

Torfarm

sektor / branża: Handel hurtowy

Ticker: **TFM**

ISIN: **PLTRFRM00018**

Kupuj

87,59 zł

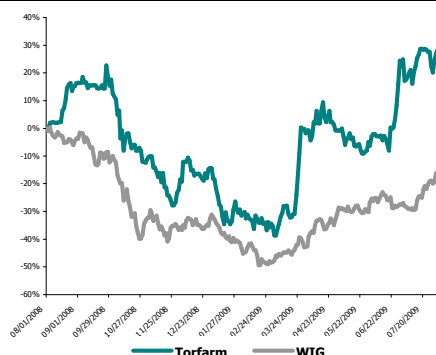
Profil spółki

Torfarm prowadzi działalność jako hurtowy sprzedawca i dystrybutor preparatów farmaceutycznych oraz środków medycznych do aptek na terenie całego kraju. Spółka świadczy również kompleksowe usługi w zakresie handlowej i pozahandlowej obsługi aptek.

Dane podstawowe

Kurs (31/07/09)	60,85
Wycena DCF (zł)	102,67
Wycena dywidendowa	81,34
Wycena porównawcza (zł)	78,77
Liczba akcji (tys.)	4 416
Kapitałizacja (mln zł)	268,7
EV (mln zł)	580,0
Notowania	TFM
max cena 52 tygodnie (zł)	61,20
min cena 52 tygodnie (zł)	28,69
Średni wolumen obrotów	5407,0

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Kazimierz Herba	45,6%	45,6%
FTP Foundation	10,6%	10,6%
Pozostali	43,8%	43,8%



Analitik:

Tomasz Manowiec

tel. (0-22) 329 43 44

e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Pierwszy kwartał 2009 r. i wyniki finansowe

Wzrost rynku dystrybucji farmaceutycznej w pierwszym kwartale bieżącego roku był wyższy od oczekiwań i wyniósł prawie 12%. Przychody Grupy Torfarm rosły i jeszcze szybciej i były wyższe w stosunku do poprzedniego roku o 13%. Wynik operacyjny nie był już tak zadowalający ze względu na koszty związane z kampanią marketingową oraz wprowadzaniem nowej marki leków na rynek. Zysk EBIT wyniósł 6,1 mln zł i był niższy o 12% r/r. Problemem pozostawały nadal, podobnie jak w czwartym kwartale, ujemne różnice kursowe związane ze zobowiązaniami denominowanymi w euro. Obciążony tymi kosztami wynik netto wyniósł jedynie 0,4 mln zł.

Przejęcie Prospera

Najbardziej istotnym tematem w bieżącej działalności Torfarmu jest połączenie z inną giełdową spółką - Prosper S.A. W ramach transakcji na giełdzie, pośredniego nabycia udziałów oraz wezwania, Torfarmowi udało się nabyć ponad 86% wszystkich akcji Prospera, co kosztowało Spółkę ok. 75 mln zł. Razem oba podmioty będą posiadać dominującą pozycję na rynku aptecznym z ponad 30% udziałem w handlu farmaceutykami. Pozwoli to osiągnąć znaczne korzyści z efektów skali oraz integracji działalności. Szacunki Zarządu Spółki wskazują na możliwość wyparcowania dodatkowych 15 mln zł zysku w skali roku. Dokonana transakcja umocni Grupę Torfarm na pozycji lidera rynku i przyczyni się do jej dalszego dynamicznego rozwoju w kolejnych latach.

Prognoza na drugi kwartał 2009 r. oraz perspektywy Grupy

Wzrost rynku w drugim kwartale nie był tak dynamiczny jak w pierwszym, mimo to zakładamy 8% wzrost przychodów Grupy w stosunku do ubiegłego roku (wartość ta uwzględnia Prospera, który będzie konsolidowany metodą pełną od 1 maja). Odwrócenie tendencji na rynku walutowym nie będzie powodować już powstawania ujemnych różnic kursowych, również koszty działalności nie będą już tak wysokie. W związku z tym oczekujemy wypracowania przez Grupę dobrego wyniku na poziomie ok. 7 mln zł netto.

Korzyści z przyłączenia Prospera powinny być widoczne już pod koniec bieżącego roku, a w dłuższej perspektywie będą dodawać kilkanaście milionów zł zysku rocznie. Oznacza to dynamiczny wzrost osiągniętych przez Grupę zysków, wspomagany przez działalność produkcyjną, która już w przyszłym roku powinna już być rentowna. Pozycja rynkowa Grupy Torfarm staje się bardzo silna, a jej perspektywy rozwoju jak najbardziej optymistyczne.

Wycena

Przyjęte przez nas założenia do modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwoliły ustalić cenę jednej akcji Torfarmu na poziomie 102,67 zł. Natomiast metoda porównawcza wskazuje na wartość jednej akcji Spółki w wysokości 78,77 zł. Dodatkowo ustaliliśmy wartość Spółki na podstawie metody dywidendowej, która wyniosła 81,34 zł. Cenę docelową ustaliliśmy jako średnią z powyższych wycen.

