA	113,5	108,8	146,5	144,9	163,5	170,6	181,1
EBIT	92,8	82,7	114,9	115,1	133,8	140,9	151,3
<i>marża operacyjna</i>	2,1%	1,6%	2,1%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%
Saldo z działalności finansowej	-5,3	-29,0	-24,1	-29,4	-30,4	-28,0	-25,5
Zysk (strata) brutto	87,5	54,8	90,8	85,7	103,4	112,9	125,8
<i>marża brutto</i>	2,0%	1,1%	1,7%	1,5%	1,7%	1,7%	1,8%
Podatek dochodowy	16,3	10,0	24,6	16,3	19,6	21,4	23,9
Zysk (strata) netto	73,7	44,8	63,8	69,4	83,7	91,4	101,9
<i>marża netto</i>	1,7%	0,9%	1,2%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	-20,3	133,1	235,0	90,1	140,0	150,0	154,7
Zysk netto	73,7	44,8	63,8	69,4	83,7	91,4	101,9
Amortyzacja	20,6	26,1	31,6	29,8	29,6	29,7	29,8
Odsetki	13,4	30,8	25,9	42,3	41,5	39,1	36,6
Zmiana kapitału obrotowego	-103,8	84,9	148,3	-51,3	-14,9	-10,3	-13,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-154,2	-205,4	10,7	48,4	-30,0	-30,0	-29,7
Nabycie aktywów rzeczowych i finansowych	-305,3	-380,6	-54,8	-32,0	-30,0	-30,0	-29,7
Sprzedaż aktywów rzeczowych i finansowych	178,0	177,2	70,0	80,4	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	208,5	15,9	-181,6	-189,2	-110,0	-120,0	-125,0
Odsetki	-23,6	-42,7	-42,0	-42,3	-41,5	-39,1	-36,6
Kredyty netto	253,9	66,9	-139,2	-14,4	-37,0	-39,0	-42,7
Dywidenda	-30,2	0,0	0,0	0,0	-31,5	-41,9	-45,7
Zmiana stanu środków pieniężnych	34,0	-56,4	64,1	-50,7	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne:							
na początek okresu	52,2	122,9	66,6	130,7	80,0	80,0	80,0
na koniec okresu	116,3	66,6	130,7	80,0	80,0	80,0	80,0

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki finansowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
rentowność brutto na sprzedaży	10,5%	12,1%	12,8%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
rentowność EBITDA	2,6%	2,1%	2,7%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%
rentowność EBIT	2,1%	1,6%	2,1%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%
rentowność netto	1,7%	0,9%	1,2%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%
dynamika przychodów	10,1%	15,5%	6,5%	5,7%	9,0%	5,7%	7,1%
dynamika EBITDA	4,6%	-4,1%	34,6%	-1,1%	12,8%	4,4%	6,2%
dynamika EBIT	6,6%	-10,9%	38,9%	0,2%	16,3%	5,3%	7,4%
dynamika EPS	15,8%	-39,2%	42,3%	11,9%	20,7%	9,2%	11,5%
dług/aktywa	34,7%	34,9%	28,5%	25,2%	22,4%	20,0%	17,5%
dług/kapitał własny	171,7%	215,1%	151,7%	116,2%	98,0%	83,0%	69,1%
dług netto/EBITDA	5,1	6,3	3,4	3,3	2,7	2,4	2,0
EBIT/odsetki	4,0	1,8	3,0	2,7	3,2	3,6	4,1
płynność bieżąca	1,4	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
płynność szybka	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
płynność gotówkowa	0,12	0,06	0,09	0,06	0,05	0,05	0,05
rotacja zapasów (dni)	49,5	48,6	43,1	45,8	45,8	45,8	45,8
rotacja należności (dni)	43,0	34,3	39,4	36,9	36,9	36,9	36,9
rotacja zobowiązań (dni)	70,7	69,5	74,8	72,1	72,1	72,1	72,1
cykl rotacji gotówki (dni)	21,8	13,4	7,7	10,6	10,6	10,6	10,6
ROA	3,7%	2,1%	2,9%	3,1%	3,6%	3,8%	4,0%
ROE	18,1%	12,9%	15,4%	14,3%	15,6%	15,6%	15,9%
ROIC	6,8%	6,1%	8,9%	8,9%	10,2%	10,6%	11,3%
WACC	10,1%	11,0%	10,0%	10,5%	10,7%	10,8%	10,9%
EVA (mln zł)	-36,7	-54,2	-11,2	-16,8	-5,6	-1,7	4,6
FCFF (mln zł)	-162,1	-27,3	249,1	120,1	93,1	103,6	109,1

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej

(PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	5,86	3,56	5,07	5,67	6,85	7,47	8,33
DPS	2,40	-	-	-	2,58	3,42	3,74
Dividend yield	4,6%	-	-	-	5,0%	6,6%	7,2%
BVPS	22,75	27,13	32,95	38,44	43,84	47,89	52,49
P/E	8,9	14,6	10,3	9,2	7,6	7,0	6,2
P/BV	2,3	1,9	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/CE	6,7	9,0	6,7	6,4	5,6	5,2	4,8
EV/EBIT	12,1	13,5	9,7	9,7	8,4	7,9	7,4
EV/EBITDA	9,9	10,3	7,6	7,7	6,8	6,6	6,2
EV/S	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2

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
Grzegorz Kujawski		22 329 43 46	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec		22 329 43 44	tomasz.manowiec@bgz.pl

Operacje Brokerskie		telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	22 329 43 23	jaroslaw.duszczyk@bgz.pl
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	Przemyśl	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 BGŻ 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 sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ 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 BGŻ za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ 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 jakkolwiek 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 BGŻ jest zabronione.