Przejęcie Prospera pozwala oczekiwać, że po okresie integracji i optymalizacji działalności wyniki Torfarmu ulegną znaczącej poprawie, która powinna być widoczna już od czwartego kwartału bieżącego roku. Biorąc pod uwagę oczekiwany wzrost wyników w kolejnych latach, obecna cena akcji Spółki wydaje się być atrakcyjna. W związku z tym zdecydowaliśmy się podnieść cenę docelową dla Torfarmu do poziomu 87,59 zł i utrzymać rekomendację KUPUJ.

mln zł	2007	2008	2009P	2009P*	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	3 288,8	3 969,6	5 676,0	6 386,0	7 311,8	7 849,1
zmiana r/r (%)	99,4%	20,7%	43,0%	-	28,8%	7,3%
EBITDA	33,7	49,4	64,5	72,1	102,7	118,0
EBIT	24,7	37,9	49,1	54,6	82,5	94,1
marża EBIT (%)	0,8%	1,0%	0,9%	0,9%	1,1%	1,2%
Zysk netto	15,2	14,5	25,0	27,1	45,4	56,1
marża netto (%)	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,6%	0,7%
EPS (zł)	3,86	3,66	5,66	6,13	10,29	12,71
DPS (zł)	1,23	1,48	1,85	1,85	1,90	3,09
P / E	15,8	16,6	10,8	9,9	5,9	4,8
EV / EBITDA	17,2	11,7	9,0	8,0	5,6	4,9

* wartości pro forma (wraz z Prosperem za cały rok obrotowy)

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wyceny spółki sporządzono za pomocą:

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

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda dywidendowa oparta jest o zdyskontowane wypłaty Spółki na rzecz inwestorów. Natomiast metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę DCF, otrzymaliśmy wartość spółki Torfarm w wysokości 447,5 mln zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 102,67 zł. Wycena ta została sporządzona przy zachowaniu poniższych założeń:

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając przyszłych akwizycji. Prognoza uwzględnia jednak konsolidację Prospera od drugiego półrocza bieżącego roku;
- wzrost przychodów będzie następował wraz z rozwojem całego rynku powiększonym o przyrost udziału w rynku;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 6,2%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy w wysokości 5,5%;
- współczynnik beta zależy od stosunku zadłużenia do kapitałów własnych (relewarowana beta);
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy w wysokości 1,5%;
- 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 oraz wartość nakładów odtworzeniowych;
- długoterminowe kredyty zaciągnięte przez Torfarm będą sukcesywnie spłacane, natomiast kredyt krótkoterminowy zależy od wielkości kapitału obrotowego netto;
- wzrost wynagrodzeń na kolejne lata uzależniony jest od wzrostu wydajności, który przyjęliśmy na poziomie 5-6% w skali roku;
- w prognozie przyjęto wypłatę dywidendy przez spółkę w wysokości 30% zysku netto w ciągu dwóch pierwszych lat, w kolejnych latach wzrost tego stosunku do 70%;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności będą dążyć do poziomów notowanych dla Torfarmu przed połączeniem z Prosperem (odpowiednio 83, 62 i 37 dni);
- nie zakładamy emisji nowych akcji ani skupu akcji własnych prowadzonych przez spółki;
- w prognozie nie uwzględniamy transakcji jednorazowych;
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 1.08.2009 r.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2H 2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	3 151,9	7 311,8	7 849,1	8 374,1	8 905,2	9 469,8	10 070,2	10 708,5	11 387,2	12 108,7
EBIT	32,3	82,5	94,1	101,2	106,0	116,6	128,0	135,6	147,7	159,4
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	26,1	66,8	76,2	82,0	85,8	94,5	103,6	109,8	119,7	129,1
Amortyzacja	7,7	20,2	23,9	26,6	25,9	28,0	25,8	27,9	26,2	25,5
CAPEX	12,1	23,0	18,0	14,3	16,0	15,5	16,8	15,5	16,8	25,5
Inwestycje w kapitał obrotowy	31,7	7,9	41,4	-4,4	-7,3	16,4	17,3	18,2	34,8	37,8
FCFF	-9,9	56,1	40,7	98,7	103,1	90,5	95,4	104,0	94,3	91,3
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,5	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	14,3%	13,2%	12,7%	12,5%	12,2%	11,9%	11,7%	11,6%	11,6%	11,7%
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	42,2%	57,5%	62,5%	65,3%	69,3%	73,7%	76,8%	77,3%	77,5%	76,9%
% długu	57,8%	42,5%	37,5%	34,7%	30,7%	26,3%	23,2%	22,7%	22,5%	23,1%
WACC	9,3%	10,0%	10,1%	10,1%	10,2%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Suma DFCF	422,5									
Wartość rezydualna (TV)	1 055,1									
Zdyskontowana TV	365,2									
Wartość działalności operacyjnej	787,7									
Gotówka netto	-340,2									
Wartość kapitału własnego	447,5									
Liczba akcji (mln szt.)	4,42									
Wartość 1 akcji (1.08.2009)	102,67 zł									

Źródło: BM BGZ S.A.

P - prognozy BM BGZ

Poniżej zamieszczona jest tabela obrazująca wrażliwość wyceny Torfarmu na przyjęte do modelu założenia. W przyjętym przez nas wariancie wartość jednej akcji Spółki szacujemy na 102,67 zł. Zmiana wartości średniego ważonego kosztu kapitału lub poziomu wzrostu przepływów pieniężnych w przyszłości powoduje dosyć znaczące odchylenia od tej wartości. Jednak nawet najbardziej rygorystyczne założenia wskazują na niedowartościowanie Spółki.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	-1,0	115,81	121,79	128,54	136,22	145,02
	-0,5	103,99	109,09	114,81	121,26	128,60
	0	93,41	97,79	102,67	108,13	114,30
	+0,5	83,89	87,67	91,85	96,51	101,74
	+1,0	75,27	78,55	82,16	86,16	90,62

Źródło: BM BGZ S.A.

Wycena porównawcza

Wartość Spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych 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).

Wyceny porównawczej Torfarmu dokonaliśmy w zestawieniu z pozostałymi spółkami krajowymi z branży handlu hurtowego, które również działają w segmencie farmaceutycznym. Do analizy wykorzystaliśmy wskaźniki dla Prospera, Farmacolu oraz PGF-u oparte o wyniki z zeszłego roku oraz o nasze prognozy na bieżący i przyszły rok. Poniżej znajduje się krótka charakterystyka tych spółek.

Prosper, mimo przejęcia większości akcji przez Torfarm nadal pozostaje notowany na GPW. Spółka jest czwartym pod względem udziału w rynku aptecznym dystrybutorem leków w Polsce, kierując swoją ofertę głównie do aptek, ale także do szpitali. Spółka prowadzi program partnerski dla aptek markowany logo „Apteka dobrych cen”, przy czym spółka sama nie prowadzi działalności detalicznej. Natomiast działalność dystrybucyjna obejmuje swym zasięgiem cały kraj.

Farmacol prowadzi działalność zarówno w segmencie hurtowym, jak również w segmencie detalicznym poprzez sieć aptek należących do Grupy Kapitałowej. Farmacol posiada drugi co do wielkości udział w rynku farmaceutycznym, pozostając jednym z kluczowych graczy o rocznych przychodach rzędu 4-5 mld zł.

Polska Grupa Farmaceutyczna (PGF) jest jednym z największych w Polsce dystrybutorem leków do aptek i szpitali o łącznych obrotach ok. 5 mld zł w skali roku. W Grupie zrzeszonych jest ok. 1800 aptek własnych oraz partnerskich pod szyldem „Dbam o zdrowie”, a dodatkowo sprzedaż prowadzona jest przez Internet. Poprzez spółkę zależną CEPD rozwijana jest także sprzedaż detaliczna w innych krajach europejskich. Spółka jest aktywna również w działalności badawczej przez spółkę zależną Pharmena.

Tab. Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P	2008	2009P	2010P
Farmacol	11,4	10,0	9,5	10,3	8,5	7,3	12,4	13,1	11,1
PGF	12,7	12,0	10,8	9,7	8,9	8,1	8,9	9,9	8,3
Prosper	18,3	-	-	9,9	-	-	-	-	-
Średnia	14,1	11,0	10,2	10,0	8,7	7,7	10,6	11,5	9,7
Torfarm									
wskaźniki dla Torfarm	12,4	10,4	7,0	9,5	7,8	5,6	18,6	9,9	5,9
Implikowana cena 1 akcji Torfarm	85,06	68,00	119,47	74,24	75,63	109,30	38,99	70,35	99,74
Wagi dla wskaźników	33%			33%			33%		
Wycena 1 akcji	78,77 zł								

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Wycena porównawcza wskazuje na znaczne niedowartościowanie akcji Torfarmu w stosunku do uzyskiwanych przez Spółkę wyników. Średnia ważona z implikowanych cen wyliczonych na podstawie opisanych wyżej wskaźników (przy założeniu równych wag) dała wartość jednej akcji Torfarm na poziomie 78,77 zł. Szczególnie wycena oparta o wyniki z przyszłego roku pozwala oczekiwać, że notowania w najbliższym czasie mogą zachowywać się lepiej niż rynek.

Wycena dywidendowa

Torfarm jest notowany na GPW od 2004 r., natomiast od 2006 r. Spółka w każdym roku wypłacała dywidendę swoim akcjonariuszom. Za ubiegły rok obrotowy było to 1,85 zł, dając ok. 3% zwrot w stosunku do bieżącej ceny. Systematyczność w wypłacaniu dywidendy pozwala wykorzystać metodę dywidendową

do wyceny Spółki. Dyskontując kolejne przepływy dla akcjonariuszy otrzymaliśmy ich wartość przypadającą na jedną akcję w wysokości 81,34 zł.

Tab. Wycena dywidendowa

(PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Dywidenda na akcję	1,90	3,09	6,36	8,54	9,32	10,72	14,01	14,90	16,31	17,59
Mnożnik dyskonta	0,91	0,83	0,76	0,69	0,62	0,56	0,51	0,46	0,42	0,38
Wartość bieżąca	1,74	2,57	4,80	5,86	5,80	6,05	7,18	6,92	6,86	6,71
Suma bieżących wartości wypłat	54,5									
Wartość rezydualna (TV)	77,6									
Zdyskontowana TV	26,9									
Wartość 1 akcji	81,34 zł									

Źródło: BM BGZ.

P - prognoza BM BGZ

Podsumowanie wyceny

Ostateczną wycenę akcji uzyskaliśmy, obliczając średnią ważoną z ceny uzyskanej metodą DCF, wyceny porównawczej ze spółkami krajowymi oraz wyceny dywidendowej, nadając wszystkim wartościom równe wagi (33%). W wyniku naszych szacunków cenę docelową dla Torfarmu ustalamy na 87,59 zł. Z uwagi na to, że cena docelowa różni się od ceny rynkowej o więcej niż 10%, zgodnie z metodologią wydawanych przez nas rekomendacji, zdecydowaliśmy się utrzymać dotychczasową rekomendację **KUPUJ** dla spółki **Torfarm** z nową ceną docelową.

Tab. Podsumowanie wyceny

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	102,67	33%
metoda dywidendowa	81,34	33%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	78,77	33%
Torfarm		
wycena akcji	87,59 zł	
obecna cena akcji	60,85 zł	

Źródło: BM BGZ S.A.

Sytuacja w Grupie Torfarm

Wyniki finansowe

Rynek farmaceutyczny w pierwszym kwartale 2009 r. rósł dynamicznie, w szybszym tempie niż przewidywano. W stosunku do poprzedniego roku wartość krajowego rynku aptecznego zwiększyła się o prawie 12% do 5,66 mld zł. W okresie tym rozpoczął się również nowy system dystrybucji produktów Astra Zeneca i Sanofi polegający na bezpośredniej dystrybucji leków od producenta do aptek z wykorzystaniem hurtowników jedynie jako operatorów logistycznych.

Tab. Wyniki finansowe Torfarmu

	1Q 2008	4Q 2008	1Q 2009	zmiana r/r	zmiana q/q	2Q 2009P
przychody	1 040,4	1 003,0	1 173,9	12,8%	17,0%	1 350,2
zysk brutto ze sprzedaży	67,7	80,8	87,5	29,2%	8,2%	95,9
<i>rentowność brutto ze sprzedaży</i>	<i>6,5%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,5%</i>	<i>+1 p.p.</i>	<i>-0,6 p.p.</i>	<i>7,1%</i>
zysk operacyjny	6,9	9,7	6,1	-12,0%	-37,7%	10,7
<i>rentowność operacyjna</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,0%</i>	<i>0,5%</i>	<i>-0,2 p.p.</i>	<i>-0,5 p.p.</i>	<i>0,8%</i>
EBITDA	9,4	12,9	9,4	-0,8%	-27,5%	15,2
<i>rentowność EBITDA</i>	<i>0,9%</i>	<i>1,3%</i>	<i>0,8%</i>	<i>-0,1 p.p.</i>	<i>-0,5 p.p.</i>	<i>1,1%</i>
saldo finansowe	-1,8	-8,8	-5,5	203,3%	-37,3%	-2,0
zysk netto	4,2	0,9	0,4	-90,4%	-54,7%	7,1
<i>rentowność netto</i>	<i>0,40%</i>	<i>0,09%</i>	<i>0,03%</i>	<i>-0,47 p.p.</i>	<i>-0,06 p.p.</i>	<i>0,52%</i>

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Przychody Torfarmu wzrosły nawet bardziej niż rynek (12,8%) i osiągnęły wartość 1,174 mld zł. Był to rekordowy pod względem wartości kwartalnych przychodów okres dla Spółki. Uzyskiwana marża na sprzedaży została utrzymana na dobrym poziomie 7,5%, dzięki czemu również zysk brutto na sprzedaży wskazywał wysoką dynamikę. Na poziomie operacyjnym nastąpiło jednak pogorszenie będące wynikiem kosztów związanych z wprowadzaniem na rynek nowej marki leków produkowanych przez Torfarm (3,3 mln zł). Dodatkowym czynnikiem była kampania marketingowa sieci aptek Świat Zdrowia współpracujących z Torfarmem, która kosztowała ponad 4 mln zł (w całym roku ma kosztować 8 mln zł). W efekcie marża operacyjna spadła do niskiego historycznie poziomu 0,5%. Natomiast wartość amortyzacji wzrosła w stosunku do poprzedniego roku, w związku z czym EBITDA pozostała na podobnym poziomie, utrzymując marżę w wysokości 0,8%.

Uwagę zwraca wysokie ujemne saldo finansowe wykazywane przez Torfarm w trakcie dwóch ostatnich kwartałów. Przyczyną tego były ujemne różnice kursowe powstałe w wyniku przeszacowania zobowiązań denominowanych w walutach obcych. Są to głównie zobowiązania wobec zagranicznych producentów leków, od których Torfarm bezpośrednio kupuje produkty. W samym pierwszym kwartale ujemne różnice wyniosły 2,6 mln zł. Poza tym Spółka ponosi wysokie koszty obsługi zadłużenia, które na koniec pierwszego kwartału wyniosły prawie 240 mln zł (uwzględniając również zobowiązania z tytułu leasingu). W wyniku takiego obciążenia, zysk netto znacząco zmniejszył się w stosunku do poprzednich kwartałów i wyniósł zaledwie 0,4 mln zł.

Wspomniane wyżej zadłużenie wywiera negatywny wpływ na wyniki Spółki. Zostanie ono dodatkowo zwiększone w związku z przejęciem Prospera, które w części finansowane będzie również kredytem. Stosunek całkowitego zadłużenia do wartości EBITDA wyniósł za zeszły rok 4,2. W tym roku będzie wykazywał nawet

wyższą wartość dla połączonych spółek. Jednak w dłuższym terminie powinien charakteryzować się tendencją spadkową ze względu na poprawę wyników (m. in. dzięki połączeniu z Prosperem) oraz redukcję poziomu zadłużenia.

Tab. Zadłużenie Grupy Torfarm (wraz z zobowiązaniami z tytułu leasingu)

	(mln PLN)	2008	1Q 2009	2009P	2010P
Razem	wielkość zadłużenia	329,9	327,2	396,5	358,8
	dług/EBITDA	5,3	-	5,3	3,5
Grupa Torfarm	wielkość zadłużenia	209,5	239,8		
	dług/EBITDA	4,2	-		
Grupa Prosper	wielkość zadłużenia	120,4	87,4		
	dług/EBITDA	6,4	-		

Źródło: Spółka, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Prognoza na drugi kwartał i 2009 r.

W drugim kwartale rynek apteczny nie rozwijał się już tak dynamicznie jak w pierwszym. Szacuje się, że tempo jego wzrostu wyniesie 5-6% (w maju i czerwcu rynek wykazywał się dwucyfrową dynamiką, jednak w kwietniu skurczył się o 8%). Dlatego dynamikę przychodów Torfarmu zakładamy na poziomie 8%, czyli nieco powyżej rynku, co pozwoli osiągnąć ponad 1 mld zł sprzedaży. Ponieważ koszty działalności (głównie marketingu) nie będą już zwiększone w takim stopniu jak w poprzednim kwartale, oczekujemy, że marża operacyjna powróci do zeszłorocznego poziomu (1%), co oznacza, że zysk operacyjny wyniesie ok. 10 mln zł.

W okresie kwiecień-czerwiec sytuacja na rynku walutowym znacząco się zmieniła i złoty uległ aprecjacji, w związku z czym nie będą już występować ujemne różnice kursowe pogarszające wynik Spółki. Mimo to koszt zadłużenia pozostaje wysoki, w związku z czym ujemne saldo finansowe wyniesie ok. 2 mln zł. Ostatecznie prognozujemy zysk netto za ten okres na poziomie 7,1 mln zł. Powyższe wartości uwzględniają wynik Prospera, który jest konsolidowany już od 1 maja.

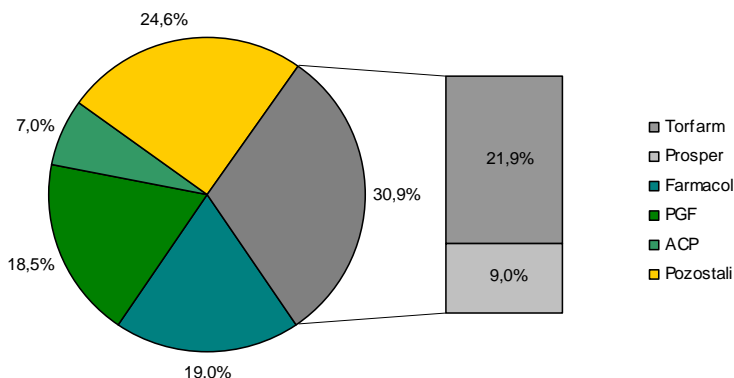
Zarząd Torfarmu przedstawił swoje prognozy odnośnie wyników za ten i przyszły rok. Zakładały one, że w 2009 r. Grupa Torfarm wypracuje 4,4 mld zł przychodów oraz 24 mln zł zysku netto. Prognoza na 2010 r. zakładała odpowiednio 4,85 mld zł i 40 mln zł. Powyższe wartości przedstawione były przed przejęciem Prospera i nie uwzględniają jego wpływu na wyniki.

Koszty związane z integracją i samym procesem przejęcia prawdopodobnie skonsumują w tym roku znaczną część pozytywnego wkładu z wyniku Prospera, dlatego prognozowany przez nas zysk z uwzględnieniem akwizycji nie odbiega znacząco od wcześniejszych założeń Spółki. Dodatkowym czynnikiem poza przejęciem i integracją negatywnie oddziałującym na wyniki są koszty związane z wprowadzaniem na rynek leków produkowanych przez Torfarm oraz kampanie marketingowe Świata Zdrowia. Wszystkie te działania przyniosą za to wymierne efekty już od przyszłego roku, przyczyniając się do znaczącej poprawy wyników. Szczególnie duże oczekiwania można wiązać z produkcją leków, która charakteryzuje się wysoką rentownością. W obecnym roku działalność ta przyniesie jeszcze zapewne stratę, jednak w horyzoncie kilkuletnim może generować nawet kilkadziesiąt milionów marży producenta, co może się okazać bardzo silnym motorem wzrostu dla Torfarmu.

Przejęcie Prospera

Wydarzeniem tego roku w segmencie dystrybucji farmaceutycznej było przejęcie przez Torfarm giełdowej spółki Prosper S.A. Połączenie działalności tych dwóch podmiotów pozwoli im uzyskać dominującą pozycję na rynku farmaceutycznym z ponad 30% udziałem w rynku dystrybucji do aptek.

Rys. Udziały rynkowe dystrybutorów na rynku aptecznym



Źródło: IMS Health, BM BGZ.

Pierwszą fazą przejęcia było nabycie ponad miliona akcji na giełdzie w ramach transakcji na sesji po średniej cenie 6,50 zł. Natomiast 15 kwietnia 2009 została zawarta transakcja zakupu przez Torfarm spółki Oktogon Investment ApS, do której należało 2.105.000 akcji Prospera (30,66% kapitału zakładowego) dających 49,96% głosów na walnym zgromadzeniu (część zakupionych akcji była uprzywilejowana co do głosu). Udziały w Oktogon Investment zostały zakupione za 49,7 mln zł. Był to tylko jeden element płatności, ponieważ umowa zakłada, że Torfarm wypłaci również dodatkową kwotę, jeżeli średnia cena akcji Torfarmu w pierwszym kwartale 2013 r. będzie niższa niż 101,2 zł. W takiej sytuacji wypłata będzie równa iloczynowi liczby 470.000 i różnicy między wartością 101,2 a tą średnią ceną.

Drugim etapem akwizycji było ogłoszenie wezwania na 100% akcji Prospera będących w posiadaniu pozostałych akcjonariuszy po 8,34 zł za akcję, przy czym Państwo Wesołowsky zobowiązali się do sprzedaży swojego pakietu (1.482.693 akcje) po cenie 5 zł za akcję. W ramach wezwania zawarto transakcję na 2.795.560 akcji na sumę ponad 18 mln zł, w związku z czym Torfarm stał się właścicielem ponad 86% akcji Prospera dających w sumie 95,5% głosów.

Całkowity koszt zakupu wszystkich posiadanych przez Torfarm akcji wyniósł 74,7 mln zł i może wzrosnąć w przyszłości, jeśli spełni się wspomniany wyżej warunek (gdyby kurs Spółki pozostał na bieżącym poziomie 60 zł, dodatkowy koszt wyniósłby ok. 24 mln zł; bieżąca wartość tej kwoty na akcję wynosi 3,74 zł). Jednak oczekiwana poprawa wyników znacznie ogranicza prawdopodobieństwo tak niskich notowań Torfarmu za trzy lata. Porozumienie z poprzednimi właścicielami przejmowanej spółki zakładało dodatkowo, że obejmą oni akcje nowej emisji Torfarmu za sumę 26,3 mln zł (470.000 akcji po cenie 56 zł). W efekcie Torfarm potrzebował jedynie ok. 48 mln zł na kupno posiadanego pakietu, co zostało sfinansowane głównie kredytem.

Połączenie z Prosperem może przynieść wymierne efekty synergii już w najbliższych kwartałach. Obie spółki prowadziły taką samą działalność, mając w swojej strategii założenie o nieposiadaniu własnych aptek, a połączone ze sobą będą się bardzo dobrze uzupełniać pod względem geograficznej struktury działalności. W związku z tym uzyskanie korzyści ze współpracy może nastąpić w miarę szybko poprzez kilka czynników.

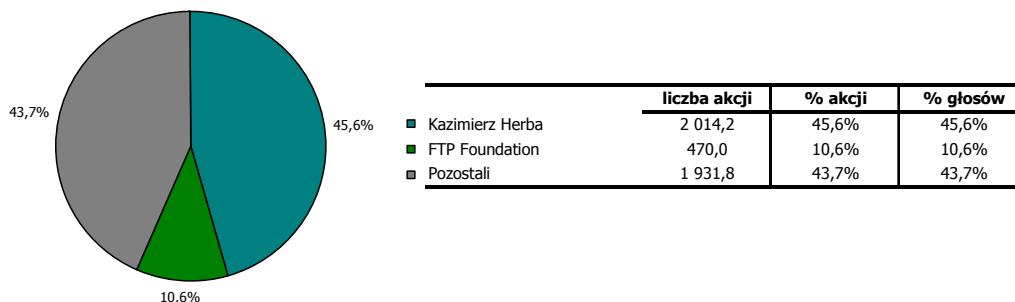
Przede wszystkim będzie to wzrost marży brutto na sprzedaży uzyskiwanej przez Prospera w efekcie ujednoczenia w Grupie warunków dostaw i cen, jakie posiada Torfarm. Istotnym czynnikiem jest również zwiększona skala działalności obu połączonych spółek, która pozwoli na uzyskanie korzystniejszych warunków zakupowych u producentów, co powinno przełożyć się w dłuższym terminie na dalszy wzrost marży brutto nawet o 15% w stosunku do obecnych poziomów. Nie bez znaczenia jest też możliwość poszerzenia działalności marketingowej prowadzonej przez Torfarm na apteki współpracujące dotychczas z Prosperem, co pozwoli znacząco powiększyć przychody z tego tytułu (Prosper współpracuje z ponad 1000 aptek w całej Polsce).

Integracja dwóch podmiotów pociągnie za sobą jednak pewne koszty, które szacowane są na ok. 10 mln zł w okresie 2009-2010. Dodatkowo Torfarm będzie ponosił obciążenie z tytułu większego zadłużenia przeznaczonego na przejęcie w kwocie ok. 3 mln zł rocznie. Mimo to szacowany przez Zarząd Torfarmu zysk z połączenia wynosi 15 mln zł rocznie. Integracja Torfarmu i Prospera wydaje się być bardzo korzystna, co wkrótce powinno być potwierdzone w raportowanych wynikach.

Struktura akcjonariatu

W efekcie objęcia akcji przez należącą do Państwa Wesołowskich fundację FTP Foundation nastąpiła znacząca zmiana w akcjonariacie Torfarmu. Państwo Wesołowscy będą pośrednio posiadać ponad 10% akcji i taką samą liczbę głosów na WZA Spółki. Największym akcjonariuszem pozostaje nadal Kazimierz Herba, założyciel Spółki pełniący obecnie funkcję Przewodniczącego Rady Nadzorczej. Jego udział zmniejszył się w wyniku rozwodnienia spowodowanego emisją akcji nowej serii do 45,6%. Pozostałe akcje znajdują się w wolnym obrocie, co czyni walory Torfarmu bardzo płynnymi.

Rys. Struktura akcjonariatu Torfarmu



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Kurs Torfarmu znajduje się w trendzie wzrostowym w kanale widocznym na wykresie. Na razie nie widać sygnałów zapowiadających odwrócenie. Takim sygnałem byłoby przełamanie dolnej linii kanału, która obecnie znajduje się w okolicach 51 zł. Dopóki to nie nastąpi główny trend wzrostowy jest aktualny, choć oczywiście zawsze należy liczyć się z krótkoterminową korektą.

Rys. Analiza techniczna Torfarmu



Tabele i prognozy (wybrane pozycje)

Tab. Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	1 142,3	1 350,9	2 086,7	2 336,8	2 494,7	2 638,7	2 775,8
Aktywa trwałe	230,8	256,1	362,4	365,2	359,3	347,0	337,1
Wartości niematerialne i prawne	7,4	10,2	13,7	13,8	11,4	8,2	7,8
Rzeczowe aktywa trwałe	119,9	130,3	183,9	186,5	183,0	173,9	164,5
Aktywa obrotowe	911,4	1 094,7	1 724,2	1 971,6	2 135,4	2 291,7	2 438,7
Zapasy	526,4	698,5	1 032,6	1 201,9	1 311,8	1 408,7	1 507,8
Należności krótkoterminowe	355,9	360,2	673,9	760,1	815,3	857,7	899,4
Środki pieniężne	12,3	10,1	12,6	4,4	3,2	20,1	26,3
PASYWA	1 142,3	1 350,9	2 086,7	2 336,8	2 494,7	2 638,7	2 775,8
Kapitał własny	166,6	175,3	233,6	273,8	318,5	355,7	389,1
Kapitał zakładowy	3,9	3,9	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Kapitał zapasowy	148,5	103,5	129,3	129,3	129,3	129,3	129,3
Zyski z lat ubiegłych	-10,0	-6,5	0,2	17,7	49,5	77,6	102,7
Zysk netto	15,2	14,5	25,0	45,4	56,1	62,9	68,6
Zobowiązania i rezerwy	975,7	1 175,6	1 853,1	2 063,0	2 176,2	2 283,1	2 386,6
Zobowiązania długoterminowe	52,2	66,4	100,9	93,1	85,4	77,6	69,9
Zobowiązania krótkoterminowe	923,5	1 109,3	1 752,2	1 969,9	2 090,9	2 205,5	2 316,8
<i>w tym zobowiązania finansowe</i>	<i>206,1</i>	<i>209,6</i>	<i>396,5</i>	<i>358,8</i>	<i>348,4</i>	<i>311,5</i>	<i>267,0</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ogółem	3 288,8	3 969,6	5 676,0	7 311,8	7 849,1	8 374,1	8 905,2
<i>zmiana r/r</i>	99,4%	20,7%	43,0%	28,8%	7,3%	6,7%	6,3%
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	3 084,0	3 668,0	5 262,5	6 753,1	7 253,2	7 738,3	8 231,0
Zysk brutto na sprzedaży	204,8	301,6	413,4	558,7	595,9	635,8	674,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	6,2%	7,6%	7,3%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Koszty sprzedaży	60,5	88,8	147,3	227,0	227,6	246,6	265,8
Koszty ogólnego zarządu	123,4	169,5	213,6	245,7	270,2	283,7	297,9
Zysk (strata) ze sprzedaży	20,9	43,3	52,6	86,1	98,0	105,4	110,4
EBITDA	33,7	49,4	64,5	102,7	118,0	127,9	131,8
EBIT	24,7	37,9	49,1	82,5	94,1	101,2	106,0
<i>marża operacyjna</i>	0,8%	1,0%	0,9%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%
Saldo z działalności finansowej	-4,9	-16,5	-17,4	-23,6	-22,1	-20,7	-18,1
Zysk (strata) brutto	19,8	19,8	31,7	58,9	72,0	80,5	87,9
<i>marża brutto</i>	0,6%	0,5%	0,6%	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%
Podatek dochodowy	4,6	5,3	6,0	11,2	13,7	15,3	16,7
Zysk (strata) netto	15,2	14,5	25,0	45,4	56,1	62,9	68,6
<i>marża netto</i>	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy z działalności operacyjnej	84,1	35,6	48,8	83,6	62,9	116,9	122,5
Zysk netto	15,2	14,5	25,0	45,4	56,1	62,9	68,6
Amortyzacja	9,0	11,5	15,4	20,2	23,9	26,6	25,9
Odsetki	5,1	11,8	17,8	23,6	22,1	20,7	18,1
Zmiana kapitału obrotowego	53,1	-0,6	-12,6	-7,9	-41,4	4,4	7,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-175,6	3,9	-73,3	-23,0	-18,0	-14,3	-16,0
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-7,1	-25,0	-106,9	-23,0	-18,0	-14,3	-16,0
Przepływy z działalności finansowej	98,4	-41,8	27,0	-68,7	-46,2	-85,7	-100,3
Odsetki	-9,6	-17,6	-18,1	-23,6	-22,1	-20,7	-18,1
Kredyty netto	112,9	-18,2	35,8	-34,4	-7,2	-33,6	-41,2
Dywidenda	-4,9	-5,8	-7,3	-7,5	-13,6	-28,1	-37,7
Zmiana stanu środków pieniężnych	6,9	-2,2	2,5	-8,2	-1,2	17,0	6,2
Środki pieniężne:							
na początek okresu	5,4	12,3	10,1	12,6	4,4	3,2	20,1
na koniec okresu	12,3	10,1	12,6	4,4	3,2	20,1	26,3

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki finansowe

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
rentowność brutto na sprzedaży	6,2%	7,6%	7,3%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
rentowność EBITDA	1,0%	1,2%	1,1%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
rentowność EBIT	0,8%	1,0%	0,9%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%
rentowność netto	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%
ROA	1,4%	1,0%	1,2%	1,9%	2,3%	2,4%	2,5%
ROE	9,8%	8,0%	10,7%	16,6%	17,6%	17,7%	17,6%
dług/aktywa	18,0%	15,5%	19,0%	15,4%	14,0%	11,8%	9,6%
dług/kapitał własny	123,7%	119,6%	169,7%	131,1%	109,4%	87,6%	68,6%
dług/EBITDA	6,1	4,2	6,1	3,5	3,0	2,4	2,0
EBIT/odsetki	2,6	2,0	2,7	3,5	4,3	4,9	5,9
płynność bieżąca	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
płynność szybka	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
płynność gotówkowa	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01
rotacja zapasów (dni)	58,4	64,2	59,0	60,0	61,0	61,4	61,8
rotacja należności (dni)	39,3	41,1	38,5	37,9	37,9	37,4	36,9
rotacja zobowiązań (dni)	83,6	87,5	82,0	84,0	84,0	85,0	86,0
cykl rotacji gotówki (dni)	14,1	17,8	15,5	13,9	14,9	13,8	12,7

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki dla ceny bieżącej

(PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS	3,86	3,66	5,66	10,29	12,71	14,24	15,53
DPS	1,23	1,48	1,85	1,90	3,09	6,36	8,54
BVPS	42,23	44,42	52,90	62,00	72,12	80,54	88,12
P/E	15,8	16,6	10,8	5,9	4,8	4,3	3,9
P/BV	1,44	1,37	1,15	0,98	0,84	0,76	0,69
P/S	0,08	0,07	0,05	0,04	0,03	0,03	0,03
P/CE	11,1	10,4	6,6	4,1	3,4	3,0	2,8
EV/EBIT	23,50	15,31	11,82	7,03	6,16	5,73	5,47
EV/EBITDA	17,22	11,75	8,99	5,65	4,91	4,54	4,40
EV/S	0,18	0,15	0,10	0,08	0,07	0,07	0,07

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

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.



BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

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

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

Oferty publiczne (IPO)		telefon	adres email
Marek Jaczewski	Główny specjalista	(022) 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk	Główny specjalista	(022) 329 43 42	boguslaw.baczyc@bgz.pl

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

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